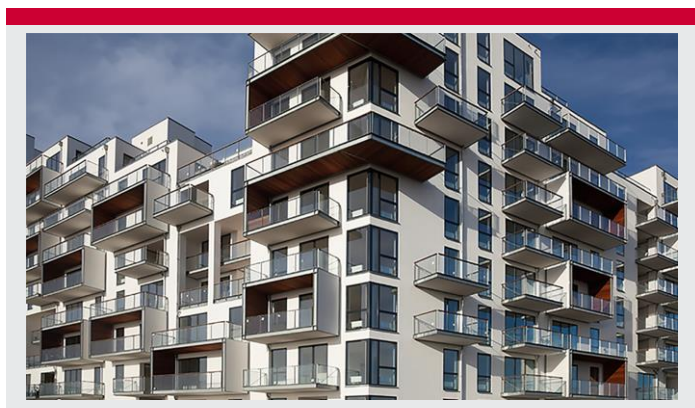


保障性租赁住房成为住房租赁证券化重要资产

——住房租赁与证券化系列报告（三）



2022年7月，上交所和深交所分别出台了保障性租赁住房REITs业务指引，规范和细化此类业务在交易所的上市、挂牌及存续期管理等事宜，这是在中央政府和地方政府若干保障性租赁住房支持政策连续出台后，在金融领域实现落地的体现，中国保障性租赁住房的向前发展得到进一步夯实。

惠誉博华在前两篇研究报告中回顾了国内外住房租赁及相关证券化市场的实践经验，本文我们选择性地介绍了国际上保障性租赁住房发展经验及证券化典型案例，并认为未来中国保障性租赁住房将成为住房租赁证券化重要资产。

保障性租赁住房的重要性凸显

为改善新市民、青年人等群体住房困难，2021年6月国务院办公厅发布了《关于加快发展保障性租赁住房的意见》（以下简称《意见》），提出要加快发展保障性租赁住房，促进解决好大城市住房突出问题。此后，地方政府积极响应，陆续出台了各自的实施方案或实施意见。

保障性租赁住房和公租房、共有产权住房构成了中国未来新的住房保障体系，其中未来保障性租赁住房的重要性凸显。与同样作为保障性质的、且居住人不享有房屋产权的廉租住房和公租房不同，保障性租赁住房的所覆盖人群不以户籍和收入水平作为重要标准，而是更加切合当前经济发展及人口流动的社会现实需求。保障性租赁住房确立后，将以市场化为主导，有别于由财政投资、政府直接主导的主要针对当地户籍低收入人群的公租房。未来保障性租赁住房的市场化发展，体现在建设和运营主体多样化，其租金将低于相同条件的市场租赁住房，但租赁收益又会高于公租房，因此在融资需求上也会呈现多样化和市场化的特点。

人口净流入地区住房供给存在结构性缺口

由于区域经济发展的不均衡，中国人口向经济发达地区和城市群集聚趋势明显。这些城市的新进人口主要由在当地工作的青年人及新市民组成，因而在企事业单位聚集地、大型商圈和产业园区等附近产生了极大的住房需求。但另一方面，这类人口聚集地区的存量住房供量难以满足这种迅速增长的需求，而新建商品住房售价较高，导致在现有住房供给结构下，新增人口的居住需求难以得到充分满足。

根据第七次全国人口普查（以下简称“七普”）领导小组办公室负责人介绍，2020年流向城镇的流动人口为3.31亿人，占整个流动人口的比重达到88.12%，比2010年提高了3.85个百分点。人口普查数据显示，在42个重点城市中，2020年上海、深圳、北京、东莞、广州、天津、佛山、苏州、宁波、杭州是人口净流入¹

相关研究

住房租赁与证券化系列报告（一）：中国住房租赁市场的发展机遇

住房租赁与证券化系列报告（二）：住房租赁证券化的国际与国内实践

中国基础设施REITs与CMBS六问六答

分析师

孙佳平 CFA, FRM
+8610 5663 3813
jiaping.sun@fitchbohua.com

郑飞 FRM
+8610 5663 3816
fei.zheng@fitchbohua.com

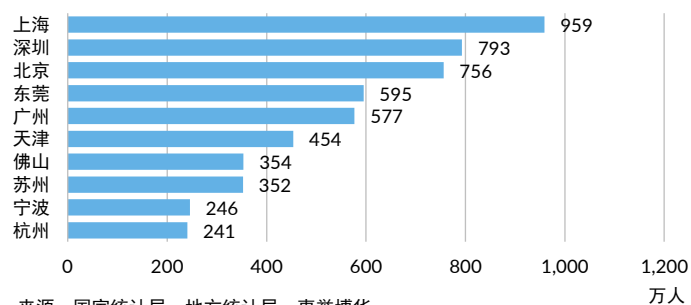
媒体联系人

李林
+8610 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

¹人口净流入是指常住人口与户籍人口的差值，常住人口大于户籍人口，说明该城市人口处于净流入。

最多的十个城市。十大城市合计人口净流入 5326.46 万人，占流向城镇流动人口的 16%。

2020年人口净流入最多的十大城市



来源：国家统计局、地方统计局、惠誉博华

政府大力支持发展保障性租赁住房

2021 年 6 月，国务院办公厅发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，文件从多方面阐述了支持保障性租赁住房政策的总体框架，明确了包括引导多方参与在内的基础制度，并要从土地、财税、金融等方面提供支持。

- 土地支持方面，符合要求的地区可探索利用集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园区配套用地等存量土地建设保障性租赁住房。
- 财税政策方面，对保障性住房建设任务给予中央补助，降低企业持有和运营保障性住房的税费负担，以及承租人的使用成本。
- 金融支持方面，企业持有运营的保障性租赁住房具有持续稳定现金流的，可将物业抵押作为信用增进，发行住房租赁担保债券。支持商业保险资金按照市场化原则参与保障性租赁住房建设。

2021 年 7 月，国家发改委发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（以下简称《REITs 试点项目申报要求》），将保障性租赁住房纳入到 REITs 试点申报项目名单。

2022 年 2 月，中国人民银行、银保监会发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》；同月，银保监会、住房和城乡建设部发布《关于银行保险机构支持保障性租赁住房发展的指导意见》，鼓励国家开发银行、商业银行、保险机构、信托公司等加大保障性租赁住房金融支持力度。

2022 年 5 月，证监会、国家发改委发布《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》，在《意见》的基础上，对于以 REITs 形式支持发展保障性租赁住房提出了更为明确的规定。

部分发达国家的社会住房发展情况

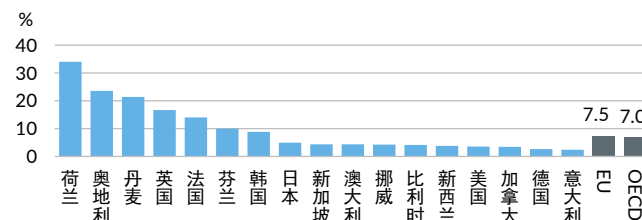
世界范围来看，不同国家和国际组织对于用于租赁的具有保障性质的住房采用不同称谓，如 OECD 统计的保障性住房（affordable housing），美国的公共住房（public housing），德国的公共补贴住房（publicly subsidised housing），欧盟和英国定义的社会住房（social housing）等，因为定义和统计范围不同，不同国家之间难以精确比较。

通过比较，我们认为 public housing 的定义范围大致接近中国公租房，而 affordable housing 和 social housing 的定义范围更为宽泛，其范畴能够涵盖保障性租赁住房。为方便行文并且与中国的保障性租赁住房相区别，惠誉博华在这部分统一采用社会住房（social housing）的表述。

社会住房是指租金低于市场水平，依据特定规则或名单，而非依据市场机制进行分配的租赁住宅。这类住房通常会得到中央和/或地方政府的补贴，以维持其低于市场水平的租金。目前全球并没有统一的社会住房供应机制，各国依照其法律通常采取公共补贴或者官方运营的方式向需要摆脱居住困境的居民提供社会住房，以实现居民福利的改善。

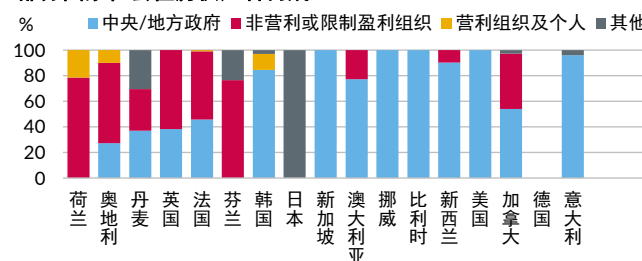
下图数据列示了国际上部分发达国家的社会住房情况，根据图中数据显示，各国的社会住房比例差异较大，社会住房数量占全部住房数量的比例从 2%到 34%不等；同时，社会住房供应者也较为多样，多数国家以中央政府、地方政府为主，但在社会住房占比比较高的国家，存在着更为多样化的供应者。

部分国家及国际组织社会住房占住房比例



注：所列国家均为2017年及之后的数据。
来源：OECD Affordable Housing Database、Singstat、HDB、日本总务省统计局、惠誉博华

部分国家社会住房供应者构成



注：德国的相关数据缺失。
来源：USA.gov、OECD Affordable Housing Database、HDB、惠誉博华

荷兰

荷兰早在 1901 年就颁布住宅法案，这是世界上最早的住宅法案，提出“享有住宅是所有人的权利，提供住房是社会的责任”，该法案在国家层面上确立了社会住宅体系。同时，荷兰是欧盟中社会住房占住房供应比例最大的国家，也是以非政府作为直接供应者的典型代表。荷兰全国住房存量中约 30% 为社会住房，在三大城市阿姆斯特丹、鹿特丹和海牙，社会住房的比例分别为 42%、44% 和 31%²，明显高于全国平均水平。

经过百余年的发展，荷兰形成了独特的社会住房发展模式，政府制定政策框架并实施监管，政府授权的一类独立运营的非营利机构“住房协会”作为社会住房最主要的供应者，负责社会住房的建设、运营和管理。

住房协会向弱势及需要帮助的人群提供社会住房是其主要的法定责任，同时其经营也受益于三个层次的保障：

- 首先是中央住房基金，作为住房协会的监管者，中央住房基金会在住房协会遭遇财务困境时介入并提供支持；
- 其次是社会住房保证基金，这是由住房协会间创立的团结基金，能够为住房协会提供优惠的融资条件；
- 作为前两个途径的补充，荷兰政府和地方政府也可能为住房协会提供帮助。

荷兰拥有数百家住房协会，住房协会接受荷兰政府的补贴，以保证社会住房租金低于市场水平。目前，荷兰住房存量超过 700 万套，约有 300 万套用于出租，而其中约 75% 为住房协会所有。

新加坡

新加坡是世界公认的居民住房保障最好的国家之一，新加坡政府倡导“居者有其屋”，并以政府主导的“组屋”住房体系满足居民的居住需求及国家的可持续发展，其组屋住房体系覆盖了全国 80% 的人口，而其他收入更高的居民可以通过市场化的私人房地产市场满足自身的居住需求。因为组屋住房体系的成功实施，新加坡的住房制度从根本上整体带有保障属性。

新加坡的居民住房自有率超过 90%，在世界范围内也是极高水平，因此新加坡的租赁住房市场规模很小。新加坡的社会住房即保障性租赁组屋，由新加坡建屋发展局（Housing and Development Board, 以下简称“HDB”）提供，新加坡政府给予很大力度的分级租金优惠政策。保障性租赁组屋提供对象为低收入且目前没有其他住房选择的新加坡公民家庭，HDB 对申请人的年龄（大于 21 岁）、收入水平（家庭月收入不超过 1500 新元）和不动产拥有情况进行严格考核。如果申请人是单身人士，那么只能申请合租形式，因为政府规定每套租赁组屋必须至少包含两位租户。

根据 HDB 数据，截至 2020 年底存量保障性租赁组屋 6 万余套，仅占全部存量组屋的不足 6%，但即使在这种情况下，租赁组屋仍是新加坡住房体系不可或缺的部分。

日本

近二十年来，日本住房自有率保持在略高于 60% 的水平，其国内有很大一部分住宅（高于 35%）以租赁住房的形式存在。日本国内的住房租赁是以个人将其所拥有的住宅委托给专业机构进行租赁（即民营租赁）为主，日本租赁住房体系中的公营住房、公团和公社住房属于社会住房，第三类租赁住房形式是由雇主为员工提供的福利性质的给与住宅。根据日本总务省统计局的 2018 年住宅土地统计调查数据，三者分别占日本现有住宅的 28.5%、5% 和 2.1%。

1951 年，日本出台了《公营住宅法》，公营住宅具体指日本政府为城市低收入者提供的保障住房，是由中央政府拨款补贴地方行政主体建造管理的低标准公共住宅，以低租金向本地区低收入居民出租。中央政府向地方行政主体提供的财政援助包括建造公营住宅额补贴和补偿运营利润的补贴，还包括对极低收入租户的租金援助。2018 年住宅土地统计调查数据显示，日本现有公营住宅 192 万余套，占全国住房的 3.6%。不同于公营住宅以社会最低收入人群为对象，为解决当时社会中间层的居住问题，1955 年日本政府颁布《日本住宅公团法》，并设立住宅整备公团（以下简称“住宅公团”）。住宅公团法是为满足人口向城市大量集中过程中出现庞大的住房需求，支持解决中等收入工薪阶层的居住问题而产生的制度。日本住宅公团自设立起已逾 60 余年，随着经济社会变化，其机构名称、业务内容历经多次变更，现在称谓为“都市再生机构（UR）”，主要业务是通过制定规划、支援民间企业进行城市更新。截至 2018 年，UR 租赁住宅存量 74.7 万套，占全国住房的 1.4%。

日本城镇化进程早已结束，随着社会老龄化、少子化，人口多年持续负增长，其住房空置率持续攀升。根据日本总务省统计局数据，2018 年日本住房空置率已达到 13.6%，其社会住宅的重要性相比几十年前已经大大降低，日本相关政策的支持重点已经转向不断提高居民的居住质量，例如进一步提高高龄人士的居住体验。

美国

美国的社会住房支持政策历经多次变化，目前形成以政府机构——美国住房及城市发展部（U.S. Department of Housing and Urban Development, 以下简称“HUD”）为主导的保障体系。HUD 体系之外还存在由其他政府机构主导的住房补贴计划，例如美国农业部的农村住房服务计划，但并不能构成美国社会住房支持的主流。HUD 的社会住房支持方式分为三大类，分别是提供公共住房、发放租房券及补贴租赁私人多户住房。公共住房和补贴租赁私人多户住房是基于项目的支持方式，即支持内容与特定住宅项目挂钩，潜在租户需要通过申请并在获准后才能入住。而发放租房券是基于租户的支持方式，即租金补贴券会发放给租户，政府允许租户在私人市场寻找和租赁住房。

美国的公共住房首次实施于 1937 年，发放租房券及补贴租赁私人多户住房计划分别开始于 20 世纪七八十年代。基于项目的支持计划在 1985 年之前最为活跃，大约 76% 的私人多户住房和 80% 的公共住房都是在这一时期建造的。随着 HUD 将其资源从基于项目的支持转移到对基于租户的支持，其管理的住房组合随着时间的推移发生了巨大变化。租房券计划在 HUD 的份额从 1989 年的 26%

² Housing Europe, The sale of social and public housing in Europe

增长到 2021 年的 52%。在此期间，公共住房和补贴租赁私人多户住房的份额分别下降了 15 和 14 个百分点；公共住房从 33% 下降到 18%，补贴租赁私人多户住房从 40% 下降到 26%。所以，目前基于租户的发放租房券计划是最普遍的住房支持形式。美国社会住房支持的具体运作依托专门的地方公共住房机构（Public Housing Agencies，以下简称“PHAs”）进行物业持有和管理。美国政府与 PHAs 签订合同，约定 PHAs 在相关法律法规的约束下管理其持有的不动产，政府向 PHAs 拨款以支持其运营支出。PHAs 接受 HUD 的严格监管，PHAs 的运营计划以及持有物业的出售或拆除均需要获得后者的批准。同时 HUD 每年会对 PHAs 的物业状态、财务及运营等状况进行评估，以决定未来的监管强度及资金划拨等。美国现存超过 3000 家 PHAs，其所辖区域可能小到一座城市，大到由若干个州组成的数个地区，管理的物业数量也从几十到上千个不等。

截至 2021 年底，美国住房存量 1.42 亿套，由 HUD 支持的家庭接近 510 万套，总体来看，其社会住房比例并不高，约为 3.6%，相比美国社会 35% 左右的住房租赁率，大部分租赁需求还是通过市场化的方式得以满足的。

德国

德国是欧盟中唯一一个租房人数几乎与拥有住房人数相等的国家。社会住房估计占全国住房总量的 3% 至 4%（Housing Europe, 2019）。目前在德国，社会住房通常指“公共补贴住房”，联邦各州负责为社会住房提供资金。促进社会住房的充足供应被认为是德国州政府的职责，州政府对无法保障自身居住环境的家庭提供补贴，这类家庭无论是住在租赁房屋或自有房屋中都能获得补贴。德国的社会住房供应者既包括市政住房公司和合作社，也包括私人业主、商业开发商和各种股权结构的投资者，供应者并不局限于特定主体，只要能接受价格和收入约束，并将住房投入社会福利性质的出租，任何供应者均可以获得公共补贴。

二战期间德国境内住房遭到大量破坏，导致战后人均住房严重不足，因此联邦德国（西德）开始由政府主导大量增加住房供应，彼时的住房供给方法就是建设租赁住房，即以社会住房为绝对主导。这一时期，由财政资金提供长期的免息或低息贷款作为对住房建设的支持，住房建设者可以是企业也可以是居民。随着大量社会住房的建设以及居民的迫切居住需求大大缓解，联邦德国政府开始进行政策调整，以住房所有权津贴鼓励住房私有化，以公共补贴的形式支持居民租赁住房。自 2006 年住房政策改革后，住房所有权津贴废止，住房补贴也被大额删减，社会住房的补贴资金从联邦政府转向各州政府，德国社会住房体系基本形成了目前的格局。

社会住房建成后的 20 至 40 年或翻新后 12 至 20 年为补贴持续期间，也是住房要保持社会住房属性的锁定期间。补贴终止后，房屋可以退出社会住房序列，以市场价格出租或出售。随着早期社会住房的锁定期结束，德国社会住房出现逐年减少的趋势，从 2002 年的 257 万套降至 2018 年约 118 套，并预计未来将进一步减少。

英国

英国住房保障一直以租赁为主，开始时间可以追溯到 19 世纪末，发展至今历经了社会住房供给主体由政府到市场，居住者先租后购的过程。二战后至 80 年代前，中央财政提供补贴，地方政府直接建设低价出租的社会住房。1946 年至 1979 年间，英国建造了 410 万套新住宅，社会住房在这一时期内占有所有房屋建筑的 51%。居住在社会住房中的英国家庭数量在 1979 年达到顶峰，接近 550 万户，相当于全国 31.2% 的家庭。80 年代以后，政府削减直接建房规模，转向更多支持私人部门提供社会住房，并将各类保障性住房统一纳入保障住房体系。

英国将其可负担住房体系的供给者称为注册供应者（Registered Provider, RP），RP 需要在英国住房部（Department for Levelling Up, Housing and Communities）下属的社会住房监管机构（Regulator for Social Housing, RSH）注册并接受其监管。RP 分成地方政府提供者（Local authority registered provider, LARP）和私营提供者（Private registered provider, PRP）。RP 可以建设和收购房产，除社会住房外也提供可负担租赁房（Affordable Rent），二者分别面向低收入群体和中低收入群体，后者的租金水平高于社会住房，但不超过市场租金水平的 80%。根据截至 2021 年 3 月数据，英国 RP 的存量租赁住房为 410 万套，占英国存量住房的 16.5%，其中社会住房占比超过 90%。目前英国的保障住房供给体系由 RSH 监管下的 PRP 主导，根据 2021 年数据，PRP 和 LARP 提供的租赁住房分别为 252 万套和 158 万套。

80 年代开始，英国政府增加对购房自住需求的保障，1980 年撒切尔政府推出“购买权”（RTB）计划，允许社会住房的长期租户折价购买所租住房，此后英国政府多次加大社会住房私有化优惠力度和范围。社会住房租户在一定条件下可以按折扣价格购买其租赁房产，购买价款将作为 RP 获取其他房产的资金来源之一。新增社会住房的资金来源还有英国住房部和大伦敦市政府拨款，以及发行债券等市场化的融资渠道。除此之外，值得一提的是，证券化在英国的社会住房融资中也发挥着一定的作用。以下分享的两个交易，是英国社会住房分别以 CMBS 和 REITs 方式融资的案例。

案例 1 - Sage AR Funding 2021 PLC

该案例中，Sage AR Funding 2021 1 PLC 作为发行人，以分布在英国各地的 1712 座住宅单元作为底层资产，发行面值合计约 2.8 亿英镑的 CMBS，其中优先级证券面值约为 2.6 亿。募集资金中的 560 万英镑将用于设立发行人的流动性储备，其余将最终提供给 Sage Rented Ltd，一家英国的营利性 RP。根据交易约定，Sage Rented Ltd 将使用交易募集资金收购新的房产。

该交易的法定期限为 30 年，预期存续期限为 25 年，其基础资产是一笔为期 5 年的抵押贷款，到期后在一定条件下可继续展期 20 年。交易涉及的抵押房产市场价值合计约 3.8 亿英镑，全部证券抵押率为 72.9%，优先级证券抵押率为 68.0%。

该交易涉及的房产中 89% 用于经济适用房租赁，其余为社会住房租赁。对于证券化交易，经济适用房和社会住房引发的关注主要来自租金上涨的限制和融资主体清算时监管机构的介入。交易中约定，房产的租金到 2025 年之前涨幅不得超过 CPI+1%。除此之外，投资人在要求 Sage Rented Ltd 清算或实现担保时需要通知监管机构，这可能造成资金转付的延迟。另一方面，英国的经济适用房和社会住房租赁长期供不应求，因此该交易抵押房产有着

极低的空置率。同时，该交易的部分租金收入来自政府支持，违约风险较低。

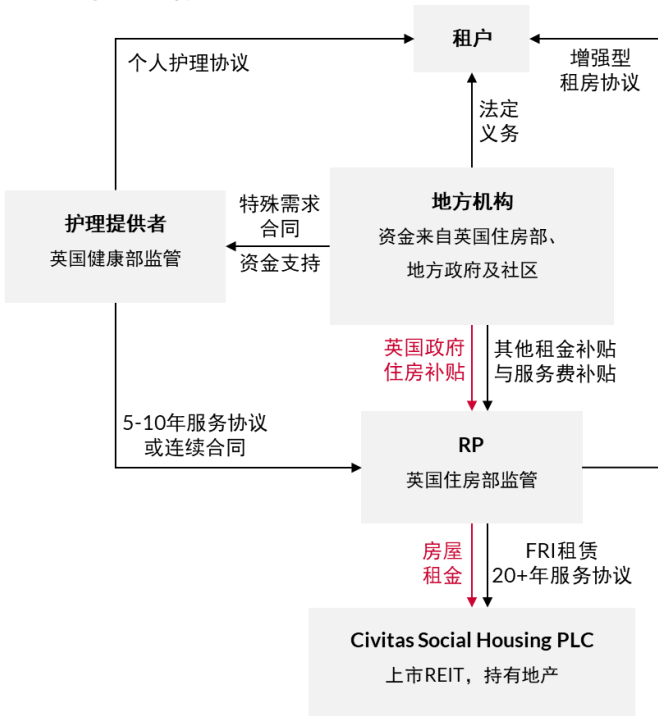
案例 2 - Civitas Social Housing PLC

Civitas Social Housing PLC (Civitas) 是英国一支上市 REIT，主要投资于社会住房的一个细分领域，特殊支持住房 (specialised supported housing, SSH)。SSH 是为支持因生理或心理障碍而有特殊居住需求的人群而产生的住房服务形式，归属于社会住房范畴。

Civitas 不进行地产开发，而是通过购买新建或翻修的能够满足特殊居住需求的房屋以增加 SSH 供应。RP 分别与 Civitas 和护理机构签订长期协议，获得住房及护理服务供应，再与租户签订增强型的租房协议，向后者提供 SSH。Civitas 与 RP 签订长期 FRI 租赁协议，一定程度上避免了房屋运营以及空置带来的风险。

英国法律规定政府有义务保障 SSH 租户的居住需求，地方机构代表租户向 RP 支付 SSH 的租金及服务费用，再由 RP 将其中房屋租金的部分转付给 Civitas，因而 Civitas 的房屋租金收入主要源于英国政府对租户的住房补贴。虽然 Civitas 并不受到 RSH 监管，但其租金上涨间接受限于 RP 的租金上涨限制。

Civitas 的 SSH 业务



注：FRI 租赁 (Full Repairing and Insuring lease)，承租人承担建筑维护、维修及房屋保险责任。
来源：Fitch Ratings、惠誉博华

Civitas 主要通过股权融资，同时也通过设立相互独立的 SPV 进行债务融资。SPV 以自持房产为名下无追索权的债务进行担保，即违约时借款人可以取得担保物，但不可向 SPV 进一步追偿。这一融资方式使得债务与主体相隔离，从而减轻 Civitas 的债务负担，并使债务结构更加简洁。在资金运转方面，SPV 收到持有房产的租金

收入后首先支付自身债务的利息费用，之后将剩余资金转付至 Civitas。如必要，Civitas 也可能为改善流动性或 LTV 指标向 SPV 转付资金。

国内保障性租赁住房及其证券化

中国社会住房发展情况概述

1949 年至 1978 年，中国城市住房实行统一管理、单位分配、租金低廉的社会住房制度，仅有极少数居民拥有自有住房。城市居民的住房主要由所在单位以租赁方式分配，各单位的住房建设资金来源于政府拨款。住房建设完成后，单位以极低廉的租金分配给自己的职工居住，这通常被称为福利分房制度。由于当时城市人口的快速增长及供给效率低，1978 年城镇居民人均住房建筑面积 6.7 平方米，缺房家庭 869 万户，占当时城镇总户数的 47.5%。其时中国城镇住房中的 74.8% 为公有住房，这一时期的社会住房供给完全由政府主导，受众面广泛但得供比例不高，实际上没能满足城市居民的居住需求。

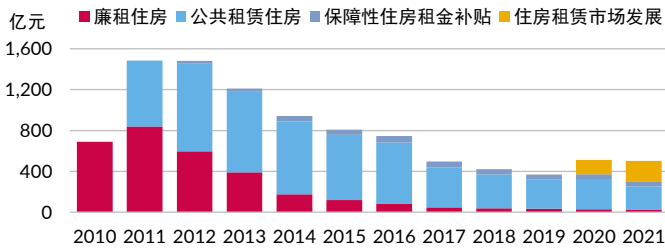
为了应对城镇住房的供不应求，中国政府自 1978 年开始住房改革，通过提租补贴、出售公房等方式，逐渐启动商品住房市场。这一时期福利分房制度与住房商品化双轨并行，商品化住房逐步出现，但居民住房仍以分配的福利租赁住房为主，即社会住房仍主导住房体系。1998 年，国务院颁发《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，启动彻底的住房制度改革，停止实物分房，以市场供应为主的住房供应体系确立。自此之后，中国商品住房市场发展突飞猛进，自有商品房也逐渐取代公有租赁住房，成为城镇居民的主流居住形式。

在住房商品化迅速发展的同时，社会住房的存在形式及功用也在发生着变化。1999 年，《城镇廉租住房管理办法》的出台开始向具有城镇常住居民户口的最低收入家庭提供廉租住房保障。2007 年底，《廉租住房保障办法》明确以货币补贴和实物配租等方式，解决城市低收入困难群体的住房问题。为进一步扩大住房保障政策覆盖范围，住房城乡建设部等七部门在 2010 年 6 月联合制定发布了《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，旨在发展公共租赁住房以满足城市中等偏下收入家庭基本住房需求。2013 年，住房城乡建设部、财政部、国家发改委发布《关于公共租赁住房和廉租住房并轨运行的通知》，从 2014 年起，各地公共租赁住房和廉租住房并轨运行，并轨后统称为公共租赁住房 (即“公租房”)。2016 年 6 月，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》，鼓励地方政府采取购买服务或政府和社会资本合作 (PPP) 模式，将现有政府投资和管理的公租房交由专业化、社会化企业运营管理，不断提高管理和服务水平。

2011 年及之前，社会住房以廉租住房为主要形式，2012 年开始，以公共租赁住房为主导。根据住房城乡建设部相关负责人于 2022 年 9 月介绍的住房保障体系建设情况，“公租房运营管理不断加强，实物供给数量显著增加，货币补贴制度不断完善。到 2021 年底，3800 多万困难群众住进了公租房。”

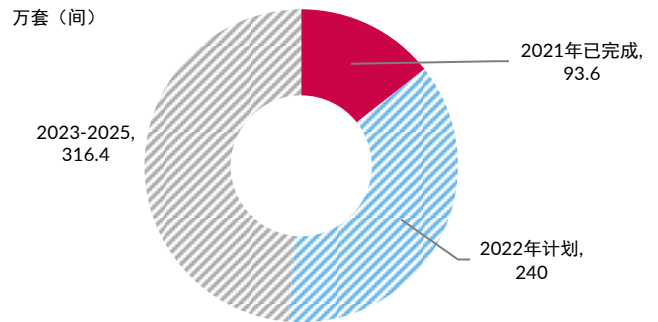
根据全国一般公共预算支出数据，住房租赁相关的全国住房保障支出呈现逐年减少，但自 2019 年中央财政支持住房租赁市场发展政策颁布后，2020 年和 2021 年已经累计支出 340 亿元，财政支持力度趋稳，也显示政府支持已经开始对保障性租赁住房有所倾斜。

全国住房保障支出——住房租赁



来源：财政部、惠誉博华

“十四五”期间40个重点城市新建（筹集）计划



来源：公开数据、惠誉博华

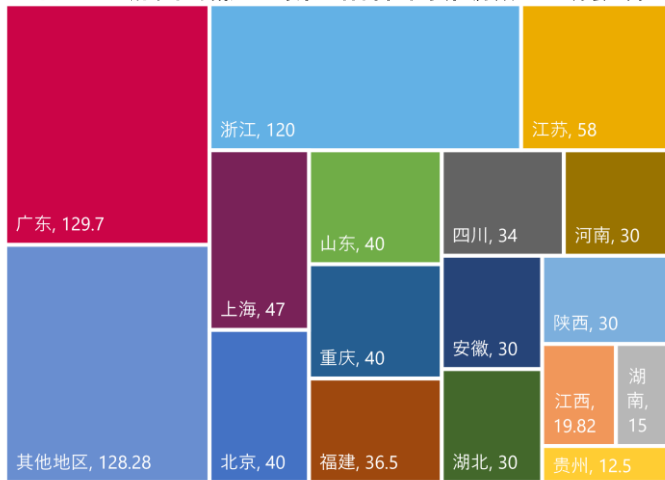
保障性租赁住房处于筹集和建设初期

国内明确提出保障性租赁住房概念的时间并不长，2020年10月，十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》明确要求“扩大保障性租赁住房供给”，这是“保障性租赁住房”这一概念首度提出。目前全国保障性租赁住房大体处于筹集和建设初期阶段，根据住房和城乡建设部发布的最新信息，“十四五”期间全国计划筹集建设保障性租赁住房 870 万套（间），预计可以帮助 2600 多万新市民。

新增保障性租赁住房将催生结构融资需求

在当前政策框架下，利用现有符合条件的土地且不涉及土地所有权、用途变更的保障性租赁住房建设项目，其建设成本将显著降低。预计未来一段时间内，在人口净流入的地区保障性租赁住房的供给将有明显提升。而新增保障性租赁住房投入运营使用后，产生的现金流能够用于进一步扩大后续工程的建设。

“十四五”期间计划新建（筹集）保障性租赁住房数量



来源：公开数据、惠誉博华

城市层面，40 个人口流入多、房价高的重点城市，2021 年已筹集 93.6 万套（间）保障性租赁住房，2022 年计划筹集 240 万套（间），整个“十四五”期间初步计划新增 650 万套（间）。北京、上海、广州、深圳等重点城市，已提高新增保障性租赁住房的占比，普遍占新增住房供应量的 40% 至 45% 以上。

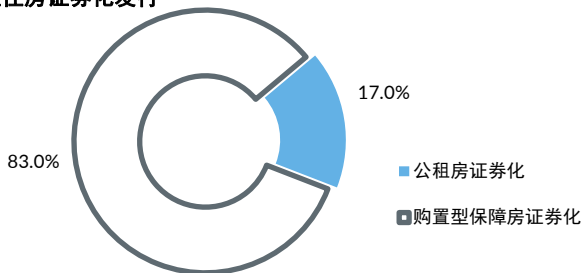
此外，除《意见》中提出的金融支持，国家发改委于 2021 年 7 月发布的《REITs 试点项目申报要求》中也明确提出，基础设施 REITs 的试点项目包括各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目。这一规定拓宽了保障性租赁住房证券化的潜在投资群体，有助于进一步引导多主体投资。

鉴于保障性租赁住房建设需要大量资金，如何引导社会资金持续投入并健全退出渠道成为未来发展的关键。2022 年 8 月，中金厦门安居保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金（中金厦门安居 REIT）、红土创新深圳人才安居保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金（红土深圳安居 REIT）首批两支保障性租赁住房 REITs 完成发售。分别包括 4665 套和 1830 套保障性租赁住房及其配套设施。首批两支基金的成功发行，证明利用 REITs 为保障性租赁住房筹融资的可行性，我们预计未来将有更多同类型项目出现。

在此之前，证券化作为筹融资工具在支持政策性保障性住房领域一直发挥着作用，根据 CNABS 数据，截至 2022 年 8 月相关证券化交易超过 100 个，相关的证券化交易发行规模逾 1000 亿元。根据 2011 年的《国务院关于城镇保障性住房建设和管理工作情况的报告》内容，将住房保障分为实物保障和货币补贴两种方式。实物保障性住房按照供应方式，可以归纳为租赁型保障房和购置型保障房。租赁型保障房有廉租住房和公共租赁住房，2014 年合并为公租房；购置型保障房有经济适用住房、限价商品住房和各类棚户区改造住房。

保障性住房证券化的主要形式是对新建购置型保障房未来销售收入或公租房的未来租金进行证券化，前者占证券化交易的大多数，基础资产一般为建设单位的借款或相应的信托受益权，以项目建成后的销售收入为质押为证券兑付提供流动性，同时引入担保主体为证券提供增信。而后者是将公共机构持有运营的公租房，向符合条件的低收入居民出租，以产生稳定的租金收入现金流，从而具备证券化的条件。

保障性住房证券化发行



来源：CNABS、惠誉博华

近年来，随着房地产政策的调整，中国政府正在逐步构建以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的新住房保障体系。各类购置型保障房已不再新增或正在逐步缩减。未来购置型保障房证券化将不会成为保障性住房证券化的主流，而具有更高市场化程度且符合政策支持方向的保障性租赁住房作为证券化的基础资产将有更多的机会。从现金流来源和性质来看，公租房和保障性租赁住房具有很大的相似性，国内公租房证券化经验相对丰富，以往经验可以为保障性租赁住房证券化提供一定借鉴。

公租房证券化经验的借鉴

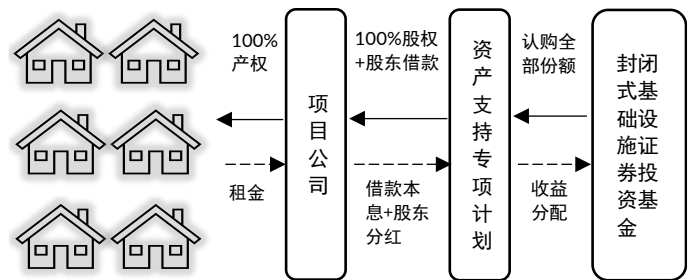
与上述两支保障性租赁住房 REITs 同一时间，华夏北京保障房中心租赁住房封闭式基础设施证券投资基金（华夏北京保障房 REIT）也完成发售。华夏北京保障房 REIT 为全国首单公租房 REIT 项目，其原始权益人北京保障房中心有限公司（以下简称“北京保障房中心”）是北京最大的住房保障政策实施和落地平台。华夏北京保障房 REIT 的底层资产为北京市海淀区文龙家园和朝阳区熙悦尚郡两处公租房项目，是北京市具有代表性的公租房项目。是政府和公共机构盘活存量保障性租赁住房，探索市场化、多元化融资渠道的一次新的尝试。

三支 REITs 目标基础设施情况比较

| REITs | 目标基础设施 | 租金水平 元/平方米/月 | 较可比市场 价格水平低 | 出租率 |
|--------------|--------------|-----------------|----------------|-------|
| 华夏北京保障房 REIT | 北京市海淀区文龙家园 | 52 | 46% | 94.8% |
| | 北京市朝阳区熙悦尚郡 | 60 | 44% | 94.3% |
| 中金厦门安居 REIT | 厦门市集美区园博公寓 | 32.35 | 5% | 99.4% |
| | 厦门市集美区珩琦公寓 | 30.52 | 5% | 99.1% |
| 红土深圳安居 REIT | 深圳市福田区安居百泉阁 | 59.74 | 40% | 99% |
| | 深圳市罗湖区安居锦园 | 44.38 | 40% | 99% |
| | 深圳市大鹏新区保利香槟苑 | 14.52 | 40% | 100% |
| | 深圳市坪山区凤凰公馆 | 17.23 | 40% | 98% |

来源：基金招募说明书、惠誉博华

三支 REITs 的交易安排简易图

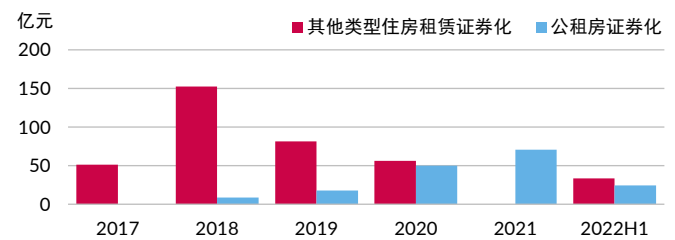


来源：惠誉博华

截至 2022 年 3 月末，三支 REITs 的目标基础设施都达到了很高的出租率，且保障性租赁住房的出租情况更接近满租。租金水平上均低于同地段同品质的市场租赁住房，保障性租赁住房较公租房更接近市场价格，一般来说证券化交易的现金流收入更加丰沛。根据北京市相关规定，保障性租赁住房租金应当低于同地段同品质市场租赁住房租金水平，由持有运营单位评估确定后报市、区住房城乡建设（房管）部门备案。其中，利用企事业单位自有土地建设的保障性租赁住房，应在同地段同品质市场租赁住房租金的 90% 以下定价保障性租赁住房租金价格。

除 REITs 外，公租房还发行过类 REITs 和信托受益权形式的证券化产品。例如 2021 年 8 月，“国开-北京保障房中心公租房资产支持专项计划”（以下简称“京保 2021-1”）在上交所发行，该交易的资产服务机构同样为北京保障房中心，基础资产为其原始持有的远洋沁山水公共租赁住房。该交易是国内首次采用类 REITs 形式对公租房进行证券化。截至 2022 年 8 月，证券化市场中共发行了 13 单公租房证券化交易，包括北京保障房中心此前发行的另一单交易，均采用以公租房租金质押作为底层资产的信托受益权交易结构，并在交易所市场发行。

公租房证券化发行



来源：CNABS、惠誉博华

公租房证券化交易在住房租赁证券化交易中的比例在逐步提高，但发起公租房证券化的区域较为有限，截至目前，仅有武汉市、上海市、北京市等 8 省市参与过公租房证券化交易，但发起机构在试水成功后一般会连续参与。由于公租房主要掌握在地方政府手中，证券化的发行安排及意愿取决于在各区域的保障房建设任务及融资需求，虽然区域差异性大，但融资主体类型相对单一。预计未来在政策引导保障性租赁住房供应主体市场化和多元化的背景下，多元化的供应主体将存在多样化的融资需求及证券化利用方案。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。