

分析师：沈彦东
执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333 (195)
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：黎云云
联系电话：0755-82830333 (125)
邮箱：liyy@wanhesec.com

新加坡公共住房市场成功经验——土地制度、税收制

度和住房金融齐共振的效果

主要观点：

新加坡位于马六甲海峡南口，是东南亚的一个岛国，前身是英属殖民地，1965年成为独立的国家，2018年新加坡人均GDP达64567美元，居于各大都市的前列。国土面积为724.2平方公里，新加坡国土面积较小，人口密度较高，2019年9月底人口密度为7866人/平方公里，但2018年居民房屋自有率高达91%，不仅在世界各国居前，与其它亚太地区大都市城市相比处于超高水平。其它亚太地区大都市相比，新加坡的房价收入比与市中心房屋租售比均处于相对较低水平，2019H1房价收入比与市中心房屋租售比分别为22.31与43.02，而深圳的同期水平为44.9与77.62，分别为新加坡这两者水平的2、1.81倍。

新加坡住房市场上以HDB组屋供给为主。2018年新加坡居民住房市场约有146.10套住宅，其中HDB组屋、其它、私人住宅分别为105.67、32.94、7.49万套，占比为72.33%、5.13%、22.54%。HDB提供远低于市场价格的组屋。HDB全称为Housing and Development Board，中文称建屋发展局，是新加坡国家发展部下的法定机构，成立于1960年，作为政府职能机构负责新加坡居住新镇的规划、建设和管理。组屋作为政府支持性住房，新组屋价格由政府直接定价，一般新组屋价格仅为私人住宅市场价格的1/3；二手组屋由转售市场转卖，价格由买卖双方协商决定，一般二手组屋价格高于新组屋价格。组屋的结构化供给满足多层次需求，严格分配管理制度有效抑制投机。从户型上来看，分为HDB 1-2room、3-room、4-room、5-room、EC和DBSS双层公寓式，使用面积和户型不一致，满足各种家庭结构住房需求。从退出机制来看，屋主拥有及实际居住组屋至少5年，才可进入市场交易，但政府要征收10%-15%的附加费，此后组屋获得完整产权，不再受限。如果不满5年转让组屋，政府规定屋主只能将组屋以原价回卖给政府。

新加坡住房市场历史发展可分为四个阶段。1.加速建造组屋解决住房短缺问题，此时组屋只用于出租（1959-1963）；2.践行“居者有其屋”计划，继续加大组屋供给（1964-1973）。房荒问题得到解决，开始注重改善性住房需求（1974-1987）。4.制度随市场需求变动，多样化组屋不断推出（1987-至今）。

新加坡住房市场成功实现了居者有其屋，构造了以组屋为主、私人住宅为辅的多层次供给住宅市场，这是土地制度、税收制度和住房金融齐共振的效果。1.新加坡具有前瞻性地未来10年及未来50年的视角规划土地，通过大规模填海造陆、集约型用地等方式提升土地面积及土地使用率，SLA（土地管理局）根据土地利用规划确定土

地的不同用途，采用拍卖、招标、有偿划拨和临时出租等方式，住宅用地出让给 HDB；新加坡土地出让金不能被政府部门和法定机构直接支配使用，必须作为政府储备资金交纳到国库，政府储备资金须经总理和总统两人共同签署方可使用，这项规定使政府无法通过大幅出让土地而增加财政收入**因此无土地财政**。2.目前新加坡与住宅不动产相关的税收包括房地产税与房产印花税，房地产税属于传统税制，对于富人住房则收取高倍的土地出让金及高倍物业费，在高房价商品房比较的控制上起到了重要作用，但同时对于仅有的刚需自住型住房的居民而言，房产税不会成为负担；同时自 2011 年起执行的房产印花税制度并逐渐严格化，对平抑房价走高起到了较重要的作用，坚决打击房地产市场的过热。3.以建屋发展局-中央公积金模式的住宅金融制度设置合理，运行历史长、覆盖人群面多、强制性高储蓄率的中央公积金为新加坡政府积累了便宜的长期资金，新加坡政府使用中央公积金为 HDB 提供建设组屋及为居民提供的低价房贷，居民在购买组屋及偿还房贷时再提取中央公积金。

在早期起步阶段，建屋发展局强烈依赖政府补助，同时融资十分优惠。建屋发展局作为一个独立的非营利机构，其财政预算是纳入国家计划。早期 HDB 预算支出分为资本支出与经常支出，资本资产主要用于组屋的建设开发，经常支出是指一些其它的基本性支出。从上世纪 70 年到 80 年代中期数据来看，仅 HDB 资本支出中的用于组屋的建设资金在新加坡政府预算发展支出中占比较高，1975、1980、1985 年占比分别为 32.82%、31.3%、42.86%；而步入 90 年代后，用于组屋建设相关支出在新加坡政府发展支出占比有所降低但仍处于重要地位，1990、1995、1999、2000 年占比分别为 22.7%、10.7%、20.6%、15%，与教育、信息技术、贸易与产业等重要投入项相比，长期在国民经济发展支出处于重要地位。从 1968-1985 年期间，HDB 的向政府申请贷款利率一直保持在 6%，远低于当时市场上贷款基准利率，组屋建设资金十分优惠。

目前，建屋发展局资产负债率较高，需要依靠政府补助维持正盈余。根据 HDB2018 年年报显示，hdb 总资产 846.66 亿新元，负债为 694.35 亿新元，资产负债率为 82%，赤字 19.86 亿新元，依靠政府补贴 20.33 亿新元获得净盈余，过往业绩显示 hdb 需要政府补贴才能获取净盈余。**目前政府抵押贷款是建屋发展局的主要融资来源。**2018 年度建屋发展局 694.35 亿新元的负债中主要有 640.47 亿元来源于贷款，贷款是建屋发展局的**最大负债**。2018 年政府抵押贷款、改造贷款、债券、银行贷款分别为 404.14、0.33、229.83、3.54 亿新元，占比分别为 63%、0.05%、36%、1%。**中央公积金结余通过政府债券形式转而为组屋建设提供支持。**中央公积金的普通账户部分主要用于购房，其中归集资金约有 20%被提做准备以应付提存，80%购买政府债券和与其它债券投资。新加坡公积金制度实质上是按照国家政策通过 3 个账户归集资金，将更多的资金投入保障住房的建设，而不是投入到商品房的建设中。截止至 2019Q3，该局管理着超 4000 亿新元的庞大资金，普通账户资金超过 1421.18 亿新元；2018 年中央公积金持有投资 3900.62 亿新元，其中投资于政府债、公司债占比分别为 96.20%、3.4%。

目录

一、新加坡住房市场现状及历史发展回顾.....	5
(一) 成功实现“居者有其屋”	5
(二) 住房市场供给以组屋为主, 较大程度满足了居民需求.....	7
(三) 新加坡住房市场发展阶段回顾.....	10
二、新加坡住房市场成功经验关键要素.....	12
(一) 严苛的土地制度极具前瞻性与科学集约性, 土地二次出让无土地财政.....	12
(二) 灵活调整税收制度为过热房地产降温.....	15
(三) 中央公积金-建屋发展局制度为居民购房减压力	17
三、建屋发展局融资机制分析	21
(一) 建屋发展局发展前期靠政府大量补助与融资优惠, 目前负债主要来源于政府抵押贷款.....	21
(二) 新加坡建屋发展局融资机制的特征分析.....	26

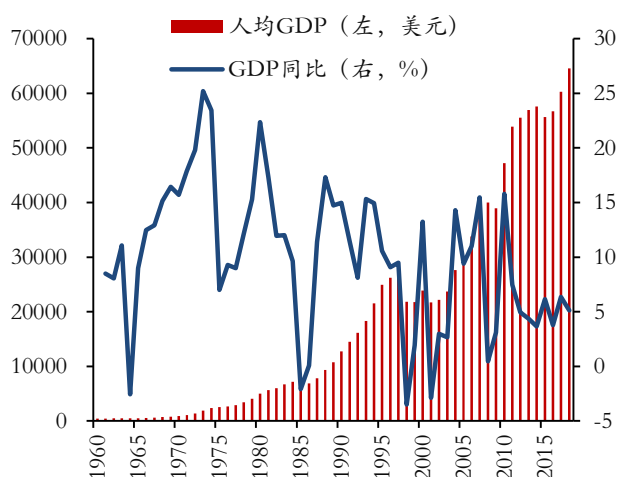
图表 1	新加坡 GDP 增速及人均 GDP.....	5
图表 2	世界主要大都市人均 GDP (美元)	5
图表 3	新加坡居民构成及同比	6
图表 4	新加坡人口密度 (单位: 人/平方公里)	6
图表 5	亚太地区部分主要都市人口、土地及房屋自有率	6
图表 6	2019H1 亚太地区主要大都市房价收入比及房屋售租比	6
图表 7	新加坡居民房产占居民总资产比重与房贷占居民总负债比重	7
图表 8	新加坡住房市场占比	8
图表 9	HDB 目前销售新建组屋信息	9
图表 10	新加坡一手组屋在不同年代平均价格 (新元)	10
图表 11	新加坡二手组屋在不同年代平均价格 (新元)	10
图表 12	新加坡房地产市场发展情况	11
图表 13	新加坡建屋发展局每年建造的组屋套数	12
图表 14	新加坡居住在组屋人口比例及自有组屋比例 (%)	12
图表 15	新加坡土地征收制度演变	13
图表 16	新加坡填海造地地图示意图	14
图表 17	新加坡土地面积 (平方公里)	14
图表 18	新加坡住宅相关税收一览	16
图表 19	新加坡二手组屋转卖价格指数	16
图表 20	新加坡 non-land 私人住宅价格指数	16
图表 21	新加坡住宅印花税税率征收一览	16
图表 22	目前新加坡雇员中央公积金最高缴纳比例 (最新)	18
图表 23	新加坡中央公积金局历史缴存比率	18
图表 24	新加坡中央公积金管理规模	18
图表 25	新加坡中央公积金局账户运行情况	19
图表 26	新加坡中央公积金局会员累计提取金额用于购房 (亿新元)	20
图表 27	新加坡中央公积金局累计提取会员数用于购房 (万人)	20
图表 28	中央公积金局会员参与 HPS 保障计划会员数及保额	20
图表 29	中央公积金局 HPS 保障计划近年来赔付数	20
图表 30	新加坡住房市场运行机制	21
图表 31	HDB 早期建设部分年份资金预算支出情况	22
图表 32	部分年份组屋在新加坡政府发展支出中占比	22
图表 33	新加坡早期建屋发展局借贷利率	23
图表 34	建屋发展局负债与净资产 (亿新元)	23
图表 35	建屋发展局资产负债率及总贷款占总负债比率	23
图表 36	新加坡建屋发展局保持净盈余需要政府补贴 (亿新元)	24
图表 37	建屋发展局 2018 年贷款种类占比	25
图表 38	建屋发展局资产 2018 年贷款期限结构	25
图表 39	中央公积金局历年结余 (亿新元)	26
图表 40	2019Q3 中央公积金局投资持有情况	26
图表 41	新加坡组中央公积金局是新加坡政府债券的主要持有者	26
图表 42	中央公积金局为会员提供的投资收益	26
图表 43	新加坡组屋住宅金融机制	27

一、新加坡住房市场现状及历史发展回顾

(一) 成功实现“居者有其屋”

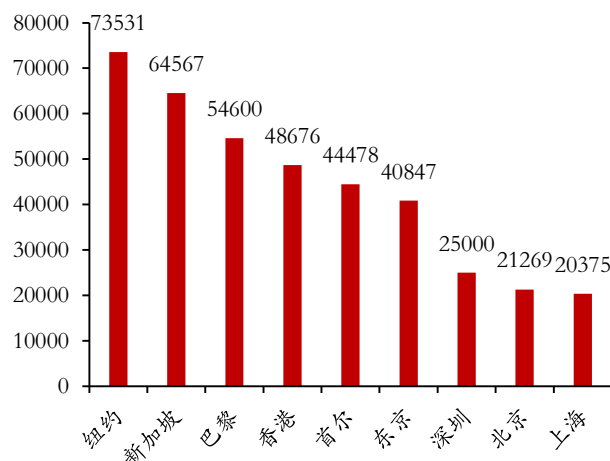
新加坡位于马六甲海峡南口，是东南亚的一个岛国，前身是英属殖民地，1959 年实现自治，1963 年加入马来西亚联邦，1965 年成为独立的国家。在短短的 50 年发展史中，新加坡逐步通过进口替代、发展出口贸易、发力资金密集型产业和金融业，到现阶段以知识密集型新兴产业与服务业为主，已从一个“第三世界”国家蜕变成为全世界最富庶的国家之一，被称为亚洲四小龙之一，也是全球第四大国际金融中心。作为一个多元文化的移民国家，新加坡政局稳定、政府廉洁高效、国际化程度高。2018 年新加坡人均 GDP 达 64567 美元，居于各大都市的前列。

图表 1 新加坡 GDP 增速及人均 GDP



资料来源：wind，万和证券研究所
注：GDP 同比为现价 GDP 同比

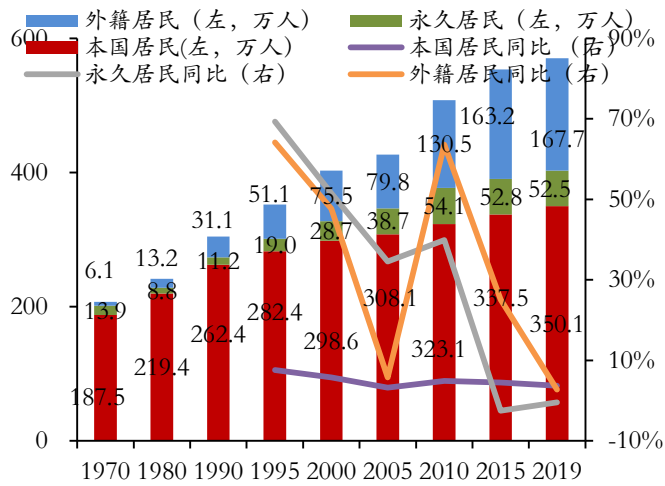
图表 2 世界主要大都市人均 GDP (美元)



资料来源：世界银行，IFM，万和证券研究所
注：纽约与首尔为 2017 年数据，其余城市为 2018

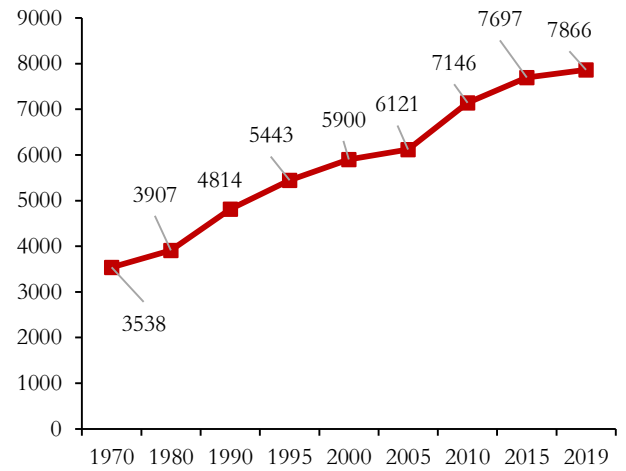
人口密度高但房屋自有率高。截止到 2019 年 9 月底，新加坡常住居民已从 1970 年的 207.5 万人提升至 570.36 万人，其中 350.09 万为新加坡公民，永久居民 52.52 万人，暂住外籍公民为 167.74 万人，占比分别为 61.38%、9.21%、29.41%，外籍居民与持有永居的居民在人口中占比逐步提升；国土面积为 724.2 平方公里，新加坡国土面积较小，人口密度较高，2019 年 9 月底人口密度为 7866 人/平方公里，但 2018 年居民房屋自有率高达 91%，不仅在世界各国居前，与其它亚太地区大都市城市相比处于超高水平。

图表 3 新加坡居民构成及同比



资料来源：新加坡统计局官网，万和证券研究所
注：上图中同比指同比 5 年前水平

图表 4 新加坡人口密度 (单位：人/平方公里)



资料来源：新加坡统计局官网，万和证券研究所

图表 5 亚太地区部分主要都市人口、土地及房屋自有率

	东京	首尔	香港	新加坡	深圳
人口数量 (万)	1374.29	1002.59	746.84	570.36	1302.66
土地面积 (平方千米)	2191	605.2	1106	724.2	1996.85
人口密度 (人/平方千米)	6272.44	16566.26	6752.58	7866	6523.58
房屋自有率 (%)	46.41	49.3	49.9	91	34

资料来源：各地区统计局，公开信息整理，万和证券研究所

东京房屋自有率为 2017 年数据，首尔房屋自有率为 2016 年数据，香港、新加坡及深圳房屋自有率均为 2018 年数据

房价收入比与售租比均低，房产占家庭总资产比例低。与其它亚太地区大都市相比，新加坡的房价收入比与市中心房屋售租比均处于相对较低水平，2019H1 房价收入比与市中心房屋售租比分别为 22.31 与 43.02，而深圳的同期水平为 44.9 与 77.62，分别为新加坡这两者水平的 2、1.81 倍。截止到 2019Q3 新加坡居民房产占居民总资产比重为 42.59%，房贷占居民总负债比重为 75.27%。受 2008 年金融危机影响居民金融资产缩水影响，居民房产占总资产比重短暂上升而后呈下降趋势。据《2018 中国城市家庭财富健康报告》中显示，我国家庭总资产中，房产占比为 77.7%，远高于新加坡对应的水平，这也说明了新加坡居民总资产中对金融资产的配置空间更大更灵活。房贷占居民总负债比重较高很大原因可能是新加坡的新购组屋首付比例较低，仅为 20%，同时住建发展局提供低息贷款，商业银行的抵押贷款供给也非常充足，因此居民背负房贷购买住房意愿更强烈。

图表 6 2019H1 亚太地区主要大都市房价收入比及房屋售租比

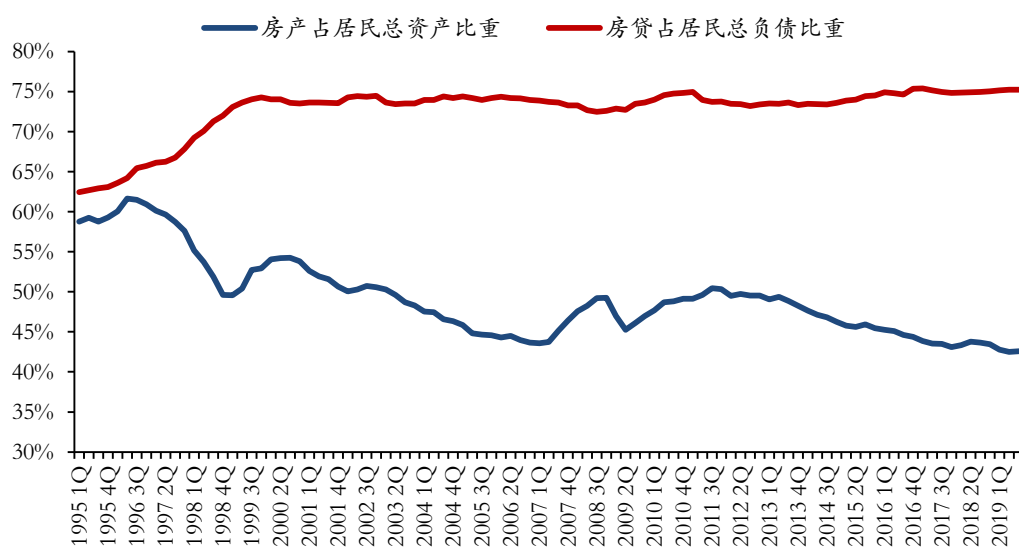
	房价收入比	市中心房屋售租比
香港	47.46	56.45

深圳	44.9	77.62
北京	44.18	60.36
上海	41.49	50.75
台北	33.1	96.66
首尔	24.01	72.82
新加坡	22.31	43.02
伦敦	21.21	34.67
东京	13.97	39.03

资料来源：Numbeo，万和证券研究所

房价收入比指房屋的平均价格与家庭年总收入比例；房屋售租比是指房屋的平均价格售价与平均年租金比例，该指标越高说明租房更合适。

图表 7 新加坡居民房产占居民总资产比重与房贷占居民总负债比重

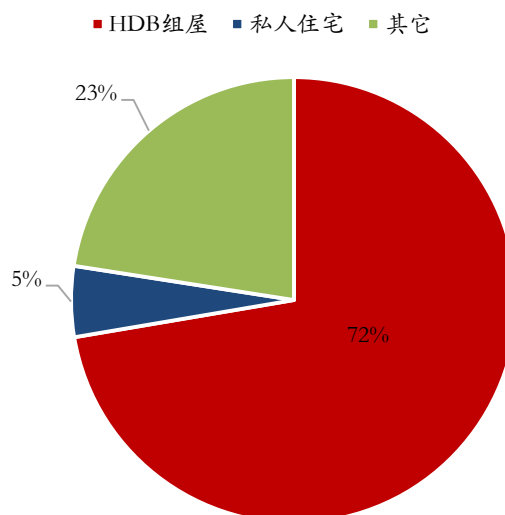


资料来源：Wind，万和证券研究所

(二) 住房市场供给以组屋为主，较大程度满足了居民需求

居民住房市场主要分为三大类。目前新加坡住房市场上主要分为 HDB 组屋、私人住宅和其他。居民住房市场上以 HDB 组屋供给为主。2018 年新加坡居民住房市场约有 146.10 套住宅，其中 HDB 组屋、其它、私人住宅、其它分别为 105.67、32.94、7.49 万套，占比为 72.33%、5.13%、22.54%。

图表 8 新加坡住房市场占比



资料来源：HDB，万和证券研究所

HDB 提供远低于市场价格的组屋。HDB 全称为 Housing and Development Board, 中文称建屋发展局, 是新加坡国家发展部下的法定机构, 成立于 1960 年, 作为政府职能机构负责新加坡居住新镇的规划、建设和管理。HDB 以“居者有其屋”致力于为新加坡人民打造美好的家园, 同时奠定了政府作为住房供给的主导地位。刚成立之初, 建屋发展局主要负责清理 1960 年代的占屋和贫民窟, 同时以提供廉价房屋为目标; 之后便大力建设公共组屋。组屋作为政府支持性住房, 新组屋价格由政府直接定价, 一般新组屋价格仅为私人住宅市场价格的 1/3; 二手组屋由转售市场转卖, 价格由买卖双方协商决定, 一般二手组屋价格高于新组屋价格。

组屋的结构化供给满足多层次需求, 严格分配管理制度有效抑制投机。从户型上来看, 分为 HDB 1-2room、3-room、4-room、5-room、EC 和 DBSS 双层公寓式, 使用面积和户型不一致, 满足各种家庭结构住房需求; 从覆盖人群来看, 新组屋的分配主要是针对新加坡无房家庭, 并且每个家庭只能购买一套新组屋, 一生只有两次购买机会, 单身人士需 35 岁以上才可购买新组屋; 而永久居民和单身人士只能购买二手组屋。

从退出机制来看, 屋主拥有及实际居住组屋至少 5 年, 才可进入市场交易, 但政府要征收 10%-15% 的附加费, 此后组屋获得完整产权, 不再受限。如果不满 5 年转让组屋, 政府规定屋主只能将组屋以原价回卖给政府。组屋的产权年限一般为 99 年, 到期后需要还给要还给政府, 极少数一部分政府会按市价买回, 然后重建组屋。目前除了早期建成了 1-2room 房龄较老、面积小、购买意愿低, 用于租赁较多, 其余更大户型的组屋自有率均超过 95%。

从组屋的存量占比来看，3-room、4-room、5-room 及以上户型存量占比分别为 8.56%、23.01%、39.44%、28.9%，反映了建屋局在提供组屋过程中切实满足不同家庭群体的需求。

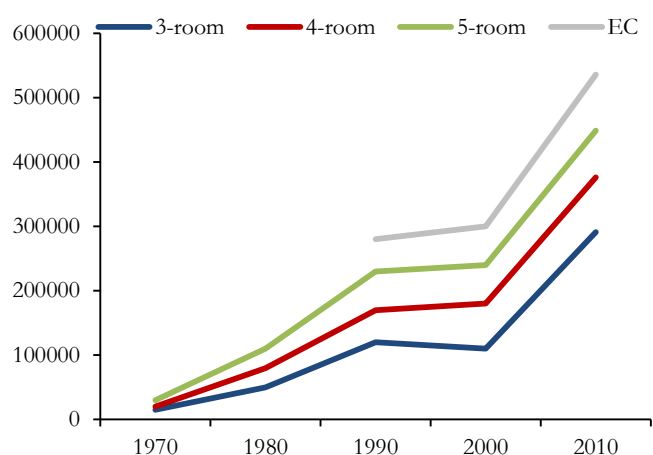
图表 9 HDB 目前销售新建组屋信息

类型	使用面积 (平方米)	户型	新房申请购买资格要求	二手购买资格要求	产权年限	自有率 (%)	存量套数占比 (%)
1-2room 公寓	35 或 45	一房一卫	HDB1-2 室主要用于租赁，房龄较老，较少人购买	受公民身份、年龄、家庭结构问题等特征	产权年限为 99 年，到期后需要还给政府，极少数一部分政府会按市价买回，然后重建组屋	39.8	8.65
3-room	60-65	两房两卫	仅限新加坡公民申请且其他家庭成员中至少有 1 位新加坡公民或永久居民；申请人 21 周岁以上；购买者在过去 30 个月不能再本地及海外拥有过其它的房产；购买者在申请新房购买日起未来 5 年内不能投资私人住宅	根据项目不同，家庭月收入不超过 7 千新币或 1 万 4 新币	分为公共计划、结婚计划、孤儿计划。对收入没有要求限制，如果购买者拥有其它一套组屋、私人住宅或海外房产，需要在购买了二手组屋的 6 个月以内向 HDB 报告。	95.3	23.01
4-room	90	三室两卫		4-room、5-room、DBSS、家庭月收入不超过 1 万四新币，若为多代家庭，可放松至 2 万 1 新币；EC 公寓家庭月收入不超过 1 万六新币		96.3	39.44
HDB 5-room 或 EC、DBSS	110 或 130	三室两卫				97.1	28.9

资料来源：HDB 官网，万和证券研究所

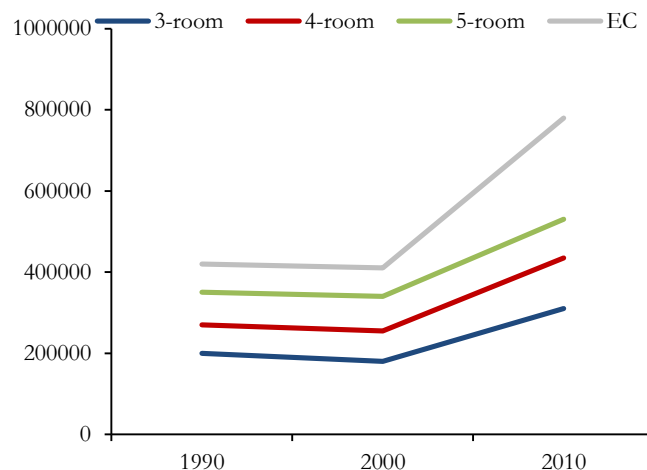
受政府对价格调控的影响，过去 50 年新加坡组屋的价格涨势十分温和，一手组屋和二手组屋价格年复合上涨幅度均在 10% 以内。目前新组屋的绝对价格多数在 30 万新币与 50 万新币之间，普通群众的购房压力不大。

图表 10 新加坡一手组屋在不同年代平均价格（新元）



资料来源：HDB, EdgeProp.sg, 万和证券研究所

图表 11 新加坡二手组屋在不同年代平均价格（新元）



资料来源：HDB, EdgeProp.sg, 万和证券研究所

（三）新加坡住房市场发展阶段回顾

新加坡住房市场发展情况可分为四个阶段

- 1. 加速建造组屋解决住房短缺问题，此时组屋只用于出租（1959-1963）。**刚实现自治的新加坡，住房问题短缺严重，人均居住面积不足6平方米，全国将近一半的人没有住房居住，1/3的人居住在非法搭建的棚屋。仅有10万人住组屋，此时市场上存量组屋约为2.3万套，市场上存量组屋为新加坡改良信托局（即为新加坡建屋发展局前身）在过去三十多年筹建。60年颁布《建屋与发展法》，根据该法令设立建屋发展局，制定了“五年建屋计划”。建房速度明显加快，到62年底HDB已新建造2.12万套组屋。但该阶段建造的组屋全部用于出租，不用于出售。
- 2. 践行“居者有其屋”计划，继续加大组屋供给（1964-1973）。**64年，推出“居者有其屋”计划，鼓励中低收入家庭购买组屋，家庭月总收入在1000新元以下者，可分期付款购买公屋，到64年底已有40万人住进公共组屋；65年创办中央公积金制度，成立中央公积金局，68年起居民可用公积金账户还组屋房贷，随着此阶段新加坡经济开始腾飞、家庭收入增长，组屋购房需求呈现爆发式增长，房屋供给继续大量增加，大量家庭从而实现了买房梦想。到69年HDB已建设完成了首个10万套组屋。组屋建设同时从先前基本只通水、电到交通、商业等配套设施逐步完善。在此阶段末期，约有49%的人口入住至组屋。
- 3. 房荒问题得到解决，开始注重改善性住房需求（1974-1987）。**房荒问题已

处于解决的边缘，此阶段停止建造一居室，大量高档公寓开始出现。随着经济进一步发展，中等收入群体规模扩大，但面对昂贵的私人住宅却有心无力，组屋对收入的要求存在限制。74年，成立国营房屋与城市开发公司（HUDC），专门建设大型五居室套房，同时提高申请家庭的收入上限，使中等收入家庭可以购买国家提供的设施更方便的改善性公共住宅。82年，HUDC合并至HDB。房屋建设向高层化、高密度的方向发展，新加坡住房自有率已达到了80%。步入80年代中后期，HDB建房速度放慢，二手组屋市场交易兴起。

4. **制度随市场需求变动，多样化组屋不断推出。**87年，政府制定特准住宅产业计划，放开公积金购买公共住宅的范围；89年7月起，开发局把购房登记制度改为订购制度；自89年起放开HUDC套房购买对象的限制，居民可以随便购买，但是购房价格与收入相关。组屋的建设逐步开始提供多样化的供给，政府开始注重私人住宅市场的发展以满足迅速增加的外国人群体。为满足夹心层购房需求，1995年推出执行共管公寓，以低于市价20%-30%出售给月收入少于14000新元的家庭。2005年起，为满足追求高档组屋人员的需求，HDB实施了“设计—建设—出售”（DBBS）计划，由私人开发商设计、建造并出售，故又称“私人组屋”。2013年，为满足多代家庭共住需求，HDB又推出了“三代同堂”新组屋（3-gen flat）。

图表 12 新加坡房地产市场发展情况

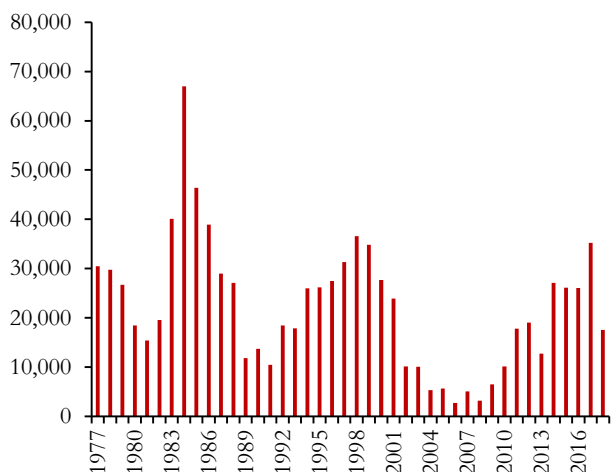
时间	住宅市场发展情况
1959-1963	59年全国将近一半的人没有住房，仅有10万人住组屋，此时市场上存量组屋约为2.3万套。60年颁布《建屋与发展法》，根据该法令设立建屋发展局，制定了“五年建屋计划”。建房速度明显加快，到62年底HDB已新建2.12万套组屋。该阶段建造的组屋全部用于出租。
1964-1973	64年，推出“居者有其屋”计划，鼓励中低收入家庭购买组屋，家庭月总收入在1000新元以下者，可分期付款购买公屋；65年创办中央公积金制度，成立中央公积金局，68年起可用公积金账户还房贷，公积金缴费率随经济和房地产业状况不断调整，成为政府调控经济的主要工具。房屋供给继续大量增加，到69年HDB已完成了首个10万套组屋。组屋建设同时从先前基本只通水、电到交通、商业等配套设施逐步完善。
1974-1987	房荒问题已处于解决的边缘，此阶段停止建造一居室，大量高档公寓出现。74年，成立国营房屋与城市开发公司（HUDC），专门建设大型五居室套房，使中等收入家庭可以购买国家提供的设施更方便的改善性公共住宅。房屋建设向高层化、高密度的方向发展，在满足居民需要的程度上，新加坡住房自有率达到了80%。在80年代中后期，HDB建房速度放慢，二手组屋市场交易兴起。

1987-至今

87年，政府制定特准住宅产业计划，放开公积金购买公共住宅的范围；89年7月起，开发局把购房登记制度改为订购制度；自89年起放开 HUDC 套房购买对象的限制，居民可以随便购买，但是购房价格与收入相关。组屋的建设逐步开始提供多样化的供给，同时政府开始注重私人住宅市场的发展以满足迅速增加的外国人群体。

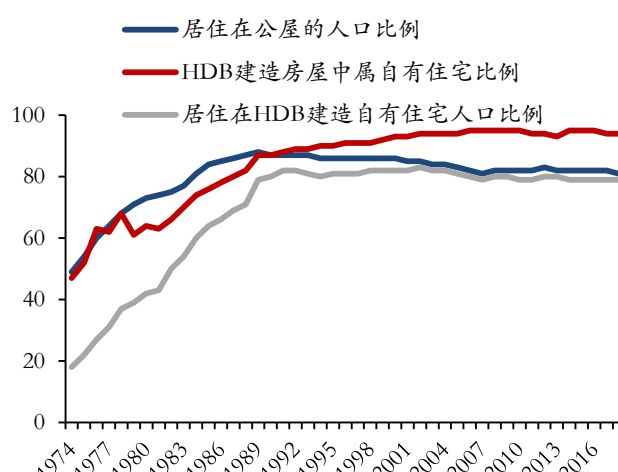
资料来源：万和证券研究所

图表 13 新加坡建屋发展局每年建造的组屋套数



资料来源：新加坡统计局官网，万和证券研究所

图表 14 新加坡居住在组屋人口比例及自有组屋比例 (%)



资料来源：新加坡统计局官网，万和证券研究所

二、新加坡住房市场成功经验关键要素

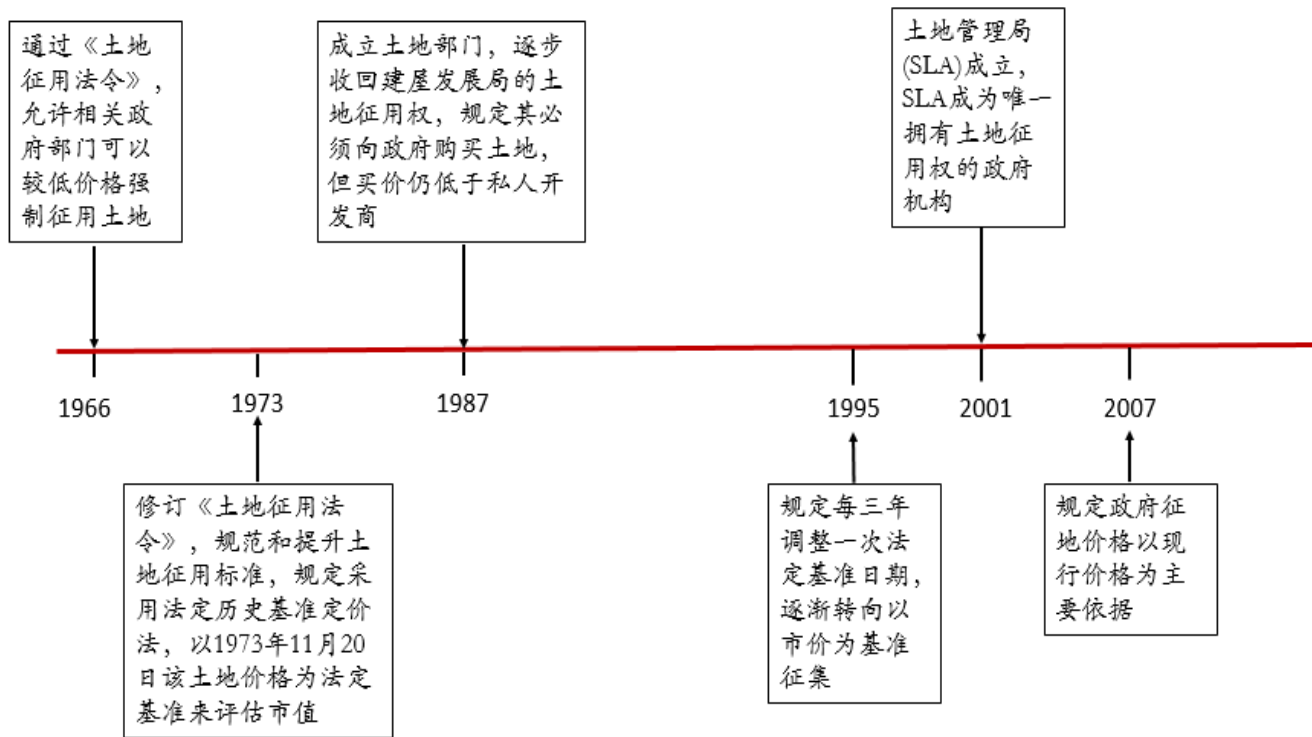
(一) 严苛的土地制度极具前瞻性与科学集约性，土地二次出让

无土地财政

严苛的土地制度使政府低价获得土地用于组屋建设。新加坡采用公有制和私有制共存的混合型土地制度，1966年政府通过了《土地征用法令》，这项法令给予了建屋发展局及其它为国家公共建设等政府机构可为了国家发展强制征收土地的权利，同时也对土地征收的价格和补偿作出了规定了指导，通常强制征收土地的价格仅为市场价格的1/5，该项法令的颁布对新加坡的组屋的建设产生了深远意义，政府因此获得了大量的建设用地，是组屋能够大量供给的关键成功因素。在1973年，为了进一步抑制土地价格及政府征地成本，该项法令继续修正，要求接下来政府强制征收土地的价格以1973年11月30日的市价为基准。到1985年，新加坡政府已拥有全国约76.2%的土地，而1949年该值仅为31%。在1987年专门成立土地部门后，建屋发展局征收土地的权利被收回，其需向土地部门购买土地用于建造组屋，但购买价仍远低于市价。《土地征用法令》不断修正，1988、1993年不

断调整土地征收价格的法定基准日期，从1995年开始规定每三年调整一次法定基准日期；2001年土地管理局（Singapore Land Authority，简称“SLA”），SLA成为唯一拥有土地征用权的政府机构，2007起，规定SLA要以市价作为征地价格，目前政府拥有90%以上的土地。

图表 15 新加坡土地征收制度演变



资料来源：万和证券研究所

具有前瞻性规划土地。新加坡由城市重建局（Urban redevelopment authority，简称“URA”）进行土地城市规划，收集相关政府部门的数据，并考虑未来的经济和土地增长，以估计未来的土地需求，从而制定土地开发计划，具有高度前瞻性，在土地规划上具体有概念规划（Concept Plan）与总体规划（Master Plan）。概念规划是指定了新加坡未来40-50年的土地使用及交通规划，以保证土地的长期的使用需求得到满足，同时每10年更新修正一次；总体规划是指导新加坡未来10-15年的规划，为概念规划的细节实施计划，总体规划会显示每块土地所允许的土地用途及容积比率，每5年更新修正一次，以解决现时土地供不应求及规划不合理问题。

在土地规划利用遵循科学集约的理念，提升土地利用效率。新加坡在土地规划利用时“科学集约概念”贯穿土地供应全程。在土地面积的总量上积极扩张，早在19世纪时，新加坡就开始填海造地工程，从1960年自治以来填海

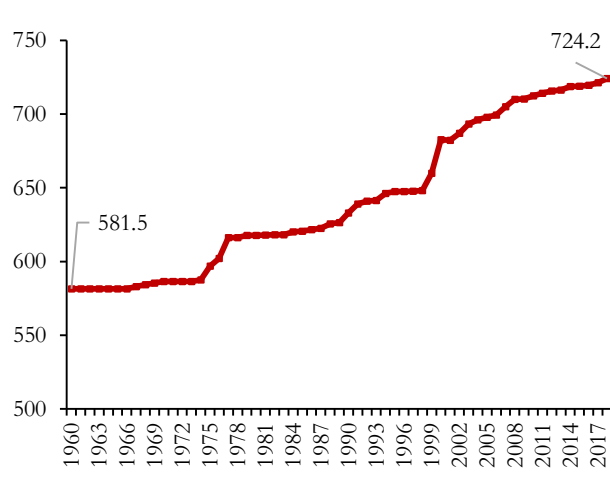
造地是新加坡增加土地的重要手段,新加坡土地面积已从1960年的581.5平方公里增加至2018年的724.2平方公里,增长了约25%的土地面积,一定程度上缓解了土地短缺问题,有效增加了国土面积。**提出白色用地概念,创新管理土地理念。**1995年URA提出试运行“白色地段”概念,在一些区域规划出一定数量的“白色地段”,通常白色地段是某些地段区位条件良好,基础配套设施齐全,发展商可以根据土地开发需要,在强制性规划指标范围内,灵活决定经政府许可的土地利用性质,只要在政府一定规划许可内进行选择均可,同时不用交纳“土地溢价”(土地溢价指对拥有限制性契约的发展商在转换土地用途或使用率时,需支付“土地溢价”),白色概念的提出进一步优化了土地优化,使城市建设更适用于未来经济产业的快速发展,更具规划灵活性和科学性。**适时适地兴建高楼层,**为了提升居民对组屋的居住满意度、更方便居民出行靠近交通车站、加强居民隐私权,1999年起HDB开始在重点交通点附近、区域商业综合体周边兴建高密度高楼层组屋,土地使用结构得到优化,这也是集约利用土地的较好举措。

图表 16 新加坡填海造地地图示意图



资料来源: Google Map, 万和证券研究所

图表 17 新加坡土地面积(平方公里)



资料来源: 新加坡统计局官网, 万和证券研究所

实行土地的“二次出让”, 无土地财政。SLA(土地管理局)代表新加坡管理国家的全部土地,SLA根据土地利用规划确定不同用途土地,采用拍卖、招标、有偿划拨和临时出租等方式,再将土地直接出售给国家的不同的法定机构,住宅用地出让给HDB,产业用地出让给裕廊镇管理局,城市开发重建等公用设施用地转让给URA,出让价格以首席估价师所定价格为主。上述不同法定机构获得土地使用权后,再代表政府向企业或私人出让土地,出让方式包括出售(10年以上)和租赁(10年以内)。新加坡土地出让金不能被政府部门和法定机构直接支配使用,必须作为政府储备资金交纳到国库,

政府储备资金须经总理和总统两人共同签署方可使用，这项规定使政府无法通过大幅出让土地而增加财政收入。新加坡土地管理局信息动态透明，土地的用途、开发强度、售地计划、租赁金额、开发费全部对外公开，同时以上信息每半年调整一次，以反映经济形式和供给需求变化趋势。出让后的土地可以自由转让、买卖和租赁，但年限不变。使用期满后，政府无偿收回土地及其地上附着物；若要继续使用，须经政府批准，再获得一个规定年限的使用期，但须按当时的市价重估地价第二次买地。

（二）灵活调整税收制度为过热房地产降温

与住宅相关税收遵循平等优惠原则，但同时坚决打击房产投机。目前新加坡与住宅不动产相关的税收包括房地产税与房产印花税。

房地产税是指持有住宅不动产每年需缴纳的税费，该项税率遵循传统税制，坚持小户型、低房价原则，对购买自用房者实施税收优惠，对于富人住房则收取高倍的土地出让金及高倍物业费，在高房价商品房比较的控制上起到了重要作用。房产税的征收按房屋年值征收，年值是以一间房（非一整套房）的年租金衡量，计算方法是年租金减去物业管理费及相关维修费用。对于自主的居民、政府组屋租户和小户型居民进一步享受优惠及折扣，整体而言，对仅有的自住型住房的居民而言，房产税不会成为负担；而对于非自主性的私人住宅，则收取较高的税收。

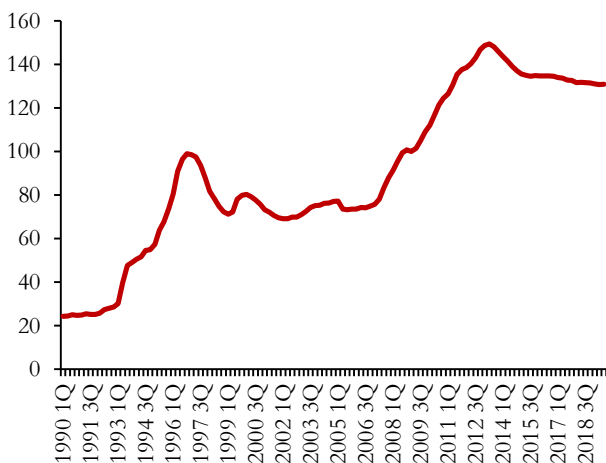
房产印花税是指对住宅不动产转让所征收的税项，其中具体包括买方印花税、卖方印花税与买方额外印花税。买方印花税与卖方印花税按照累进税率执行，对于真正“刚需”住房的交易买卖不会产生较大的负担，卖方额外印花税则对打击房产投机的有重要的意义。卖方印花税于2011年政府为使房地产市场降温而推出，同时随着私人住宅市场的房价涨幅较大后，税收征收制度两度变更并越来越严格。卖方额外印花税对公民、永久居民及外国人、非个人主体购买住宅额外税率不一致。目前新加坡正执行着超严格房产印花税制度，对公民在购买第一套不征收，第二套住宅实行12%税率，第三套及更多时实行15%；永久居民购买第一套住宅5%，第二套及更多时15%；外国人在新加坡购买住宅则实行20%税率；非个人主体购买住宅实行25%税率，同时房地产开发商需要再额外缴纳5%。卖方额外印花税的推出及后续严格化对平抑房价起到了较重要的作用，坚决打击房地产市场的过热，也侧面说明了新加坡政府经济发展不依赖房地产的决心。

图表 18 新加坡住宅相关税收一览

	定义	税率原则
房地产税	对所有房产、土地征收（无论是自住、出租或空置），按照年值（年租金收入评估值）计征。	屋主自居房地产实行 0%-16% 的累进税率；非屋主自居房地产实行 10%-20% 的累进税率。商业和工业地产及土地实行 10% 税率。
房产印花税	对住宅不动产转让征收的税项	<p>1. 购买或获得不动产需要缴纳买方印花税，基于不动产买入价或不动产市值孰高者按累进税率征收。对于住宅不动产，前 18 万新元实行 1% 税率，再 18 万新元实行 2% 税率，再 64 万新元实行 3% 税率，剩余金额实行 4% 税率。对非住宅不动产前 18 万新元实行 1% 税率，再 18 万新元实行 2% 税率，剩余金额实行 3% 税率。</p> <p>出售或转让住宅和土地需要缴纳卖方印花税，基于不动产买入价或不动产市值孰高者按累进税率征收。对于住宅不动产，根据持有年限和房龄等不同，按照房产价值实行 0%-16% 不等的递进税率，但只要持有住宅 4 年以上则免征，并另有多项豁免情形。</p> <p>买住宅需要缴纳卖方额外印花税。新加坡公民购买第一套住宅不收，购买第二套住宅实行 12% 税率，购买第三套及更多时实行 15% 税率；新加坡永久居民购买第一套住宅 5%，第二套及更多时 15%；外国人在新购买住宅实行 20% 税率；非个人主体购买住宅实行 25% 税率，同时房地产开发商需要再额外缴纳 5%。</p>

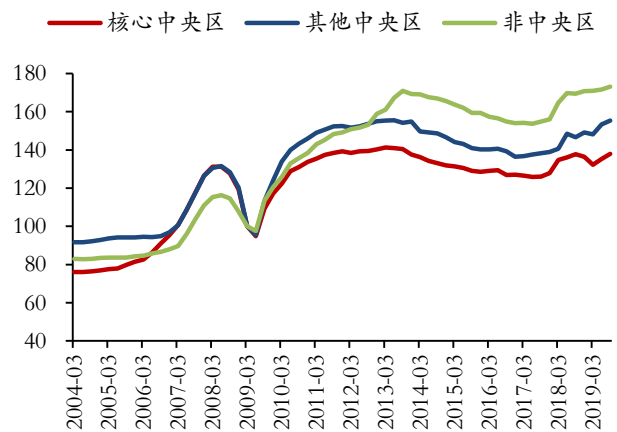
资料来源：驻新加坡使馆经商处，万和证券研究所

图表 19 新加坡二手组屋转卖价格指数



资料来源：新加坡统计局官网，万和证券研究所
注：2009Q1=100

图表 20 新加坡 non-land 私人住宅价格指数



资料来源：新加坡统计局官网，万和证券研究所
注：2009Q1=100

图表 21 新加坡住宅印花税率征收一览

	买家类型	2011.12-2013.01	2013.01-2018.07	2018.07-至今
公民	第一套	无	无	无
	第二套	无	7%	12%
	第三套及以上	3%	10%	15%

永久居民	第一套	无	5%	5%
	第二套及以上	3%	10%	15%
外国人	每套	10%	15%	20%

资料来源：新加坡财政部，万和证券研究所

（三）中央公积金-建屋发展局制度为居民购房减压力

新加坡中央公积金制度始建于1955年，最初为雇员提供退休保障的强制储蓄计划，之后功能不断拓宽，逐步发展为涵盖住房、医疗、国民养老、家庭保护和教育的综合保障体系，适用于所有新加坡公民及永久居民（第三年起），无论是正式员工还是兼职员工，只要员工在公司当月收入超过50新币，每个月雇主和雇员都需按照一定比例缴费存入公积金账户，中央中央公积金分设了四个账户：普通账户、专门账户、保健储蓄账户、退休账户，其中普通账户的公积金可用于**购买政府组屋的普通账户**于上世纪70年代引入。普通账户用于住房、保险、投资和教育；特别账户用于养老和投资与退休有关的金融产品；保健储蓄账户用于支付住院费及批准的医疗保险；等雇员满55岁时，公积金局将为公积金会员自动创建一个退休账户。

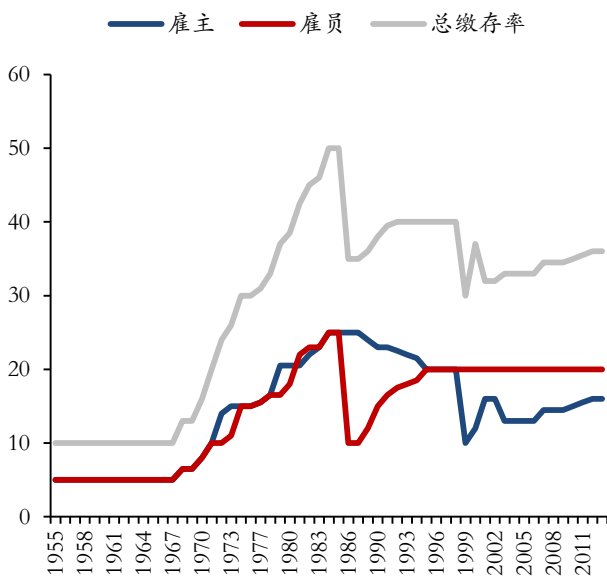
中央公积金覆盖人群广，运行时间长，强制储蓄率高。截止到2019Q3新加坡中央公积金成员数量为396万人，新加坡总人口数为570万人，中央公积金已覆盖绝大部分人群。新加坡雇主必须按规定的比例为员工缴纳公积金，尽管缴纳比例因年龄、月工资总额及拿到PR的时间长短有差异，员工月工资总额超过50新币雇主则需要按最高比例缴纳中央公积金；雇员缴纳基本适用情况稍有不同但对大多数人而言，月工资超过750新币仍满足最高比例缴纳情况。对于收取的公积金，根据年龄的不同分配到三大不同账户，一般而言，50岁之前普通账户分配比例高，50岁以后保健储蓄账户分配比例高。新加坡的中央公积金制度运行时间长，自1955年运行以来，1970年代开始逐步提高了缴存率，尽管缴存比率随着宏观经济波动而变化，但之后缴存比例一直维持在30%以上，在上世纪80年代中央公积金总缴存比率甚至一度达到50%，目前新加坡以36%的公积金缴存比率在世界排名居前。中央公积金管理规模不断扩大，截止到2019年q3，中央公积金局账户管理总规模已达4147.83亿新元，其中可用于组屋购买的普通账户规模为1421.18亿新元。新加坡实行的较高比例的强制储蓄公积金制度使社会保障制度起到了较高的保障作用，使居民更易实现“居有其屋”的梦想。

图表 22 目前新加坡雇员中央公积金最高缴纳比例（最新）

雇员年龄段	缴费率（工资百分比）			分配率（工资百分比）		
	雇主	雇员	合计	普通账户	专用账户	保健储蓄账户
35岁及以下	17	20	37	23	6	8
35-45岁	17	20	37	21	7	9
46-50	17	20	37	19	8	10
51-55	17	20	37	15	11.5	10.5
56-60	13	13	26	12	3.5	10.5
61-65	9	7.5	16.5	3.5	2.5	10.5
65岁以上	7.5	5	12.5	1	1	10.5

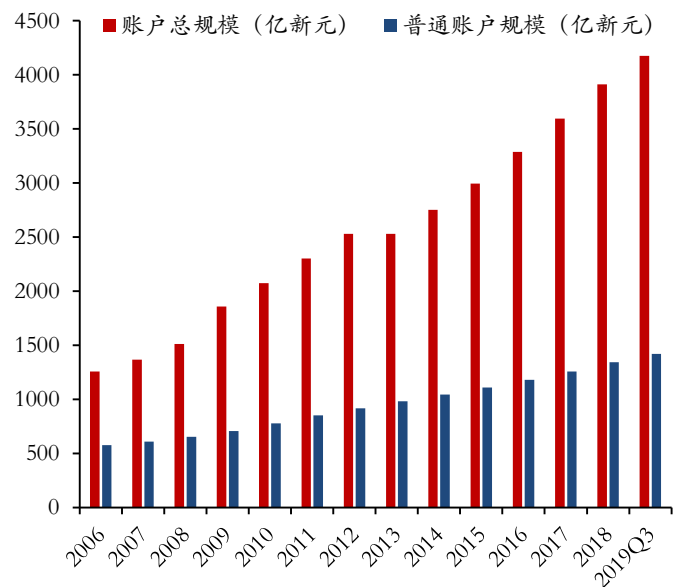
资料来源：新加坡财政部，万和证券研究所

图表 23 新加坡中央公积金局历史缴存比率



资料来源：cpf，万和证券研究所

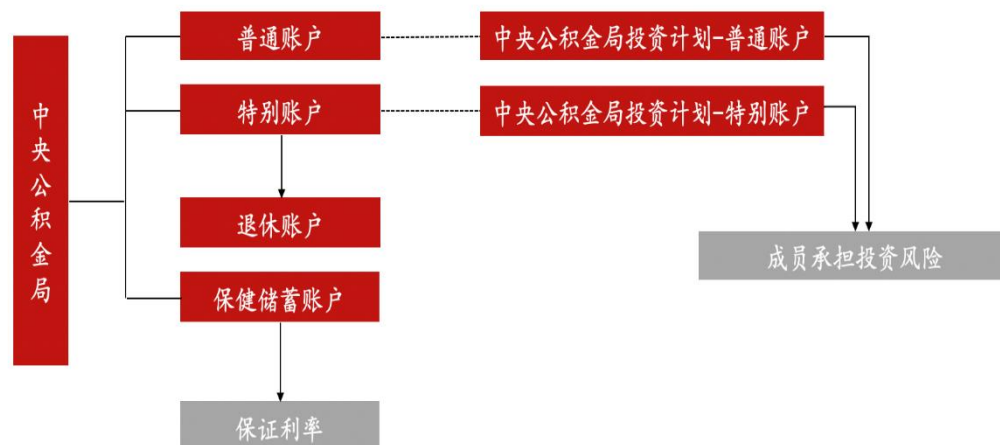
图表 24 新加坡中央公积金管理规模



资料来源：cpf，万和证券研究所

公积金由新加坡中央公积金局统一管理，资金主要用于购买政府特别债券（SGSS），其中部分用于征用土地和向建屋发展局提供贷款，**建屋发展局再用所得资金和土地建设组屋、并向公民提供贷款支持组屋购买**。中央公积金局在收取公积金后，对公积金账户中的普通账户及特殊账户进行投资管理，对于储蓄医疗账户则设有最低保证利率，提供无风险利率来保证公积金储蓄的保值和增长。目前的普通账户资金的年利率高达3.5%，特殊账户和保健储蓄账户资金的年利率高达5%，退休账户的资金利率是5%。普通账户、特殊账户及保健储蓄账户的利率每季度审核调整一次，退休账户利率每年审核调整一次。建屋发展局目前给居民提供房贷时，房贷利率直接与中央公积金普通账户的收益率挂钩，仅高普通账户收益率的0.1%。

图表 25 新加坡中央公积金局账户运行情况

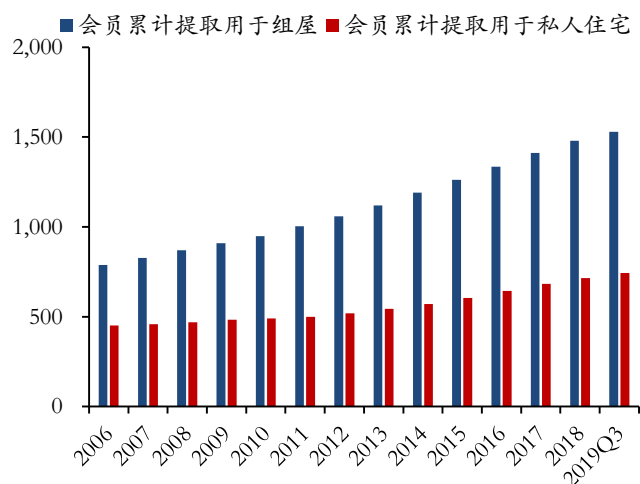


资料来源：万和证券研究所

居民使用中央公积金购房主要应用以下三项。1.支付住房首付。直接从 HDB 贷款购买新组屋，10%的首付（新加坡首套新组屋首付比例为 20%）可以全部用中央公积金的普通账户支付，其它购买方式仍有部分需要现金支付。2.还房贷按揭、印花税、律师费及其他手续费。3.支付家庭保障计划（Home Protection Scheme）。政府条令规定购买 HDB 组屋的业主没有任何能用于覆盖房贷的保险计划，他们必须参加 HPS。HPS 赔付能够覆盖部分房贷，降低屋主因死亡、患绝症或永久彻底失能导致家庭失去房屋的风险。

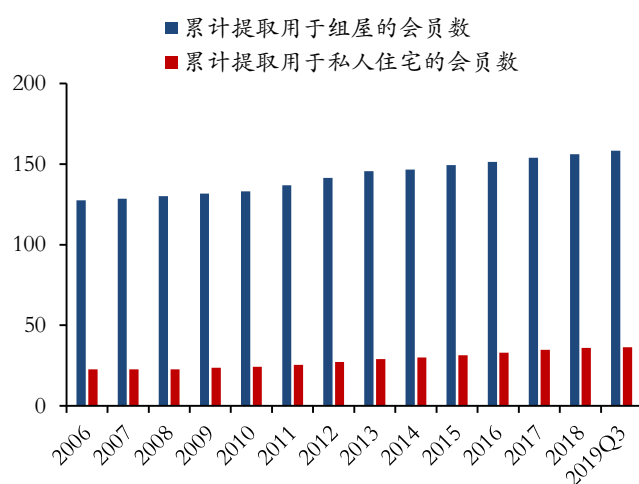
多数居民购房受益于中央公积金制度。截止到 2019Q3，约有 158.2 万的会员提取了 1528.78 亿新元用于组屋购买，人均约计提 9.66 万新元；约有 36.3 万会员提取了 743.76 亿新元用于私人住宅的购买，人均约计提 20.49 万新元。约有 59.8 万人参与了家庭保障计划，总保额超过 974.96 亿元。除此之外，中央公积金局对低收入的首次购房者有一定补助。提取中央公积金用于购买住宅及强制性的家庭保障计划大幅提升了新加坡居民对住宅的购买力，同时也切实保障了居民家庭因买房分期后续家庭变故经济压力变大带来的断供风险。

图表 26 新加坡中央公积金局会员累计提取金额用于购房 (亿新元)



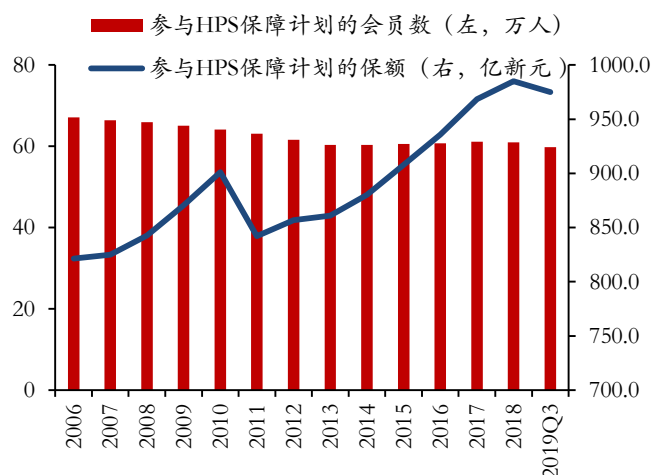
资料来源：新加坡中央公积金局，万和证券研究所
注：本数据是指使用中央公积金购买住房并仍拥有住房的会员数

图表 27 新加坡中央公积金局累计提取会员数用于购房 (万人)



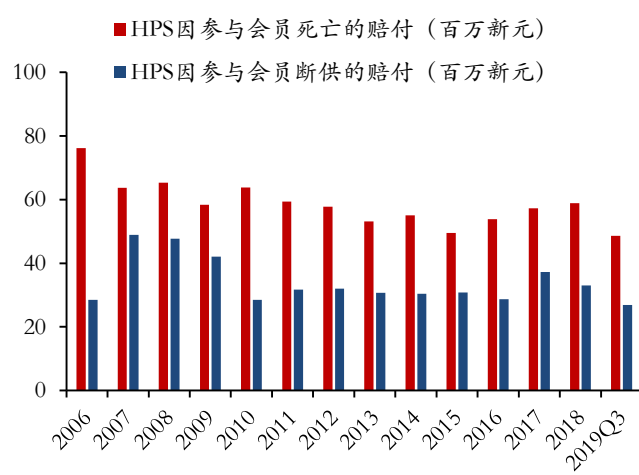
资料来源：新加坡中央公积金局，万和证券研究所
注：本数据是指使用中央公积金购买住房并仍拥有住房的会员数

图表 28 中央公积金局会员参与 HPS 保障计划会员数及保额



资料来源：新加坡中央公积金局，万和证券研究所

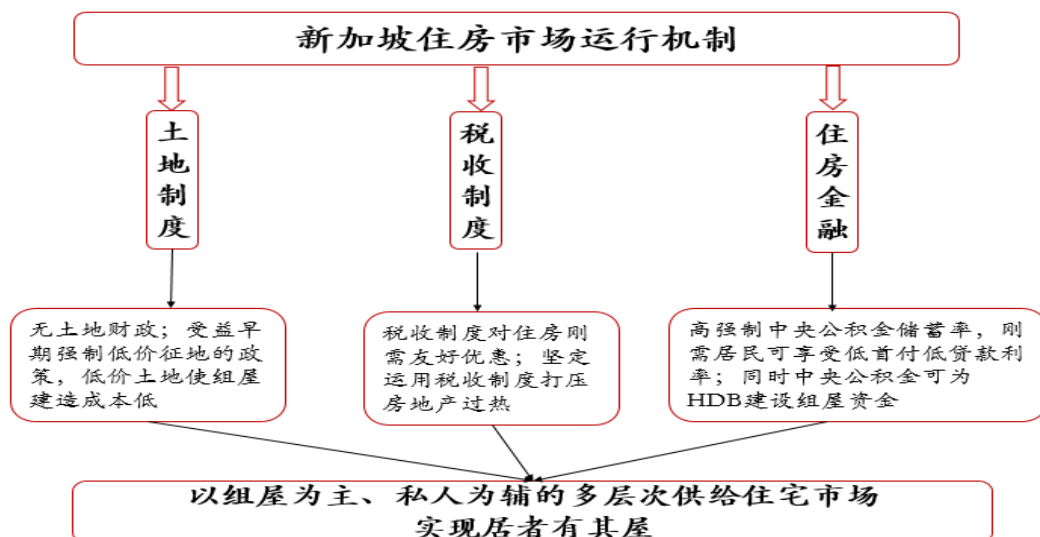
图表 29 中央公积金局 HPS 保障计划近年来赔付数



资料来源：新加坡中央公积金局，万和证券研究所

整体而言，新加坡住房市场成功实现了居者有其屋，构造了以组屋为主、私人住宅为辅的多层次供给住宅市场，这是土地制度、税收制度和住房金融共振的效果。土地制度无土地财政，受益于早期强制低价征土地带来组屋建造的低成本；坚决运用住房相关税收制度打击房地产过热，经济发展不靠房地产；住宅金融制度设置合理，强制高储蓄率的中央公积金在微观层面上为家庭买房减轻负担，宏观层面上同时还能能为 HDB 建设提供建设资金。

图表 30 新加坡住房市场运行机制



资料来源：万和证券研究所

三、建屋发展局融资机制分析

(一) 建屋发展局发展前期靠政府大量补助与融资优惠，目前负债主要来源于政府抵押贷款

建屋发展局作为一个独立的非营利机构，其财政预算是纳入国家计划。建屋发展局的全部职能包括：制定住宅发展计划、征用土地、组屋建造、外包或承包工程、出租或出售房屋、发放贷款和管理物业等。

建屋发展局在早期起步阶段强烈依赖政府补助，融资十分优惠。早期 HDB 预算支出分为资本支出与经常支出，资本资产主要用于组屋的建设开发，经常支出是指一些其它的基本性支出。建屋发展局的资本支出来自于新加坡政府的发展支出，新加坡政府的发展支出是指政府为军事、社会公用事业、金融服务与一般服务发展的一些相关支出，其中组屋建设相关支出隶属于社会公用事业。从上世纪 70 年到 80 年代中期数据来看，仅 HDB 资本支出中的建设资金在新加坡政府预算发展支出中占比较高，1975、1980、1985 年占比分别为 32.82%、31.3%、42.86%；而步入 90 年代后，用于组屋建设相关支出在新加坡政府发展支出占比有所降低但仍处于重要地位，1990、1995、1999、2000 年占比分别为 22.7%、10.7%、20.6%、15%，与教育、信息技术、贸易与产业等重要投入项相比，长期处于重要地位。从 1968-1985 年期间，HDB 的向政府申请贷款利率一直保持在 6%，低于当时市场上贷款基准利

率，使 HDB 早期融资成本较低，为组屋建设融资负担减轻。

图表 31 HDB 早期建设部分年份资金预算支出情况

HDB 预算支出 (亿新元)			新加坡政府预算支出 (亿新元)				HDB 在新加坡政府支出占比 (%)	
资本支出		经常支出		发展支出 (5)	经常支出 (6)	资本支出在发展预算中占比 (1+2) / (5)	HDB 经常账户赤字在政府经常支出占比 (4/6)	
建设 (1)	其它 (2)	支出 (3)	经常账户赤字 (4)					
1960	13	1	18	3	-	-	-	
1965	88	22	52	9	-	-	-	
1970	96	18	84	12	-	-	-	
1975/76	605	113	238	59	2188	2647	32.82	
1980/81	916	216	491	82	3617	4019	31.30	
1984/85	3297	558	1211	164	8994	7566	42.86	

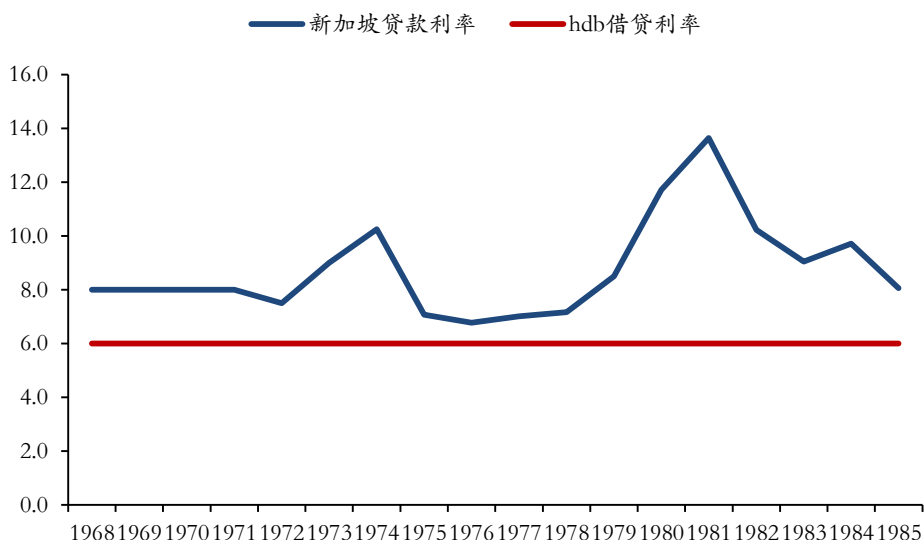
资料来源: Housing a nation:25 years of public housing in Singapore; Singapore: Maruzen Asia for HDB

图表 32 部分年份组屋在新加坡政府发展支出中占比

	1990	1995	1999	2000
新加坡政府发展支出合计 (百万新元)	4218	4671	11039	9118
军事 (%)	6.3	8.1	13.8	16.5
社会公用事业 (%)	36.3	43.8	47.1	42.2
教育	5.4	16.7	13.6	16.9
医疗	1.1	7	1	1.4
环境	5	6.1	9.5	6.4
组屋	22.7	10.7	20.6	15
其它	2	3.4	2.3	2.5
经济服务 (%)	51	38.9	29.8	37.1
国民发展	37.7	8	2.3	3.3
通信与信息技术	7.9	16.9	4.9	9.1
贸易与产业	4.7	8.3	14.1	17.5
人力	0.2	0.4	0.1	0.1
科研	0.5	5.7	8.5	10.2
一般服务 (%)	6.3	9.2	9.4	4.2

资料来源: Economic Survey of Singapore 1992、2000, 万和证券研究所

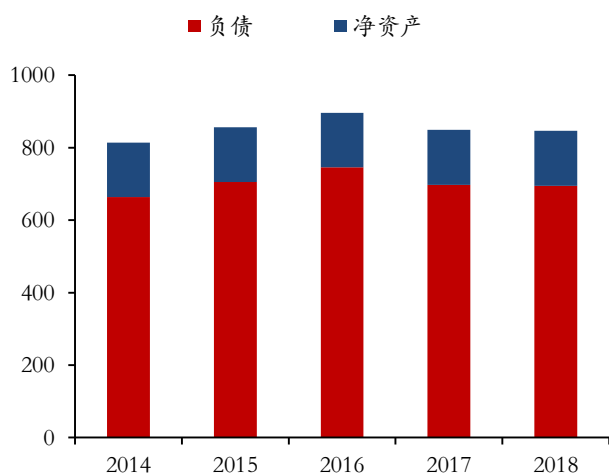
图表 33 新加坡早期建屋发展局借贷利率



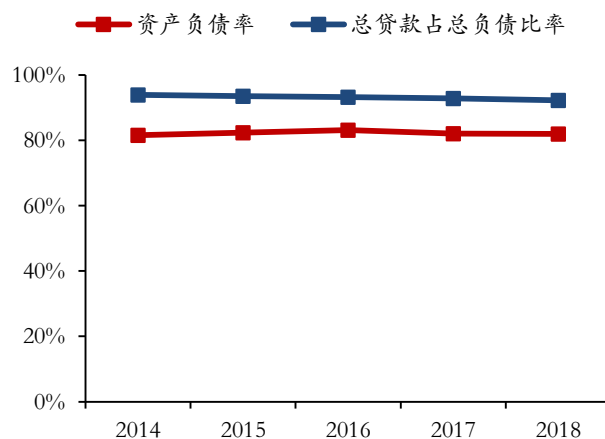
资料来源：万和证券研究所

目前建屋发展局资产负债率较高，需要依靠政府补助维持正盈余。根据HDB2018年年报显示，hdb总资产846.66亿新元，负债为694.35亿新元，资产负债率为82%，从过往五年来看，建屋发展局的资产负债表未有明显扩张，负债水平也保持着相对稳定的水平。从年度业绩来看，在不考虑政府补贴和建屋发展局的准备金的转入情况下，2018年会计年度hdb赤字19.86亿新元，依靠政府补贴20.33亿新元获得净盈余，过往业绩显示hdb需要政府补贴才能获取净盈余。由于建屋发展局的主要收入来源是房租、维修保养费、利息、代理收费等，其支出费用主要是偿还贷款利息及向政府缴纳土地税等，因此，建屋发展局往往存在着收支倒挂的现象，政府补贴是专门用以解决建屋发展局赤字的现象。

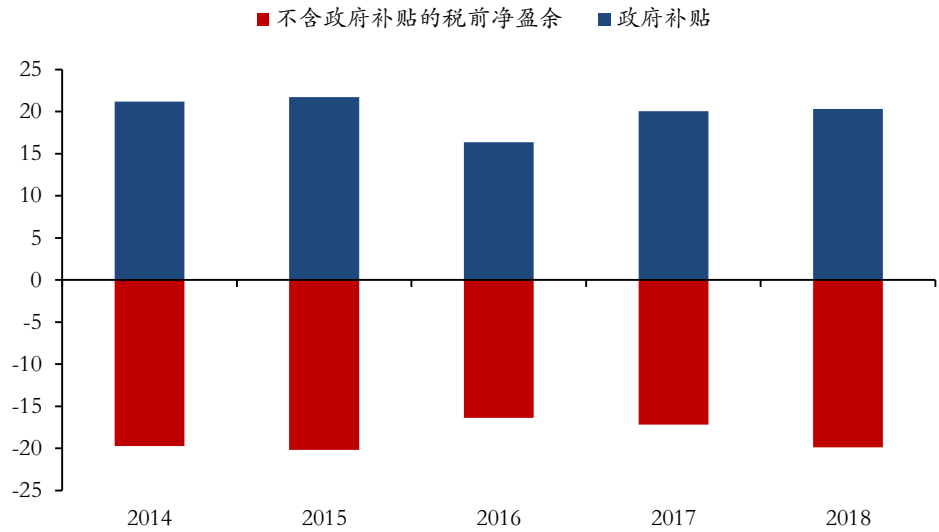
图表 34 建屋发展局负债与净资产 (亿新元)



图表 35 建屋发展局资产负债率及总贷款占总负债比率



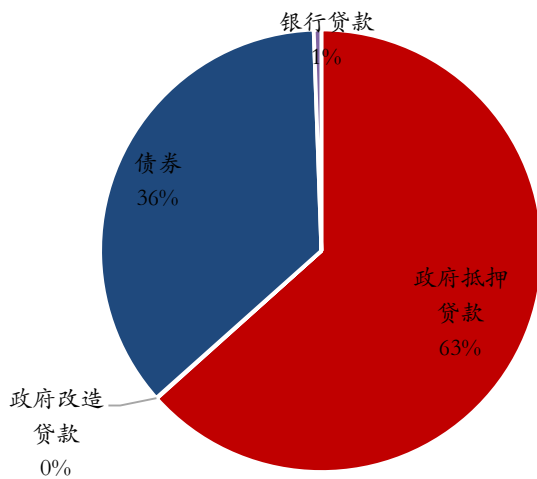
图表 36 新加坡建屋发展局保持净盈余需要政府补贴 (亿新元)



资料来源：HDB，万和证券研究所

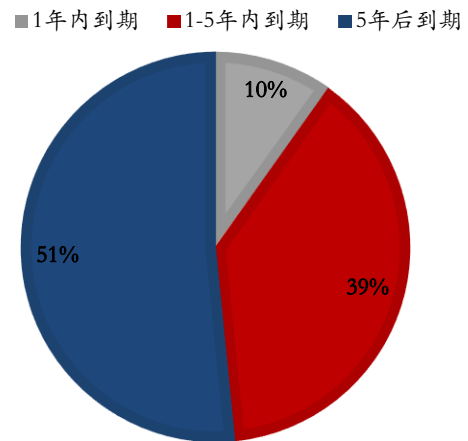
政府抵押贷款是目前建屋发展局的主要融资来源。2018 年度建屋发展局 694.35 亿新元的负债中主要有 640.47 亿元来源于贷款，贷款是建屋发展局的最大负债。贷款按类别分为政府抵押贷款、政府改造贷款、房屋发展贷款、债券及银行贷款。政府抵押贷款是指政府将资金贷给建屋发展局，建屋发展局将这笔资金贷给组屋购买者（公屋按揭贷款）以及修缮组屋者（更新融资贷款）；政府改造贷款是指建屋发展局用于改造修缮租屋而申请贷款，建屋发展局的贷款收入可用于其建设组屋。债券是指建屋发展局不时发行债券（或票据）以为其发展计划和营运资金需求提供资金，以及为现有借款再融资。银行贷款一般为建屋发展局向商业银行贷款的 1 年期的短期贷款。2018 年政府抵押贷款、改造贷款、债券、银行贷款分别为 404.14、0.33、229.83、3.54 亿新元，占比分别为 63%、0.05%、36%、1%，政府抵押贷款是建屋发展局的主要融资来源；按期限来分，1 年内到期的贷款、1-5 年内到期及 5 年后到期的贷款占比分别为 10%、39%、51%。

图表 37 建屋发展局 2018 年贷款种类占比



资料来源：HDB，万和证券研究所

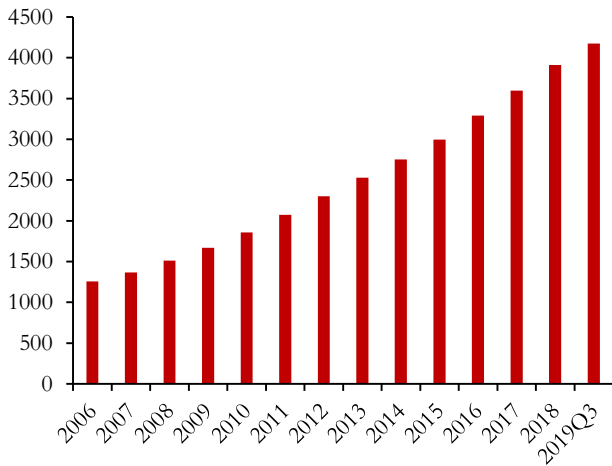
图表 38 建屋发展局资产 2018 年贷款期限结构



资料来源：HDB，万和证券研究所

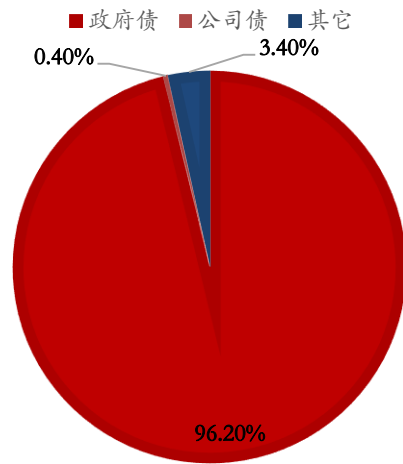
中央公积金结余通过政府债券形式转而为组屋建设提供支持。中央公积金的普通账户部分主要用于购房，其中归集资金约有 20%被提做准备以应付提存，80%购买政府债券和与其它债券投资。截止至 2019Q3，该局管理着超 4000 亿新元的庞大资金，普通账户资金超过 1421.18 亿新元；2018 年中央公积金持有投资 3900.62 亿新元，其中投资于政府债、公司债占比分别为 96.20%、3.4%。中央公积金局一直以来是新加坡政府债券的主要购买者，自 1967 年开始，中央公积金持有的政府债券占政府所发行的债券比重在 70%-80%区间波动，这些债券以持有至到期为主，从中央公积金局的利率（即投资收益率）来看，除了 70 年代中期至 80 年代初利率小幅超过 6%外，其余均处于较低的收益率水平，侧面说明了中央公积金局购买政府发行债券为政府提供了长期且源源不断的便宜资金。新加坡公积金制度实质上是按照国家政策通过 3 个账户归集资金，将更多的资金投入保障住房的建设，而不是投入到商品房的建设中。完善的公积金制度是新加坡解决居民住房问题的重要保障，为新加坡组屋的建设和“居者有其屋”计划提供了强大的金融支持。

图表 39 中央公积金局历年结余 (亿新元)



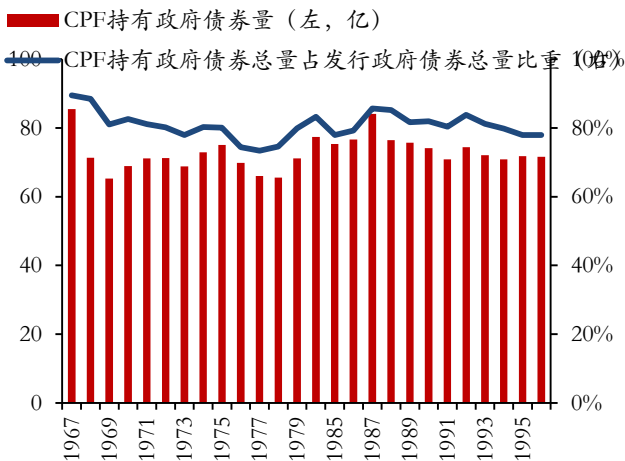
资料来源：中央公积金局，万和证券研究所

图表 40 2019Q3 中央公积金局投资持有情况



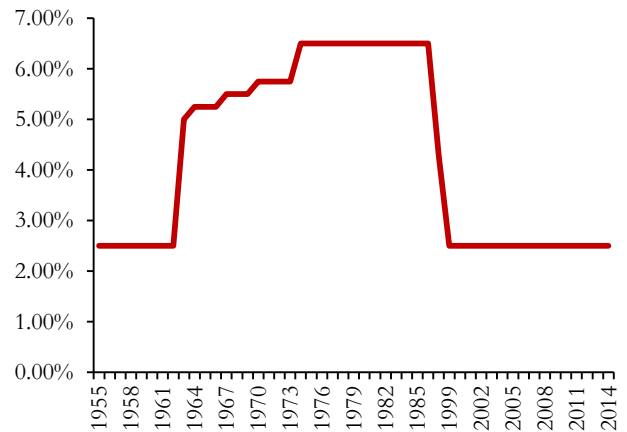
资料来源：中央公积金局，万和证券研究所

图表 41 新加坡组中央公积金局是新加坡政府债券的主要持有者



资料来源：新加坡财政部，万和证券研究所
注：部分年份数据缺失

图表 42 中央公积金局为会员提供的投资收益



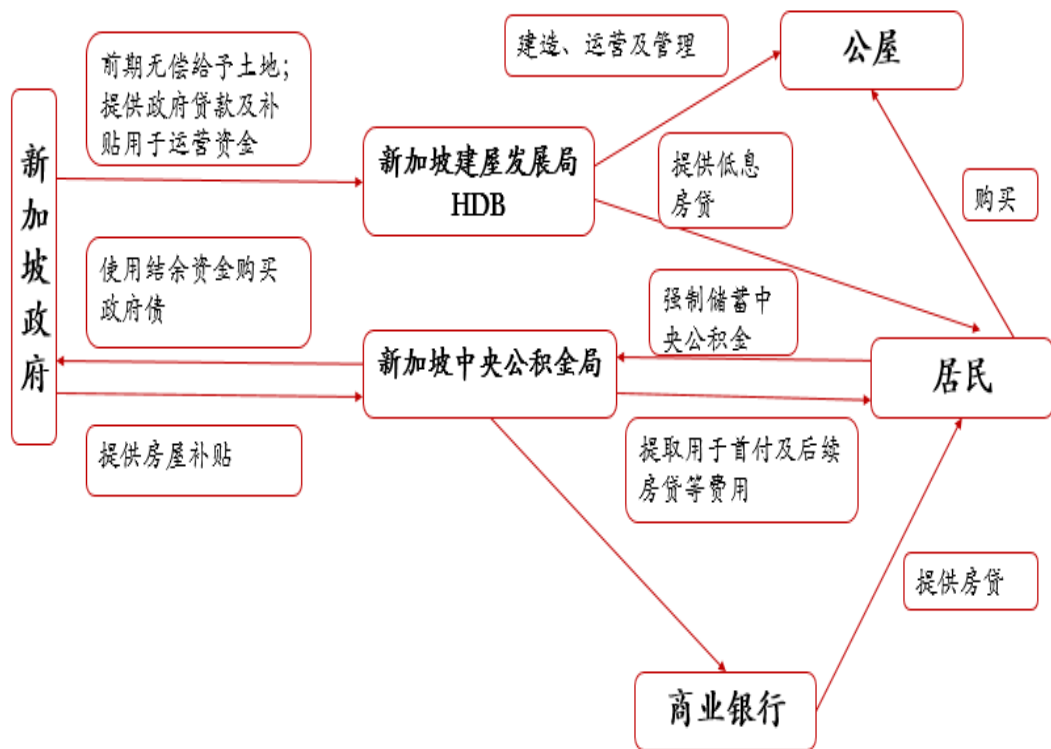
资料来源：CPF，万和证券研究所
注：1986-1999 年间使用的是市场浮动利率，1999 年之后满足保证利率 2.5%

(二) 新加坡建屋发展局融资机制的特征分析

新加坡组屋融资的模式具有强制性及政策优惠性。新加坡建屋发展局早期修建组屋依靠了强大的政府支出，通过持续不断长期投入，一步一步完成修建计划，尽管现阶段依旧需要政府的补贴以保持建屋发展局运营的盈余，但这部分支出并未给政府债务及现金流带来明显的压力，因为组屋建设资金主要来源于高储存率的中央公积金制度为政府提供的长期廉价的资金。尽管这会使民众公积金账户收益率较低，但反过来民众在购买低价组屋时又可享受建屋发展局提供的优惠房贷利率，民众最终仍受益于这部分中央公积金资源，有效减少了这一融资模式将产生的资金成本过高现象。新加坡作

为一个较小的国家，整套融资机制简洁、高效，易于实施，极具强制性及政策优惠性，使建屋发展局在发展过程中面对大量的资金需求时仍能持续成功运营下去，实现了社会的“局者有其屋”。这一融资机制在全球其它国家及地区是罕见的，可谓是举世无双。

图表 43 新加坡组屋住宅金融机制



资料来源：万和证券研究所

该套融资体制发展时间长，融资渠道单一，融资模式面临风险小。从新加坡独立建国起便将组屋建设、为民众提供舒适住房视为重要国家层面的重点工作，因此在早期财政资源上便有一定的倾斜，后面中央公积金制度开始发挥作用，强制储蓄逐步积攒资金从而为组屋建设及居民购买组屋贷款提供了资金来源，整个融资机制已发展近 50 年，持续时间较长。前期的便宜土地及中央公积金局提供的低成本资金使建屋发展局使用较少资金即完成了多数部分组屋的建设，目前组屋价格合理，购买力强，大部分居民已拥有自己的组屋，房地产市场供给及需求方整体运行平稳。建屋发展局的财务状况在政府支持下运行良好，融资渠道较单一，主要来源于政府贷款，在新加坡政府主权信用稳定且房地产市场运行平稳情况下，此类融资模式面临较低的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告

所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>