

中国房地产

房产税 - 优化地方税收结构，但可能并非主要调控手段

招银国际研究部

- ❖ **国外房地产税比较。**香港和新加坡主要通过房地产交易环节的征税来调节房地产市场，尤其是针对外地买家征收高额印花税。而房产税的市场调节作用并不明显，这也与两地的低税环境有关。房产税一般作为财政收入的一个环节，但占比不高。港府 2018 财政收入预算中，一般差饷占全部财政收入 2.5%。新加坡政府 2018 财年预算中，财产税占政府收入约 6.1%。美日的房产税是基层地方政府的主要税收来源，用于居民所在区域的教育及公共服务的支出，体现了房产税的公益性。2015 财年，美国房产税占地方政府税收 72.1%，是第一大税收来源；而日本房产税占市町村级税收近 40%，是地方税收的第二大来源。
- ❖ **上海重庆房产税试点。**2011 年 1 月 28 日起，上海、重庆两市开始对部分个人住房征收房产税。重庆偏重对高档房的征收，对外地炒房客从第二套房开始征税，税率为 0.5%-1.2%。上海则针对新增一般房地产，规定对上海居民家庭新购第二套及以上住房和非上海居民家庭的新购住房征收房产税，而且按照人均面积做起征点考虑，根据房价高低税率分别暂定为 0.6%和 0.4%。总体而言，上海和重庆的房产税征收不仅有较大面积抵扣，且税率在大部分情况下低于 1%。对首套刚需和一般改善型需求的影响并不大，主要是针对拥有多套住宅或拥有高端住宅的人群。
- ❖ **房产税时代即将到来。**今年 3 月 5 日的《政府工作报告》中，李克强总理提出 2018 年将稳妥推进房地产税立法。财政部部长透露，目前全国人大常委会预算工作委员会、财政部以及其他有关方面正在抓紧起草和完善房地产税法律草案。房地产税总体思路就是 立法先行、充分授权、分步推进。中国的房地产税会从中国的国情出发来合理设计，参考国际上的制度共性，并给予特殊人群一定减免。
- ❖ **房产税 - 优化地方税收结构，但可能并非主要调控手段。**对政府而言，房产税短期难以替代土地出让金对地方财政的支持，但长期看，由于土地出让的局限性，房产税势在必行。对于房价，目前的调控手段(包括四限、信贷政策等)已经足够有效，房产税的意义更多地在于建立房地产长效机制及优化税收结构。对房企而言，相比较房产税，限价和预售证的取得更能直接影响销售业绩。
- ❖ **长线中国房地产市场受四限及房贷供应的影响。**中国房屋销售金额在 2018 年 1-2 月上升 15.3%至 12,454 亿元，较我们预期为优。不过最近政府提出房产税立法，再加上紧缩的房贷政策，我们对中国房地产市场的观点较为审慎及保守。中国房地产三大巨头(碧桂园、万科及恒大)现时股价已从高位回落 15-20%，短期内较难突破高位。3 月份内房公司公布 2017 年业绩，我们将重新检视业绩及前景，再检讨建议，寻找内房公司的 Alpha Plays。

估值表

公司	代码	收市价		目标价	评级	市值			市盈率			每股资产	折让
		(港元)	(港元)			(百万港元)	16A	17E	18E	(港元)			
华润置地	1109	28.35	32.45	买入	196,492	10.1	9.8	8.9	46.35	38.8%			
中国海外	688	27.75	28.64	买入	304,035	7.6	9.7	9.0	39.11	29.0%			
中海宏洋	81	4.29	6.8	买入	14,686	10.9	5.0	6.3	11.25	61.9%			
万科	2202	33.4	30.53	买入	424,319	14.7	10.9	9.4	43.61	23.4%			
世茂	813	22	15.27	持有	74,514	12.3	9.4	8.5	17.83	-23.4%			
碧桂园	2007	16.2	12.15	持有	352,186	26.1	14.4	11.7	15.19	-6.6%			
雅居乐	3383	15.02	16.21	买入	58,834	21.5	11.0	9.3	27.02	44.4%			
合景泰富	1813	12.58	10.92	买入	39,692	9.2	8.6	7.3	21.84	42.4%			
龙湖	960	23.55	18.4	持有	139,310	12.6	11.8	10.9	21.11	-11.6%			
禹洲地产	1628	5.31	6.78	买入	22,222	9.5	6.6	5.6	10.43	49.1%			
龙光地产	3380	12.26	12.3	买入	67,323	12.6	10.0	8.4	17.56	30.2%			
平均						13.4	9.7	8.7		25.2%			

资料来源：公司及招银国际研究预测

落后大市

文干森, CFA

电话：(852) 3900 0853

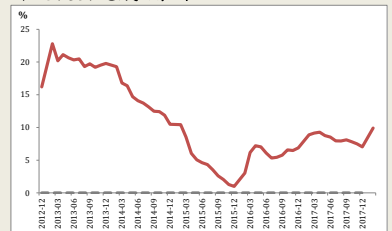
邮件：samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话：(852) 3761 8773

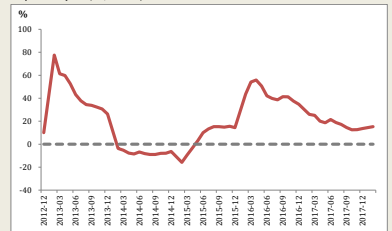
邮件：huangchengyu@cmbi.com.hk

开发投资完成额, 同比



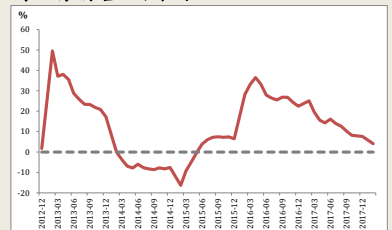
资料来源：Wind、招银国际研究

商品房销售额, 同比



资料来源：Wind、招银国际研究

商品房销售面积, 同比



资料来源：Wind、招银国际研究

目前很多人依然在混淆使用“房产税”和“房地产税”两个概念，事实上从近两年国家正式文件或相关主管部门的言论中，都是使用“房地产税”这个概念。房地产税是一个综合性概念。即一切与房地产经济运动过程有直接关系的税都属于房地产税。在我国包括房地产业营业税、企业所得税、个人所得税、房产税、城镇土地使用税、城市房地产税、印花稅、土地增值稅、契稅、耕地占用稅等。在我们讨论即将推出的房地产税前，不妨先看看国外是如何征收房地产税的。

国外房地产税情况

日本

战后从 1950 年开始，日本经济从统治经济向市场经济过渡。也在这一年，日本政府开始征收地方房产税。目前日本与房产相关的税收主要包括(1)不动产取得类课税、(2)不动产转让所得类课税和(3)不动产保有类课税。

交易环节

(1)土地和住宅的不动产取得税税率为 3%，非住宅类建筑取得税税率为 4%。但根据不动产的具体情况，可享有相应的不动产取得税减免。登记许可税的税率按不动产取得方式的不同而有所不同，通过购买获得的房地产税率为 2%，同时该项税收也有相关的减税和免税规定。

(2)不动产转让税方面，保有 5 年以上的房地产转让收益所得税税率为 15%，居民税税率为 5%；保有 5 年以下的房地产转让收益所得税税率为 30%，居民税税率为 9%。同样，日本在不动产转让所得类课税中也采取了减免措施。不动产转让税在抑制炒房，稳定房地产市场方面起到了一定作用。

持有环节

(3)不动产保有税包括(3.a)固定资产税与(3.b)城市规划税。征收主体为市町村级政府，而东京 23 个区则由东京都厅统一征收。固定资产税包括土地部分(土地税)和房屋部分(家屋税)，标准税率为 1.4%。都市规划税的税率上限为 0.3%，在具体执行过程中不同地区的实际税率略有差异。土地、房屋的课税依据是市场价值，一般每 3 年进行一次基础评估，估价的当年称为基准年度，该年度的价格称为基准年度价值。在其后的 2 年中，如无重大变化，一般不重新估价。日本的固定资产税和都市规划税也有相应的减免制度。

日本目前已经形成了一套较为成熟的房地产税征收体系。不仅为各级政府提供税收来源，也为抑制投机，稳定房地产市场起到了一定作用。同时，税收减免制度也兼顾了社会公平，体现了公平课税原则。

香港

交易环节

香港不动产交易环节(买卖或转让)主要征收物业买卖印花税。其中物业买卖印花稅包括(1)从价印花稅(SD)，(2)額外印花稅(SSD)，(3)買家印花稅(BSD)。

2016年11月4日，港府宣布推出新的遏抑樓市投資需求措施，把住宅物業印花稅(SD)劃一為房價的15%，並於宣布日次日生效，只有不擁有物業的香港永久居民可獲得豁免新稅率，而先買後賣“一換一”的換樓香港居民可以享受退稅安排。額外印花稅(SSD)主要針對取得物業後3年內轉讓所交的額外稅款，為出售所得的10%-20%(0-6個月20%，6-12個月15%，12-36個月10%)。買家印花稅(BSD)針對非香港永久性居民或以公司名義購買住宅物業的人士的額外稅款，為房價的15%。

持有环节

持有环节方面，主要包括(1)差餉和(2)地租。(1)差餉是按照物業的應課差餉租值再乘以一个百分比征收的，該租值是假设物業在指定的估价依据日期空置出租时，估计可取得的合理年租而计算。在2017-2018财政年度，差餉征收率为5%。(2)由于历史原因，除差餉外，政府同时向九龍界限街以北、新界及离岛区；或于1985年5月27日或以後獲批土地契約的物業業主/物業使用人征收地租。评估地租租值所采用的基准与差餉相同，目前征收率为3%。差餉和地租的征收也有相应的减免制度。

可以看出，香港政府主要通过房地产交易环节的征税来调节市场，尤其是向買家征税，而差餉和地租的市场调节作用明显较弱。在港府2018-2019财政收入预计中，一般差餉只占全部财政收入的2.5%，并且近年港府都有差餉减免安排。

美国

住房贷款利率、持有环节的房产税(Property Tax)、转让环节的资本利得稅(Capital Gain Tax)是美国房地产市场的三大基本调控政策。

交易环节

交易环节方面，買方主要繳納房產交易稅(Realty Transfer Tax/ Real Estate Conveyance Tax)。美國各州在交易稅征收各不相同，稅法由各州制定，主要由地方政府征收(詳情參考：www.ncsl.org/research/fiscal-policy/real-estate-transfer-taxes.aspx)。賣方則需要交納資本增值稅。稅基為出售房屋時與購入房屋時的差價。資本收益增值稅又被細分為長期收益(持有1年以上)和短期收益(持有1年以下)。一般來說，資本收益作為納稅人當個財政年的所得，按照個人所得稅稅率進行稅務繳納。但是，若認定為長期收益，那麼長期資本淨收益則按照當個財政年美國國家稅務局(IRS)規定的長期資本淨收益稅率來進行稅務繳納。通常“長期資本淨收益稅率”要比同期的個人所得稅稅率要低。而且，“長期資本淨收益”的納稅基數也會比“短期資本淨收益”的納稅基數計算方式要更有優勢。減免方面，如果

在卖房的5年内，业主拥有房屋产权2年，并且将房屋作为主要住宅2年，那么每个业主可以享有25万美元增值的免税额。超过部分的增值，会被征税。

持有环节

在持有环节方面，美国自1792年起开始征收房产税，目前已经形成了较为完善的税收政策体系。美国房产税的征收主体是郡政府、市政府和学区(统称地方政府)，征收比例按1:1:5划分来，联邦政府和州政府不征收房产税。房产税的税基由房屋的评估值决定，地方政府会定期估计房屋的市场公平价格，并根据各自实际情况来确定税率。征收税率为州及以下各级地方税率之和，一般由州税率、市县税率、学区税率三部分组成，总税率分布在1%-3%不等，并且每年都会根据地方政府的预算需求而改变。

美国房产税税收主要用于居民所在区域的教育及公共服务的支出。如果停止缴税了，房子所有权就属于美国政府，政府有权对长期迟缴、不缴纳房产税的物业进行相应的处置。税收减免方面，美国地方政府规定了一些减免税项目，主要是对自住房屋给予减免税，这是通过减少税基或低估财产价值来实现的。另外还有一种减免美国房产税的方法，即当房产税超过某一最大值时，纳税人可从州政府得到相应的州个人所得税抵免或现金补偿。另外还有退伍军人免税额。美国目前有30个州，对退伍军人自用住宅财产评价提供某一固定金额免税额。

图1:美国各州房产税税率(中位数)

New Jersey	1.89%	Indiana	0.85%
New Hampshire	1.86%	Nevada	0.84%
Texas	1.81%	Georgia	0.83%
Nebraska	1.76%	Montana	0.83%
Wisconsin	1.76%	North Carolina	0.78%
Illinois	1.73%	California	0.74%
Connecticut	1.63%	Oklahoma	0.74%
Michigan	1.62%	Virginia	0.74%
Vermont	1.59%	Arizona	0.72%
North Dakota	1.42%	Kentucky	0.72%
Ohio	1.36%	Idaho	0.69%
Rhode Island	1.35%	Tennessee	0.68%
Pennsylvania	1.35%	Colorado	0.60%
Iowa	1.29%	Utah	0.60%
Kansas	1.29%	Wyoming	0.58%
South Dakota	1.28%	New Mexico	0.55%
New York	1.23%	Mississippi	0.52%
Maine	1.09%	Arkansas	0.52%
Minnesota	1.05%	South Carolina	0.50%
Massachusetts	1.04%	West Virginia	0.49%
Alaska	1.04%	District of Columbia	0.46%
Florida	0.97%	Delaware	0.43%
Washington	0.92%	Alabama	0.33%
Missouri	0.91%	Hawaii	0.26%
Maryland	0.87%	Louisiana	0.18%
Oregon	0.87%		

来源: Tax-Rates.org, 招銀国际

新加坡

交易环节

新加坡对物业交易主要征收印花税。对买方而言，印花税主要分买家印花税(BSD)和额外买方印花税(ABSD)。额外买家印花税是新加坡政府针对房地产的降温政策。5个和新加坡有自贸协定的国家(美国，瑞士，列支敦士敦，冰島和挪威)的公民购买新加坡住宅将豁免ABSD。对卖方而言，主要征收卖家印花税(SSD)。持有超过3年，即可免征卖方印花税。

图 2: 额外买家印花税(个人购买)

买家类型	第一套房产	第二套房产	第三套及以上房产
新加坡公民(SC)	免征	7%	10%
新加坡永久居民(SPR)	5%	10%	10%
外国人&非个人(FR)	15%	15%	15%

来源: 新加坡税务局, 招银国际

图 3: 买家印花税

购买价/市价	BSD税率
首\$180,000	1%
大于\$180,000部分	2%
大于\$640,000部分	3%

来源: 新加坡税务局, 招银国际

图 4: 卖家印花税

持有时间	SSD税率
第一年卖出	12%
第二年卖出	8%
第三年卖出	4%
三年后卖出	免征

来源: 新加坡税务局, 招银国际

持有环节

新加坡房产税的征税对象主要是土地、公寓、房屋等不动产。所有住宅包括政府组屋、私人洋房、公寓三大类，都必须缴纳房产税，征收范围广泛。

新加坡的房产税每年根据物业的年度计算、征收一次。“年度(Annual value)”是指新加坡税务局根据房屋每年可赚取租金的净收入，即年租金减去物业管理、家具以及维修费用得出的综合收益。值得注意的是，租金估算仅针对一个房间，而不是整套房屋的租金。此外，房屋的年度由税务局参考年景好坏、房屋的新旧程度、地段、配套设施等因素进行综合评估。在房产税的税率上，新加坡政府对于住宅自住人群有较大倾斜。目前，对于住宅物业采取累进税率，自住型住宅采用0-16%的税率，非自住型住宅采用10-20%的税率，而其他非住宅用途的物业统一按照10%进行征收。

图 5: 房产税(自住型住宅)

年度(新币)	税率
\$0 - \$8,000 部分	0%
\$8,000 - \$55,000 部分	4%
\$55,000 - \$70,000 部分	6%
\$70,000 - \$85,000 部分	8%
\$85,000 - \$100,000 部分	10%
\$100,000 - \$115,000 部分	12%
\$115,000 - \$130,000 部分	14%
大于 \$130,000 部分	16%

来源: 新加坡税务局, 招银国际

图 6: 房产税(非自住型住宅)

年度(新币)	税率
\$0 - \$30,000 部分	10%
\$30,000 - \$45,000 部分	12%
\$45,000 - \$60,000 部分	14%
\$60,000 - \$75,000 部分	16%
\$75,000 - \$90,000 部分	18%
大于 \$90,000 部分	20%

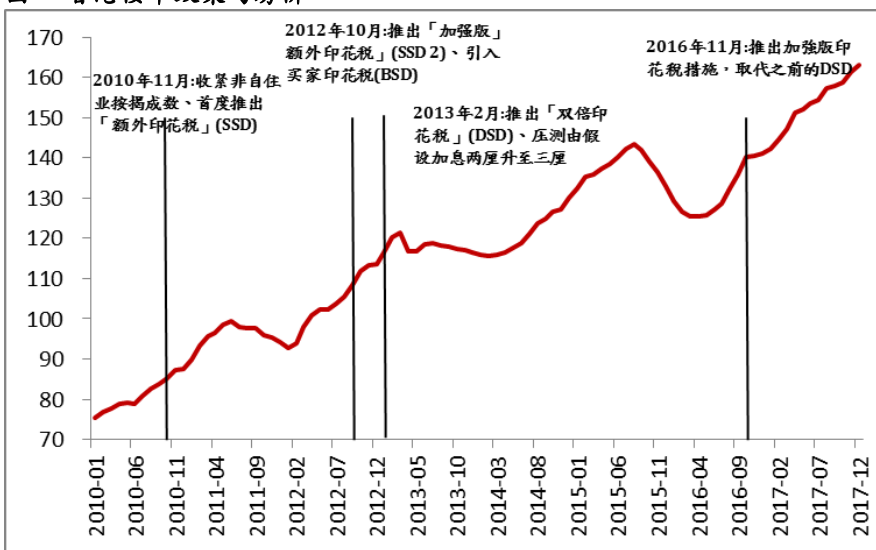
来源: 新加坡税务局, 招银国际

国外房地产税总结

香港、新加坡：主要通过交易税调控楼市，房产税作用不明显

香港与新加坡房地产税制相似，这也与两地相似的地理环境和经济状况有关。同样是土地资源稀缺、经济发达、外来投资者多。两地政府主要通过房地产交易环节的征税来调节市场价格，尤其是针对外地买家征收高额印花税。从效果上看，香港推出的买家印花税效果并不明显，虽然抑制了外地买家的炒作，但由于买家印花税并没有针对本地首次置业买家，且本地仍然有大量刚需，加上房屋供给稀缺，看涨预期较强，房价仍然节节攀升。

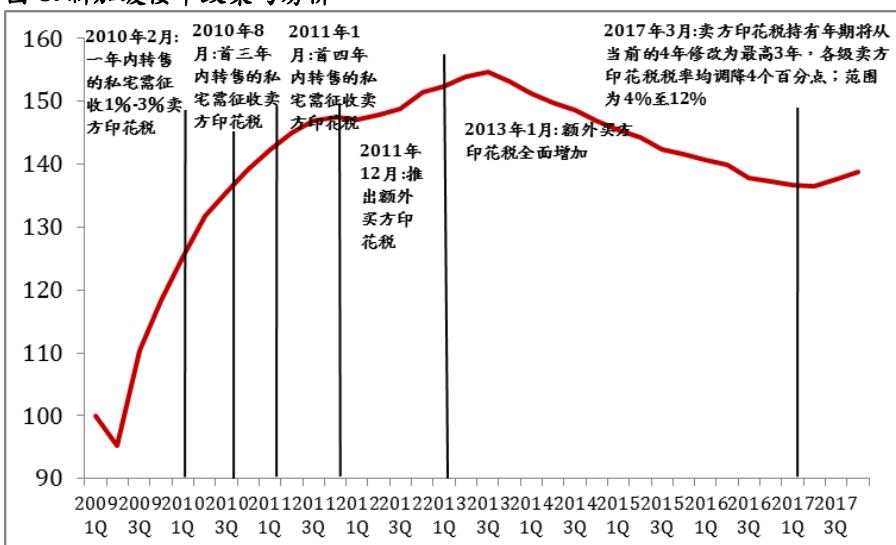
图 7: 香港楼市政策与房价



来源: Wind, 招銀国际

相比之下，新加坡政府利用交易印花税调控的房价的效果较为明显，这也得益于本身拥有较好的公共租房体系。

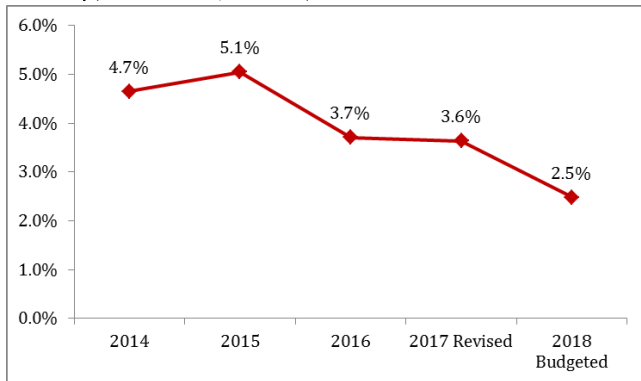
图 8: 新加坡楼市政策与房价



来源: Wind, 招銀国际

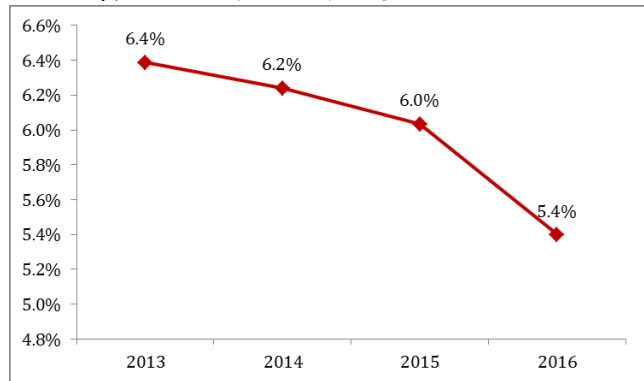
相比印花稅，香港和新加坡房產稅的市場調節作用並不明顯，這也與兩地長期低稅環境有關。房產稅一般作為財政收入的一個環節，且占比不高。在港府 2018 財政收入預算中，一般差餉占全部財政收入的 2.5%，並且近年港府都有差餉減免安排，因此占比較 2014、2015 年的有所下滑。而新加坡政府 2018 財年預算中，財產稅(包括，但不限房產稅)占政府收入約 6.1%。

图 9: 房產稅占政府收入-香港



来源: Wind, 招銀国际

图 10: 房產稅占政府收入-新加坡

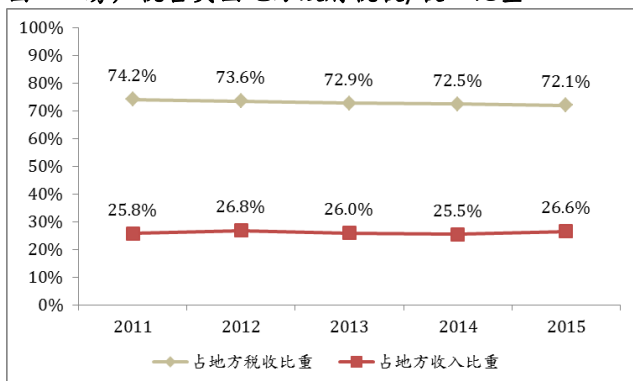


来源: Wind, 招銀国际

美国、日本：房產稅是基層地方政府主要的稅收來源，支持地方公共服務

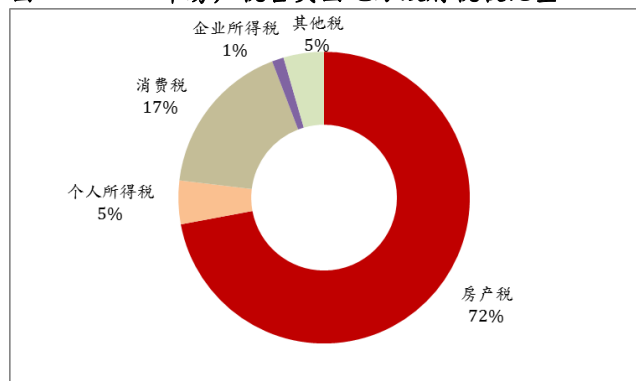
信貸政策、資本利得稅是美國調控市場的主要手段。房產稅的作用主要體現在調節地方稅收上。但在房價下跌，市場情緒轉差時，房產稅也可能成為壓死駱駝的最後一根稻草。由於美國房產稅徵收主體為地方政府，而房產稅主要用於居民所在區域的教育及公共服務的支出，因此房產稅作用主要體現在補充地方財政收入，支持基層公共福利開支。對地方政府而言，房產稅是最重要的稅收來源。2015 財年，房產稅占美國地方政府稅收 72.1%，占地方政府財政收入 26.6%。

图 11: 房產稅占美國地方政府稅收/收入比重



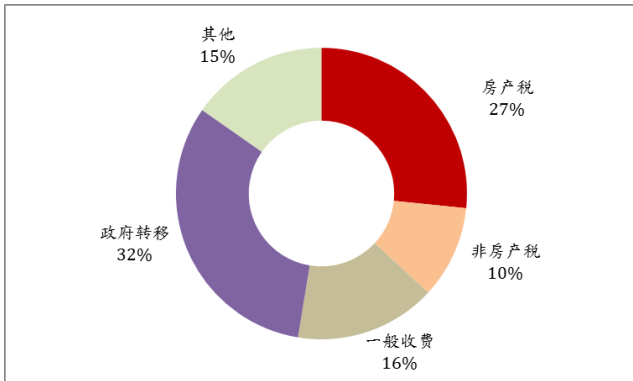
来源: Tax Policy Center, 招銀国际

图 12: 2015 年房產稅占美國地方政府稅收比重



来源: Tax Policy Center, 招銀国际

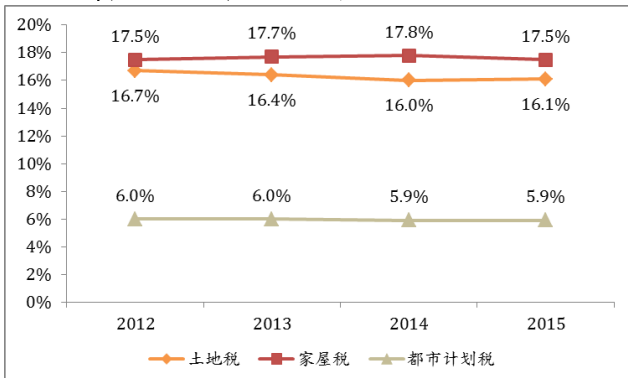
图 13: 2015 年房产税占美国地方政府收入比重



来源: Tax Policy Center, 招银国际

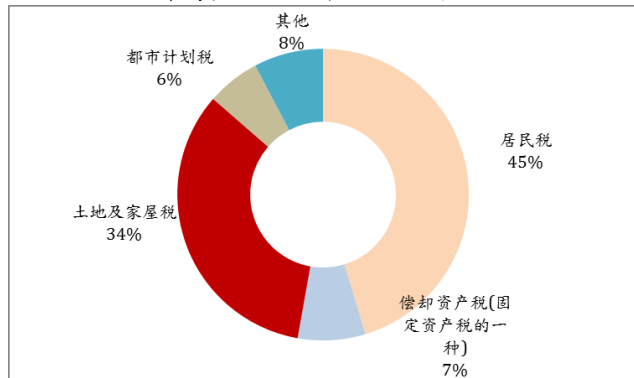
日本房地产税制是在二战后建立，因此日本房产税吸收了美国房产税的经验。日本房产税中，固定资产税(包括房产税和偿却资产税)也主要用于地方教育、卫生及基础设施等公用事业。都市计划税则主要用于个地方的城乡规划。这体现了房产税的公益性和支持地方提供公共服务的功能。2015 财年，房产税(土地税、家屋税、都市计划税)占市町村级税收近 40%，是地方税收的第二大来源。

图 14: 房产税占日本地方政府税收比重



来源: 总务省, 招银国际

图 15: 2015 年房产税占日本地方政府税收比重



来源: 总务省, 招银国际

中国房地产税情况

房地产税总览

目前我国房地产税主要在土地转让环节征收。主要税费包括契税、增值税和企业/个人所得税。在土地开发中，地方政府的主要收入来自企业缴纳的土地出让金(计入地方政府性基金收入)、土地增值税和企业所得税。存量房方面，由于目前房产税没有全面实施，税费主要集中在交易环节。目前交易环节税费主要包括增值税及附加、契税和个人所得税。

图 16: 房地产税一览

新房		二手房	
取得土地使用权阶段	销售阶段	交易阶段	保有阶段
契税	增值税及附加 (包括:土地增值税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加)	增值税及附加 (包括:增值税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加)	房产税
耕地占用税	印花税	契税	城镇土地使用税
印花税	企业所得税	个人所得税	
城镇土地使用税		印花税	
		土地增值税	

来源: 各级地税、国税, 招银国际

二手房交易的主要税种

(以深圳为例, 各地区存在部分差异)

(1) 增值税及附加

图 17: 增值税及附加

增值税及附加(卖方交纳)			
房屋性质	持有周期	税率	税基
普通住宅	证不满2年	5.6% (5%为增值税率, 0.6%为附加税率)	网签价
	证满2年	免征	/
非普通住宅	证不满2年	5.6% (5%为增值税率, 0.6%为附加税率)	网签价
	证满2年	5.6% (5%为增值税率, 0.6%为附加税率)	网签价 - 原值

来源: 深圳市不动产登记中心, 招银国际

注: (1) 假设网签价 > 核定价;

(2) 若网签价 < 核定价, 则用“核定价”替代“网签价”

(2) 契税

图 18: 契税

契税(买方缴纳)				
房屋性质	买家	面积	税率	税基
普通住宅	首套	≤90平	1.0%	网签价 - 增值税
		>90平	1.5%	
	二套	/	3.0%	
非普通住宅	首套	/	1.5%	
	二套	/	3.0%	

来源: 深圳市不动产登记中心, 招银国际

注: (1) 假设网签价 > 核定价;

(2) 若网签价 < 核定价, 则用“核定价”替代“网签价”

(3) 个人所得税

图 19: 个人所得税

个人所得税(卖方缴纳)			
房屋性质	持有周期	税率	税基
普通住宅	不满五唯一	核实征收: 20% 核定征收: 1.0%	核实征收: 网签价 - 原值 - 合理费用* 核定征收: 网签价*1%
	满五唯一	免征	/
非普通住宅	/	核实征收: 20% 核定征收: 1.5%	核实征收: 网签价 - 原值 - 合理费用* 核定征收: 网签价*1.5%

来源: 深圳市不动产登记中心, 招银国际

注: (1) 假设网签价 > 核定价;

(2) 若网签价 < 核定价, 则用“核定价”替代“网签价”;

(3) 合理费用 = 原契税 + 本次增值税及附加 + 网签价*10% + 房贷利息

我国现存的房产税

1986年国务院颁布的《中华人民共和国房产税暂行条例》明确将房产税规定为一个独立的税种, 我国房产税征收制度正式建立。该《条例》在考虑到在当时民众收入水平和我国的住房制度的情况下, 并未对民众拥有的非营业用房征收房产税。

(1) 征税对象及征收部门

房产税的征收范围称房产税“课税范围”, 具体指开征房产税的地区。房产税暂行条例规定, 房产税在城市、县城、建制镇和工矿区征收。城市、县城、建制镇、工矿区的具体征税范围, 由各省、自治区、直辖市人民政府确定。房产税由房产所在地的税务机关征收。

(2) 房产税征收标准

房产税征收标准从价或从租两种情况:

(i) 从价计征的, 其计税依据为房产原值一次减去 10%-30% 后的余值;

(ii) 从租计征的(即房产出租的), 以房产租金收入为计税依据。从价计征 10%-30% 的具体减除幅度由省、自治区、直辖市人民政府确定。如浙江省规定具体减除幅度为 30%。房产税税率采用比例税率。按照房产余值计征的, 年税率为 1.2%; 按房产租金收入计征的, 年税率为 12%。

因此通用计算公式为:

(i) 以房产原值为计税依据的: 应纳税额 = 房产原值 × (1 - (10%~30%)) × 税率(1.2%)

(ii) 以房产租金收入为计税依据的: 应纳税额 = 房产租金收入 × 税率(12%)

(3) 免征范围

- (i) 国家机关、人民团体、军队自用的房产；
- (ii) 由国家财政部门拨付事业经费的单位自用的房产；
- (iii) 宗教寺庙、公园、名胜古迹自用的房产；
- (iv) 个人所有非营业用的房产；
- (v) 经财政部批准免税的其他房产

随着我国改革开放迅速崛起，经济环境发生重大转变的情况下，《条例》不可避免地出现了一些局限性，如计税依据不合理、征税范围过窄等。2003年，国家提出了城镇建设税费的改革方案，明确了对不动产征收物业税的改革思路。物业税改革的基本框架是：将现行的房产税、城市房地产税、土地增值税以及土地出让金等税费合并，转化为房产保有阶段统一收取的物业税。但是鉴于物业税的开征所牵涉的各方利益难以平衡，因而迟迟未有开征。

上海重庆试点房产税

物业税的“空转”使得改革思路回到房产税中。2011年1月28日起，上海、重庆两市开始对部分个人住房征收房产税。重庆侧重对高档房的征收，对外地炒房客从第二套房开始征税，税率为0.5%-1.2%。上海则针对新增一般房地产，规定对上海居民家庭新购第二套及以上住房和非上海居民家庭的新购住房征收房产税，而且按照人均面积做起征点考虑，根据房价高低税率分别暂定为0.6%和0.4%。

图 20: 上海、重庆试点房产税方案

	时间	区域	具体办法	税率	免税面积	
重庆	1/10/2011	个人住房房产税在主城九区行政区域范围征收，即渝中区、江北区、沙坪坝区、九龙坡区、大渡口区、南岸区、北碚区、渝北区、巴南区，含北部新区、高新技术产业开发区、经济技术开发区。个人住房房产税在主城九区行政区域范围征收，即渝中区、江北区、沙坪坝区、九龙坡区、大渡口区、南岸区、北碚区、渝北区、巴南区，含北部新区、高新技术产业开发区、经济技术开发区。	个人住房房产税的征收对象为个人拥有的独栋商品住宅，个人新购的高档住房，在重庆市同时无户籍、无企业、无工作的个人新购的第二套（含）以上的普通住房。未列入征税范围的个人高档住房、多套普通住房，将适时纳入征税范围。	独栋商品住宅和高档住房建筑面积交易单价达到上两年主城九区新建商品住房成交建筑面积均价3倍以下的住房	0.5%	一个家庭可对一套应税住房扣除免税面积，存量独栋住宅为180平方米，新购高档住房为100平方米
			独栋商品住宅是指房地产商品房开发项目中在国有土地上依法修建的独立、单栋且与相邻房屋无共墙、无连接的成套住宅。	3倍（含）至4倍的	1.0%	
			高档住房是指建筑面积交易单价达到上两年主城九区新建商品住房成交建筑面积均价2倍（含）以上的住房。	4倍（含）以上	1.2%	
			新购住房是指《暂行办法》施行之日起购买的住房，包括新建商品住房和存量住房。	在重庆市同时无户籍、无企业、无工作的个人新购第二套（含）以上的普通住房	0.5%	
上海	28/1/2011	上海市行政区域	本地居民，家庭第二套及以上住房（包括新购的二手存量住房和新建商品住房）	应税住房每平方米市场交易价格低于本市上年度新建商品住房平均销售价格2倍（含2倍）的	0.4%	上海市居民家庭人均60平方米
			非本市居民家庭在本市新购的住房	房产税计税依据为参照应税住房的房地产市场价格确定的评估值，评估值按规定周期进行重估。试点初期，暂以应税住房的市场交易价格作为计税依据。房产税暂按应税住房市场交易价格的70%计算缴纳。	高于2倍的	

来源: 重庆市政府, 上海市政府, 招银国际

总体而言，上海和重庆的房产税征收不仅有较大面积抵扣，且税率在大部分情况下低于 1%。对首套刚需和一般改善型需求的影响并不大，主要是针对拥有多套住宅或拥有高端住宅的人群。

图 21: 情况假设-上海

上海	夫妻二人首套住宅	一家三口已有一套80平住宅，另购120平住宅作为改善
面积	80平	200平
征税面积	无	20平
评估值	5万/平	5万/平
征收金额(年)	0	2,800

假设税率为0.4%

来源: 招银国际

图 22: 情况假设-重庆

重庆	夫妻二人首套住宅	一家三口已有一套80平住宅，另购120平住宅作为改善
面积	80平	200平
征税面积	无	120平
评估值	1万/平	1万/平
征收金额(年)	0	6,000

假设税率为0.5%

来源: 招银国际

房产税时代即将到来

2013年2月20日，针对部分城市房价持续升温的问题，国务院颁布了“新国五条”，将采取行政、金融、税收、市场、保障、价格等手段加强房地产市场调控抑制投机投资性购房，并扩大对个人自住房征收房产税的试点范围。而在2014年年末颁布《不动产登记条例》则为今后在全国范围内就个人住房开征房产税的铺平了道路。

在今年3月5日的《政府工作报告》中，李克强总理提出，2018年将稳妥推进房产税立法。3月7日，财政部部长肖捷，副部长史耀斌、胡静林在记者会透露以下房产税有关细节：

(1)为什么要开征“房产税”？

房产税主要作用就是调节收入分配、筹集财政收入。

(2)哪些房子需要缴纳“房产税”？

所有的工商业住房和个人住房。

(3)按照什么基准来交税？

按照评估值来征税。

(4)会有减免吗？

在所有国家的房产税制度安排里面，都有一些税收优惠。比如可以作出一定的扣除标准，或者是对一些困难的家庭、低收入家庭、特殊困难群体给予一定的税收减免等。

(5)政府收取房产税，主要用于什么？

房产税属于地方税，收入归属于地方政府。地方政府用这些收入来满足比如说教育、治安和其他一些公共基础设施提供等这样的一些支出。

(6)目前房地产税的立法进展到了哪一步？

按照中央的决策部署，目前全国人大常委会预算工作委员会、财政部以及其他有关方面正在抓紧起草和完善房地产税法律草案。房地产税总体思路就是立法先行、充分授权、分步推进。按照这样一个总体思路。目前，财政部正在设计、完善，同时再进行论证和听取意见。

(7)中国的房地产税，会跟其他国家的完全一样吗？

会参考国际上共性的制度性安排的一些特点。但也会从中国的国情出发来合理设计我们房地产税制度。

(8)开征房地产税之后，房屋交易环节的税会降低吗？

开征房地产税之后，将合并整合相关的一些税种，还将合理降低房地产在建设交易环节的一些税费负担等。

房产税的影响

根据财政部部长在记者会的内容，目前房地产税总体思路就是立法先行、充分授权、分步推进。在税收法定原则下，任何新税种必须先立法后征收；由于房地产税属于地方税，在税收法的框架内，充分授权给地方政府，让地方根据实际情况来决定具体实施；分步推进意味着房地产税征收将分步推进，我们认为将可能先城镇后乡，先一二线再到三四线，先企业后个人。

政府:短期难以替代土地出让金，但长期看房产税势在必行

从我国地方税收上看，2016年房产税收入2,221亿元，仅占地方税收收入的3.4%。占比不高但有增长的趋势。相比地方政府通过土地出让金、土地增值税、契税等转让环节的收入(2016年土地出让金35,640亿、土地增值税2,719亿、契税4,300亿)，房产税目前对财政收入的支持并不大。根据2010年人口普查，当年存量房为179亿平。我们假设之后每年竣工面积中20%来自原有存量房的改建，得到2017年底的存量房面积为242亿平。根据统计局公布数据计算，2017年底全国平均房价在7,892元/平，因此我们估算2017年底存量房价值在191万亿。若以有效房地产税率0.5%计算，房产税收入在9,550亿，为当年土地出让金的26.8%。

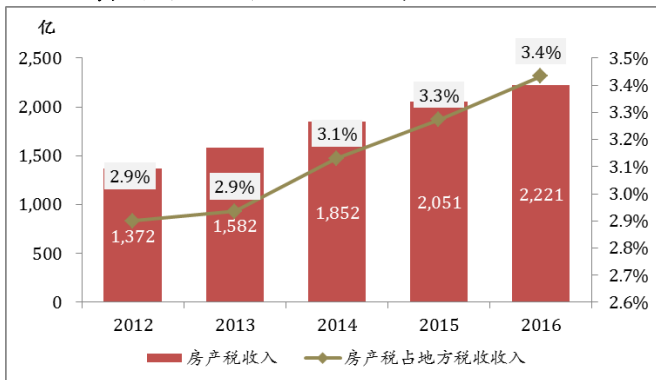
但是长期看，随着城镇化进程的快速发展，存量房大量增加，地方政府通过出让土地获得财政支持的手段将难以为继。在城镇化后期，房产税对政府公共服务的支持将愈发重要。征收房产税在土地出让金收入减少的情况，补充地方财政收入。房产税主要用于教育、治安和其他一些公共基础设施提供等，体现了取之于民用之于民的税收理念。

图 23: 地方公共财政及地方政府性基金收入

单位:亿	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
地方公共财政收入	61,078	69,011	75,877	83,002	87,239
税收收入	47,319	53,891	59,140	62,662	64,692
增值税	6,737	8,276	9,752	10,113	18,763
营业税	15,543	17,155	17,713	19,162	10,169
企业所得税	7,572	7,983	8,829	9,494	10,136
个人所得税	2,328	2,613	2,951	3,447	4,035
印花稅	691	789	893	965	959
城市维护建设稅	2,935	3,244	3,462	3,707	3,880
房產稅	1,372	1,582	1,852	2,051	2,221
城镇土地使用稅	1,542	1,719	1,993	2,142	2,256
土地增值稅	2,719	3,294	3,915	3,832	4,212
耕地占稅	1,621	1,808	2,059	2,097	2,029
契稅	2,874	3,844	4,001	3,899	4,300
其他	1,386	1,585	1,722	1,754	1,733
非稅收入	13,759	15,120	16,737	20,340	22,548
地方政府性基金收入	35,396	49,450	51,361	39,559	43,575
国有土地出讓金	26,652	39,073	40,386	30,784	35,640
合計	96,474	118,462	127,238	122,561	130,815

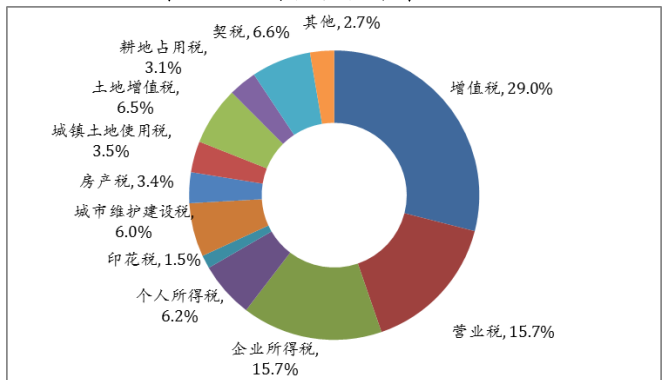
来源: Wind, 招銀国际

图 24: 房產稅收入及占比-地方政府



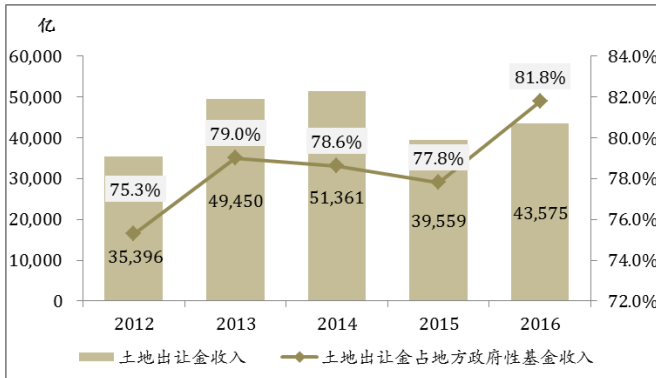
来源: Wind, 招銀国际

图 25: 2016 年地方政府稅收稅分布



来源: Wind, 招銀国际

图 26: 土地出讓金收入及占比-地方政府



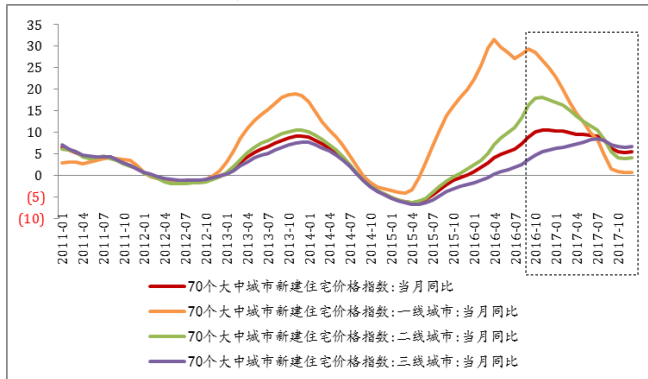
来源: Wind, 招銀国际

房价:目前调控手段已经足够,长远在于建立长效机制及优化税收结构

2017年,国家提出“房子是用来住的,不是炒的”的定位,同时也提出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。”通过住房结构(租售并举)、土地供给(盘活存量土地、农村集体所有地改革等)、税收(房产税)和金融(资产证券化、信贷政策)建立房地产市场调控长效机制。可见,房产税是建立房地产市场调控长效机制的一个环节。

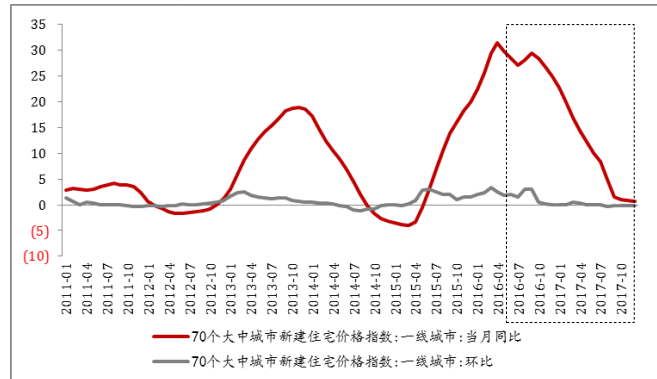
除了积极建立房地产市场调控长效机制外,目前政府主要直接手段包括:因城施策下的限购、限价、限贷、限售(四限),以及房贷利率,按揭成数等信贷调控措施。从效果上看,这些调控手段的结合使用取得了明显效果。尤其在房价首先上涨的一线城市,调控力度之强前所未有,有效抑制了房价快速上涨的态势。

图 27:70 个大中城市新建住宅价格指数



来源: Wind, 招银国际

图 28: 一线城市新建住宅价格指数



来源: Wind, 招银国际

我们认为,首先房产税难以在短期内推出,目前还在起草阶段。立法后的实施也是地方政府结合实际情况具体实施(充分授权),并且全面实施也将有一个循序渐进的过程(分布推进)。地方政府没有理由让其推出的房产税对当地房价造成大幅下跌,这会造成土地出让金收入减少,当地银行坏账增加。其次,房产税的意义更多在于优化地方税收结构,以及作为长效机制的其中一个环节,直接用于市场调控可能并不实际。另外,目前直接调控手段已经足够有效,并且目前交易环节的税费(个税、增值税、契税)对短期炒作也有一定抑制。财政部长在记者会也提到若开征房产税,将合并整合相关的一些税种,还将合理降低房地产在建设交易环节的一些税费负担等。从上海和重庆两个试点看,房产税有较大免税面积,且主要针对高端住宅。房产税不会对拥有一套或总面积不多的人群造成太大影响,刚需不会被削减。

房产税的推出将提高炒房成本,抑制炒房现象出现。对目前拥有多套住宅的人群,尤其是炒房者而言,房产税将促使其出售多余房产,二手房供应可能将在房产税实施前短期增加。一二线城市或人口净流入的城市购房刚需较强,能够较快消化增加的供给。而三四线城市或人口净流出的城市,尽管由于过去一年的购房热潮及棚改持续推进,需求有所下降,但考虑到三四线房价比一二线明显要低,且估计将有一定的免税面积,每套房征收的房产税可能没有想象中大。综上所述,我们认为全国房价仍然能够保持相对稳定。

房企: 做人民需要的住宅; 销售仍主要受四限及信贷政策影响

上海和重庆试点的经验可以看出, 房产税会首先针对拥有多套(二套以上)的人群和高端住宅征收, 我们认为对首套房人群不会造成太大影响, 因此房企的产品应该主要是刚需房和改善房, 做人民需要的住宅, 解决人民的住房问题, 这也符合国家住房政策方向-让全体人民住有所居。

销售上看, 目前市场销售主要受四限(限购、限价、限贷、限售)和房贷利率、按揭成数影响。对房企而言(供给端), 限价和取得预售证的影响最大。但大部分在港上市的大型房企土地成本低廉, 仍然能够在限价的情况下保持较好的利润率, 顺利拿到预售证。从购房者角度看(需求端), 目前限购和房贷利率、按揭成数是最大的考虑因素, 尤其是房产税不影响首套置业的情况下。

投资建议

2018年1-2月销售数据理想, 但长线受四限及房贷供给的影响。根据国家统计局, 中国房屋销售金额在2018年1-2月上升15.3%至12,454亿元, 较我们预期为优, 不过最近政府提出对房产税立法, 可能对物业买家带来心理影响。我们相信四限政策在短期内不会放宽, 但料影响力较大将是房贷的供需, 不论是银行愿否适时提供房贷或是将房贷利息提高, 将会对未来房地产存在更大的影响, 我们对中国房地产市场的观点较为审慎及保守。

内房股方面, 大部份公司的股价在去年已经有可观的升幅, 估值也充份反映。中国房地产三大巨头(碧桂园、万科及恒大)的现在股价已从高位回落15-20%, 短期内较难突破高位。3月份内房公司公布2017年业绩, 大部份会有理想成绩, 我们将重新检视业绩及前景, 再检讨建议, 寻找内房公司的Alpha Plays(阿尔法)。

估值表

公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (百万港元)	市盈率			每股资产	
						16A	17E	18E	(港元)	折让
华润置地	1109	28.35	32.45	买入	196,492	10.1	9.8	8.9	46.35	38.8%
中国海外	688	27.75	28.64	买入	304,035	7.6	9.7	9.0	39.11	29.0%
中海宏洋	81	4.29	6.8	买入	14,686	10.9	5.0	6.3	11.25	61.9%
万科	2202	33.4	30.53	买入	424,319	14.7	10.9	9.4	43.61	23.4%
世茂	813	22	15.27	持有	74,514	12.3	9.4	8.5	17.83	-23.4%
碧桂园	2007	16.2	12.15	持有	352,186	26.1	14.4	11.7	15.19	-6.6%
雅居乐	3383	15.02	16.21	买入	58,834	21.5	11.0	9.3	27.02	44.4%
合景泰富	1813	12.58	10.92	买入	39,692	9.2	8.6	7.3	21.84	42.4%
龙湖	960	23.55	18.4	持有	139,310	12.6	11.8	10.9	21.11	-11.6%
禹洲地产	1628	5.31	6.78	买入	22,222	9.5	6.6	5.6	10.43	49.1%
龙光地产	3380	12.26	12.3	买入	67,323	12.6	10.0	8.4	17.56	30.2%
平均						13.4	9.7	8.7		25.2%

资料来源: 公司及招银国际研究预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。