

2010-06-16

行业研究 / 深度研究

房地产

中性 / 维持评级

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号: S1000208120162
+755-82492232 yujinhua@lhqz.com

联系人

周雅婷

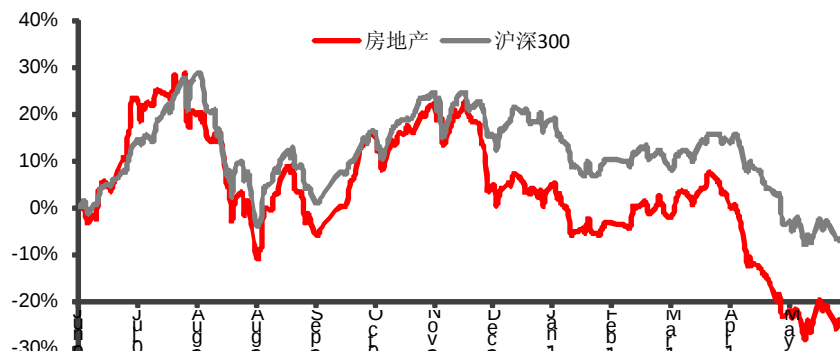
0755-82125148 zhoutyt@lhqz.com

安得广厦千万间

— 中外住房保障研究

- 保障住房的实质是政府以支付转移的方式来完成社会收入的再分配，具有准公共产品的特点。住房保障对住房细分市场“滤出”效应的影响视保障的形式不同而不同。实物分配的情景下，会推动低端商品住房的租金及供给下降，阻止中端商品住房向低端商品住房的“滤出”，从而使中间收入人群受益。在货币租房补贴的情景下，由于低端人群支付能力上升，会推动中端商品住房的租金上涨，并推动中高端商品住房向中端商品住房“滤出”。从各国住房保障的经验来看，住房保障体系的建设对房地产周期影响并不显著。
- 各国住房保障政策大都经历从实物分配为主向以货币租房补贴为主的转变。实物分配为主的住房保障主要为了解决住房短缺，货币补贴为对消费者直接进行补贴，具有可避免对住房市场直接干预的优点。
- 我国住房保障体系历经三次定位摇摆，目标覆盖人群由“中低收入家庭”已逐步收窄为“低收入家庭”。我国住房供应体系客观上仍是“重市场轻保障”。经济适用房是我国保障性住房的最大类别，但已被过度强化的商品属性替代了社会保障属性。由于中央政府历年来对住房保障的财政倾斜明显不足，加上地方政府没有动力将土地出让收益投入到社会保障领域，我国住房保障建设欠账太多。
- 2010 年全国计划建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套，改造农村危房 120 万户。我们认为这一急切而具有跃进式特点的保障住房建设计划，带有较为明确的企图对冲因房地产市场调控而可能导致商品住房投资下行压力的动机。由于与地方政绩挂钩的行政举措，预期政策的执行力度将超越历史。我们测算 2010 年保障性住房的投资可抵消 4.8%-8% 的商品房投资增速的下降。
- 我国未来住房保障的覆盖人群应逐步扩展到城市中低收入家庭。当拉动投资不再是政策的主要考虑目标时，我国的住房保障也应该由砖头补贴逐步过度到人头补贴。

最近 52 周股价表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目录

保障性住房具有准公共产品特点，对房地产周期影响不显著	4
具有准公共产品特点	4
对住房细分市场的“滤出”效应有影响	4
对房地产周期的影响不显著	4
由实物分配到货币补贴为住房保障的发展趋势	6
由于定位摇摆，我国住房保障建设欠账过多	8
定位摇摆，目标覆盖人群逐步收窄	8
经济适用房“非保非商”，地位尴尬	8
中央财政对住房保障的倾斜明显不足，欠账过多	9
地方土地出让收益对住房保障的投入较少，廉租房覆盖范围过小	10
当前保障住房建设目标拉动投资的政策含义明显	11
现行目标：实行救济性住房保障覆盖原则，人群目标 1000 万户	11
可抵消 4.2%-7.2%的商品房投资增速的下降	12
我国保障房建设需做长期制度安排	13
各国住房保障制度的借鉴	14
美国：以金融工具为主要手段	14
日本：以福利救济为目标	15
新加坡：鼓励居民购买政府所建组屋	16
德国：鼓励合作型建房	17

图表目录

图 1 “8 万 5 千套”公屋计划并非香港房价下跌的元凶.....	4
图 2 利率是解释美国房地产销量变动的主因.....	5
图 3 金融政策工具为美国房价波澜的助动力.....	5
图 4 影响英国房价涨跌的是货币的流通速度.....	5
图 5 影响德国房价涨跌的同样是货币的流通速度.....	6
图 6 70 年代以来欧洲国家政策性住房供应比重呈下降趋势.....	6
图 7 OECD 主要存量住房构成.....	7
图 8 各国公共租赁住房占整体住房供应比重.....	7
图 9 我国经济适用房投资和开竣工完成情况（亿元、亿平米）.....	9
图 10 我国经济适用房完成投资 and 开竣工面积占比逐年下降.....	9
图 11 英国保障性住房支出占政府财政支出及 GDP 比重.....	10
图 12 土地净收益对住房保障建设的投入过低.....	11
图 13 欧美发达国家基本实现对中低收入家庭的住房保障覆盖.....	13
图 14 在金融信贷政策扶持下美国住房自有率逐年提高.....	15
图 15 日本住房自有率较高，保障性住房仍以福利救济为目的.....	15
图 16 日本公共住宅建设比重基本维持在 15% 左右.....	16
图 17 新加坡住房构成.....	16
图 18 德国鼓励公私合作建房.....	18
表 1 美国公共住房总量变化.....	7
表 2 我国 2009 年住房保障开支占中央财政开支、税收及 GDP 比重.....	10
表 3 美国历年住房保障开支占中央财政开支、税收及 GDP 比重.....	10
表 4 《2009-2010 年廉租住房保障规划》.....	11
表 5 2010 年住房保障投资测算.....	12
表 6 2010 年保障性住房建设对投资影响敏感性测算.....	12
表 7 剩余住房保障目标可在一年内完成.....	13
表 8 国外住房保障主要融资模式.....	14
表 9 美国住房保障制度简表.....	14
表 10 日本住房保障制度简表.....	15
表 11 新加坡住房保障制度简表.....	17
表 12 德国住房保障制度简表.....	17
附表：近年来中央及地方住房保障政策汇总.....	19

保障性住房具有准公共产品特点，对房地产周期影响不显著

具有准公共产品特点

住房是人类生存不可替代的必需品。由于财富分配的不均，各国均存在低收入人群无法依靠自己的支付能力以市场化的方式来解决住房问题的现象。为对社会弱势群体的福利覆盖，弥补市场失灵，政府通过承担住房市场价格与居民支付能力的差距，使低收入人群分享到社会经济发展成果，借以维护社会的和谐与稳定。因此保障住房的实质是政府以支付转移的方式来完成社会收入的再分配，具有准公共产品的特点。

对住房细分市场的“滤出”效应有影响

由于保障性住房的介入，可以观察到对住房各细分市场的“滤出”（filtering）效应有一定影响。所谓的“滤出”效应，是指较高品质的住宅由于时间的推移而发生居住功能老化等现象，从而使原较高品质住宅的居住者转而寻求居住条件更好的房屋，由较低收入居住者接续使用该住宅的过程。但实物分配的住房保障以及货币租房补贴的住房保障，其对“滤出”效应的影响并不尽相同。

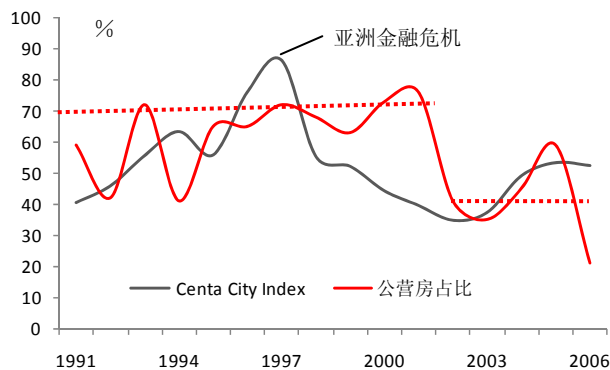
在实物分配的住房保障情景下，由于政府直接参与保障房的建设，导致低端商品住房市场的需求下降，从而会推动低端商品住房的租金及供给下降。这样反过来会阻止中端商品住房向低端商品住房的“滤出”，因为中端商品住房的所有者并不愿意主动降低其住房的价格，也即房价及租金在下降中所体现出的价格黏性。房价的价格黏性会间接导致中端商品住房的供应相对增多，从而使中间收入人群受益。

在货币租房补贴的住房保障情景下，由于低端人群支付能力上升，会推动部分低收入人群转入中端商品住房市场，从而推动中端商品住房需求上升，但短期内供给无法增加，会推动中端商品住房的租金上涨，并推动中高端商品住房向中端商品住房“滤出”。并推动中高端收入阶层支付能力上升，以及对高端商品住房的需求增长。从这个过程来看，货币租房补贴的住房保障体系下，更容易推动房价及租金的上涨。

对房地产周期的影响不显著

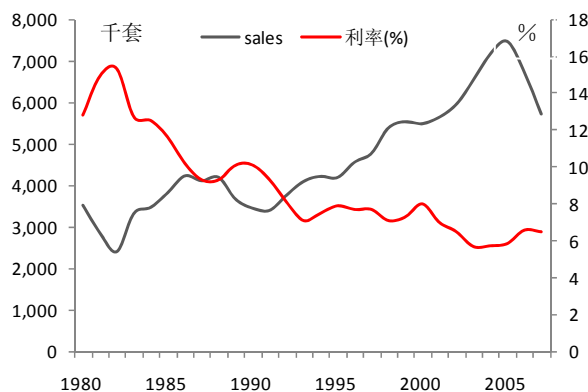
从各国住房保障的经验来看，住房保障体系的建设对房地产周期影响并不显著。香港“8万5千套”公屋计划曾被视为香港房价下跌的元凶，但97年后“8万5千套”计划并未被真正执行，香港的房地产市场依然调整了6年，可见亚洲金融危机才是真凶。

图1 “8万5千套”公屋计划并非香港房价下跌的元凶



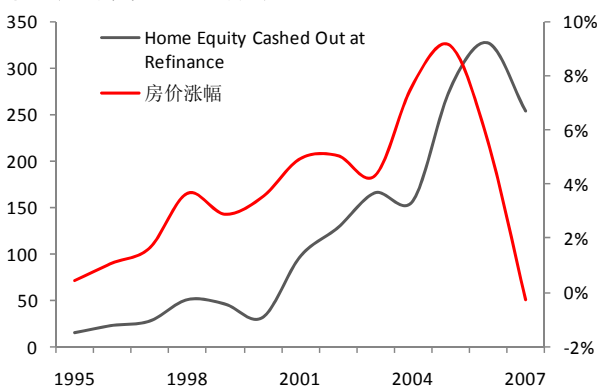
数据来源：CEIC，华泰联合研究所

图2 利率是解释美国房地产销量变动的主因



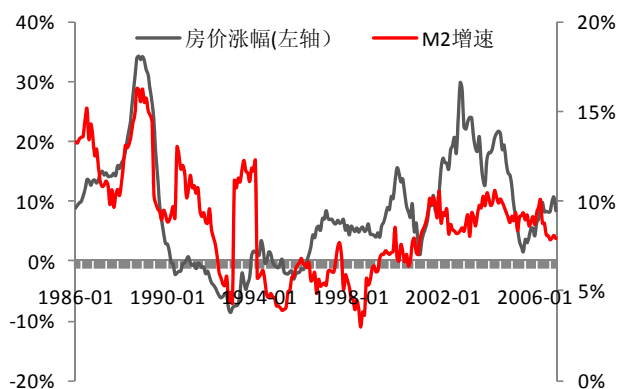
数据来源: CEIC, 华泰联合研究所

图3 金融政策工具为美国房价波澜的助动力



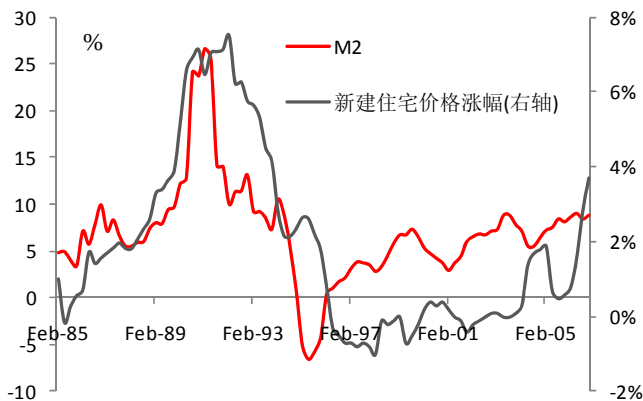
数据来源: CEIC, 华泰联合研究所

图4 影响英国房价涨跌的是货币的流通速度



数据来源: CEIC, 华泰联合研究所

图5 影响德国房价涨跌的同样是货币的流通速度



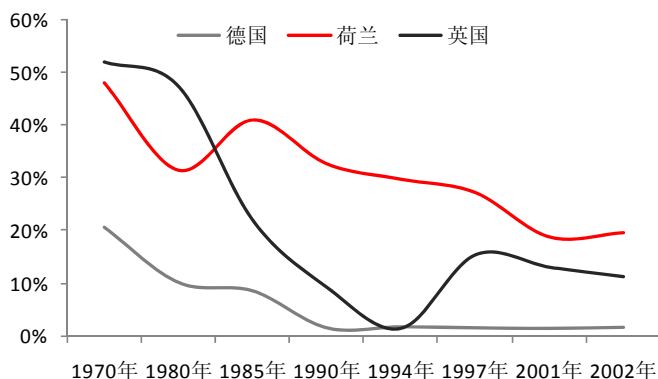
数据来源: CEIC, 华泰联合研究所

由实物分配到货币补贴为住房保障的发展趋势

从世界各国住房保障的经验来看,不同国家在不同时期,以及在不同发展阶段其所实施的住房保障政策都有所不同。但总体来说,大都经历了从实物分配的住房保障为主向以货币租房补贴为主的变化,也即由“砖头补贴”到“人头补贴”的转变。

实物分配为主的住房保障,主要是在二次大战后。由于各国都普遍存在住房短缺的问题,因此各国政府大多采用由政府直接建房、增加住宅供给的方式来实现住房保障。但随着住房短缺问题的逐步解决,再继续实行由政府建房实物分配的住房保障政策,就会带来政府干扰住房市场运行机制的问题。再加上长期实行住房实物分配往往会产生较多的社会问题,比如:在城市边缘地带形成贫民窟,将进一步加大贫富差距带来的社会问题。再比如由于行政力量介入住房建设也会带来权利的寻租和效率的损失问题。美国麻省理工学院在20世纪70年代所做的一项研究表明:20%-50%的安置房耗费都由联邦和地方公共住房机构的管理开支以及给予开发商的税收优惠所消耗。因此,随着短缺不再是各国住房的主要矛盾,住房的供需关系逐步趋于缓和后,采取货币租房补贴的方式来提供住房保障的国家逐渐也在增多。与“砖头补贴”相比,“人头补贴”是对消费者直接进行补贴,具有可避免对住房市场的直接干预的优点。

图6 70年代以来欧洲国家政策性住房供应比重呈下降趋势



数据来源: UN, 华泰联合研究所

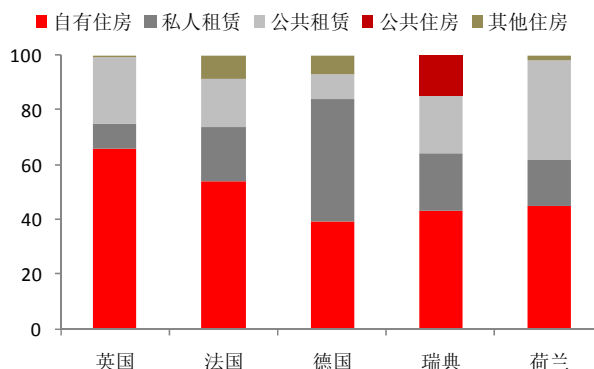
表 1 美国公共住房总量变化

	公共住房(万套)	增加(万套)	增幅(%)
1949	17	—	—
1959	42	25	147.9
1969	79	37	87.5
1979	120	41	52.1
1990	139	19	15.5
1993	141	2	1.2
1996	133	-8	-5.8
1998	130	-3	-1.9
1999	127	-3	-2.1
2004	123	-4	-3.1

数据来源: NAHRO, 华泰联合证券研究所

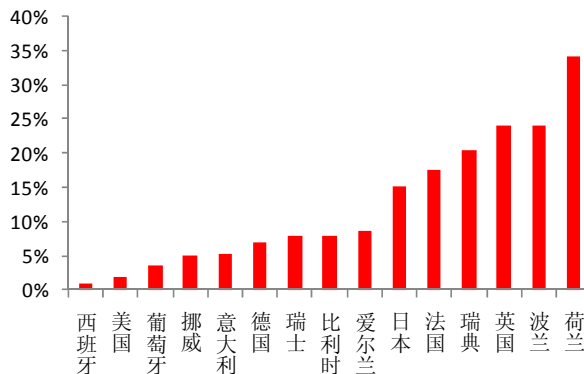
目前世界各国的保障性住房建设占新增住宅供应的比重根据各国国内住房保障体系的不同而有较大差别。以美国为代表的以货币补贴和金融支持为主的国家,公共租赁住房占有住房供应的比重较低,基本在 5%以下(美国为 2%)。日本、英国以及东北欧等国公共租赁住房建设所占比重则较高,大约在 15%到 25%之间。

图 7 OECD 主要存量住房构成



数据来源: OECD, 华泰联合研究所

图 8 各国公共租赁住房占整体住房供应比重



数据来源: "GUIDELINES ON SOCIAL HOUSING", United Nation, 2006; 华泰联合研究所

由于定位摇摆，我国住房保障建设欠账过多

定位摇摆，目标覆盖人群逐步收窄

自 98 年以来，我国住房保障体系的定位发生过三次比较明显的变动。

第一次是 1998 年《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革，加快住宅建设的通知》（即 98 年停止住房实物分配的房改文件）中提出：建立以**经济适用房为主的住房供应体系**，最低收入家庭承租廉租住房，中低收入家庭购买经济适用房，其他较高收入家庭购买或租赁商品住房。按该政策要求，凡房价收入比在 6 倍以下的城市均应建设经济适用房。在该政策的推动下，1999 年到 2001 年的三年间，全国经济适用房投资占商品住宅投资的比重分别达到 11%、12%与 10%，为历史上的最高峰时期。

但是在 2003 年，我国保障性住房的定位发生了一次明显的摇摆。2003 年《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》（即 18 号文件）提出：要完善住房供应政策，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**，明确了以商品住房而非经济适用房为住房供应的主体。在 18 号文件的影响下，全国经济适用房的开工和建设锐减，并且自 2005 年开始经济适用房的投资占商品住房投资比始终低于 4%，甚至还有一些地方停止了经济适用房的建设。

随着 2003 年开始房价的快速上涨，低收入家庭的住房困难的矛盾逐步激化，房价泡沫化的风险与房地产市场调控的压力也与日俱增。为平抑民怨，2007 年《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》（即 24 号文件）提出：**住房问题是重要的民生问题**。城市廉租住房制度是解决低收入家庭住房困难的主要途径；经济适用住房供应对象为城市低收入住房困难家庭。这也是我国保障性住房体系定位的第三次摇摆。

至此，我国住房体系的目标由“重市场轻保障”转变为“市场与保障并重”。但客观而言，保障体系目标覆盖人群由“中低收入家庭”已逐步收窄为“低收入家庭”。我国的住房供应体系事实上仍然是“重市场轻保障”。

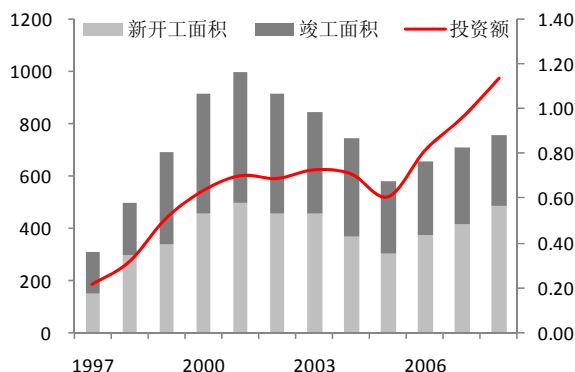
经济适用房“非保非商”，地位尴尬

在我国目前的各类福利性住房当中，经济适用房是建设规模最大的一个类型，国家对经济适用房的定义为：“经济适用房作为社会保障性质的商品房，不向社会敞开供应，对经济适用房项目，政府免收土地出让金，其他应征收的各项费用减免 50%，并对成交价格、购买对象、房屋面积和开发建设单位的利润进行限制。开发建设单位的利润一般在 3%以下。”

我国经济适用房在发展的过程中面临很多的问题，其中最为突出的是被过度强化的商品属性替代了社会保障属性，引发了权力寻租。本该受益的中低收入家庭并没有得到住房，而是流入了政府官员及社会权力阶层等“非保障人群”手中，从而使经济适用房失去了“社会保障”的属性。

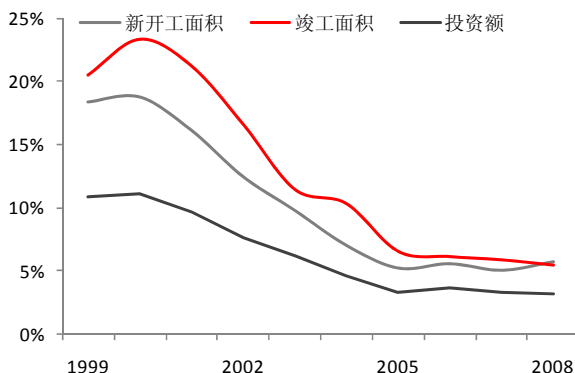
另一方面，由于经济适用房的定价实行政府指导，不能完全按市场化水平定价，使得经适房的商品化属性也未得到完全确定，“非保非商”的尴尬地位不仅使经适房建设的保障初衷丧失，价格扭曲带来的巨大盈利空间也把经适房推向了民生矛盾的风口浪尖。在很多城市，经济适用房建设中还存在建设标准失控，导致经济适用房以大户型居多，同时购买对象界定模糊等诸多问题。

图9 我国经济适用房投资和开竣工完成情况（亿元、亿平米）



数据来源：WIND，华泰联合研究所

图10 我国经济适用房完成投资和新开工面积占比逐年下降



数据来源：WIND，华泰联合研究所

中央财政对住房保障的倾斜明显不足，欠账过多

在欧美等国政府财政对住房福利的支出一般都占到国家 GDP 的 0.5%-1.5% 左右，美国近年来都保持在 2%-3% 之间，2009 年美国住房保障开支占中央财政开支及政府税收的比重分别为 15% 和 27%。

我国目前对保障性用房的投入主要来源于财政拨款和住房公积金增值收益。与欧美国家相比，我国历年对保障性住房的投入都较低。2007 年全国在廉租房上的投入为 77 亿元，其中来自中央财政的资金 51 亿元，不到当年中央财政支出的 0.17%。2009 年我国加大了在保障性住房上中央的财政投入，当年财政投入达到 551 亿元，但也仍只占到 GDP 的 0.2%，分别是当年中央财政支出的 3.6% 和中央税收收入的 1.7%。由于保障性住房定位的摇摆，我国中央政府历年来对住房保障的财政倾斜明显不足，历史欠账过多。

表 2 我国 2009 年住房保障开支占中央财政开支、税收及 GDP 比重

占中央财政支出比重	占中央税收收入比重	占 GDP 比重
3.6%	1.7%	0.2%

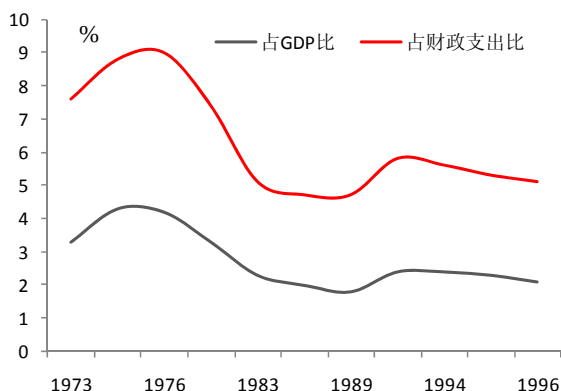
资料来源：CEIC，华泰联合研究所

表 3 美国历年住房保障开支占中央财政开支、税收及 GDP 比重

年份	占中央财政开支比重	占政府税收比重	占 GDP 比重
2005	14%	23%	2.6%
2006	15%	20%	2.4%
2007	15%	19%	2.3%
2008	14%	22%	2.2%
2009	15%	27%	2.3%

资料来源：CEIC，US Housing and Urban Development Bureau，华泰联合研究所；注：住房保障开支计算口径为每年政府给予 HUD 的财政拨款

图 11 英国保障性住房支出占政府财政支出及 GDP 比重

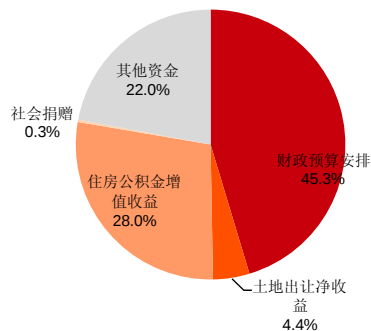


数据来源：CEIC，华泰联合研究所

地方土地出让收益对住房保障的投入较少，廉租房覆盖范围过小

2007 年国务院 24 号文件规定各地“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%”。但由于地方政府在财权事权上的不对等，地方政府没有动力将土地出让收益投入到社会保障领域，再加之缺乏有力的监管体系，使得地方用于住房保障建设的支出长期以来还不到其土地出让收入的 5%。从 1998 年到 2006 年，全国累计用于廉租房建设的资金仅为 70.8 亿元。截止 2006 年底，全国通过廉租房制度改善居住条件的低收入家庭只有 54.7 万户，仅占到目标覆盖人群的 5.5%。由于我国住房保障建设资金状况的充裕性和稳定性一直没有得到妥善的解决，廉租房建设资金投入过少，目前廉租房的覆盖对象还仅限于具有“非农业住户的最低收入家庭和其他需要保障的特殊家庭”，大量的流动性人口和进城务工的农民工被排除在住房保障体系之外。

图 12 土地净收益对住房保障建设的投入过低



数据来源：住建部；华泰联合研究所

当前保障住房建设目标拉动投资的政策含义明显

现行目标：实行救济性住房保障覆盖原则，人群目标 1000 万户

根据住建部制定的住房保障目标，我国目前实行的是对最低收入家庭住房保障进行覆盖的救济型保障体系，而这类家庭在全国约有 1000 万户。住建部在 2009 年公布的《2009-2011 年廉租住房保障规划》中规定：我国的住房保障建设目标为“从 2009 年起到 2011 年，争取用三年时间，新增廉租房 518 万套，发放货币补贴 191 万户，加上棚户区改造，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”。

表 4 《2009-2010 年廉租住房保障规划》

年份	新增房源 (万户)	租赁补贴 (万户)	合计 (万户)	实际投入资金 (亿元)
2009	177	83	260	354
2010	180	65	245	?
2011	161	43	204	?

数据来源：住建部，华泰联合研究所

由于 2009 年房地产市场暴涨引发新的社会矛盾，为配合国家对地产的调控组合拳，住建部调整了 2010 年的保障性住房供应计划。根据新的计划，**2010 年全国计划建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套，改造农村危房 120 万户**。相较于 2009 年的实际完成数，将新增 250 万套保障性住房的建设（按保障性住房和棚户区改造口径计算）。我们认为这一急切而具有跃进式特点的保障住房建设计划，除带有解决民生之政策意图之外，还带有较为明确的企图对冲因房地产市场调控而可能导致商品住房投资下行压力的动机。

可抵消 4.2%-7.2%的商品房投资增速的下降

基于本次房地产市场调控的政治意义，以及与地方政绩挂钩的行政举措，我们预期政策的执行力度将超越历史。我们按 2010 年全年完成住建部计划数的 80%，建安成本 800 元/平米来测算，预计 2010 年全国保障性住房总投资额将大约为 1856 亿元，占 09 年全年商品房总投资额比重的 5.1%。由于中央财政 2010 年对保障性住房的计划补助资金为 632 亿元，占整体投资额的 34%，则地方政府财政需负担 1224 亿元，占 09 年地方财政收入比重为 4%。根据敏感性测算，我们预计 2010 年保障性住房的投入可抵消 4.8%-8%的商品房投资增速的下降。

按照覆盖 1000 万户低收入家庭的保障性住房建设目标推测，在 2010 年住房保障计划完成后该目标覆盖家庭将仅剩余 193.2 万户，需投资 772.8 亿元，占 09 年房地产投资总额的 2.1%。如果以近年来我国住房保障建设进展情况来估计，则剩余的保障性住房可在一年内完成。也即，如果今年的住房保障计划能够顺利完成，根据国家目前的住房保障目标，国家对保障性住房的大规模投资将在两年内结束。

表 5 2010 年住房保障投资测算

项目	金额	备注
计划套数（万套）	580	
完成套数（万套）	464	按 80%的完成比例
单房面积（平米）	50	建设部规划标准
建安成本（元/平米）	800	以 08、09 年两年平均数为基准增加 10%
总投资额（亿元）	1856	
占 09 年商品房总投资额比重	5.1%	09 年商品房总投资为 3.62 万亿
中央财政补助资金（亿元）	632	建设部公布的计划数
中央资金占保障性住房总投入比重	34%	
地方所需投入（亿元）	1224	
占 09 年地方财政收入比重	4%	

资料来源：住建部，华泰联合研究所

表 6 2010 年保障性住房建设对投资影响敏感性测算

		计划完成情况					
		50%	60%	70%	80%	90%	100%
建安成本	650	2.6%	3.1%	3.6%	4.2%	4.7%	5.2%
	700	2.8%	3.4%	3.9%	4.5%	5.0%	5.6%
	750	3.0%	3.6%	4.2%	4.8%	5.4%	6.0%
	850	3.4%	4.1%	4.8%	5.4%	6.1%	6.8%
	950	3.8%	4.6%	5.3%	6.1%	6.8%	7.6%
	1000	4.0%	4.8%	5.6%	6.4%	7.2%	8.0%
	1500	6.0%	7.2%	8.4%	9.6%	10.8%	12.0%
	2000	8.0%	9.6%	11.2%	12.8%	14.4%	16.0%
	2500	10.0%	12.0%	14.0%	16.0%	18.0%	20.0%
	3000	12.0%	14.4%	16.8%	19.2%	21.6%	24.0%

资料来源：华泰联合研究所

表 7 剩余住房保障目标可在一年内完成

项目	金额
总体保障目标（万户）	1000
已解决	806.8
未解决	193.2
单房面积（平方米）	50
建安成本（元/平方米）	800
总投资额（亿元）	772.8
占 09 年商品房总投资额比重	2.1%

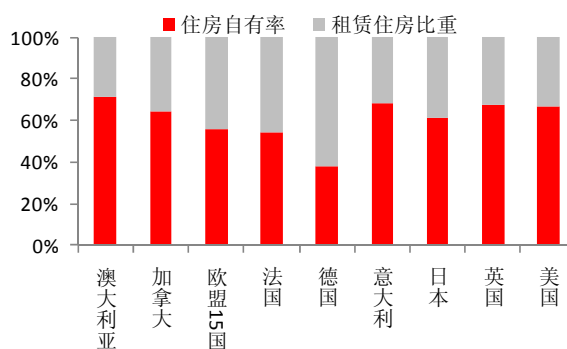
资料来源：住建部；华泰联合研究所；注：已完成数包括截止 09 年末已完成数和 10 年计划数

我国保障房建设需做长期制度安排

一个国家保障性住房覆盖人群的范围在国际上并没有通行的标准，各国根据自身情况及采取的住房保障手段不同，住房保障所覆盖的目标人群也不尽相同。欧美等发达国家经过数年的发展基本已经实现对城市中低收入人群的住房保障覆盖。

从社会的和谐和稳定角度，我国未来住房保障的覆盖人群也应该从从目前的城市最低收入家庭逐步扩展到城市中低收入家庭进而做到全国范围内中低收入家庭的住房保障。对于不同目标覆盖人群，应提供不同的保障方式。当拉动投资不再是政策的主要考虑目标时，我国的住房保障也应该由砖头补贴逐步过度到人头补贴。

图 13 欧美发达国家基本实现对中低收入家庭的住房保障覆盖



资料来源：《全球化世界中的城市——全球人类住区报告 2001》，华泰联合研究所；

我国要保持对保障性住房的持续投入，获得稳定而充裕的资金来源是前置条件。欧美等国运作成熟的资金获取方式可成为我们的借鉴方向。从国际上看，各国政府根据国内住房保障形式的不同，其资金运作方式也有所不同。从政府作用介入力度的由强至弱大致分为公共住房银行模式、强制住房储蓄模式、合同住房储蓄模式和商业银行贷款模式，其中除最后一种商业资本市场模式属于开放型模式外，其余均为封闭型运作。

表 8 国外住房保障主要融资模式

	公共住房 银行模式	住房公积 金模式	合同住房 储蓄模式	商业银行 贷款模式
操作形式	政府设立政策性住房银行，从财政或资本市场吸纳资金	政府强制居民进行住房储蓄，汇集贷款资金，低息发放住房贷款	通过契约吸纳存款来发放贷款，低存低贷，内部封闭运行	吸纳居民存款或在二级市场发放抵押贷款证券来获取住房贷款资金
贷款资金来源	政府财政或会员单位集资、资本市场发债	会员职工工资收入	股本投入、居民或会员契约储蓄	居民
利率	低息	与市场利率挂钩，但较低	低存低贷	市场化利率
发放对象	居民；银行和专业房贷机构；公共住房开发	参加居民	参加居民、普通居民	普通居民
优点	成本较低	资金来源稳定充足	资金来源较稳定充足	贷款资金来源非常充足，成本低廉
缺点	贷款资金来源不稳定，若采用发债的性质则融资成本较高	贷款分配机制不合理；实际机会成本较高；投资单一，风险较高	融资成本不稳定，有可能发生资金来源危机	信用风险容易失控；中低收入者可能难以进入
典型代表	日本住宅金融公库； 韩国国家住宅基金（NHF） 挪威、芬兰等国家银行； 美国联邦住房贷款银行（FHLB）	新加坡的中央公积金； 巴西失业与保障公积金	德国、奥地利住房储蓄银行； 法国住房储蓄计划（只归集资金，贷款由商业银行发放）	世界各国普遍存在

资料来源：参考“城市居民住房解决方案”，陈杰；华泰联合研究所

各国住房保障制度的借鉴

美国：以金融工具为主要手段

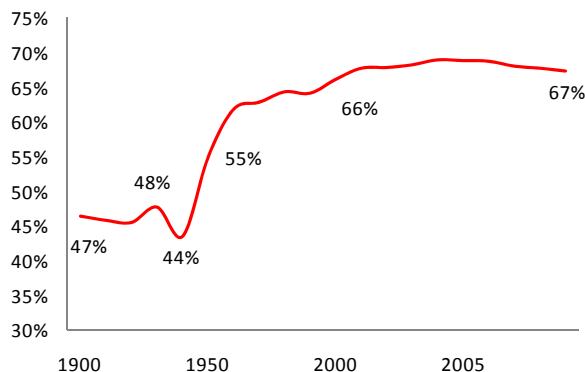
美国的住房保障的一个宗旨是尽量帮助低收入家庭获得自己的住房提高住房自有率，而不是建造大量公共住房容纳社会贫困人口。为了实现这个目标，美国通过其发达的金融体系帮助低收入人群获得低价的贷款，以满足他们的居住需求，美国的公共住房量在全国的住房存量中所占比例不足 2%，与世界上其他发达国家相比明显处于较低的水平。

表 1 美国住房保障制度简表

主管机构	住房与城市发展部
资金来源	政府拨款
受益人群	家庭收入未达到所在区域家庭平均收入 80%者
补贴方式	直接提供低租金公共住房（低于市场价的 20%-50%）； 发放住房券：超过低收入家庭总收入 25%以外部分的租金由政府发放住房券补贴； 税收减免：利用抵押贷款购买、建造和大修自己房屋的家庭，在征收个人所得税时减免所得税和财产税；
政府分工	联邦政府主管机构对地方政府的公共住房兴建计划提供资金贷款以及确定建筑成本及建筑标准，规定公共住房的住户标准；地方政府则负责选择地点、施工、选择住户和物业管理

资料来源：华泰联合研究所

图 14 在金融信贷政策扶持下美国住房自有率逐年提高



资料来源: US CENSUS, 华泰联合研究所

日本: 以福利救济为目标

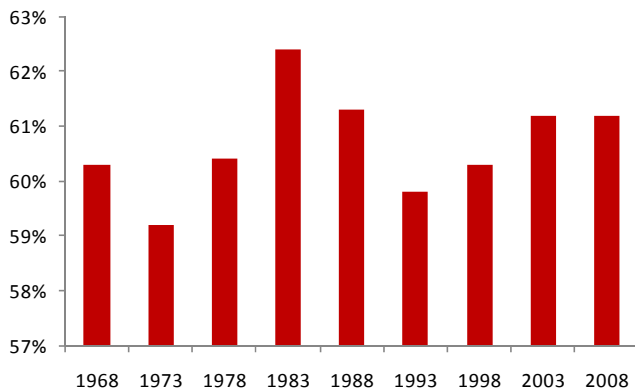
日本地小人多, 住房问题一向比较突出, 因此一开始政府就全权介入了保障性住房的建设中, 由住房公团和住房金融公库分别负责房屋建造和资金运转。不同于欧美等国住房保障的全社会福利目标原则, 日本的保障性住房以福利救济为最终目标, 每年的公共住房建设量基本稳定在所有商品房建设的 15% 左右的水平。政策对保障房政策目标就是解决城市中最需要住房的人群, 用最小限度的投资去满足社会中低阶层的住房需求, 而不是通过保障房的建设去平抑商品房市场的房价。

表 2 日本住房保障制度简表

主管机构	建设省住宅局
资金来源	政府拨款、政府财政投资性贷款
受益人群	家庭月收入在 286,000 日元以下
补贴方式	直接提供低租金公共住房 (平均为市场价的 55%); 税收减免: 利用抵押贷款自购、自建房屋的居民, 在 5 年内每年可以从所得税中扣除当年年底的住宅贷款余额的 1%。
政府分工	建设省住宅局负责决策协调和管理监督, 具体实施住房建设的为住房公团, 提供贷款的为住房金融公库

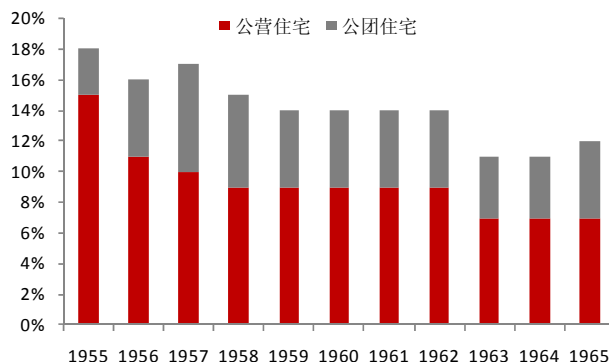
资料来源: 华泰联合研究所

图 15 日本住房自有率较高, 保障性住房仍以福利救济为目的



资料来源: CEIC, 华泰联合研究所

图 16 日本公共住宅建设比重基本维持在 15%左右

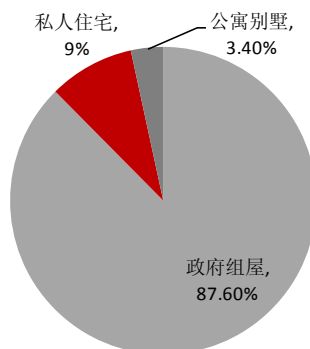


资料来源：日本建设省‘建设白皮书’1970年,华泰联合研究所

新加坡：鼓励居民购买政府所建组屋

新加坡为普惠制的住房保障制度的代表。鼓励居民购买国家建设的低价住房为目标。不同于日本式的救济建房目标，新加坡的住房保障针对的是占社会绝大部分中低收入群体，仅将高收入人群划分到商品化住房市场中。政府下设的住房管理局成为全国最大的房地产开发商，同时还承担物业管理职能，实行独立核算、自住经营。目前新加坡大约有 87% 的人居住在政府的组屋之中。新加坡通过这种模式成为世界上住房问题解决得最好的国家，新加坡模式的成功与其国土面积的相对较小，国家高效的法律执行力度和政府清廉度有相当大的关系，并不一定具备普适性。

图 17 新加坡住房构成



资料来源：《城镇住房保障》，华泰联合研究所

表 3 新加坡住房保障制度简表

主管机构	住宅发展局
资金来源	政府发放贷款；居民购房贷款；收支差额由政府给予补贴
受益人群	有资格购买组屋者必须是新加坡公民或永久居民； 必须是两人以上的家庭或是 35 岁以上的单身人士； 家庭月收入低于 8000 新元（新加坡 09 年的人均平均工资为 3872 新元）
补贴方式	以较低价格购买住房
政府分工	由住宅发展局统一负责公共组屋的规划、设计、租售和管理

资料来源：华泰联合研究所；注 100 新加坡元=486 人民币

德国：鼓励合作型建房

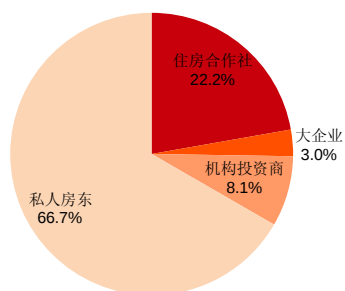
由于历史上东西德分裂的原因，德国在公共保障领域保留了一定的“社会主义”传统，政府在住房保障问题上干预较多，提倡合作主义，使得德国在住房制度上体现出一定的“社会主义经济”特色。德国国内通过住房合作社，住房互助储蓄信贷银行以及政府与个人的合作建房等方式鼓励政府、团体与个人之间多层次的合作建房。目前德国的国内住房中住房合作社开发的房屋占 22%，早期大企业开发的占 3%，机构投资商开发的房屋占 8%，私人房东自住及出租的房屋占 66%。

表 4 德国住房保障制度简表

主管机构	联邦政府
资金来源	政府财政预算
受益人群	根据不同的参与方式，基本覆盖全部居民
补贴方式	住房合作社：合作社靠社员入社资金可获取国家等量资金资助并可获取低息贷款，建成后分配给社员租住，国家对租金收入免税； 住房互助储蓄信贷银行：任何居民按照合同规定连续几年存入一定数额的定期储蓄存款后可取得低息住房贷款权力，贷款金额等于存款金额； 合作型共同建房：国家与私人共同投资建房，个人或企业之承担造价的 20%，建成后出租房租相当于市场价的 1/3，其余由政府补贴。 社会福利房：房屋商在自有资金达到项目投资 15%时刻向政府申请免息或低息（利率 0.5%）贷款建造社会福利房，建成后由政府核定租金水平（一般为市场租金 50%）向低收入家庭出租。
政府鼓励政策	住房储蓄奖励：政府对低收入居民参加住房储蓄每月给予一定金额内 10%的储蓄奖励。 购房税收优惠：为鼓励私人建房，政府规定个人建房费用刻在最初使用住宅的 8 年内折旧 40%；申请建房的贷款刻在应纳税收入中扣除；免征 10 年地产税。 购房补贴：根据收入补贴给予购房补贴，目前 86%的德国人都可以享受不同额度的补贴。

资料来源：华泰联合研究所；

图 18 德国鼓励公私合作建房



数据来源：“住房保障研究”，王洪春，华泰联合研究所

附表：近年来各地方住房保障政策汇总

地区	政策	时间	主要内容
江苏	《江苏省廉租住房保障办法》	2009-1	覆盖 20%以上城市家庭；住房困难标准是人均建筑面积 15-18 平米。两种保障方式：货币补贴、实物配租。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%。
北京	《北京市经济适用住房管理办法》	2007-9	申请人须取得本市城镇户籍时间满 3 年。购买经济适用住房不满 5 年的，不得上市交易，特殊情况可向申请回购。经济适用住房销售价格由项目开发成本、税金、利润组成，通过竞价或政府审核方式确定或调整。
	《关于印发北京市城市廉租住房管理暂行办法的通知》	2007-9	保障方式以发放租赁住房保障补贴为主，实物配租为辅。申请人必须具有本市城镇户籍，在本市生活。有原住房的家庭在享受廉租住房保障时，可将原住房退出或由住房保障管理部门回购；不能退出原住房的，由住房保障管理部门按差额面积发放租房补贴或配租实物住房。
上海	《关于调整本市廉租住房准入标准继续扩大廉租住房受益面的通知》	2009-10	申请家庭连续 6 个月人均月可支配收入低于 960 元。申请家庭财产低于 12 万元（含 12 万元）。
	《上海市经济适用住房管理试行办法》	2009-6	家庭成员具有本市城镇常住户口达到规定年限。经房屋所有权初始登记后满一年尚未出售的经济适用住房，按照项目协议书约定由住房保障机构收购。取得房地产权证未满 5 年不得出售，特殊情况需由政府回购，回购价格为原销售价格加同期银行存款利息。
深圳	《关于印发深圳市廉租住房保障管理暂行办法的通知》	2008-1	申请廉租住房保障的家庭，应当同时具备下列条件：享受最低生活保障待遇；不拥有任何自有形式的住房和建房用地；申请人及共同申请人均具有本市户籍且实际在本市居住。申请廉租住房保障的家庭，人均配租面积标准为 15 平方米，每户配租面积标准为 40 平方米，原则上不超过 45 平方米。
武汉	《武汉市廉租住房保障办法》		廉租住房保障主要采取租金补贴和配房租赁等方式，以租金补贴为主。租金补贴的住房面积标准不超过上年度全市人均住房建筑面积的 60%。新建廉租住房的套型建筑面积应当控制在 50 平方米以内。申请人家庭成员具有本市城镇常住户口，且其中至少有一人具有本市城镇常住户口 3 年以上。
苏州	《苏州市市区廉租住房保障实施细则》	2009-4	保障对象需现户籍在市区连续满 5 年，迁入中心城区连续满 2 年以上的城镇居民，保障住房标准为 18 平米/人。最低收入家庭租赁补贴标准为每月每平方米：1 人户 20 元，2 人户 15 元，3 人及以上户 12 元。
青岛	《关于加强廉租住房保障管理有关问题的通知》	2009-1	申请人需满足条件：家庭成员应具有市内四区常住户口，其中至少一人达到 5 年（含）以上；家庭人均月收入不超过 610 元；家庭人均住房建筑面积在 10 平方米（含）以下；家庭财产在家庭年收入标准上限的 4 倍（含）以下；2 人以下家庭户的保障面积标准为建筑面积 30 平方米；3 人家庭户的保障面积标准为建筑面积 40 平方米；4 人以上家庭户的保障面积标准为建筑面积 50 平方米。
南京	《南京市廉租住房保障实施细则》	2008-6	租赁补贴按保障面积标准与被保障家庭人均住房建筑面积之间的差额计算，其中低保人员每月每平方米补贴 14 元，其他人员每月每平方米补贴 10 元；每户每月补贴金额不足 150 元的，补足至 150 元；1 人无房产户每月补贴 300 元。对于符合实物配租条件自愿放弃实物配租选择租赁补贴的，租赁补贴金额上浮 20%。2 人及 2 人以下户控制在 40 平方米左右，3 人及 3 人以上户控制在 50 平方米左右。

资料来源：华泰联合研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com