

首席房地产研究员：夏磊

研究员：黄竹

联系人：陈标熙

相关研究：

1. 60 年房地产大牛市的巅峰繁荣与骤然落幕——美国住房制度启示录
2019-03-01
2. 当前房地产市场是否实现平稳健康发展？
2019-02-19
3. 传统周期延续，还是长效机制破局？——2019 年房地产市场展望
2018-12-26
4. 高房价之困——香港住房制度反思
2018-11-06
5. 新加坡如何实现“居者有其屋”？——新加坡住房制度启示录
2018-09-25
6. 全面解码德国房价长期稳定之谜
2018-08-14
7. 当前房地产融资渠道和形势
2018-08-10
8. 棚改货币化即将落幕：去库存任务完成，深刻改变三四线房地产市场
2018-07-19
9. 本轮房地产调控的回顾、反思和展望(2014-2018)
2018-06-10
10. 住房租赁融资：渠道与风险
2018-04-08
11. 房地产税何时推出？如何征收？影响多大？
2018-03-08
12. 新房地产周期：开启产销平稳新时代
2017-11-27
13. 从春秋到战国：房地产进入强者恒强的王者时代
2017-07-19
14. 房地产调控二十年：回顾、反思与抉择
2017-03-08

导读：

2019 年政府工作报告提出“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”，房地产税再次引发热议。为什么要进行房地产税改革？改革方向、节奏、力度是什么？改革要达到什么样的效果？经过近半年的研究和国际比较，我们使用详实的数据和逻辑，模拟房地产税可能的税率和免征面积方案，测算房地产税在规模上，能否替代地方土地出让收入。

摘要：

我国与房地产相关的税种有 11 个，但大多集中于开发建设环节，保有环节的税收包括房产税和城镇土地使用税，2017 年仅占地方本级税收收入的 7.2%，远低于 OECD 国家 50% 的平均水平。我国保有环节税收规模相对少主要由于税基小。一是征税范围方面，现行房产税和城镇土地使用税对居民自用住房免征，对居民出租住房未强制征税。二是计税依据方面，房产税采用房产原值扣除 10-30% 或租金、城镇土地使用税采用固定单位税额。

当前，我国地方财政高度依赖土地出让收入和房地产相关税收。2016 年，地方本级财政收入中，土地出让收入占比 28.6%，房地产相关税收占比 17.1%。这些税收集集中在房地产开发建设环节，2016 年房地产相关税收中开发建设环节、交易环节和保有环节规模占地方财政收入的比重分别为 9.3%、4.4% 和 3.4%。随着我国城市化推进，新房成交占比正不断下降，土地出让收入和房地产开发建设环节税收规模增速降低是趋势；叠加减税降费，地方财政压力将进一步凸显。

房地产税改革，方向是将房产税和城镇土地使用税，这两个涉房涉地的税种二税合一，并对个人住房开征房地产税；目的是用房地产税替代土地出让收入，完善地方税制，使地方政府房地产相关税收收入适应未来存量房时代新形势。

我们建立了房地产税规模测算模型，对未来全国和各省房地产税增收规模进行评估。设定“房地产税规模=名义税率*全国存量住房价值*征税住房占比”，其中征税住房占比由人均免征面积和城镇家庭住房面积结构决定。因此，税收方案中的名义税率和免征面积，是决定房地产税规模的税制因素。测算结果如下。

短期内，房地产税规模无法比拟土地出让收入。以 2017 年土地出让收入 5.2 万亿为标准，要使房地产税超过土地出让收入；免征面积 0 平时，税率需在 2.5% 以上；免征面积 12 平时，税率需在 4% 以上。因此，如果免征面积超过 12 平，税率在 4% 以内，房地产税无法替代土地出让收入。

参考国际上 0.6-6.7% 的房地产税收入比，我国合理的实际税率为 0.1-1%，对应人均免征面积 30 平、综合名义税率 0.3-3.5%。在目前的存量房

规模和房价水平下，房地产税 1678-19579 亿，仅相当于 2017 年土地出让收入均值的 3.2-37.6%。

短期内各省房地产税均无法替代土地出让收入。按免征面积 30 平，各省房地产税替代土地出让收入的税率临界值位于 4.8-23%，均远超当前合理名义税率上限 3.5%。**各省房地产税对土地出让收入替代度呈“东部沿海-中部-西部、东北和京沪”阶梯式递增，与地方财政对土地出让收入依赖度负相关。**京沪进入存量房时代，土地出让收入不再是政府重要收入来源，同时房地产税税源规模大，因此替代度高。其他省份处于增量房时代，土地出让收入远高于房地产税规模；因此经济越发达、房地产市值越大的省份，土地出让收入占地方财政的比重更高，替代度反而更低。

长期看，在三大前提条件下，房地产税可完全替代土地出让收入成为地方重要财政收入。一是随着城镇人口和人均居住面积提高，税源规模大幅增加。二是若房价增速低于人均可支配收入增长、房价收入比将下降，居民可承受更高的实际税率。三是随着存量房时代逐步到来，土地出让收入规模降低，地方政府征税动力提升。**测算显示，未来房地产税上限可达 7.2 万亿、占地方财政收入 47.7%，超过 2017 年 24% 的土地出让收入占地方财政收入比例。**

需要注意的是，虽然短期房地产税不能替代土地出让收入，房地产税对预期有显著影响。一旦开征房地产税，地方土地出让收入预期将有下滑，因此，房地产税与土地出让收入，在一定时期存在“跷跷板”关系，此消彼长，不能完全替代。

房地产税改革影响深远、意义重大。在立法先行的总指引下，相信一定经过认真论证并做好相关准备工作后，方会出台。

风险提示：房地产税改革方案超预期；土地出让收入超预期

目录

1 健全地方税体系，推动土地财政转型	5
1.1 和国际比，我国房地产税规模明显偏小	5
1.2 “土地财政”面临转型，开征房地产税势在必行	6
2 房地产税能否替代土地出让收入	9
2.1 测算模型与参数设定	9
2.1.1 房地产税规模测算模型	9
2.1.2 参数指标选取和数量范围设定	9
2.2 短期无法替代土地出让收入，长期替代率逐步提升	11
2.2.1 模拟房地产税规模的税率与免征面积敏感性分析	11
2.2.2 模拟房地产税完全替代土地出让收入的税率临界点	12
2.2.3 短期：模拟房地产税无法替代土地出让收入	13
2.2.4 长期：房地产税有望成为地方重要财源，可替代土地出让收入	15
3 短期内各省模拟房地产税规模及对土地出让收入替代率	17
3.1 短期内各省的模拟房地产税规模偏小，呈“东部-中部-西部和东北部”阶梯式减少	18
3.2 各省均无法替代土地出让收入，替代度和地方财政对土地出让收入依赖度负相关	20
3.2.1 各省模拟的短期房地产税取代土地出让收入的税率临界值	20
3.2.2 合理税率和免征面积下，模拟房地产税对土地出让收入替代率测算	21

图表目录

图表 1: OECD 研究的 55 个样本经济体房地产税占地方税收收入的比重.....	5
图表 2: 我国房产税和城镇土地使用税规模变化.....	6
图表 3: 2016 年地方本级财政收入中土地出让收入和各项房地产相关税收规模.....	7
图表 4: 2009-2017 年土地出让收入和房地产相关税收规模占地方本级财政收入比重.....	7
图表 5: 样本城市的二手房成交占比不断提高.....	8
图表 6: 名义税率、税基和税收优惠是决定模拟征收房地产税规模的关键因素.....	9
图表 7: 我国存量住宅规模测算.....	10
图表 8: 部分国家和地区房地产税名义税率.....	10
图表 9: 2015 年全国城镇家庭的人均住房建面分布.....	11
图表 10: 不同免征面积下全国存量住宅征税面积占比.....	11
图表 11: 模拟房地产税规模的名义税率和人均免税面积双因素敏感性分析.....	12
图表 12: 模拟房地产税完全替代土地出让收入时的税率临界点分析.....	13
图表 13: 样本 8 国房地产税收入比.....	14
图表 14: 模拟房地产税收入比的名义税率和人均免税面积双因素敏感性分析.....	14
图表 15: 我国城镇化率低于发达国家平均水平.....	15
图表 16: 模拟长期房地产税收入的名义税率和人均免税面积双因素敏感性分析.....	16
图表 17: 模拟长期房地产税收入/地方本级财政收入的名义税率和人均免征面积双因素敏感性分析...	16
图表 18: 2009-2017 年国有建设用地出让面积和出让均价.....	17
图表 19: 各省短期内模拟房地产税规模和占地方财政收入比重.....	18
图表 20: 模拟的短期内各省房地产税规模地图.....	19
图表 21: 各省模拟房地产税规模和城镇化率、人均可支配收入呈显著正相关关系.....	20
图表 22: 各省模拟房地产税完全替代土地出让收入的临界名义税率.....	21
图表 23: 2016、2017 年各省土地出让收入依赖度和模拟房地产税替代缺口率.....	22
图表 24: 各省模拟房地产税替代缺口率分布（采用 2016 年地方财政数据）.....	23
图表 25: 各省模拟房地产税替代缺口率分布（采用 2017 年地方财政数据）.....	24

1 健全地方税体系，推动土地财政转型

2019 年政府工作报告强调“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。与 2018 年用词相比，“稳妥”转为“稳步”，表明财税改革的大背景下，为健全地方税体系，房地产税立法工作正在有序推进。

1.1 和国际比，我国房地产税规模明显偏小

国际上，房地产税是地方的主要税种。OECD 研究的 55 个样本经济体房地产税占地方税收比重的均值为 50%、中位数为 42%；具体而言，有 10 个国家房地产税是地方政府唯一税收来源；1/4 的国家房地产税占地方税收收入的比重高于 85%；1/2 的国家高于 42%；3/4 的国家高于 18%。

图表1：OECD 研究的 55 个样本经济体房地产税占地方税收收入的比重

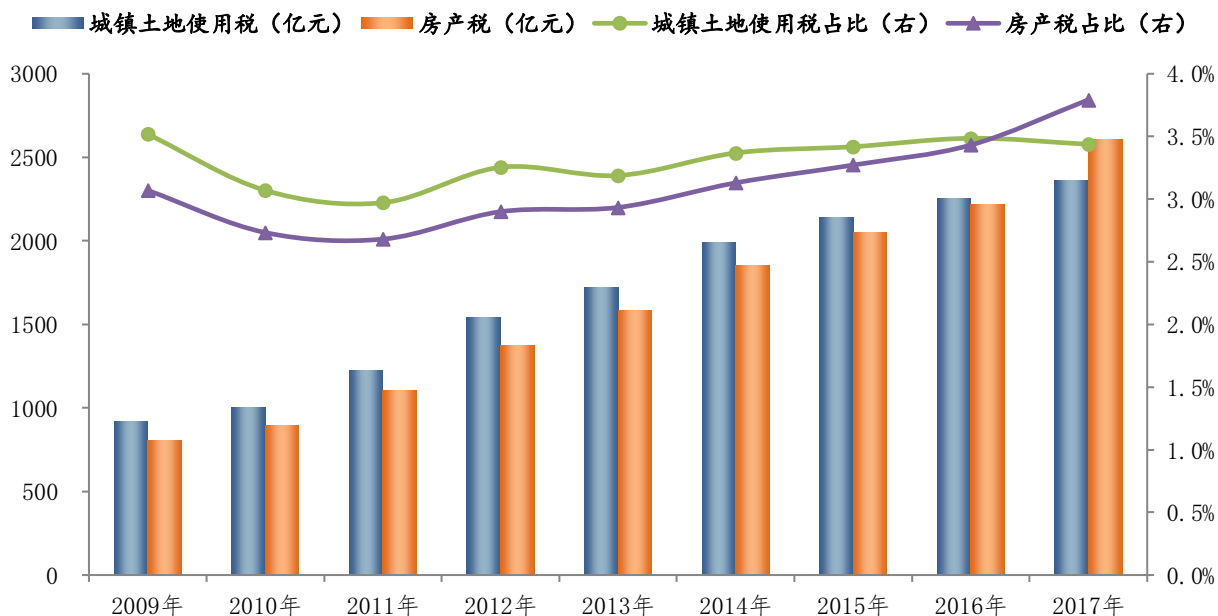
排序	经济体	地方房地产税/地方税收	排序	经济体	地方房地产税/地方税收
1	澳大利亚	100%	29	哥斯达黎加	41%
2	南非	100%	30	菲律宾	40%
3	危地马拉	100%	31	巴拉圭	39%
4	牙买加	100%	32	西班牙	35%
5	马来西亚	100%	33	希腊	35%
6	毛里求斯	100%	34	葡萄牙	34%
7	斯威士兰	100%	35	哥伦比亚	32%
8	特立多巴哥	100%	36	波兰	30%
9	伯利兹	100%	37	巴西	27%
10	英国	99%	38	日本	26%
11	爱尔兰	91%	39	厄瓜多尔	24%
12	新西兰	89%	40	匈牙利	19%
13	立陶宛	87%	41	意大利	18%
14	加拿大	85%	42	冰岛	17%
15	爱沙尼亚	84%	43	奥地利	15%
16	以色列	80%	44	韩国	15%
17	摩洛哥	79%	45	哈萨克斯坦	15%
18	美国	69%	46	斯洛文尼亚	15%
19	斯洛伐克	65%	47	拉脱维亚	14%
20	拉美加勒比	58%	48	德国	14%
21	比利时	58%	49	丹麦	11%
22	乌拉圭	57%	50	土耳其	10%
23	捷克	57%	51	芬兰	7%
24	荷兰	52%	52	挪威	6%
25	墨西哥	51%	53	卢森堡	5%
26	秘鲁	45%	54	瑞士	3%
27	法国	44%	55	瑞典	2%
28	智利	42%	56	均值	50%

资料来源：OECD, 恒大研究院

我国房地产保有环节的税收规模相对小，占地方财政收入比例远低于国际水平。我国房地产保有环节的税种包括房产税和城镇土地使用税，2017年规模分别为2604.3亿和2360.6亿，仅相当于地方本级税收收入的3.8%和3.4%。

我国房地产保有环节税收规模相对少主要因为税基小。一是征税范围方面，现行房产税和城镇土地使用税对居民自用住房免征，对居民出租住房未强制征税。二是计税依据方面，房产税采用房产原值扣除10-30%或租金、城镇土地使用税采用固定单位税额。

图表2：我国房产税和城镇土地使用税规模变化



资料来源：中国税务年鉴，财政部，恒大研究院

1.2 “土地财政”面临转型，开征房地产税势在必行

我国地方财政高度依赖土地出让收入和房地产相关税收，形成“土地财政”。2016年，地方本级财政收入中，土地出让收入占比28.6%，房地产相关税收占比17.1%。

房地产相关税收主要有11种，其中5种是针对不动产的开发建设、交易和保有征收的，主要包括耕地占用税、土地增值税、契税、房产税和城镇土地使用税；其他是房地产行业涉及的税收，主要有增值税、营业税、企业所得税、个人所得税、城市维护建设税、印花税。这些税收集集中在房地产开发建设环节，2016年房地产相关税收中开发建设环节、交易环节和保有环节规模占地方本级财政收入的比重分别为9.3%、4.4%和3.4%。

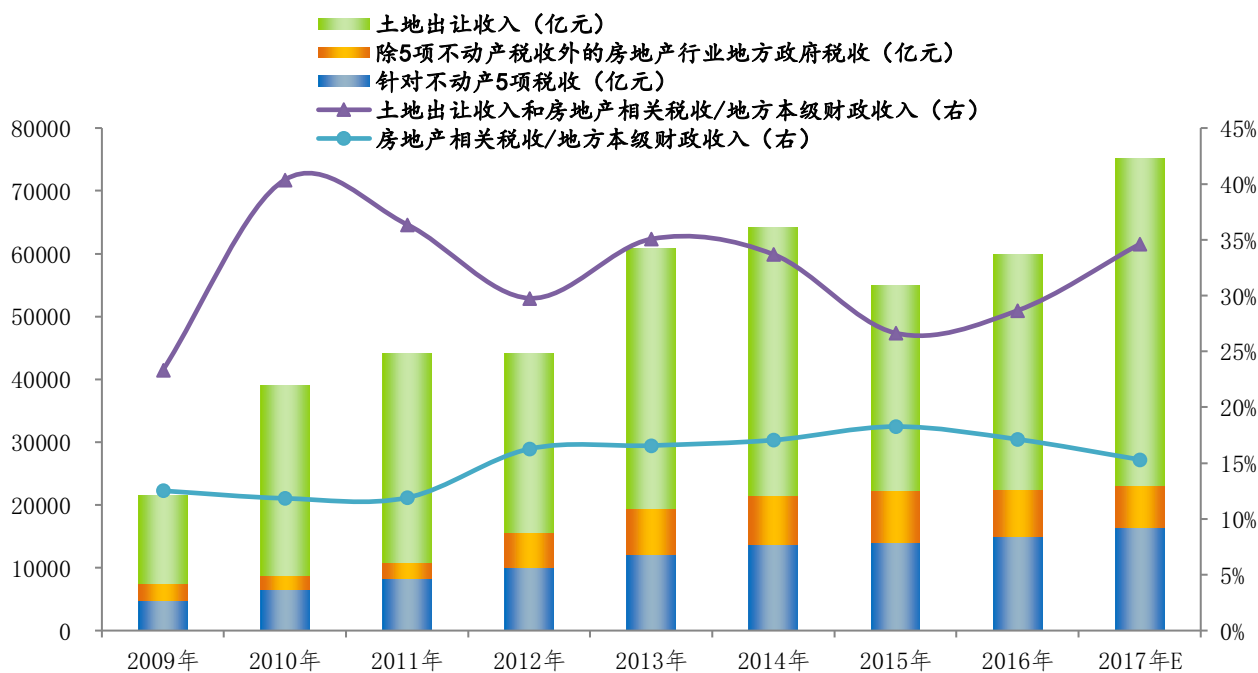
图表3：2016年地方本级财政收入中土地出让收入和各项房地产相关税收规模

项目	规模（亿元）	房地产相关税收结构（%）	占地方本级财政收入比重（%）
1. 土地出让收入	37457	NA	28.6%
2. 房地产相关税收	22406	100.0%	17.1%
（1）开发建设环节税收	12183	54.4%	9.3%
土地增值税	4210	18.8%	3.2%
营业税	3824	17.1%	2.9%
企业所得税	2141	9.6%	1.6%
耕地占用税	2004	8.9%	1.5%
资源税、车船税和其他	3	0.0%	0.0%
（2）交易环节税收	5749	25.7%	4.4%
契税	4295	19.2%	3.3%
个人所得税	639	2.9%	0.5%
城市维护建设税	427	1.9%	0.3%
国内增值税	263	1.2%	0.2%
印花税	125	0.6%	0.1%
（3）保有环节税收	4475	20.0%	3.4%
城镇土地使用税	2255	10.1%	1.7%
房产税	2220	9.9%	1.7%
3. 地方本级财政收入	130883	NA	100.0%

资料来源：《中国税务年鉴》，财政部，恒大研究院

注：《中国税务年鉴》尚未公布2017年数据，缺失2017年分行业的地方政府税收收入，因此采用2016年数据

图表4：2009-2017年土地出让收入和房地产相关税收规模占地方本级财政收入比重



资料来源：《中国税务年鉴》，财政部，恒大研究院

注：2017年房地产行业税收是估计数，其余是公布数；

土地财政=土地出让收入+房地产专项税+房地产行业地方政府税收；

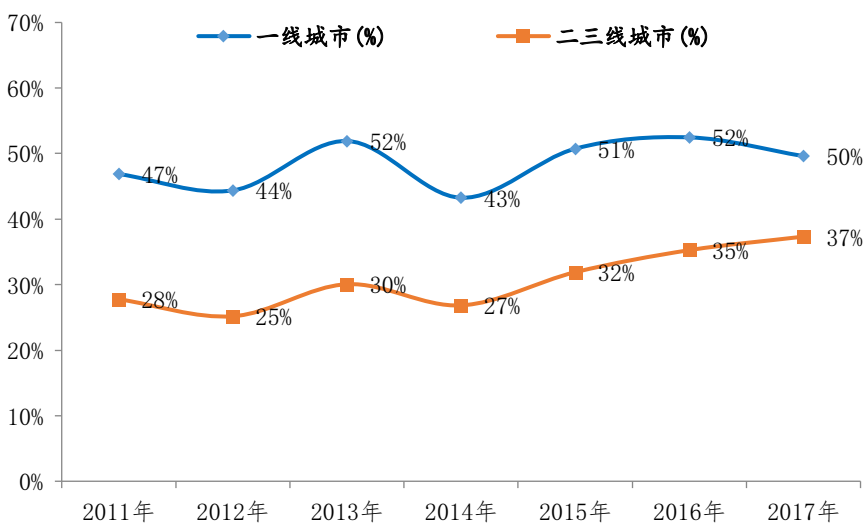
地方财政收入=一般公共预算收入+政府性基金总收入（除专项债）+国有资本运营总收入

存量房时代渐行渐近，“土地财政”面临转型。在快速城镇化和工业化阶段，土地出让收入和房地产开发建设环节税收是地方政府资本原始积累重要来源，而存量环节的房地产税难以应对城市拆迁改造、大量基础设施建设等一次性、大规模的财政支出。

当前，一线城市房地产市场已经进入存量房时代，二手房成交占比超50%。随着我国城市化推进，新房成交占比正不断下降，土地出让收入和房地产开发建设环节税收规模增速降低是趋势；叠加减税降费，地方财政压力将进一步凸显。

房地产税改革，目的在于健全地方税体系，使房地产税替代土地出让收入成为地方政府重要财政收入来源。在存量房时代，地方政府房地产相关税收的主要税源应该集中于交易和保有环节。国际上，房地产税是地方的主要税种，样本经济体房地产税占地方税收比重均值达50%。为使我国地方政府财政收入适应未来存量房时代新形势，房地产税改革势在必行。

图表5：样本城市的二手房成交占比不断提高



资料来源：Creis，恒大研究院

注：二手房成交占比=二手房成交套数/新房二手房成交套数；样本城市，一线为北上广深，二三线为杭州、南京、苏州、厦门、无锡、南昌、郑州、南宁、北海、佛山。

2 房地产税能否替代土地出让收入

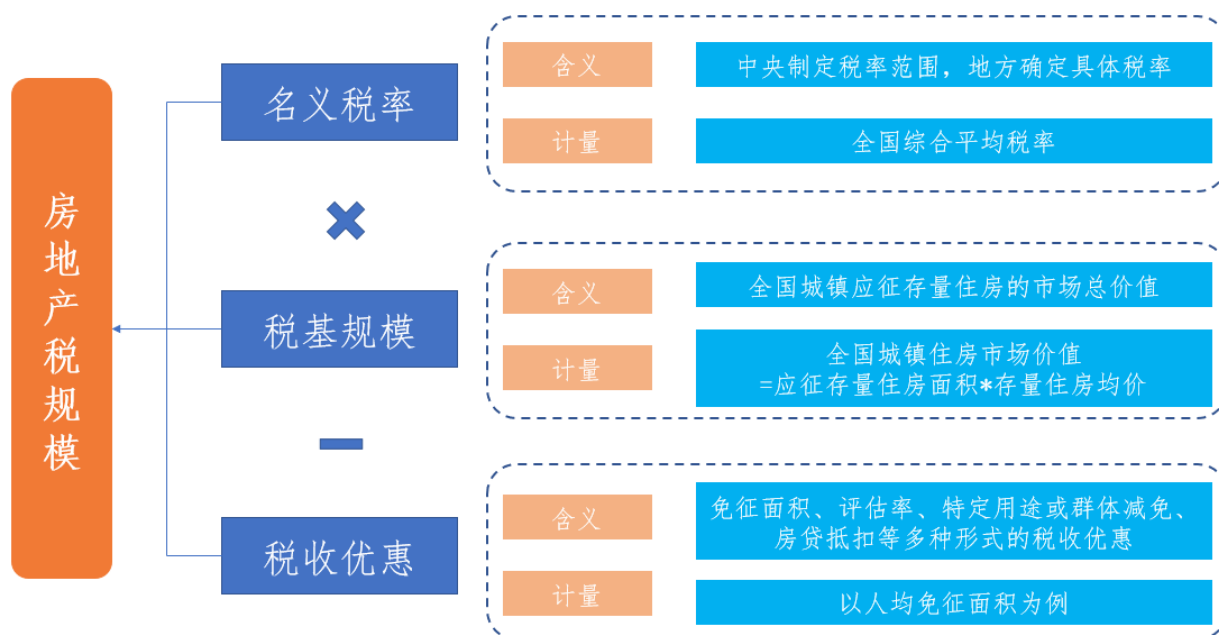
2.1 测算模型与参数设定

2.1.1 房地产税规模测算模型

税率、税收优惠和税基规模是决定房地产税规模的关键因素。其中，税率是房地产税的名义税率；在从价征收模式下，税基即房地产资产价值，规模取决于存量房数量和市场公允价格；税收优惠是各类导致实际计税依据和税基差异的因素，包括起征额、免征面积、评估率、特定用途或群体减免、房贷抵扣等多种形式的税收优惠。

考虑数据可得性，我们设定模拟征收的住房房地产税测算方法： $房地产税规模 = 名义税率 * 全国存量住房价值 * 征税住房占比$

图表6：名义税率、税基和税收优惠是决定模拟征收房地产税规模的关键因素



资料来源：恒大研究院

2.1.2 参数指标选取和数量范围设定

1. 全国存量住房价值

以应征城镇存量住房的市场价值为税基。我们认为，农村宅基地不在征税范围内，一是土地所有权归属村集体，二是宅基地不能流通、难以测度市场价值，三是征收成本高、税收规模小、收益成本不合理。

我国尚未统计最新存量房面积，我们根据 2015 年人口抽样调查数据计算得到城镇住宅存量建筑面积，加上 2016-2017 年的城镇住宅竣工和农民自带房进城面积、减去拆迁折旧的面积进行估算。2018 年底全国城镇存量住房建面 279.7 亿平，按 2017 年商品住宅销售均价 7613.8 元/平计，2017 年底全国城镇存量住房价值为 213 万亿元。

图表7：我国存量住宅规模测算

我国城镇存量住房计算过程		
A	存量面积（万平）	2015 年底存量
		2,642,438
B	新增竣工面积（万平）	2016-2017 新增
		188,189
C	拆迁面积（万平）	2016-2017 拆迁
		72,900
D	农民自带房进城（万平）	2016-2017 行政区划调整
		39,298
E=A+B-C-D	存量房面积（万平）	截止 2017 年
		2,797,026
F	价格（元/平）	2017 年商品住房销售均价
		7613.8
G=E*F/10000	存量房价值（亿元）	2,129,604

资料来源：2015 年人口抽样调查，国家统计局，恒大研究院

2. 名义税率

房地产税名目众多，以采取“计税价值*税率”的样本国家和地区为例，名义税率整体在 0.3%至 5%之间。

图表8：部分国家和地区房地产税名义税率

	税率		税率
加拿大	房地产税 0.84-2.56%	西班牙	房地产税：城市 0.4%；农村 0.3%
德国	土地税 0.26%至 1%；二套房税 5-20% (税基为区域平均租金)	日本	固定资产税 1.4%；都市规划税不超过 0.3%
意大利	不动产税 0.5%	韩国	综合不动产税 1-4%；物业税普通住宅 0.15-0.5%、土地 0.2-5%
芬兰	房产税 0.8-1.55%	新加坡	房屋财产税超额累进 0-6%
荷兰	房产税 0.1%-0.3%	中国台湾	地价税 1-5.5%；房屋税 1.2-5%
葡萄牙	房地产税：城市 0.2-0.5%、农村 0.8%	澳大利亚	土地税 0.2-2.2%
美国	房产税 0.27-2.4% (实际税率)	智利	城市房地产税 1.4%；农村房地产税 1.2%

资料来源：《房地产税的国际比较》（胡怡建等）、《房地产税制的国际比较》（石坚等）、恒大研究院

注：表中所列税率区间为该经济体多数地方政府房地产税率所在范围。

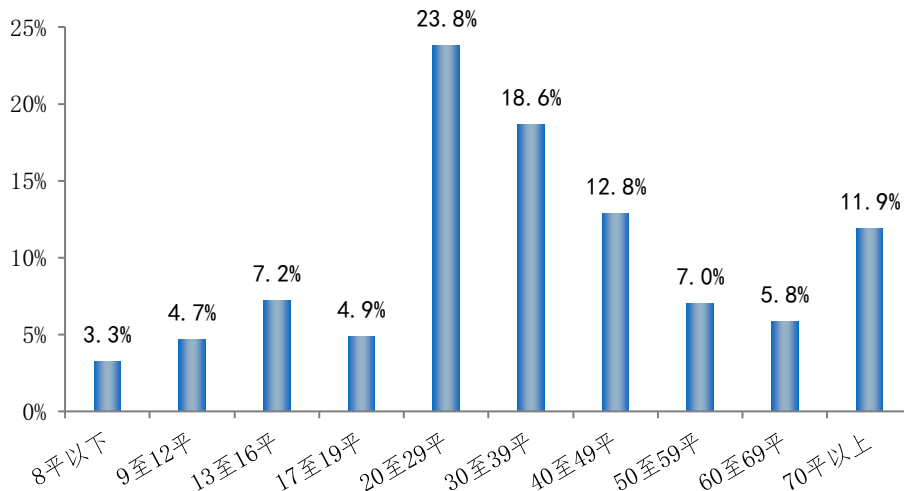
3. 征税住房占比

为兼顾居民居住需求、税收公平和市场调节作用，各国房地产税基本配套优惠减免政策。如英国会对低收入群体、学生等特殊群体实行房地产税收的减免、日本对于人口少于 30 万人的城市免征都市规划税、美国部分州为鼓励企业发展减免房地产税等。

我国对个人自住房开征房地产税，也将配套灵活的税收优惠，以保障居民基本居住需求、体现税负公平。其中，我们认为免征面积将是主要税

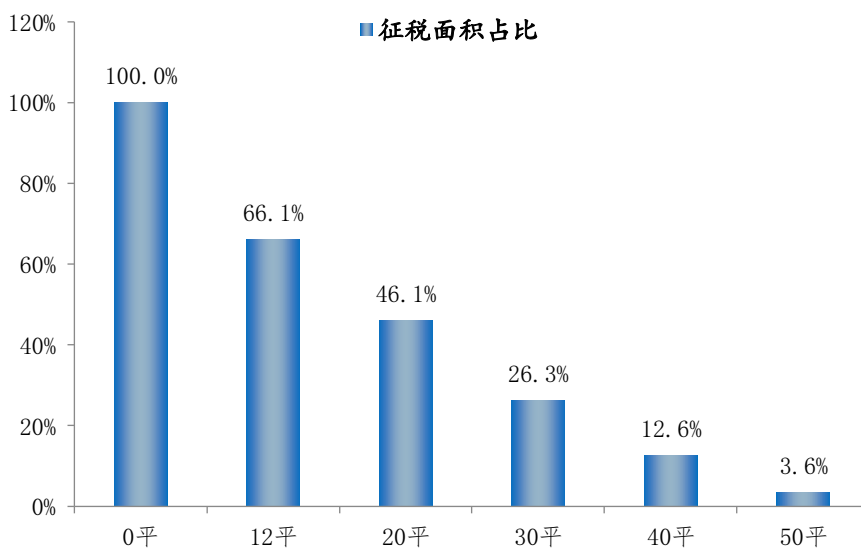
收优惠措施。根据 2015 年全国人口抽样调查，全国城镇人均住房面积低于 20 平、30 平、40 平和 50 平的家庭户占比分别为 20%、43.8%、62.4% 和 75.2%。我们分别采用人均免征面积 12 平、20 平、30 平、40 平和 50 平模拟全国征税住房的占比。

图表9：2015 年全国城镇家庭的人均住房建面分布



资料来源：2015 年人口抽样调查，恒大研究院

图表10：不同免征面积下全国存量住宅征税面积占比



资料来源：2015 年人口抽样调查，恒大研究院

注：存量住宅征税面积占比为 2015 年全国城镇家庭户人均住房面积分别下，特定免征面积的模拟值。

2.2 短期无法替代土地出让收入，长期替代率逐步提升

2.2.1 模拟房地产税规模的税率与免征面积敏感性分析

模拟房地产税规模测算模型中，征税住房占比由人均免征面积和城镇家庭人均住房建面分布结构决定。因此，税收方案中的名义税率和免征面积，是模型中决定模拟房地产税规模的税制因素。

测算显示，模拟房地产税规模受税收优惠和综合名义税率的影响均十分显著。当税率在 0.3-4%，人均免征面积在 0-50 平方米，模拟房地产税规模变动范围大，最少仅 228、最多可达 85184 亿。

当给定人均免征面积，分别为 0、12、20、30、40 和 50 平时：综合名义税率每提升 0.5 个百分点，模拟房地产税规模分别增加 10648、7034、4906、2797、1345 和 380 亿。当给定综合名义税率时：人均免征面积分别为 12、20、30、40、50 平，模拟房地产税规模较没有免征面积分别减少 34%、54%、74%、87%和 96%。

图表11：模拟房地产税规模的名义税率和人均免税面积双因素敏感性分析

城镇存量住房 价值 213 万亿	人均免税面积（平）					
	0	12	20	30	40	50
综合税率						
0.3%	6,389	4,221	2,944	1,678	807	228
0.5%	10,648	7,034	4,906	2,797	1,345	380
1.0%	21,296	14,069	9,812	5,594	2,690	761
1.5%	31,944	21,103	14,718	8,391	4,035	1,141
2.0%	42,592	28,137	19,624	11,188	5,380	1,522
2.5%	53,240	35,172	24,530	13,985	6,725	1,902
3.0%	63,888	42,206	29,436	16,782	8,070	2,283
3.5%	74,536	49,240	34,342	19,579	9,415	2,663
4.0%	85,184	56,275	39,248	22,376	10,760	3,043

资料来源：恒大研究院

注：测算结果是在特定名义税率和人均免征面积条件下，模拟的短期内全国城镇住房房地产税规模。

2.2.2 模拟房地产税完全替代土地出让收入的税率临界点

当免征面积超过 12 平，或税率在 4%以内时，模拟全国城镇住房房地产税无法替代土地出让收入。以 2017 年 52704 亿为标准，测算模拟房地产税对土地出让收入的替代率。结果表明，当前房价和城镇存量房规模下，模拟房地产税要替代土地出让收入：当免征面积 0 平时，税率需在 2.5%以上；当免征面积 12 平，税率需在 4%以上。因此，当免征面积超过 12 平，同时税率在 4%以内时，模拟房地产税无法替代土地出让收入。

图表12：模拟房地产税完全替代土地出让收入时的税率临界点分析

2017 年土地出让收入 52704 亿	人均免税面积（平）					
	0	12	20	30	40	50
综合税率						
0.3%	12.1%	8.0%	5.6%	3.2%	1.5%	0.4%
0.5%	20.2%	13.3%	9.3%	5.3%	2.6%	0.7%
1.0%	40.4%	26.7%	18.6%	10.6%	5.1%	1.4%
1.5%	60.6%	40.0%	27.9%	15.9%	7.7%	2.2%
2.0%	80.8%	53.4%	37.2%	21.2%	10.2%	2.9%
2.5%	101.0%	66.7%	46.5%	26.5%	12.8%	3.6%
3.0%	121.2%	80.1%	55.9%	31.8%	15.3%	4.3%
3.5%	141.4%	93.4%	65.2%	37.1%	17.9%	5.1%
4.0%	161.6%	106.8%	74.5%	42.5%	20.4%	5.8%

资料来源：恒大研究院

注：测算结果是在特定名义税率和人均免征面积条件下，模拟的短期内全国城镇住房房地产税规模/2017 年土地出让收入；橙色底纹表示模拟房地产税能够达到 2017 年土地出入收入 52704 亿。

2.2.3 短期：模拟房地产税无法替代土地出让收入

短期内，模拟房地产税规模无法超过土地出让收入，更难以撼动当前地方政府财政收入依赖土地财政的现状。主要有两个原因：一是考虑合理税负和居民居住需求，税率温和、税收优惠力度较大；二是快速城镇化阶段房地产税规模难以匹及土地出让收入和房地产交易税费，为避免冲击土地财政，地方政府征收动力不足，征收力度受限。

第一，为避免居民税负过重，税率温和、税收优惠较大。我们测算，考虑居民房地产税负担能力，2017 年合理的住房房地产税规模 1678-19579 亿，仅占 2017 年地方财政收入 0.8-9%，和 2017 年土地出让收入 5.3 万亿相距甚远。

用房地产税收入比衡量居民的房地产税负担，计算方法为房价收入比（房产价值/居民收入）*综合实际税率（房地产税金额/房产价值）。根据我们的研究报告《当前房地产市场风险状况评估》，以 8 个欧洲成熟经济体为对比样本，样本国家房地产税收入比均值 2.2%，以房地产税作为地方主体税种的英国、法国、荷兰和捷克房地产税收入比分别为 6.7%、4.1%、1.2%和 0.6%。以 0.6-6.7%作为我国合理的房地产税收入比区间，对应的合理房地产税综合实际税率 0.1-1%。当人均免征面积 30 平，对应的合理房地产税综合名义税率在 0.3-3.5%。

我国房价收入比为 7，在样本国家中最高，比第二的英国高 1.1。按高企的房价收入比对我国房地产税的实际税率形成限制：房地产税制设定会充分考虑居民税负承受能力，房地产税法大概率会设定灵活的税收优惠和较宽的税率范围供地方政府选择；地方政府将选择较低的名义税率和较大的税收优惠，以降低实际税率、使房地产税收入比维持在合理范围。

因此，考虑合理的居民房地产税负担，以 2017 年底全国城镇住宅市值 213 万亿计算，模拟房地产税规模 1678-19579 亿，占 2017 年地方本级财政收入的 1.1-13.0%，和 2017 年土地出让收入 5.2 万亿相距甚远。

图表13：样本 8 国房地产税收入比

国家	A	B	C=A*B	D
	房价收入比	综合实际税率	房地产税收入比	房地产税/地方财政收入
英国	5.9	1.1%	6.7%	99%
法国	4.9	0.8%	4.1%	44%
丹麦	4.1	0.8%	3.2%	11%
意大利	3.3	0.4%	1.2%	18%
荷兰	2.6	0.5%	1.2%	52%
德国	3.1	0.2%	0.6%	14%
捷克	3.5	0.2%	0.6%	57%
奥地利	2.9	0.1%	0.3%	15%
均值	3.8	0.5%	2.2%	38.8%

资料来源：OECD, 世界银行, 德勤, 恒大研究院

图表14：模拟房地产税收入比的名义税率和人均免税面积双因素敏感性分析

房价收入比 7	人均免税面积					
	综合名义税率	0	12	20	30	40
0.3%	2.10%	1.39%	0.97%	0.55%	0.27%	0.08%
0.5%	3.50%	2.31%	1.61%	0.92%	0.44%	0.13%
1.0%	7.00%	4.62%	3.23%	1.84%	0.88%	0.25%
1.5%	10.50%	6.94%	4.84%	2.76%	1.33%	0.38%
2.0%	14.00%	9.25%	6.45%	3.68%	1.77%	0.50%
2.5%	17.50%	11.56%	8.06%	4.60%	2.21%	0.63%
3.0%	21.00%	13.87%	9.68%	5.52%	2.65%	0.75%
3.5%	24.50%	16.19%	11.29%	6.44%	3.09%	0.88%

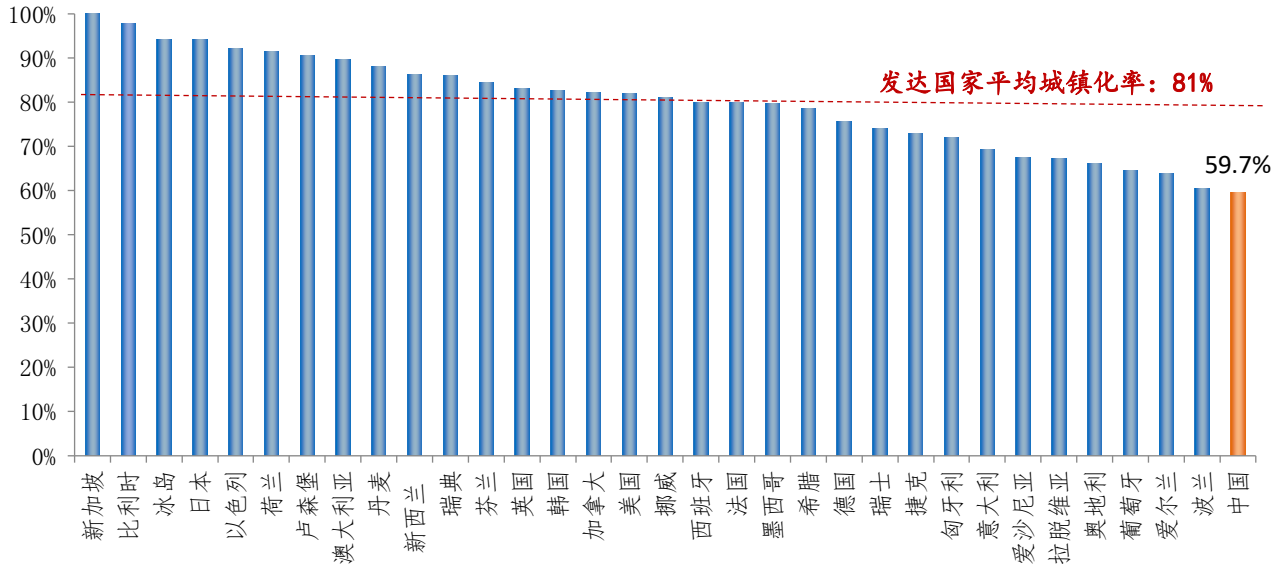
资料来源：恒大研究院

注：测算结果是在特定名义税率和人均免征面积条件下，模拟的短期内全国房地产税收入比；橙色底纹表示房地产税收入比大致在 0.6-6.7% 的合理区间。

第二，快速城镇化阶段，地方政府难以摆脱土地财政依赖，征收动力不足，征管力度受限。我国当前仍处于快速城镇化阶段，地方政府城市和基础设施建设财政支出规模大，土地财政是分税制改革后地方政府筹集大量财源推动市政建设和补贴工业发展的重要收入来源。2009-2016 年土地出让收入和房地产相关税收占地方本级财政收入的比例平均为 46.9%；其中，土地出让收入占地方本级财政收入比重平均为 31.7%，大部分用于城乡和基础设施建设。

2018年我国城镇化率为59.68%，对比发达国家81%的城镇化率，估计我国快速城镇化阶段仍将维持10年以上。由于短期内房地产税规模难以匹及土地出让收入，为避免冲击房地产市场，影响财政收入，地方政府征收房地产税动力不足，征管力度受限，难以保证足额征缴。

图15：我国城镇化率低于发达国家平均水平



资料来源：Wind, OECD, 恒大研究院

2.2.4 长期：房地产税有望成为地方重要财源，可替代土地出让收入

长期看，房地产税有望成为地方政府重要收入来源，完全替代土地出让收入。测算表明：未来模拟住房房地产税收规模可达0.6-7.2万亿，是短期模拟规模的3.7倍，占地方本级财政收入4.1-47.7%，可替代土地出让收入成为地方重要收入。

(1) 城镇人口和人均居住面积提高、房产名义价格上升，城镇应税房地产规模大幅增加。

城镇化率提升推高城镇常住人口，居住条件改善增加人均住房面积，叠加房价上升，全国存量住宅价值将大幅增加。根据国务院《国家人口发展规划（2016—2030年）》，我国人口峰值将在2030年达到14.5亿人。参考主要发达国家现状，未来我国城镇化率估计80%、人均住房面积有望达到44.62平。因此城镇存量住宅将从目前的279.7亿平上升至517.6亿平，在不考虑价格因素情况下，价值将从213万亿上升至394.1万亿。

(2) 房价收入比回落，税收优惠和税率制定有更大空间。

若保持房地产市场平稳健康发展，房价增速低于人均可支配收入增长，则房价收入比将下降，居民房地产税负稳定的情况下可承受更高的实际税率，税收优惠和税率制定上有更大空间。若我国的房价收入比由7下降至样本国家平均水平3.8，则可承受的综合实际税率较当前提高84.2%，达0.16-1.76%。随着居民收入对房地产税的硬约束减少，地方政府在税制设定和征缴力度上有更大空间。

同时不考虑房价上涨和地方财政收入增加，未来模拟住房房地产税收入规模可达 0.6-7.2 万亿，是当前合理规模的 3.7 倍，占地方本级财政收入的比为 4.1-47.7%。而 2015-2017 年土地出让收入占地方财政收入的比重分别为 26.6%、28.7%和 34.6%，低于模拟房地产税收入占地方财政收入的比重。

图表16：模拟长期房地产税收入的名义税率和人均免税面积双因素敏感性分析

城镇存量住房价值 394.1 万亿	人均免税面积				
	0	12	20	30	40
综合税率	0	12	20	30	40
0.3%	11,823	8,646	8,091	6,152	4,227
0.5%	19,704	14,410	13,485	10,253	7,045
1.0%	39,409	28,821	26,970	20,506	14,090
1.5%	59,113	43,231	40,455	30,759	21,135
2.0%	78,817	57,642	53,940	41,012	28,179
2.5%	98,521	72,052	67,425	51,265	35,224
3.0%	118,226	86,463	80,911	61,518	42,269
3.5%	137,930	100,873	94,396	71,772	49,314

资料来源：恒大研究院

注：测算结果是在特定名义税率和人均免征面积条件下，模拟的长期房地产税规模；橙色底纹表示房地产税收入比在 0.6-6.7%的合理区间。

图表17：模拟长期房地产税收入/地方本级财政收入的名义税率和人均免征面积双因素敏感性分析

地方本级财政收入 150461 亿	人均免税面积				
	0	12	20	30	40
综合税率	0	12	20	30	40
0.3%	7.9%	5.7%	5.4%	4.1%	2.8%
0.5%	13.1%	9.6%	9.0%	6.8%	4.7%
1.0%	26.2%	19.2%	17.9%	13.6%	9.4%
1.5%	39.3%	28.7%	26.9%	20.4%	14.0%
2.0%	52.4%	38.3%	35.9%	27.3%	18.7%
2.5%	65.5%	47.9%	44.8%	34.1%	23.4%
3.0%	78.6%	57.5%	53.8%	40.9%	28.1%
3.5%	91.7%	67.0%	62.7%	47.7%	32.8%

资料来源：恒大研究院

注：测算结果是在特定名义税率和人均免征面积条件下，模拟的长期房地产税规模占地方财政收入的比例；橙色底纹表示房地产税收入比在 3-10%的合理区间。

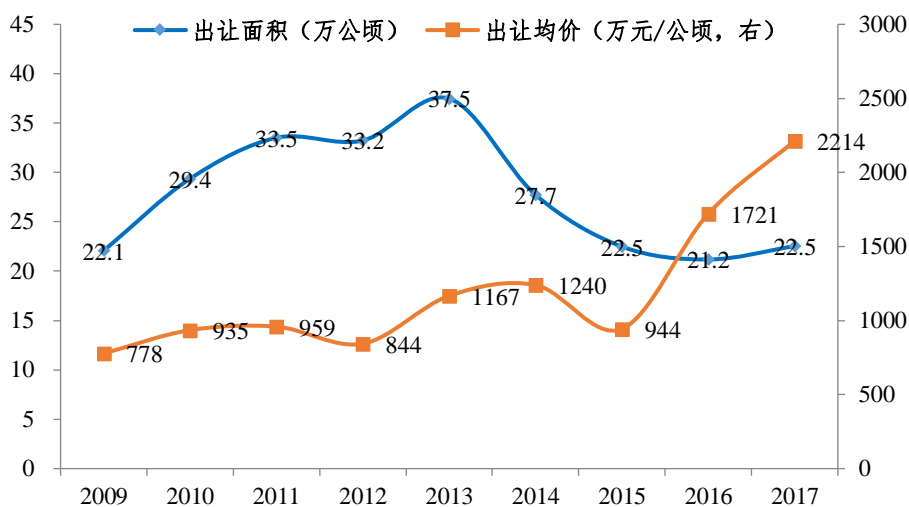
(3) 地方政府征税动力提升、征管力度增强。

随着城镇化率提升，存量房时代到来，土地出让收入和建设交易环节占比近 90%的土地财政收入逐步减少，地方政府主要事权支出也由大规模开发建设转向公共服务，因此征收动力和征管力度增强。

(4) 存量房时代逐步到来，土地出让收入规模降低。

2014 年开始，国有建设用地出让面积已进入下行通道，2017-2018 年地方政府土地出让收入大幅增加，主要因为房价上涨、房企集中补库存带动地价大幅上涨。随着存量房时代逐步到来、土地市场降温，未来土地出让收入将随出让面积减少而重回下行通道，而房地产税规模随税基和实际税率提升而增加，最终超过土地出让收入规模。

图表18：2009-2017 年国有建设用地出让面积和出让均价



资料来源：《中国国土资源公报》，恒大研究院

3 短期内各省模拟房地产税规模及对土地出让收入替代率

当前房价和存量房条件下，短期内各省模拟房地产税均无法替代土地出让收入。同时，区域发展不平衡导致模拟房地产税规模对土地出让收入的替代程度显著分化。人均收入水平高、城镇化率高的省份，模拟房地产税规模大；但由于房地产市场活跃，土地出让收入规模大，地方财政对土地出让收入依赖度高，短期内模拟房地产税更难以替代土地出让收入。

从模拟房地产税规模看，呈“西部、东北和京沪-中部-东部沿海”递增的规律。主要原因在于，经济发达、城镇化水平越高的省份，存量房市值越大，税基规模越大。

从模拟房地产税对土地出让收入替代程度看，呈“西部、东北和京沪-中部-东部沿海”递减的规律。主要因为除京沪外各省均处于增量房时代，土地出让收入规模远高于模拟房地产税规模，模拟房地产税规模越大的省份，土地出让收入规模更大。京沪已进入存量房市场，出让的土地相对存量房规模有限。



3.1 短期内各省的模拟房地产税规模偏小，呈“东部-中部-西部和东北部”阶梯式减少

测算当前条件下各省的模拟房地产税规模和对地方财政的影响，步骤如下：（1）计算各省 2017 年底的存量房规模和价值；（2）采取居民税负合理情况下的税制设定（根据前文计算，房地产税收入比合理情况下，对应的税收优惠人均免征 30 平、名义税率采用根据房地产税收入比测算的合理区间上限 3.5%）、结合 2015 年统计局公布的各省家庭户人均住房面积结构，计算各省房地产税绝对规模；（3）计算各省房地产税占一般公共预算收入的比重，衡量房地产税相对规模。

总量看，短期内各省的模拟房地产税规模都偏小；结构看，无论是绝对值还是相对值，呈东部沿海-中部-西部和东北阶梯式逐步降低的特点。具体而言：31 个省市中，有 8 个省市模拟房地产税征收规模超千亿，10 个省市模拟房地产税征收规模不足 200 亿；各省市模拟房地产税占地方财政收入比重的均值和中位数分别仅 6.9%、6.0%。结构方面：浙江规模最大，绝对规模 2170 亿，占地方财政收入 14.0%；西藏规模最低，绝对规模仅 17 亿，占地方财政收入 0.8%。10 个东部省市其中 7 个模拟房地产税规模超过千亿，占地方财政收入均值为 10.3%；中部省市除湖北外模拟房地产税规模在 200 亿-800 亿之间，占地方财政收入均值为 8.4%；西部地区超过一半省市规模低于 200 亿，占地方财政收入均值为 3.9%；东北三省除辽宁外模拟房地产税规模均小于等于 100 亿，占地方财政收入比重均值仅为 4.1%。

城镇化和人均可支配收入水平，和模拟房地产税规模具有较显著的正相关关系。在不考虑税制差异情况下，城镇化水平高、人均可支配收入高的省份，人口和经济基本面好，住宅存量、房价高，税源充足，模拟房地产税规模大。

图表19：各省短期内模拟房地产税规模和占地方财政收入比重

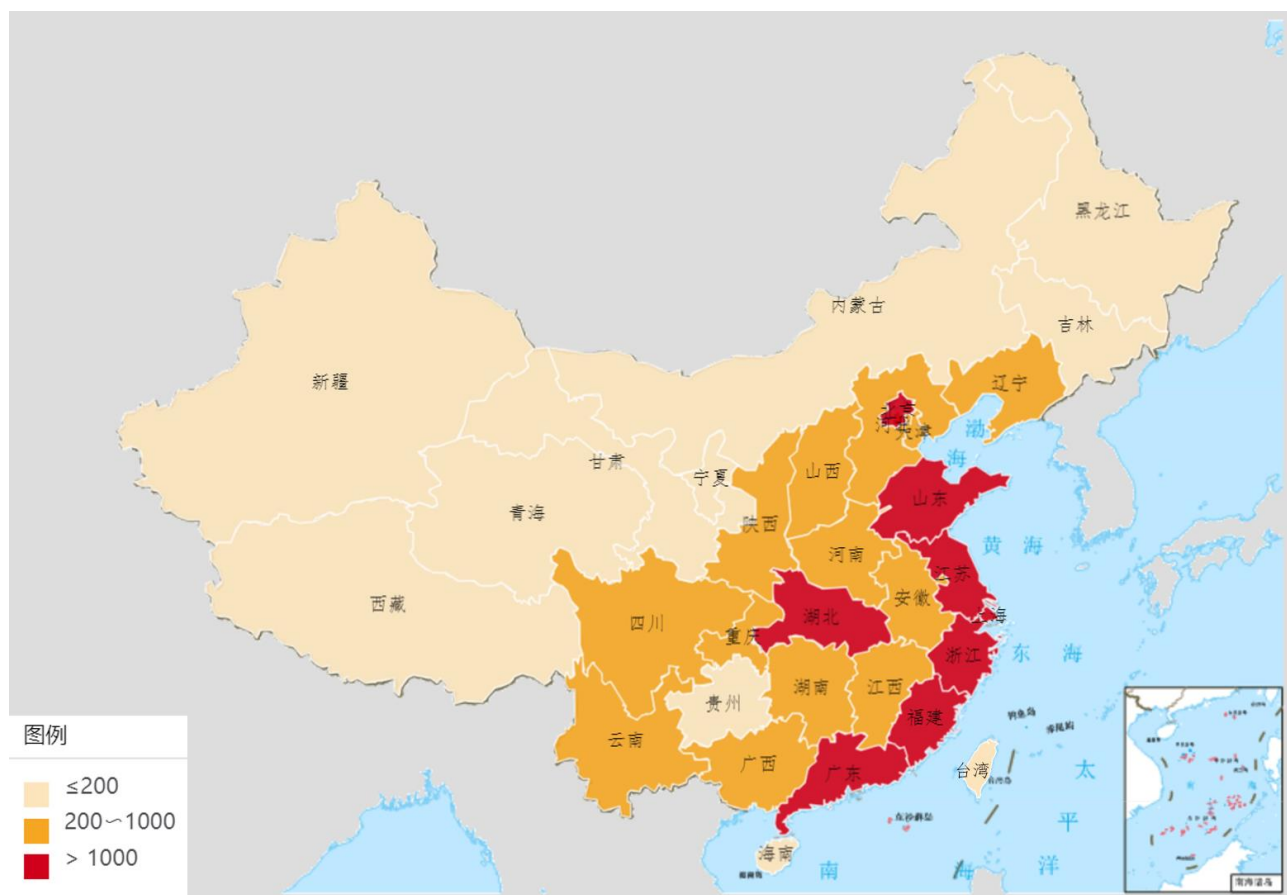
省份	所属区域	存量房价值	模拟房地产税规模	房地产税/财政收入	省份	所属区域	存量房价值	模拟房地产税规模	房地产税/财政收入
		亿元	亿元	%			亿元	亿元	%
福建	东部	82,399	1,086	16.3%	安徽	中部	63,323	524	5.8%
浙江	东部	174,511	2,170	14.0%	辽宁	东北	52,753	358	5.5%
北京	东部	170,580	1,349	12.8%	海南	东部	15,907	109	5.4%
上海	东部	140,400	1,289	12.3%	天津	东部	49,708	251	4.9%
湖北	中部	91,222	1,044	12.0%	山西	中部	31,846	222	4.4%
江苏	东部	173,446	1,910	11.2%	重庆	西部	39,967	330	4.3%
江西	中部	50,756	552	10.7%	黑龙江	东北	35,087	176	3.8%
河北	东部	88,113	696	10.2%	贵州	西部	20,246	168	3.1%
河南	中部	83,604	874	9.6%	吉林	东北	23,908	134	3.1%
广东	东部	223,537	1,578	8.6%	新疆	西部	15,685	111	2.5%
湖南	中部	62,544	649	7.8%	宁夏	西部	4,833	33	2.4%
云南	西部	40,625	433	7.7%	甘肃	西部	16,568	83	2.4%
山东	东部	119,385	1,021	7.3%	内蒙古	西部	17,769	102	2.2%
广西	西部	43,760	454	6.8%	青海	西部	4,654	30	2.1%
陕西	西部	41,702	338	6.4%	西藏	西部	1,807	17	0.8%

四川	西部	79,530	704	6.0%				
----	----	--------	-----	------	--	--	--	--

资料来源：《国土资源年鉴》，各省财政厅，恒大研究院

注：地方财政收入=一般公共预算收入+转移性支付+政府性基金收入+国有资本经营收入

图表20：模拟的短期内各省房地产税规模地图



资料来源：《国土资源年鉴》，各省财政厅，恒大研究院

图表21：各省模拟房地产税规模和城镇化率、人均可支配收入呈显著正相关关系

排序	省份	房地产税规模 (亿元)	2017年各省城镇化率	城镇人均可支配收入水平	排序	省份	房地产税规模 (亿元)	2017年各省城镇化率	城镇人均可支配收入水平
1	浙江	2,170	67.0%	146%	17	辽宁	358	67.4%	102%
2	江苏	1,910	67.7%	124%	18	陕西	338	55.3%	88%
3	广东	1,578	69.2%	117%	19	重庆	330	62.6%	92%
4	北京	1,349	86.5%	177%	20	天津	251	82.9%	115%
5	上海	1,289	87.6%	179%	21	山西	222	56.2%	85%
6	福建	1,086	63.6%	112%	22	黑龙江	176	59.2%	80%
7	湖北	1,044	58.0%	91%	23	贵州	168	44.2%	83%
8	山东	1,021	59.0%	105%	24	吉林	134	56.0%	82%
9	河南	874	48.5%	84%	25	新疆	111	48.4%	88%
10	四川	704	49.2%	88%	26	海南	109	56.8%	88%
11	河北	696	55.3%	87%	27	内蒙古	102	61.2%	102%
12	湖南	649	52.8%	97%	28	甘肃	83	44.7%	80%
13	江西	552	53.1%	89%	29	宁夏	33	56.3%	84%
14	安徽	524	52.0%	90%	30	青海	30	51.6%	83%
15	广西	454	48.1%	88%	31	西藏	17	29.6%	86%
16	云南	433	45.0%	89%					

资料来源：《国土资源年鉴》，各省财政厅，Wind，恒大研究院

注：城镇人均可支配收入水平=2017年各省城镇人均可支配收入/2017年各省平均城镇人均可支配收入

3.2 各省均无法替代土地出让收入，替代度和地方财政对土地出让收入依赖度负相关

3.2.1 各省模拟的短期房地产税取代土地出让收入的税率临界值

按照 30 平的免征面积，各省模拟的房地产税完全替代土地出让收入的税率临界值处于 4.8-23.0%，远高于我国合理名义税率上限 3.5%。随着免征面积增加，模拟房地产税取代土地出让收入的税率临界值加速提升：当免征面积为 0 平、12 平、20 平、30 平时，各省模拟房地产税替代土地出让收入的临界名义税率均值分别为 1.5%、2.3%、3.4%、6.4%和 25.0%。

图表22：各省模拟房地产税完全替代土地出让收入的临界名义税率

省份	免征面积					省份	免征面积				
	0平	12平	20平	30平	40平		0平	12平	20平	30平	40平
北京	0.5%	0.8%	1.2%	2.1%	4.9%	湖北	1.4%	2.0%	2.7%	4.3%	7.6%
天津	2.0%	3.4%	5.7%	14.0%	143%	湖南	1.5%	2.2%	3.1%	5.2%	10.4%
河北	1.3%	2.1%	3.1%	5.9%	15.4%	广东	1.4%	2.3%	3.5%	6.8%	17.0%
山西	1.2%	1.9%	3.0%	6.0%	17.4%	广西	1.4%	2.1%	2.9%	4.8%	8.7%
内蒙古	1.2%	1.9%	3.1%	7.1%	32.2%	海南	1.5%	2.4%	3.7%	7.5%	21.9%
辽宁	0.9%	1.5%	2.4%	4.8%	12.1%	重庆	2.4%	3.6%	5.4%	10.1%	24.6%
吉林	1.1%	1.8%	3.0%	6.8%	30.1%	四川	1.5%	2.3%	3.3%	6.1%	14.7%
黑龙江	0.5%	0.9%	1.5%	3.7%	19.0%	贵州	2.2%	3.4%	5.0%	9.3%	23.2%
上海	1.0%	1.6%	2.3%	3.8%	6.5%	云南	0.9%	1.3%	1.7%	2.8%	4.9%
江苏	3.3%	4.7%	6.5%	10.5%	18.9%	西藏	1.5%	2.3%	3.2%	5.8%	16.7%
浙江	1.9%	2.7%	3.5%	5.3%	8.4%	陕西	1.0%	1.5%	2.2%	4.3%	12.1%
安徽	3.4%	5.2%	7.7%	14.5%	34.8%	甘肃	1.2%	2.0%	3.4%	8.4%	160%
福建	1.5%	2.1%	2.8%	4.0%	6.0%	青海	0.7%	1.1%	1.7%	3.8%	20.2%
江西	1.7%	2.5%	3.4%	5.5%	10.0%	宁夏	1.6%	2.6%	4.0%	8.4%	28.1%
山东	1.9%	2.8%	4.1%	7.6%	19.1%	新疆	1.1%	1.7%	2.6%	5.2%	15.7%
河南	1.7%	2.4%	3.4%	5.6%	10.8%	平均值	1.5%	2.3%	3.4%	6.4%	25.0%

资料来源：《国土资源年鉴》，各省财政厅，恒大研究院

3.2.2 合理税率和免征面积下，模拟房地产税对土地出让收入替代率测算

采用模拟房地产税对土地出让收入替代缺口率(后文简称“模拟房地产税替代缺口率”)这一指标描述模拟房地产税对土地出让收入的替代程度。定义模拟房地产税替代缺口率=(土地出让收入规模-短期内模拟房地产税规模)/地方财政收入，值越小表示房地产税对土地出让收入的替代度越高。

我们测算了在30平的免征面积和3.5%综合名义税率的情况下，2017年和2016年两年各省模拟房地产税对土地出让收入的替代缺口率、各省土地出让收入依赖程度，发现以下规律：

1. 短期内各省模拟房地产税均无法替代土地出让收入，且由于2017年全国土地出让收入规模大幅增长39%，替代缺口率较2016年扩大。

2017年，我国各省模拟房地产税替代缺口率均值由2016年的6.7%扩大到9.6%，增加3.9个百分点；土地出让收入依赖度均值由2016年的12.8%上升到2017年17.2%，增加4.5个百分点。其中，北京、重庆、贵州、浙江、广东、河北、四川等省市模拟房地产税替代缺口率及土地出让收入依赖度增幅靠前，均超过7.5%。主要因为2017年我国土地成交价大幅增长，2017年北京、重庆、贵州、浙江、广东、河北、四川等省市土地出让收入同比平均增长5.5倍。

图23: 2016、2017年各省土地出让收入依赖度和模拟房地产税替代缺口率

省份	区域	土地出让收入依赖度		房地产税替代缺口率		省份	区域	土地出让收入依赖度		房地产税替代缺口率	
		2017年	2016年	2017年	2016年			2017年	2016年	2017年	2016年
江苏	东部	37.0%	28.2%	24.6%	20.5%	吉林	东北	9.5%	5.5%	6.1%	3.4%
重庆	西部	28.5%	15.1%	23.7%	11.6%	甘肃	西部	8.4%	7.2%	5.7%	4.2%
浙江	东部	36.8%	23.7%	21.3%	12.4%	陕西	西部	11.9%	6.0%	4.8%	2.3%
广东	东部	28.2%	18.5%	18.6%	10.4%	新疆	西部	7.4%	3.4%	4.6%	1.3%
天津	东部	23.7%	23.3%	18.3%	20.1%	广西	西部	11.7%	10.9%	4.1%	4.1%
河北	东部	28.3%	17.7%	17.0%	8.8%	福建	东部	22.1%	17.7%	4.0%	4.4%
江西	中部	28.6%	22.4%	16.7%	9.4%	湖南	中部	12.3%	18.8%	3.6%	7.6%
山东	东部	22.5%	19.1%	14.4%	11.7%	内蒙古	西部	6.0%	3.0%	3.5%	1.7%
贵州	西部	16.8%	7.0%	13.3%	4.3%	上海	东部	17.0%	13.0%	3.3%	3.5%
安徽	中部	19.8%	34.6%	13.3%	27.4%	云南	西部	11.6%	5.5%	3.0%	-0.4%
四川	西部	19.7%	11.1%	13.1%	5.4%	辽宁	东北	8.9%	6.8%	2.8%	3.1%
北京	东部	26.5%	11.0%	12.3%	-1.4%	宁夏	西部	5.0%	5.8%	2.3%	4.1%
河南	中部	22.7%	13.8%	12.0%	6.2%	西藏	西部	2.9%	1.7%	2.0%	0.7%
湖北	中部	24.4%	16.2%	11.0%	5.3%	青海	西部	3.6%	1.8%	1.3%	0.2%
海南	东部	14.5%	11.2%	8.5%	7.9%	黑龙江	东北	5.5%	3.5%	1.3%	1.2%
山西	中部	12.2%	11.8%	7.3%	6.2%	平均		17.2%	12.8%	9.6%	6.7%

资料来源:《国土资源年鉴》,各省财政厅, Wind, 恒大研究院

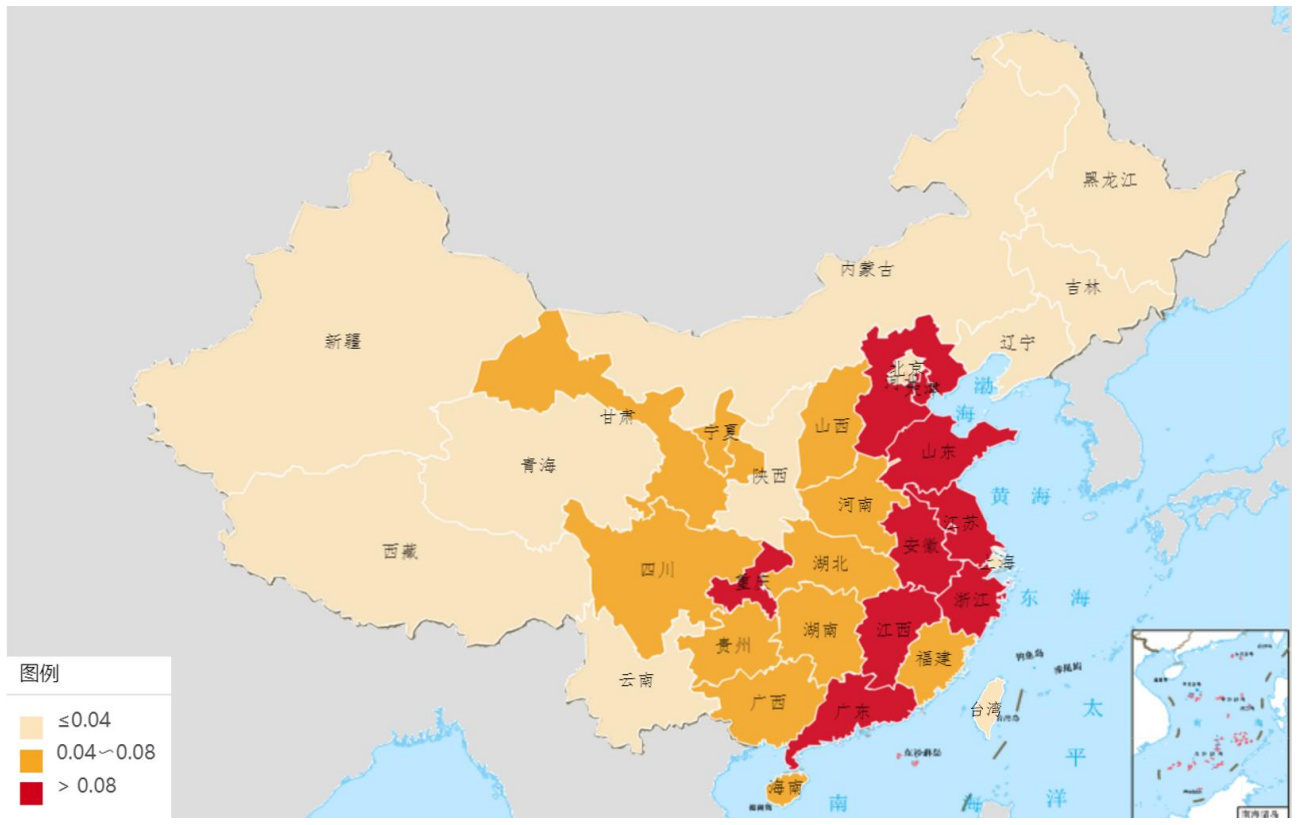
注: 地方财政收入=一般公共预算收入+转移性支付+政府性基金收入+国有资本经营收入

2. 模拟房地产税替代缺口呈现“东部沿海-中部-西部、东北和京沪”阶梯式递减的规律。

我国各省模拟房地产税对土地出让收入的替代缺口,呈现明显的“东部沿海-中部-西部、东北和京沪”阶梯式递减规律。以2016年为例,第一阶梯主要位于长三角、珠三角及环京地区的7个东部省份及重庆、江西。其土地出让收入占地方财政收入的比重为15.1-34.6%之间,平均模拟房地产税替代缺口率14.7%,其中安徽替代缺口率最大,达到27.4%;第二阶梯为中部、西部11省,土地出让收入占地方财政收入的比重区间为5.8-17.7%,平均模拟房地产税替代缺口率5.4%,其中替代缺口率最大的海南达到了7.9%;第三阶梯为东北、西北及北京、上海等共11个省市,除北京、上海外,其他省市土地出让收入占地方财政的比重均低于7%,平均房地产税替代率为1.6%。2017年因棚改货币化、热点城市加大土地供应等短期因素,大部分省份土地出让收入规模增加、替代缺口不同程度加大,北京及部分东北、西部省份增幅较明显。

这主要与经济发达程度和房地产市场发展阶段相关。京沪已进入存量房时代,土地出让收入不再是地方政府主要收入来源,同时房地产税税源规模大,因此替代缺口小。其他省份处于增量房时代,房地产税相对土地出让收入规模非常有限;经济越发达、房地产市场越活跃,模拟房地产税规模更大,但土地出让收入规模也更大,替代缺口反而更小。

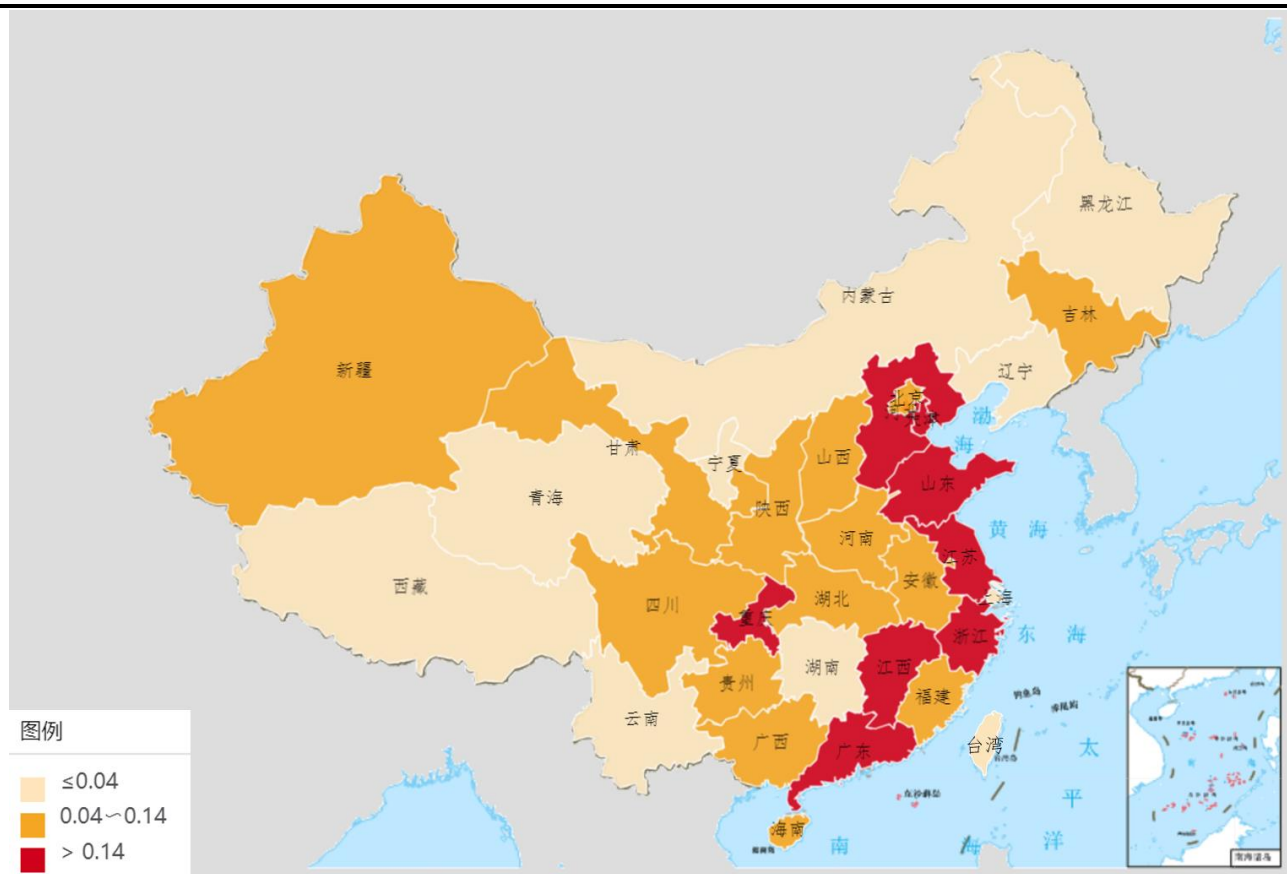
图表24：各省模拟房地产税替代缺口率分布（采用 2016 年地方财政数据）



资料来源：《国土资源年鉴》，各省财政厅，恒大研究院

注：采用 2016 年各省地方财政收入和土地出让收入计算

图表25：各省模拟房地产税替代缺口率分布（采用 2017 年地方财政数据）



资料来源：《国土资源年鉴》，各省财政厅，恒大研究院

注：采用 2017 年各省地方财政收入和土地出让收入计算

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com