

# 中性

| 公司名称   | 股票代码      | 股价(人民币) | 评级   |
|--------|-----------|---------|------|
| 金地集团   | 600383.SH | 11.08   | 未有评级 |
| 保利地产   | 600048.SH | 13.49   | 未有评级 |
| 万科A    | 000002.SZ | 20.59   | 未有评级 |
| 龙湖集团   | 0960.HK   | 39.10   | 未有评级 |
| 华润置地   | 1109.HK   | 33.45   | 未有评级 |
| 碧桂园服务  | 6098.HK   | 65.00   | 未有评级 |
| 永升生活服务 | 1995.HK   | 15.90   | 未有评级 |
| 华润万象生活 | 1209.HK   | 44.50   | 未有评级 |
| 融创服务   | 1516.HK   | 17.36   | 未有评级 |
| 新城悦服务  | 1755.HK   | 16.70   | 未有评级 |
| 宝龙商业   | 9909.HK   | 18.38   | 未有评级 |
| 星盛商业   | 6668.HK   | 3.86    | 未有评级 |

资料来源：万得，中银证券

以2021年10月25日当地货币收市价为标准

## 主要催化剂/事件

2021年10月15日，习近平总书记在《求是》发表文章，进一步强调“积极稳妥推进房地产税立法和改革，做好试点工作”，加强对高收入的规范和调节。10月23日，本次全国人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，房地产税试点工作在加速推进和落地。

## 相关研究报告

《房地产行业第41周周报(10月9日-10月15日：央行再度表态稳地产预期，土地市场持续趋冷》202111019

《房地产2021年9月统计局数据点评：销售开工持续下滑但降幅收窄，单月投资增速转负》202111018

《房地产行业第40周周报(10月2日-10月8日：国庆楼市整体成交下降16%，一线回暖，二三线持续下行》202111012

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

## 房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

联系人：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121070048

# 从路径、估算总额、预期影响、海外经验来理解我国房地产税改革试点

## 核心观点

2021年10月23日，全国人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，试点期限为五年，自国务院试点办法印发之日起算，试点实施启动时间由国务院确定。我们预计将于2022年开展试点征收工作，充分总结经验后再行立法，推出后有望助力房地产市场良性发展。1) 预计各地将在国务院制定的总体草案基础上，因地制宜进行细则落地，包括征收范围、计税依据、税率、税收优惠等。2) 作为地方税的一种，试点阶段预计只针对城市内部房产进行计算征收，不会跨城联网统计。3) 试点城市预计将优先从核心一二线城市中选取，特别是今年上半年市场热度较高、供求矛盾突出、房价涨幅较大、市场韧性较强的城市，例如深圳、杭州、宁波、南京、苏州等。**房产税收入短期难以替代土地出让收入。**据我们测算，全年房产税收入范围约为0.34-2.27万亿元，预计仅占土地出让收入的4.6%-30.7%。在中性假设下为1.42万亿元(假设房产税税率为0.8%，整体免征比例50%)。由于房价水平的差异，一线城市平均房产税收入最高。据测算，一/二/三四线城市平均房产税收入分别为1206/170/51亿元。1) 4个一线城市：预估房产税总计4825亿元，占预估全国房产税总收入的34%；2) 10个二线城市代表：总计1703亿元，占全国12%；3) 12个三四线城市代表：总计617亿元，占全国4.4%。

房产税对居民支出整体影响不大，一线城市人均房产税税负相对较大。在中性假设下，2020年全国城镇人均房产税支出约为1570元，约占当年人均可支配收入的3.58%，比重较低。其中一线城市该比例均值9.4%，深圳高达13.7%；二线城市3%-8%；三四线城市大多在5%以内。

房产税出台可能会引起市场短期的波动，但长期影响较小。1) 短期：对市场成交带来一定压力，随着成交量的下行，价格或略有向下波动；2) 中期：地方财政收入不再单纯依赖卖地，可能带来地价下降从而影响房价。若房价下跌，基于“评估值”的房产税会随之减少，持房成本降低，对于中期量价走势预判是价跌量稳。3) 长期：对房价不具备决定作用，供求关系还是影响房价的最关键因素。

房产税国际经验：给予地方政府充分授权，征税对市场影响有限。国际上，房产税大致可以分为英美模式和日韩模式两种，英美模式将房产税的功能定位为筹措财政收入，而日韩模式除了保证财政收入外，还兼顾对房价调控的功能。我们对美国、日本、韩国、香港等四个国家和地区进行了分析，综合来看有以下特点：1) 按照评估值来征税；2) 需制定一些税收优惠，针对特殊对象给予一定的税收减免；3) 收入归属地方政府，且地方具有充分自主权；4) 税基确定非常复杂，需要建立完备的税收征管模式；5) 房产税是为稳定市场，扩充地方税源，整体赋税压力不大。

## 投资建议

目前房地产税处于立法推进的关键阶段，本次试点扩容并稳妥推进房地产税立法具备“里程碑”意义，但总体仍偏谨慎，全国范围内全面开征仍需要长时间循序渐进的沉淀。与十年前开始上海试点的“增量个人住房房产税”和重庆试点的“高档住房房产税”相比，或将“存量个人住房”纳入到征收体系中。房地产税试点扩容短期内虽会对试点城市的购房情绪及地产板块资本市场投资情绪产生冲击，但中长期影响有限，整体利于现阶段房地产行业的良性发展：一方面，有助于抑制投机性住房需求，符合房地产长效机制建立的目标；另一方面，在目前楼市、地市较冷的市场环境下，较为依赖土地出让金的政府面临一定的财政压力，房产税或成为补充地方政府财政收入的一个来源。我们认为在目前地产行业“政策+基本面”双重底部的背景下，后续Q4通过供需端的政策调整、信贷政策微调以对冲房地产税短期冲击的预期加强，我们仍然看好Q4的估值修复行情。我们建议关注：1) 开发板块：金地集团、保利地产、万科A、龙湖集团、华润置地。2) 物业板块：碧桂园服务、永升生活服务、华润万象生活、融创服务、新城悦服务、宝龙商业、星盛商业。

## 评级面临的主要风险

国内房地产税推出进程存在不确定性，长效机制建立过程中，其他政策对房价的影响不可控。

## 目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 中国房地产税几经更迭尚未完善，全国全面落地征收仍需等待长期经验的反馈</b> .....          | <b>5</b>  |
| 1.1 “房产税”实际为“房地产税”的一个子集 .....                              | 5         |
| 1.2 房地产税的历史沿革：居民住房纳入征收体系、立法稳妥推进、试点扩容三阶段渐进迎来房地产税的重要变革 ..... | 5         |
| 1.3 房产税立法以及实施细则仍然存在较多争议与难题，因此这是一个相对慎重的过程 .....             | 9         |
| 1.4 现行中国房地产税体系：税种复杂，重交易，轻保有 .....                          | 11        |
| 1.5 房产税在沪渝的试点：征收范围偏窄，推行效果不显著 .....                         | 13        |
| 1.6 房产税在全国推广实际上能够促进房地产市场的健康发展，政府、企业、个人三方都有望受益 .....        | 15        |
| <b>2 中国房产税征收预计将赋予地方自主权，房产税收入短期难以替代土地出让收入</b> .....         | <b>17</b> |
| 2.1 中国房产税征收体系预计将采用以估值为基础，地方灵活确定税 .....                     | 17        |
| 2.2 房产税短期难以代替土地出让收入，预计一线城市税收贡献较大 .....                     | 17        |
| <b>3 房产税对居民支出整体影响不大，长期对房价不具备决定作用</b> .....                 | <b>20</b> |
| 3.1 房产税对居民支出整体影响不大，一线城市居民房产税负相对较重 .....                    | 20        |
| 3.2 房产税出台可能会引起市场短期的波动，但长期影响较小 .....                        | 21        |
| 3.3 税负可能会转嫁至租赁，不过租赁供应量有望增加 .....                           | 22        |
| <b>4 美国、日本、韩国、中国香港房产税：地方充分授权，对市场影响有限</b> .....             | <b>23</b> |
| 4.1 美国：州与地方政府分工明确，地方政府“以需定收”确定税率 .....                     | 24        |
| 4.2 日本：地方具有房产税立法权，居民税收负担不大 .....                           | 28        |
| 4.3 韩国：房产税作为调节房价的政策性工具，效果不及预期 .....                        | 31        |
| 4.4 中国香港：“房地分离”的财税制度，宽税基、低税率 .....                         | 32        |
| <b>5 投资建议</b> .....  | <b>35</b> |
| <b>6 风险提示</b> .....  | <b>36</b> |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1. “房产税”实际为“房地产税”的一个子集 .....  | 5  |
| 图表 2. 房地产税税种划分逐步明确，其中房产税从只对经营性住房征收到对居民住房征收试点 .....                               | 6  |
| 图表 3. 中国房地产税的征收原则 .....  | 7  |
| 图表 4. 房地产税在全国征收的相关政策表态 .....   | 8  |
| 图表 5. 房产税的相关配套制度改革 .....   | 10 |
| 图表 6. 截至 2020 年年初，深圳小产权房（不包括保障房、公寓、工业宿舍等）占全市总住房套数的比例超过 52%，商品住宅占比仅为 17.47% ..... | 11 |
| 图表 7. 中国房地产税收体系：按税收属性 .....  | 11 |
| 图表 8. 中国房地产税收体系：按与地产关联程度 .....   | 11 |
| 图表 9. 中国房地产税收体系：按课税环节 .....  | 12 |
| 图表 10. 2004 年-2021 年 1-9 月房地产税收情况（亿元） .....                                      | 12 |
| 图表 11. 2004 年-2021 年 1-9 月中国房地产业各环节税收占比 .....                                    | 13 |
| 图表 12. 上海、重庆的房产税征收细则对比 .....   | 14 |
| 图表 13. 上海 2011 年商品住宅量价走势 .....   | 14 |
| 图表 14. 重庆（主城区）2011 年商品住宅量价走势 .....   | 14 |
| 图表 15. 房地产对政府、个人、企业三方良性循环的影响 .....   | 15 |
| 图表 16. 中国地方政府财政收入构成 .....  | 16 |
| 图表 17. 地方财政收入中土地出让金占比 .....  | 16 |
| 图表 18. 2020 年全国国有土地出让金收 8.41 万亿，占全国财政收入的 44.3% .....                             | 16 |
| 图表 19. 全国房产税一年可征税额测算 .....   | 17 |
| 图表 20. 全国一年房产税收入敏感性分析 .....  | 18 |
| 图表 21. 近三年全国土地出让金占地方财政收入比例 .....   | 18 |
| 图表 22. 预计全国房产税收入/近三年土地出让金均值 .....  | 18 |
| 图表 23. 全国各城市 2020 年房产税收入测算 .....   | 19 |
| 图表 24. 房产税对居民收支得影响测算（2020 年） .....   | 20 |
| 图表 25. 2020 年全国城镇人均房产税支出敏感性分析 .....  | 20 |
| 图表 26. 2020 年全国城镇人均房产税支出占可支配收入比例 .....   | 20 |
| 图表 27. 全国主要城市 2020 年城镇人均房产税支出及占人均可支配收入比例 .....                                   | 21 |
| 图表 28. 从短中长期来看房产税对市场的量价影响 .....  | 22 |
| 图表 29. 各地征税情况概览 .....  | 23 |
| 图表 30. 美国、日本、韩国、中国香港房地产税收体系总结 .....  | 23 |
| 图表 31. 财产税占 GDP 得比重：美国和 OECD 平均 .....  | 24 |

|   |    |
|---|----|
| 图表 32. 房产税与财产税与税收比例 (2015) .....          | 25 |
| 图表 33. 各州财产税占税收收入比例 (2018) .....          | 25 |
| 图表 34. 美国各州财产税税率 (2019) .....             | 26 |
| 图表 35. 美国各州人均财产税税额 (2018) .....           | 26 |
| 图表 36. 2020 年美国 51 各州中房产税率排名前五名与后五名 ..... | 26 |
| 图表 37. 美国现行的房产税体系 .....                   | 27 |
| 图表 38. 日本现行的房产税体系 .....                   | 29 |
| 图表 39. 日本主要的房产税种: 固定资产税、城市规划税 .....       | 29 |
| 图表 40. 日本不动产评估方法 (房屋、土地) .....            | 30 |
| 图表 41. 日本固定资产税和都市规划税的税收优惠举例 .....         | 30 |
| 图表 42. 日本住宅价格指数变化趋势 .....                 | 31 |
| 图表 43. 日本住宅价格增速变化趋势 .....                 | 31 |
| 图表 44. 韩国现行的房产税体系 .....                   | 31 |
| 图表 45. 韩国房屋购买价格指数 .....                   | 32 |
| 图表 46. 韩国普通住宅财产税累进税率 .....                | 32 |
| 图表 47. 韩国普通住宅综合不动产税累进税率 .....             | 32 |
| 图表 48. 香港主要的三种持有环节房产税税种 .....             | 33 |
| 图表 49. 香港财政支出的分类 .....                    | 34 |
| 图表 50. 香港恒生地产分类指数 .....                   | 34 |
| 图表 51. 报告中提及上市公司估值表 .....                 | 35 |

## 1 中国房地产税几经更迭尚未完善，全国全面落地征收仍需等待长期经验的反馈

### 1.1 “房产税”实际为“房地产税”的一个子集

房地产税是一个综合性的概念，一切与房地产经济活动过程有直接关系的税（包括房产税）都属于房地产税，涉及房地产的各个环节：土地购置、开发、保有、交易等。其中“房产税”是保有环节的一种税收。“房产税”实际为“房地产税”的一个子集。房产税作为财产税，其征税对象为房产，而房地产税征税对象既包括房产又包括土地。

图表 1. “房产税”实际为“房地产税”的一个子集



资料来源：财政部，中银证券

### 1.2 房地产税的历史沿革：居民住房纳入征收体系、立法稳妥推进、试点扩容三个阶段渐进迎来房地产税的重要变革

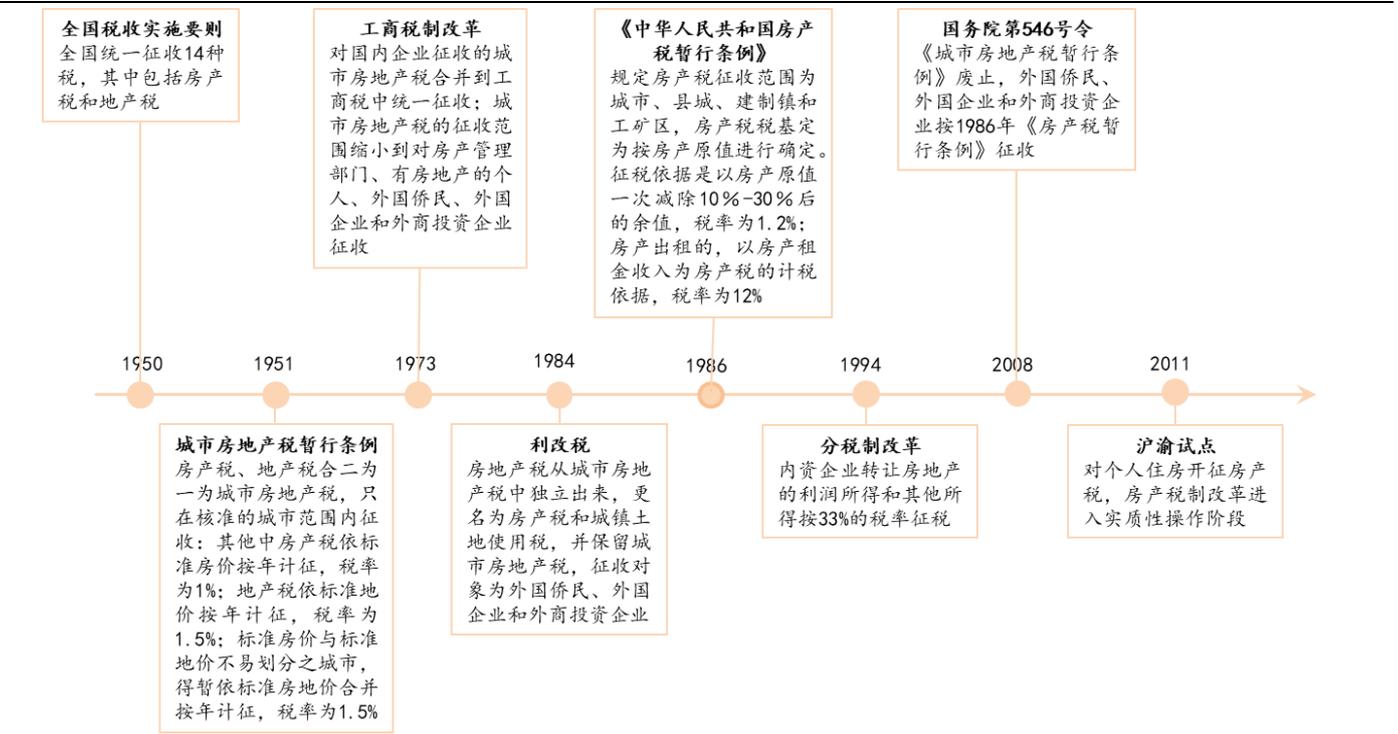
**第一阶段：房地产税税种划分逐步明确，其中房产税从只对经营性住房征收到对居民住房征收试点**

中国的“房地产税”概念最早于 1950 年提出，当时全国统一征收的 14 个税种就包括了房产税和地产税，1951 年合并为城市房地产税，并制定了相关税率。1984 年，房地产税正式提出，并且开始了房地产税税种的划分。其中我们现在所频繁提及的保有环节的“房产税”是 1986 年全国人大授权国务院依照《中华人民共和国房产税暂行条例》开征的税种，当时土地是国有的，没有拍卖和转让，土地并没有价值，当时对个人非经营用房免纳房产税，征收对象为营业性房屋和出租房屋。

到了 2003 年 10 月的十六届三中全会，第一次提出对居民住房征税，当时提出叫做物业税。因为在税收法律里面对财产所得征税是比较严肃的。当时提出的框架核心点有：1) 对居民住房征税；2) 对交易建设环节的税收要进行整合，保有环节增加、交易环节降低；3) 隐含普遍征收作为地方税收的来源。这几个核心点也是借鉴了欧美国家对于房产税的定位，也是借鉴其他国家上百年的经验。在这之后进行了所谓的空转试点，当时有北京的亦庄、宁夏、南京、丹东进行了试点。空转时点实质上是对怎样评估房屋价值的试点，当时是按房产评估值征收。

2010年5月，国务院首次明确提出“逐步推进房产税改革”，并于2011年，上海和重庆两地，在房产税的框架内启动了把居民住房的一部分纳入到征税范围的改革试点。从2010年3月开始，财政部税政司地方税处，对1986年出台的《城镇房地产税暂行条例》进行修订，取消其中关于对城镇住宅免征城镇房地产税的优惠待遇。

图表 2. 房地产税税种划分逐步明确，其中房产税从只对经营性住房征收到对居民住房征收试点



资料来源：《全球流通经济》，中银证券

## 第二阶段：房地产税立法稳妥推进

2017年初步明确“立法先行、充分授权、分步推进”的原则和按照“评估值”征收房地产税的办法。2017年底，财政部部长肖捷在《人民日报》撰文提出房地产税的征收要以“立法先行、充分授权、分步推进”为原则，推进房地产税立法和实施，并对工商业房地产和个人住房按照评估值征收房地产税，适当降低建设、交易环节税费负担，逐步建立完善的现代房地产税制度。市场评估值是基于房屋的原值和现有价值，以及考虑到房地产市场所处的环境、周边同类房产的价值等进行系统评估，进而得出相应的纳税份额。

图表 3. 中国房地产税的征收原则

### 立法先行

在税收法定原则下，任何新税种必须要先立法后征收

### 充分授权

给地方政府充分授权，让地方根据实际情况来决定具体实施方案。  
（中国社科院财经战略研究院研究员杨志勇）  
在中央统一立法和税种开征权的前提下，根据税种特点，通过立法授权，适当扩大地方税收管理权限，地方税收管理权限主要集中在省级  
（财政部部长肖捷）

### 分步推进

采取先城市后乡镇、先市民后农民、先企业后个人的策略逐步实施。  
（中国税务学会学术研究委员会副秘书长焦瑞进）

资料来源：财政部，中银证券

2018 年以来，不同层级不同部门的领导不仅就房地产税的表态日益密集，其中也不乏具体配套政策的落地。随着房地产税立法进程的加快，房地产税全面开征也渐行渐近。1) 首先，不动产登记平台实现全国联网使得征税统计的技术性难点得以克服。2018 年 6 月，不动产登记平台实现全国联网，同年 7 月国务院还将“房产交易登记”纳入大督查文件内，范围涵盖 31 个省市区。2) 其次，房地产税立法进程开始加快，试点工作在加速推进和落地。2018 年 3 月，外交部党委书记、副部长张业遂提出全国人大常委会明确了税收法定的改革路线图和时间表。2021 年以来房地产税被高频提及：5 月财政部等 4 部门召开房地产税改革试点工作座谈会，8 月财政部指出积极稳妥推进房地产税立法和改革，10 月 23 日全国人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。3) 政府调控房地产的意愿持续，稳定房地产市场将成为房地产税出台的重要目的。2018 年 7 月，国家统计局新闻发言人毛盛勇表示：要进一步加强和完善宏观调控，同时供给侧要进一步发力，包括加快推进房地产税相关的政策举措。2021 年 10 月 23 日在全国人民代表大会常务委员会上再度明确了房地产税的作用更多地是引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展，稳定房地产市场是重要目的之一。

图表 4. 房地产税在全国征收的相关政策表态

| 时间          | 事件  | 房地产税相关表态   |
|-------------|---|--|
| 2021年10月23日 | 第十三届全国人民代表大会常务委员会                                     | 为 <b>积极稳妥</b> 推进房地产税立法与改革，引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展，授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作的 <b>决定</b>                                      |
| 2021年8月18日  | 财政部副部长许宏才《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》                         | 深化财税体制改革， <b>积极稳妥</b> 推进房地产税立法和改革，配合做好增值税法、消费税法、关税法等立法审核工作。  |
| 2021年5月11日  | 财政部、全国人大常委会预算工委、住房城乡建设部、税务总局召开 <b>房地产税改革试点工作座谈会</b> 。 |  |
| 2021年5月6日   | 财政部部长刘昆发表文章《建立健全有利于高质量发展的现代财税体制》                      | 健全直接税体系，逐步提高直接税比重，进一步完善综合与分类相结合的个人所得税制度， <b>积极稳妥</b> 推进房地产税立法和改革。  |
| 2021年4月7日   | 财政部财税司司长王建凡在贯彻落实“十四五”规划纲要、加快建立现代财税体制发布会上表示            | <b>积极稳妥</b> 推进房地产税立法和改革。   |
| 2021年3月13日  | “十四五”规划   | <b>推进</b> 房地产税立法，健全地方税体系，逐步扩大地方财政管理权。  |
| 2020年12月    | 财政部部长刘昆在《人民日报》上发文                                     | 按照“立法先行、充分授权、分步推进”的原则， <b>积极稳妥</b> 推进房地产税立法和改革   |
| 2020年5月18日  | 中共中央、国务院发布关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见                      | <b>稳妥推进</b> 房地产税立法   |
| 2019年3月14日  | 全国人大财经委   | 房地产税应设宽豁免征面积，因城施策； <b>稳步推进</b> 房地产税立法，确保如期完成。  |
| 2019年3月5日   | 政府工作报告  | <b>稳步推进</b> 房地产税立法   |
| 2019年3月     | 十三届全国人大第二次会议上，全国人大常委会委员长栗战书表态                         | 集中力量 <b>落实</b> 好党中央确立的重大立法事项，包括审议民法典，制定房地产法等   |
| 2018年7月     | 国务院   | 针对房产交易进行调查   |
| 2018年7月     | 统计局发言人  | 加快推进房地产税相关政策举措，更好实现“房住不炒”  |
| 2018年6月     | 自然资源部   | 不动产登记已实现全国联网   |
| 2018年4月     | 自然资源部和税务总局  | 推动不动产登记信息与税收信息互联互通，不动产登记机构要将土地、房屋登记信息实时传递给税务部门   |
| 2018年3月25日  | 财政部部长刘昆表态   | 按“立法先行、充分授权、分步推进”的原则， <b>推进</b> 房地产税立法和实施。   |
| 2018年3月7日   | 财政部记者会财政部副部长史耀斌表态                                     | 房地产税总体思路就是“立法先行、充分授权、分步推进”。目前相关部门正在设计、完善，同时再进行论证和听取意见。中国房地产税制度设计上会参考国际上共性的制度性安排。   |
| 2018年3月5日   | 政府工作报告  | 推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革，抓紧制定收入划分改革方案，完善转移支付制度。健全地方税体系， <b>稳妥推进</b> 房地产税立法。  |
| 2018年3月4日   | 十三届全国人大一次会议发言人张业遂表态                                   | <b>加快</b> 房地产税立法是党中央提出的重要任务，由全国人大常委会预算工作委员会和财政部牵头组织起草，目前正在加快进行起草完善法律草案、重要问题的论证、内部征求意见等方面的工作，争取早日完成提请常委会初次审议的准备工作。                  |
| 2017年11月    | 财政部部长肖捷在《党的十九大报告辅导读本》中撰文                              | 房地产税立法、个人所得税改革、健全地方税体系改革工作稳步推进。按照“立法先行、充分授权、分步推进”的原则，推进房地产税立法和实施。对工商业房地产和个人住房按照评估值征收房地产税，适当降低建设、交易环节税费负担， <b>逐步建立</b> 完善的现代房地产税制度。 |
| 2017年10月    | 党的十九大报告   | 深化税收制度改革，健全地方税体系。 <b>进一步</b> 为房地产税改革做出 <b>部署</b> 。   |
| 2016年12月    | 国家税务总局发布《“十三五”时期税务系统全面推进依法治税工作规划》                     | <b>推动</b> 环境保护税和房地产税立法   |
| 2016年11月    | “财政与国家治理暨财政智库60年”研讨会时任财政部部长楼继伟表态                      | 环境保护税、个人所得税、房地产税等改革正在 <b>积极推进</b>  |
| 2016年3月     | 两会  | 将房地产税法列入为预备项目  |
| 2015年8月     | 十二届全国人大常委会立法规划  | <b>房地产税法被正式纳入</b> 十二届全国人大常委会 <b>立法规划</b> 。   |
| 2014年11月    | 国务院   | 《不动产登记暂行条例》发布  |
| 2014年3月     | 政府工作报告  | <b>做好</b> 房地产税、环境保护税立法相关工作   |
| 2013年12月    | 十八届三中全会发布《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》                      | <b>加快</b> 房地产税 <b>立法并适时推进改革</b>  |
| 2013年11月    | 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》                               | 加快房地产税立法并适时推进改革  |
| 2013年8月     | 财政部   | 将扩大个人住房房产税改革试点范围，研究完善对工商业等单位房产的房产税制度   |
| 2012年8月     | 国家税务总局  | 由于对个人住房征税涉及面广、且需要一系列的配套制度，扩大试点方案以及细化的征收标准和办法尚未最终确定   |
| 2012年3月     | 《政府工作报告》  | 改革房地产税收制度，促进房地产市场长期平稳健康发展  |
| 2012年3月     | 财政部部长   | 进一步研究推进房产税改革的方案，适当扩大试点范围   |
| 2011年12月    | 财政部部长   | 继续推进房产税改革试点  |
| 2011年3月     | “十二五”规划纲要   | <b>研究推进</b> 房地产 <b>改革</b>  |
| 2011年1月28日  | 上海和重庆两地率先试点向居民住宅征收房产税                                 | <b>上海和重庆同时宣布启动房产税试点</b> ，对个人住房征收房产税。其中，上海针对增量住房进行征税，税率为0.6%；重庆则向豪宅进行征税，税率分0.5%、1%、1.2%三档。  |
| 2010年8月     | 发改委财政金融司司长  | 推进房产税改革，它的开征将为地方政府带来一项稳定的主体税种  |
| 2010年4月     | 国务院   | 坚决遏制部分城市房价过快上涨，发挥税收政策对住房消费和房地产收益的调节作用  |
| 2010年1月     | 十二五规划建议   | 未来五年房地产税改革仍将主要处于研究和试点阶段，在条件成熟时，将分布实施这个税种的改革  |
| 2005年3月     | 在“中国发展高层论坛”中时任财政部副部长肖捷表态                              | 今后一段时期将 <b>重点推进</b> 房地产 <b>改革</b> ，有必要研究实施物业税改革。   |

资料来源：中国政府网，财政部，国土资源部，国家统计局，中银证券

### 第三阶段：试点扩容，全面开征仍需经验沉淀

2021年试点扩容，房地产税处于立法推进的重要阶段。2011-2021年的十年间，只有上海和重庆两个城市对居民住房进行了房产税征收试点。为积极稳妥推进房地产税立法与改革，引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展，2021年10月23日全国人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作：“试点地区的房地产税征税对象为居住用和非居住用等各类房地产，不包括依法拥有的农村宅基地及其上住宅。土地使用权人、房屋所有权人为房地产税的纳税人。国务院制定房地产税试点具体办法，试点地区人民政府制定具体实施细则。国务院按照积极稳妥的原则，统筹考虑深化试点与统一立法、促进房地产市场平稳健康发展等情况确定试点地区。试点期限为五年，自国务院试点办法印发之日起算。条件成熟时，及时制定法律”。2021年“试点扩容”终兑现，具备“里程碑”意义，但总体仍偏谨慎，全国范围内全面开征仍需要长时间循序渐进的沉淀。

本轮房地产税试点将与2011年开始的沪渝房产税试点有以下不同。1) 从概念上看，本轮房地产税试点范围更广，税种包括但不限于房产税，土地使用权人、房屋所有权人为房地产税的纳税人。2) 沪渝试点效果不显著，主因是存量住房并未纳入征税体系，且税率较低，免税面积较高。与十年前开始上海试点的“增量个人住房房产税”和重庆试点的“高档住房房产税”相比，本轮房地产税可能会以全部存量房为征税对象，税率也会因地调整。3) 沪渝试点本意是抑制房价过快上涨和保障刚性需求，从调控目标上来看，上海主要是抑制非刚需的投资型需求；重庆主要是针对高档住房的过度消费。本轮明确了房地产税的征收目的在于引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展。

我们预计将房地产税将采取“先试点、后立法”的原则循序渐进，将于2022年开展试点征收工作。本次授权试点期限为五年，待充分总结试点经验，条件成熟时及时制定法律。因此，我们预计2022-2026年将开展分批试点工作，2022年将首批城市开始征税，待充分总结试点经验后制定相关法律草案。预计各地将在国务院及相关部门制定的总体草案基础上，因地制宜进行细则落地，包括征收范围、计税依据、税率、税收优惠等。同时，作为地方税的一种，试点阶段预计之针对城市内部房产进行计算征收，暂不会跨城联网统计。

试点城市预计将优先从核心一二线城市中选取，特别是今年上半年市场热度较高、房价涨幅较大的核心二线城市，例如深圳、杭州、宁波、南京、苏州等，另外上海和重庆依然会被列入试点。原因有二：1) 核心一二线城市的市场容量较大，需求充足，保有环节房地产税开征后对需求端虽然会产生一定的影响，但对刚需影响较小，叠加这些城市通常有较为严格的限购政策，整体的市场活力有支撑；2) 核心一二线城市供求矛盾突出，保有环节房地产税开征有助于引导多套房产所有者出售或出租房屋，解决大城市的住房困难问题。

## 1.3 房产税立法以及实施细则仍然存在较多争议与难题，因此这是一个相对慎重的过程

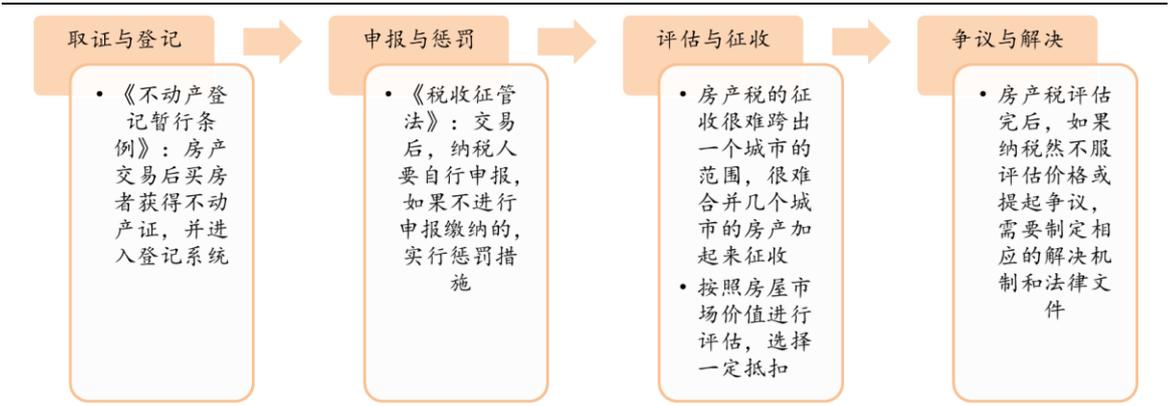
### 1.3.1 房产税立法过程中的部分制度难题正在逐步解决

首先，土地使用权的权限拓宽有望突破房产税立法中的法理矛盾。房产税的范围宽广，其征税对象是房产加上土地，涵盖房产税、契税、印花税、土地增值税等等，不同于国外在土地私有的基础上征税，中国的土地，在城市归国家所有，在农村则归集体所有，个人并没有土地的所有权，仅有土地的使用权，同时在土地之上的房产也只有70年的产权，对国有土地上的房产征税存在法理上的矛盾。但考虑到土地使用权属于用益物权，具有排他性和交易增值的特性，以及《物权法》中土地使用权的“自动续期”条款实施可能性，我们认为这一法理障碍最终能够被突破。

其次，相关的配套制度改革也为房产税推出做出了重要铺垫。1) 不动产登记：2015年3月开始实施《不动产登记暂行条例》，同时，成立了专门的不动产登记机构，在完成新的房屋交易后购房者将获得不动产证（取代房产证），并进入登记系统；2) 税收征管法：2018年在政府工作报告里修改《税收征管法》，提出要将自然人纳入《税收征管法》的法律规范，意味着自然人产生的交易行为必须申报，房产税是对家庭征收，主要靠纳税人自行申报，否则《税收征管法》的惩罚措施会覆盖到自然人；3) 房产税的征收的区域独立性：根据西方的经验，美国的房产税不是跨州联网征收的，房产税是一个城市政府征收的税种，不会把几个城市的房产加起来进行征收，比如说在免税抵扣或是免税计算的时候，对多个城市的房产如何选择免税，可能会引起地方政府之间的利益冲突；4) 关于房地产评估值的问题：房屋的评估值应是房屋市场价值，而非房产原值（即购房时价格），但由于近些年房价上涨较快，因此最终评估值应该会有折扣。目前，针对工商业房产征收的房产税，计税方式是对房产原值一次减除10%至30%后的余值计算缴纳，不同的区域评估不一样，可能让地方选择适当的评估模式、方法、基准，税率也可以由地方选择。5) 争议解决机制：在房产税征收评估过程中，争议解决机制和法律文件对于解决纳税人个体对评估价格存有异议的情形有效。

最后，预计房产税还会被重新整合以避免重复纳税风险。按照原来的房产税收体系，2020年全年，全国房产税收入是1.97万亿（包括全国经营性用房及上海与重庆的个人住房），占了地方财政收入的19.7%，占地方财政收入+地方本级政府性基金收入的10.4%。如果把针对房地产的税种当成一个税种的话，能在全国18个税种里排在第三位。在征收房产税以后，预计城镇土地使用税、耕地占用税、土地增值税可能会减少甚至取消，但这几个税种在房产税来源中比重较大，其中，土地增值税是6468亿，城镇土地使用税2058亿，分别占比33%和10%，推出房产税之后，最后可能只保留一个交易环节税种：契税。

图表 5. 房产税的相关配套制度改革



资料来源：国家税务总局，中银证券

### 1.3.2 主要的技术难点和历史遗留问题仍有待突破

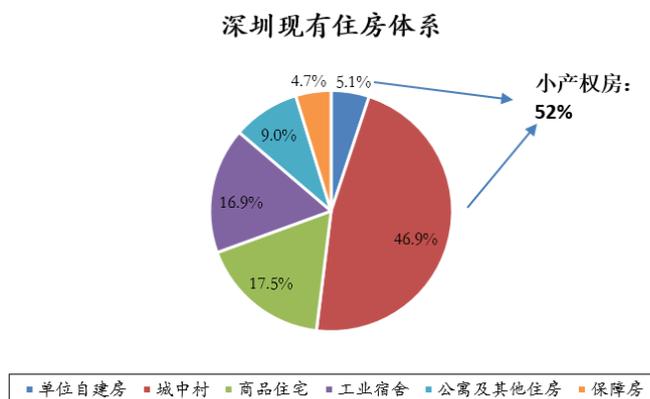
我国房产信息不充分和不完整的问题仍然突出。如何准确全面获取房屋信息，仍然是一项长期艰巨的任务。例如，存在部分仍未能取得合法的产权证明的住房；有的经租房和原有私产因各种原因而失去了产权证明；有的人为免交契税而长期不去办理登记；以企业名义购买但个人享用，还有代持和无名却实际占有等等情况。

作为房产税征收基础的估值环节存在巨大难度，未来评估值和市场原值的差异也很难处理。我国各类住宅小区按照产权、品质、位置、物业服务、学区等不同，价格相差很大，是否缴纳土地出让金和各种税费以及公共配套不同都有可能造成价值评估障碍。比如，学区房的房屋质量可能较差，但交易价格却很高，对于原住户而言，其收入大多并不高，居住面积狭小，如果基于换房而需缴纳高昂房产税，对原住户可能是沉重负担。此外，一个小区里楼层朝向不同的同户型住宅，可能价格差异较大。由于目前普遍缺乏专业化房产评估公司，真实市场交易价格与评估价之间差距很大。

重新整合房地产税是一个庞大的税制改革工程，且牵涉甚广，是房地产税改革的重要难点。房地产税是从房地产土地征收环节、开发环节、持有环节来综合征税，前两个环节也要“清费立税”，开发商代扣代缴的各类税费自然也要相应取消或者合并。现在的土地使用税、耕地占用税、契税等也需要扣减合并，这是一个庞大的税制改革，并不是简简单单针对房产而言。从建设、交易、持有，都会和此前发生很大的变革，这里面还涉及到中央、及地方财税的改革。

特殊住房类型导致产权模糊，不仅增加了征税难度，还需考量公平性和对历史遗留问题重新做制度设计。由于历史原因，中国的房屋性质多种多样，除了正常有房产证和土地证两证的大产权房外，还包括小产权房。小产权房又可分为：军产房、校产房、福利房、农村历史建筑、房改房、央产房、经济适用房、两限房等等。在房地产市场发展最为成熟、最早启用土地招拍挂制度的深圳，根据深圳住建部官方数据显示，截至2020年年初，小产权房（不包括保障房、公寓、工业宿舍等）占全市总住房套数的比例超过52%，商品住宅在深圳现有住房体系中占比仅为17.47%。而北京的小产权房种类更多，涉及到的产权以及建筑面积确认的难度也较高。

图表 6. 截至 2020 年年初，深圳小产权房（不包括保障房、公寓、工业宿舍等）占全市总住房套数的比例超过 52%，商品住宅占比仅为 17.47%



资料来源：深圳住建部，中银证券

## 1.4 现行中国房地产税体系：税种复杂，重交易，轻保有

房地产相关的税种贯穿在地产的各个环节。由于房地产业的经济活动存在于房地产的前期准备、开发销售和消费全过程，横跨生产、交易和消费领域，虽以交易领域为主，但又参与房地产开发、经营的决策、组织、管理，兼有勘察、设计、规划和土地开发等生产职能，并在消费过程中承担维修、改造、保养、装饰等生产任务，甚至提供售后维修和物业管理服务。因此，“房地产税”主要包括房产税、城镇土地使用税、土地增值税、耕地占用税、契税、增值税（于2016年5月1日起由营业税改称）、城市维护建设税（教育费附加）、印花税和企业所得税、个人所得税共10个税种。分类如下：

图表 7. 中国房地产税收体系：按税收属性

| 所属税种 | 房地产财产税  | 房地产商品税         | 房地产所得税 | 房地产其他税 |
|------|---------|----------------|--------|--------|
| 税种名称 | 房产税     | 增值税            | 土地增值税  | 契税     |
|      | 城镇土地使用税 | 城市维护建设税（教育费附加） | 企业所得税  | 印花税    |
|      | 耕地占用税   |                | 个人所得税  |        |

资料来源：国家税务总局，中银证券

图表 8. 中国房地产税收体系：按与地产关联程度

| 与房地产的关系  | 税种名称                               |
|----------|------------------------------------|
| 与房地产直接相关 | 房产税、城镇土地使用税、耕地占用税、土地增值税、契税         |
| 与房地产间接相关 | 增值税、城市维护建设税（教育费附加）、企业所得税、个人所得税、印花税 |

资料来源：国家税务总局，中银证券

图表 9. 中国房地产税收体系：按课税环节

| 环节     | 税种名称           | 税基            |
|--------|----------------|---------------|
| 土地购置环节 | 耕地占用税          | 耕地占用面积        |
|        | 契税             | 土地房屋成交价       |
|        | 印花税            | 合同金额          |
| 开发环节   | 增值税            | 销售额-其他扣除额     |
|        | 企业所得税          | 相关企业收入        |
|        | 印花税            | 合同金额          |
|        | 土地增值税          | 增值额           |
| 保有环节   | 城市维护建设税（教育费附加） | 增值税           |
|        | 房产税            | (1-扣除比率)*房屋原值 |
|        | 城镇土地使用税        | 土地使用面积        |
| 交易环节   | 增值税            | 交易利润-其他扣除项    |
|        | 企业所得税          | 转让利润-其他扣除项    |
|        | 个人所得税          | 转让利润-其他扣除项    |
|        | 印花税            | 合同金额          |
|        | 土地增值税          | 增值额           |
|        | 城市维护建设税（教育费附加） | 增值额           |
|        | 契税             | 房屋交易合同成交价格    |

资料来源：国家税务总局，中银证券

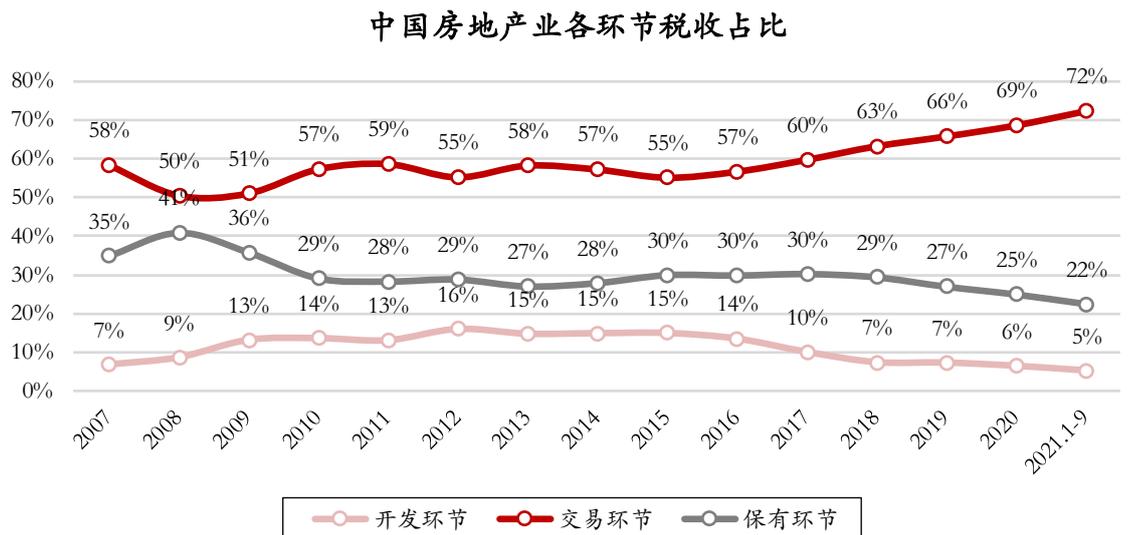
房地产“五税”占地方财政比重逐年上升。目前，中国已建立了以房产税、城镇土地使用税、土地增值税、契税和耕地占用税等 5 个税种（简称“五税”）为主体，企业所得税、个人所得税、增值税、城建税及附征、印花税等相关税种为辅的房地产业税收结构，近年来，五税税收收入不断增加，占地方财政收入的比重逐年上升，从 2007 年的 11.7% 增加到 2020 年的 19.7%，年均符合增速达 16.3%，其中交易环节的税收占比最大，2020 年占五税收入的比重达到 68.7%。房地产相关税收在提高稀缺土地资源的集约利用水平、引导房地产资源合理配置和提高地方财政收入等方面发挥了一定的作用。

图表 10. 2004 年-2021 年 1-9 月房地产税收情况（亿元）

| 年份       | 开发环节  | 交易环节  |      | 保有环节 |         | 与房地产直接相关的五个税种合计 | 地方财政收入 | 五个税种合计占地方财政收入比 |
|----------|-------|-------|------|------|---------|-----------------|--------|----------------|
|          | 耕地占用税 | 土地增值税 | 契税   | 房产税  | 城镇土地使用税 |                 |        |                |
| 2007     | 185   | 403   | 1206 | 575  | 385     | 2754            | 23573  | 11.68%         |
| 2008     | 314   | 537   | 1308 | 680  | 817     | 3656            | 28650  | 12.76%         |
| 2009     | 633   | 720   | 1735 | 804  | 921     | 4813            | 32603  | 14.76%         |
| 2010     | 889   | 1278  | 2465 | 894  | 1004    | 6530            | 40613  | 16.08%         |
| 2011     | 1075  | 2063  | 2766 | 1102 | 1222    | 8228            | 52547  | 15.66%         |
| 2012     | 1621  | 2719  | 2874 | 1372 | 1542    | 10128           | 61078  | 16.58%         |
| 2013     | 1808  | 3294  | 3844 | 1582 | 1719    | 12247           | 69011  | 17.75%         |
| 2014     | 2059  | 3915  | 4001 | 1852 | 1993    | 13820           | 75877  | 18.21%         |
| 2015     | 2097  | 3832  | 3899 | 2051 | 2142    | 14021           | 83002  | 16.89%         |
| 2016     | 2029  | 4212  | 4300 | 2221 | 2256    | 15018           | 87239  | 17.21%         |
| 2017     | 1652  | 4911  | 4910 | 2604 | 2360    | 16437           | 91448  | 17.97%         |
| 2018     | 1319  | 5642  | 5730 | 2889 | 2388    | 17968           | 97905  | 18.35%         |
| 2019     | 1390  | 6465  | 6213 | 2988 | 2195    | 19251           | 101077 | 19.05%         |
| 2020     | 1258  | 6468  | 7061 | 2842 | 2058    | 19687           | 100124 | 19.66%         |
| 2021.1-9 | 836   | 5669  | 6028 | 2143 | 1477    | 16153           | 87494  | 18.46%         |

资料来源：万得，中银证券

图表 11. 2004 年-2021 年 1-9 月中国房地产业各环节税收占比



资料来源：万得，中银证券

总的来看，目前的我国房地产税体系，税种繁多，且重交易环节，轻保有环节，还未将居民住房全面纳入征税范围，整体征税税额较轻，对地方政府收入贡献不大。而从国际经验来看，目前成熟的房地产税体系，均是重保有环节，轻交易环节，保有环节的房产税税额占比最大。

本文讨论的是未来改革的关键点，也是对居民影响最大的“房产税”。（前文所说的“物业税”和后文的“沪渝试点”，都是在居民住房范围征税的尝试，即本文所说的房产税范畴）。

## 1.5 房产税在沪渝的试点：征收范围偏窄，推行效果不显著

沪渝试点效果不显著，我国的房产税试点推广陷入停滞。2011年1月，上海和重庆开始进行房产税征收试点，国家意图通过试点渐进的方式总结经验教训，再做进一步的复制推广，从而进行整个房产税改革动作，然而沪渝的改革试点虽然取得了一定效果，但推行效果大不如预期，这主要是因为当时的上海试点主要只针对新购住房的增量房产进行征税，计税依据是住房的交易价格，而大量存量住房并未纳入征税体系，且税率较低，免税面积较大。

上海和重庆出台房产税的目的不尽相同。沪渝试点的本意是抑制房价过快上涨和保障刚性需求。试点方案出台背景是2010年4月国务院推出“新国十条”，开始在全国主要省会及计划单列市实施限购，而房产税也被当做抑制不合理房地产需求和房价过快上涨的工具进行试点。但调控目标有所不同，上海主要是抑制非刚需的投资型需求；重庆是抑制对高档住房的过度消费，对征收对象更有指向性。从具体征税措施来看，两地的征税力度有限，整体影响较小。

上海和重庆两地在房产税征收方法上虽有类似，但却不完全一致。上海试点调控面广、税率较低，且上海仅对2011年1月28日起的增量住房征税，尚不涉及对存量住房征税。由于上海房价是全国风向标，更加谨慎一些，避免给市场带来过度震荡。重庆试点房产税则调控面窄、税率较高，重庆侧重于对高端住房征税，覆盖了存量独栋商品住宅。从房产税征收的具体税率方面来看，上海和重庆均采用差别化税率，其中，上海采用了两档税率：0.4%和0.6%，而重庆则采用了三档税率：0.5%、1%、1.2%。

图表 12. 上海、重庆的房产税征收细则对比

|      | 上海  | 重庆  |
|------|---|---|
| 征收范围 | 全市行政区域  | 主城九区  |
| 征收对象 | 1) 本市户籍家庭新购二套及以上住房<br>2) 非本市户籍家庭新购住房                          | 1) 个人独栋商品住宅（包括存量及新购）及新购的高档住房<br>2) 本市同时无户籍、无企业、无工作的个人新购的首套及以上住房   |
| 计税标准 | 市场价格确定评估值，初期暂按市场交易价格的 70%                                     | 市场交易价格  |
| 征税税率 | 1) 0.4%: 应税住房交易均价低于本市上年度新建商品房均价 2 倍以上（含 2 倍）<br>2) 0.6%: 其他情况 | 1) 0.5%: 独栋、高档住房建筑面积交易单价在上两年主城九区新建商品住房均价 3 倍以下、“三无”个人新购二套及以上普通住房<br>2) 1%: 3 倍（含 3 倍）至 4 倍<br>3) 1.2%: 4 倍（含 4 倍）以上 |
| 计算公式 | 应税建面*交易价格*70%*税率  | 应税建面*交易单价*税率  |
| 免征面积 | 人均面积 60 平米  | 1) 存量独栋商品住房: 180 平米<br>2) 新购高档、独栋商品住房: 100 平米<br>3) 非重庆户籍的三无人员无免除面积   |
| 税收用途 | 保障性住房建设   | 公共租赁住房的建设和维护  |

资料来源：上海、重庆政府官网，中银证券

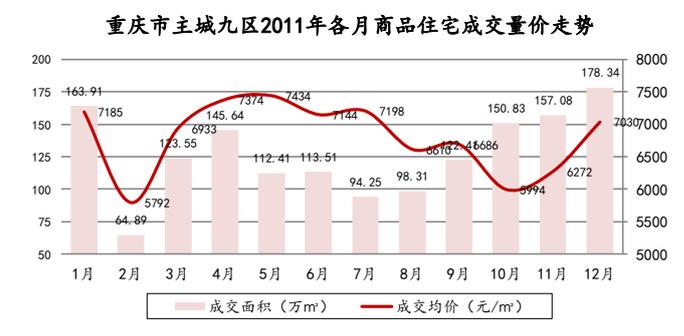
**两地房产税未带来地方政府财力的显著增长，且对房价抑制作用不明显。**从具体实施效果上来看：1) 由于征收范围过于局限，两地房产税并未带来地方政府财力的显著增长。从征收规模看，2011 年房产税试点当年，重庆财政局宣布征得房产税 1 亿元，截止有统计的 2012 年 12 月 31 日，重庆应征房产税的存量及新购应税住房 11027 套，财政局仅公开了 2011-2013 年三年的累计征收个人住房房产税，约在 4 亿元，约占重庆地方财政收入的 0.3%。截至 2013 年末，上海房产税应税住房约 7 万套，2011-2013 年累计征收个人住房房产税约 6 亿元，约占上海地方财政收入的 0.2%，规模较小。即使算上经营性用房，上海和重庆 2020 年房产税总额分别仅占地方财政收入的 2.8% 和 3.4%，并未带来可观的税收收入。2) 由于业主、开发商的转嫁成本能力较强，试点政策对房价抑制效果不明显，上海和重庆两地在试点房产税前三个月，商品住宅成交量分别下降 46% 和 26%，比同类城市同期降幅高 10%~20%，这也有春节因素。但成交均价从全年来看并未明显下跌（2 月沪渝两市房价下跌并不完全是受房产税影响，而是因为政府宏观政策的调控：2011 年 1 月 26 日国务院推出《新国八条》，通过对贷款利率和首付比例的规定对房地产市场进行调控）。第二年两地成交量均呈现较大幅度增长。

图表 13. 上海 2011 年商品住宅量价走势



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 重庆（主城区）2011 年商品住宅量价走势



资料来源：万得，中银证券

## 1.6 房产税在全国推广实际上能够促进房地产市场的健康发展，政府、企业、个人三方都有望受益

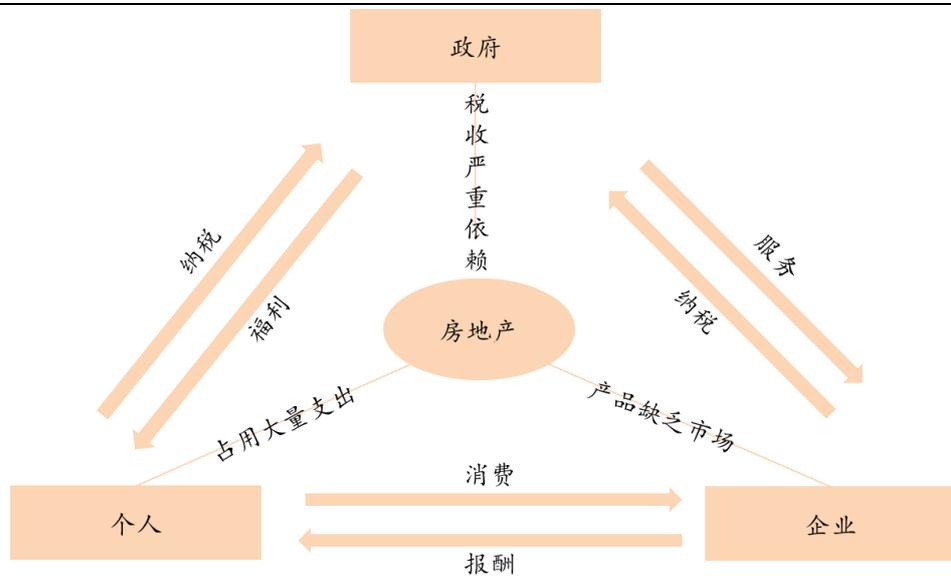
### 1.6.1 房产税在全国推广有助于促进房地产市场健康平稳发展

中国推进房产税改革，将有助于“房住不炒”，目的是促进房地产市场健康平稳发展，同时调节收入分配，是建立房地产市场长效机制的重要环节。1) 住建部原副部长仇保兴认为，房产税“挤泡沫”最快捷、最安全，打击的不是刚需，而是投机和过度投资。2) 目前地方政府过于依赖土地财政，通过另一个税种的加入能够缓解地方政府的财政压力，有效减少土地市场过热的情况。3) 房产税开征有助于市场供求关系的平衡，使得房地产交易更加理性。4) 房产税改革可以理顺和完善我国产权保护法律体系。依据我国物权法相关条例，公民购买房产就有了由房产所有权和土地使用权构成的财产，以两权为抵押就可获得银行信贷，享有由此衍生出的抵押权，都可从土地增值中获得资产增值收益。这些是私人财产的基本特征，而开征房产税也将进一步强化房地产私人财产的属性。

### 1.6.2 房产税可以在一定程度上缓解地方政府对土地财政的依赖

长期来看全国房产税改革不仅能够缓解地方政府财政短缺，还能促进房地产从虚拟金融属性重回居住属性，而且对于居民财富积累和鼓励消费有重要的推动作用，从而使得整个社会处于良性循环中。

图表 15. 房地产对政府、个人、企业三方良性循环的影响



资料来源：中银证券

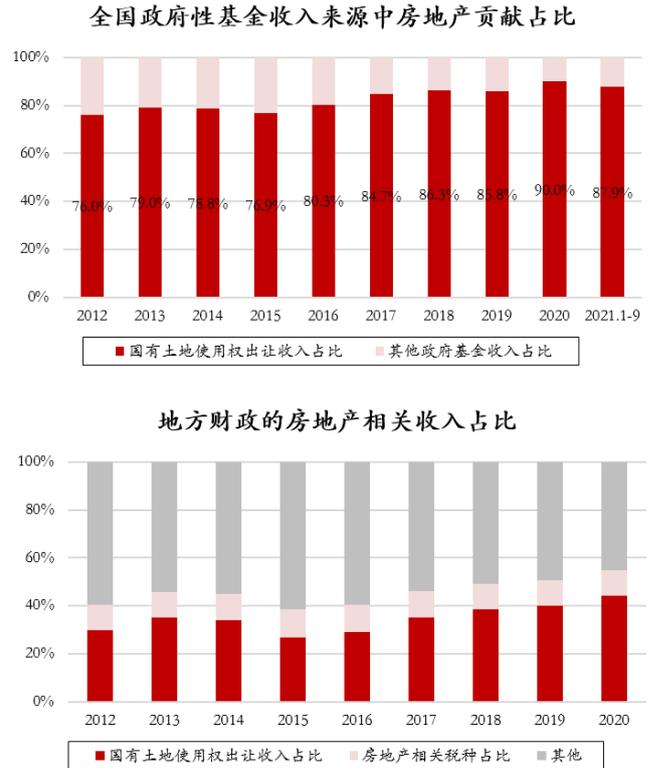
房产税的开征在一定程度上缓解了地方政府对土地财政的依赖程度，但并不表示未来政府不再出让土地，所以更多的是调整财政收入的结构，而不是单纯为了开源。近年来在政府监管趋严的背景下，地方政府的融资渠道不断收窄，使得本来就严重依赖房地产的地方政府多多少少通过房地产来缓解资金压力，各大城市涌现以人才招揽为名的抢人计划，但这种方式并不可持续，一方面因为房地产相关税收呈现“重交易建设，轻持有环节”的特征，随着“存量房”时代的到来，原有的税收结构越来越不稳定，另一方面，地方政府过分依赖土地出让金，地方政府的收入中土地收入比重比较大，2020年全国国有土地出让金收 8.41 万亿，占全国财政收入的 44.3%。随着“稳地价”以及“开发商理性拿地”的趋势持续，未来土地出让金可能会有所下滑，因此房产税的征收可以稳定地方政府的财政收入，也避免有些地方为了增加土地出让金而架高地价。

图表 16. 中国地方政府财政收入构成

| 分类一<br>(收入来源)  | 具体组成  | 分类二<br>(管理方式) |
|----------------|---|---------------|
| 税收收入           | 增值税、企业所得税、个人所得税、营业税、城市维护建设税、契税等                 | 预算内收入         |
| 中央转移支付         | 税收返还<br>一般转移支付<br>专项转移支付                        |               |
| 非税收入           | 行政事业性收费   | 预算外收入         |
|                | 专项收入(排污费、水资源费、教育费附加等)                           |               |
|                | 罚没收入  |               |
|                | 政府性基金收入(国有土地出让金等)                               |               |
|                | 其他非税收入,如彩票公益金、以政府名义接受的捐赠收入、政府财政资金产生的利息收入、行政许可收入 |               |
|                | 国有资本经营收入  |               |
| 国有资源(资产)有偿使用收入 | 预算内收入   |               |
| 债务收入           | 直接债务收入  | 债务收入          |
|                | 间接债务收入:主要是城投公司负债                                |               |
| 其他收入           | 制度外基金、制度外收费、制度外集资摊派、制度处罚没和“小金库”等                | 制度外收入         |

资料来源: 财政部, 中银证券

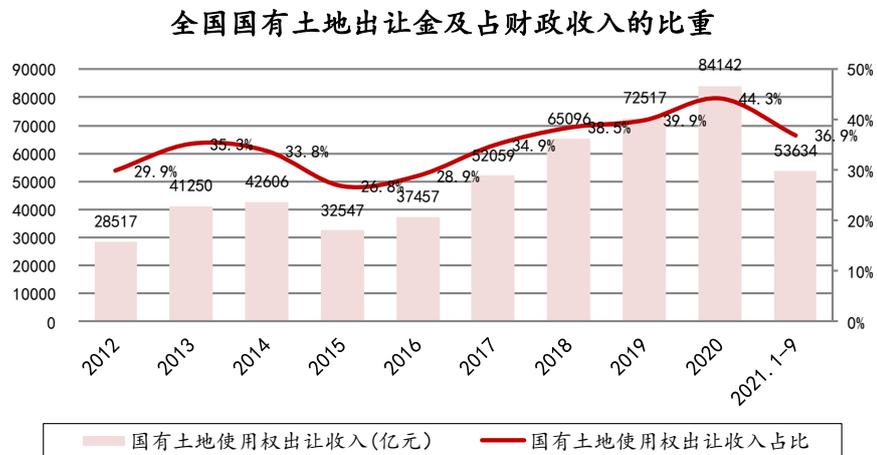
图表 17. 地方财政收入中土地出让金占比



资料来源: 财政部, 中银证券

注: 全国政府基金收入中房地产贡献占比计算: 国有土地使用权出让收入占比=国有土地使用权出让收入/全国政府性基金  
地方财政的房地产相关收入占比计算: 国有土地使用权出让收入占比=国有土地使用权出让收入/(地方财政收入+地方政府性基金); 房地产相关税种占比=房地产相关税种收入/(地方财政收入+地方政府性基金)

图表 18. 2020 年全国国有土地出让金收 8.41 万亿, 占全国财政收入的 44.3%



资料来源: 财政部, 中银证券

注: 国有土地使用权出让收入占比=国有土地使用权出让收入/(地方财政收入+地方政府性基金)

## 2 中国房产税征收预计将赋予地方自主权，房产税收入短期难以替代土地出让收入

### 2.1 中国房产税征收体系预计将采用以估值为基础，地方灵活确定税

中国房产税的开征需要重构一整套体系，这涉及征税目标设定、税种设置、征收办法选择、税率确定、争议解决等各个环节。基于国际经验和中国国情，对于我国房产税体系的构建，我们进行以下判断：

**房产税征收体系的构建原则预计会是持有和交易环节的税种并重，地方政府有望在持有环节享受自主权。**交易环节税种可承担筹资和调控两项职能，例如可将契税作为调节税，因其在操作上来看更简单和透明；持有环节的税收，将定位为地方政府公共支出的筹资方式，作为地方政府的重要税收来源，预计会给地方政府一定自主权利，使其形成一个可循环的、可复制的和可不断持续的现代税收制度。

具体征税方法方面，预计将以房屋评估值为基础，各地税率灵活调整。1) 房产税征收会以房屋评估值为基础。我们预计是以交易价格的一定比例来定。2) 税率可根据各地实际情况，地方政府自主选择，或者“以支定收”来确定。例如把地方教育支出从一般公共预算中分离出来，将一年的教育支出分摊到房产上来确定税率，税率不高且用于民生，这样会比较容易被接受。随着这样的征税方法认可和接受后，就可以逐渐扩大公共服务支出项目的清单范围。3) 面积减免政策方面，人均价值免除方式更加可取。减免面积政策目前大致分三种情况：第一种是首套免征，即凡是家庭只有一套住房的，不加区别一律免税，以期获得大多数人支持，但潜在的房地产税额将减少近 80%，且存在一定的道德风险；第二种是人均面积免除，此方法未考虑同样面积下不同区位房源的价值差，可能会有失公允；第三种是人均价值免除，无需考虑房产区位、档次、面积等因素，所有家庭均根据当地经济社会状况按人均免除一定的房产价值，这一办法对不同收入群体的公平性、对调节收入分配的作用、以及简化政策的实施难度等方面具有优越性。

### 2.2 房产税短期难以代替土地出让收入，预计一线城市税收贡献较大

#### 2.2.1 全国：预测整体房产税收入在 0.34~2.27 万亿元，短期难以替代土地出让收入

在中性假设下，我们测算得到一年全年房产税的收入可以达到 1.42 万亿元。我们根据全国城镇常住人口、人均住宅面积（沿用 2019 年数据）、商品住宅均价等得出 2020 年全国城镇住宅总价值约为 354 万亿元。假设未来中国推出的房产税税率为 0.8%，则测算得出全国房产税收入约为 2.83 万亿元。但考虑到免征比例（见备注），在中性假设（50%）下，测算得到全国房产税收入约为 1.42 亿元。同时我们也做了敏感性分析，我们预计整体全国房产税的规模在 0.34 万亿元~2.27 万亿元的区间。

备注：整体免征包括商品房的免征以及全国大量存在的难以统计和确权的各类非大产权房。

图表 19. 全国房产税一年可征税额测算

| 项目                              | 数据   |
|---------------------------------|------|
| 全国城镇常住人口（亿人）                    | 9.02 |
| 全国城镇人均住宅建筑面积（m <sup>2</sup> /人） | 39.8 |
| 全国城镇住宅建筑面积总和（亿m <sup>2</sup> ）  | 359  |
| 全国商品住宅平均价格（元/m <sup>2</sup> ）   | 9860 |
| 全国城镇住宅总价值（万亿元）                  | 354  |
| 假设房地产税率（%）                      | 0.8  |
| 不考虑免征比例，预计全国房产税收入（万亿元）          | 2.83 |
| 考虑整体免征比例（中性假设）                  | 50%  |
| 预计全国房产税收入（万亿元）                  | 1.42 |

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 20. 全国一年房产税收入敏感性分析

|      |      | 免征比例 |      |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
|      |      | 30%  | 40%  | 50%  | 60%  | 70%  | 80%  |
| 综合税率 | 0.4% | 0.34 | 0.45 | 0.57 | 0.68 | 0.79 | 0.91 |
|      | 0.5% | 0.42 | 0.57 | 0.71 | 0.85 | 0.99 | 1.13 |
|      | 0.6% | 0.51 | 0.68 | 0.85 | 1.02 | 1.19 | 1.36 |
|      | 0.7% | 0.59 | 0.79 | 0.99 | 1.19 | 1.39 | 1.59 |
|      | 0.8% | 0.68 | 0.91 | 1.13 | 1.36 | 1.59 | 1.81 |
|      | 0.9% | 0.76 | 1.02 | 1.27 | 1.53 | 1.78 | 2.04 |
|      | 1.0% | 0.85 | 1.13 | 1.42 | 1.70 | 1.98 | 2.27 |

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

当前地方政府对土地出让金依赖程度较高，房产税需要弥补的土地出让收入缺口较大。根据国家统计局、财政部公布的数据，2018年-2020年全国土地出让金收入分别为6.5/7.3/8.4万亿元，地方财政收入分别为9.8/10.1/10.0万亿元，近三年全国土地出让金占地方财政收入的比例均超过70%，按照近三年全国土地出让金收入平均值7.4万亿元，我们测算得出的房产税预计仅占土地出让收入的4.6%-30.7%，难以达到完全取代土地出让收入的目的。

图表 21. 近三年全国土地出让金占地方财政收入比例

|                 | 2018年  | 2019年  | 2020年  | 三年平均   |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 全国土地出让金收入（万亿元）  | 6.5    | 7.3    | 8.4    | 7.4    |
| 地方财政收入（万亿元）     | 9.8    | 10.1   | 10.0   | 10.0   |
| 全国土地出让金占比地方财政收入 | 66.49% | 71.74% | 84.04% | 74.14% |

资料来源：国家统计局，财政部，中银证券

图表 22. 预计全国房产税收入/近三年土地出让金均值

| 近三年土地出让金收入均值：7.4万亿元 |      | 免征比例   |        |        |        |        |        |
|---------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                     |      | 30%    | 40%    | 50%    | 60%    | 70%    | 80%    |
| 综合税率                | 0.4% | 4.60%  | 6.13%  | 7.66%  | 9.20%  | 10.73% | 12.26% |
|                     | 0.5% | 5.75%  | 7.66%  | 9.58%  | 11.50% | 13.41% | 15.33% |
|                     | 0.6% | 6.90%  | 9.20%  | 11.50% | 13.79% | 16.09% | 18.39% |
|                     | 0.7% | 8.05%  | 10.73% | 13.41% | 16.09% | 18.78% | 21.46% |
|                     | 0.8% | 9.20%  | 12.26% | 15.33% | 18.39% | 21.46% | 24.52% |
|                     | 0.9% | 10.35% | 13.79% | 17.24% | 20.69% | 24.14% | 27.59% |
|                     | 1.0% | 11.50% | 15.33% | 19.16% | 22.99% | 26.82% | 30.65% |

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

## 2.2.2 各城市：由于房价水平的差异，一线城市平均房产税收入贡献最多

采用上述全国房产税收入测算的方法，我们选取4个一线城市、10个二线城市、12个三四线城市进行房产税收入的计算，假设税率为0.8%，免征面积估计为50%。根据我们的测算结果：1) 4个一线城市：2020年征收的房产税税额总计4825亿元，占此前预估全国房产税总收入的34%；2) 10个二线城市代表：2020年征收的房产税税额总计1703亿元，占此前预估全国房产税总收入的12%；3) 12个三四线城市代表：2020年征收的房产税税额总计617亿元，占此前预估全国房产税总收入的4.4%。

由于一线、二线和三四线城市间房价的巨大差异，各地平均征收的房产税收入也相差甚远。1) 从我们选取的重点城市平均房产收入贡献来看，一线/二线/三四线城市平均房产税收入分别为 1206/170/51 亿元，具体来说，一线城市中，上/北/深的收入贡献最大，占比分别 42%/26%/25%，二线城市中，杭州/南京/武汉/苏州占比最大，分别达到 19.0%/17.6%/11.2%/10.9%，三四线城市中，佛山/东莞/无锡占比最大，分别达到 20.2%/17.0%/16.1%。2) 房价方面，以各能级城市中贡献最大的样本城市为例，2020 年上/北/深商品住宅均价为 51578 元/平方米，杭州/南京/武汉/苏州商品住宅均价为 24654 元/平方米，佛山/东莞/无锡商品住宅均价为 19373 元/平方米。

图表 23. 全国各城市 2020 年房产税收入测算

| 城市分类                      | 城市  | 城镇常住人口<br>(万人) | 城镇人均住宅<br>建筑面积<br>(㎡/人) | 征税面积<br>(万㎡) | 商品住宅均价<br>(元/㎡) | 房产税收入<br>(亿元) |
|---------------------------|-----|----------------|-------------------------|--------------|-----------------|---------------|
| 一线城市<br>(4 城)             | 北京  | 2189           | 33.1                    | 36228        | 42685           | 1237.10       |
|                           | 上海  | 2428           | 37.0                    | 44921        | 56330           | 2024.30       |
|                           | 广州  | 985            | 34.2                    | 16845        | 27112           | 365.37        |
|                           | 深圳  | 1344           | 40.0                    | 26878        | 55720           | 1198.09       |
| 一线城市房产税收入合计：4824.86 亿元    |     |                |                         |              |                 |               |
| 二线城市<br>(10 城)            | 杭州  | 676            | 37.3                    | 12604        | 32016           | 322.82        |
|                           | 南京  | 720            | 40.1                    | 14435        | 25884           | 298.89        |
|                           | 武汉  | 916            | 36.0                    | 16491        | 14450           | 190.64        |
|                           | 青岛  | 717            | 32.9                    | 11799        | 14768           | 139.40        |
|                           | 苏州  | 387            | 45.8                    | 8866         | 26265           | 186.28        |
|                           | 南昌  | 317            | 38.3                    | 6066         | 14112           | 68.48         |
|                           | 福州  | 294            | 42.3                    | 6209         | 26839           | 133.31        |
|                           | 厦门  | 273            | 32.0                    | 4371         | 40028           | 139.96        |
|                           | 宁波  | 306            | 46.4                    | 7106         | 18667           | 106.12        |
| 昆明                        | 461 | 43.6           | 10043                   | 14515        | 116.62          |               |
| 二线 10 城房产税收入合计：1702.53 亿元 |     |                |                         |              |                 |               |
| 三四线城市<br>(12 城)           | 无锡  | 275            | 46.4                    | 6376         | 19545           | 99.69         |
|                           | 惠州  | 177            | 38.4                    | 3396         | 11779           | 32.00         |
|                           | 扬州  | 230            | 46.0                    | 5282         | 15471           | 65.37         |
|                           | 三亚  | 63             | 42.8                    | 1357         | 31889           | 34.61         |
|                           | 温州  | 176            | 43.9                    | 3861         | 18962           | 58.57         |
|                           | 佛山  | 474            | 45.1                    | 10688        | 14570           | 124.58        |
|                           | 金华  | 100            | 27.7                    | 1385         | 16739           | 18.55         |
|                           | 九江  | 103            | 41.2                    | 2123         | 6738            | 11.44         |
|                           | 东莞  | 264            | 41.5                    | 5469         | 24005           | 105.02        |
|                           | 泉州  | 246            | 40.8                    | 5010         | 10307           | 41.31         |
|                           | 日照  | 155            | 29.1                    | 2261         | 10972           | 19.84         |
|                           | 北海  | 70             | 26.4                    | 923          | 8614            | 6.36          |
| 三四线 12 城房产税收入合计：617.36 亿元 |     |                |                         |              |                 |               |

资料来源：各城市统计局，中银证券

注：深圳、福州、惠州、三亚、佛山、金华、九江、东莞、泉州、日照、北海城镇人均住宅建筑面积为 2016 年数据，其余城市城镇人均住宅建筑面积为 2018 年数据。

## 3 房产税对居民支出整体影响不大，长期对房价不具备决定作用

### 3.1 房产税对居民支出整体影响不大，一线城市居民房产税负相对较重

房产税的征收对居民收支影响并不大。我们根据人均住宅建筑面积、商品住宅均价测算得出 2020 年全国城镇人均住房价值为 39.24 万元，考虑到征税面积及综合税率的调整因素，按中性假设来看，假设未来中国推出的房产税税率为 0.8%，免征比例为 50%，可得全国城镇人均房产税支出约为 1570 元，根据 2020 年全国城镇居民人均可支配收入 43834 元来计算，全国城镇人均房产税支出占人均可支配收入的 3.58%，从全国整体来看，人均房产税支出占人均可支配收入比重较低。

图表 24. 房产税对居民收支影响测算（2020 年）

| 项目                               | 数据    |
|----------------------------------|-------|
| 全国城镇人均住宅建筑面积 (m <sup>2</sup> /人) | 39.8  |
| 全国商品住宅平均价格 (元/m <sup>2</sup> )   | 9860  |
| 全国城镇人均住宅价值 (万元/人)                | 39.24 |
| 假设房地产税率 (%)                      | 0.8   |
| 不考虑免征比例，预计全国城镇人均房产税支出 (元)        | 3139  |
| 考虑免征比例 (中性假设)                    | 50%   |
| 预计全国城镇人均房产税支出 (元)                | 1570  |
| 全国城镇人均可支配收入 (元)                  | 43834 |
| 全国城镇人均房产税支出占可支配收入 (%)            | 3.58% |

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

根据我们的测算，通过选取 30%~80% 的免征比例调整区间，以及 0.4%~1% 的综合税率调整区间，我们得出全国城镇人均房产税支出范围约为 377~2512 元，对应的占可支配收入比例范围约 0.86~5.73%，因此，从个人收入角度而言，征收房产税的影响相对有限。

图表 25. 2020 年全国城镇人均房产税支出敏感性分析

|      |      | 免征比例 |      |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
|      |      | 30%  | 40%  | 50%  | 60%  | 70%  | 80%  |
| 综合税率 | 0.4% | 377  | 502  | 628  | 753  | 879  | 1005 |
|      | 0.5% | 471  | 628  | 785  | 942  | 1099 | 1256 |
|      | 0.6% | 565  | 753  | 942  | 1130 | 1319 | 1507 |
|      | 0.7% | 659  | 879  | 1099 | 1319 | 1538 | 1758 |
|      | 0.8% | 753  | 1005 | 1256 | 1507 | 1758 | 2009 |
|      | 0.9% | 848  | 1130 | 1413 | 1695 | 1978 | 2260 |
|      | 1.0% | 942  | 1256 | 1570 | 1884 | 2198 | 2512 |

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

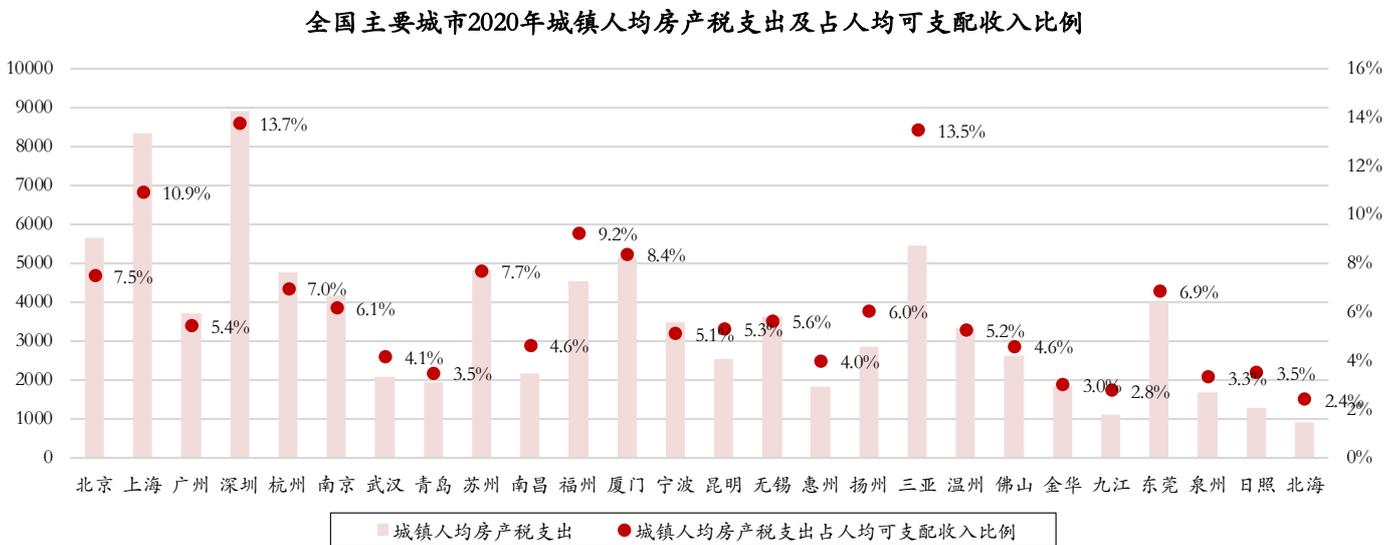
图表 26. 2020 年全国城镇人均房产税支出占可支配收入比例

| 2020 年全国城镇人均可支配收入：43834 元 |      | 免征比例  |       |       |       |       |       |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                           |      | 30%   | 40%   | 50%   | 60%   | 70%   | 80%   |
| 综合税率                      | 0.4% | 0.86% | 1.15% | 1.43% | 1.72% | 2.01% | 2.29% |
|                           | 0.5% | 1.07% | 1.43% | 1.79% | 2.15% | 2.51% | 2.86% |
|                           | 0.6% | 1.29% | 1.72% | 2.15% | 2.58% | 3.01% | 3.44% |
|                           | 0.7% | 1.50% | 2.01% | 2.51% | 3.01% | 3.51% | 4.01% |
|                           | 0.8% | 1.72% | 2.29% | 2.86% | 3.44% | 4.01% | 4.58% |
|                           | 0.9% | 1.93% | 2.58% | 3.22% | 3.87% | 4.51% | 5.16% |
|                           | 1.0% | 2.15% | 2.86% | 3.58% | 4.30% | 5.01% | 5.73% |

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

一线城市人均房产税税负相对较大。用同样的方法，将房产税税率设为 0.8%，免征面积按照 50% 的比例，可得一线、二线和三四线的重点城市城镇人均房产税支出占人均可支配收入的比例：1) 一线城市占比最大，平均 9.4%。其中深圳达 13.7% 以上，房产税税负压力较大；2) 二线城市占比在 3%-8%，城镇人均房产税支出高，同时人均可支配收入也较高；3) 三四线城市占比大部分在 5% 以内，人均房产税支出不高，人均可支配收入最低。

图表 27. 全国主要城市 2020 年城镇人均房产税支出及占人均可支配收入比例



资料来源：各城市国家统计局，中银证券

### 3.2 房产税出台可能会引起市场短期的波动，但长期影响较小

从短期来看，我们认为房产税的征收可能会对市场成交带来一定压力。首先，房产税可能影响正常购房者和投资者心理预期，增加的税收带来支出的增加和投资回报率的降低，短期可能引发部分购房者的卖房行为。同时随着成交量的下行，价格可能会略出现一些向下的波动。此外，保有环节房地产税开征在供应端对住宅产品的结构或有所影响。若按照面积征收，购房者为减少持有成本，对低总价或中小户型住宅产品的偏好增加，推动房企提高该类住宅的开发与供应比例。

从中期来看，房产税征收后，地方财政收入不再单纯依赖卖地，可能带来地价下降从而影响商品房价格，如果房价下跌，基于“评估值”的房产税会随之减少，从而使得持房成本降低，意味着更多人可能不会再抛售房产以降低税收支出了，因此我们对于中期量价走势预判是价跌量稳。

从长期来看，虽然房产税可能造成房价的波动，但我们认为，供求关系还是影响房价的最关键因素。国际上，美国、日本、韩国和香港的房产税对房价的影响在长期并不大，在税收整体改革下，税费精简并不一定是增加税收负担。另外，房产税不直接影响供求关系，在房地产长效机制建立后，房地产投资属性可能会降低，但从数据来看，房地产主力需求仍是自住，随着城镇化和居民收入提高，我们认为，居民对商品房的需求可能仍和未征房产税前一致，而因为土地的稀缺性和政府不再依靠卖地后，土地供应可能进一步减少，这可能会带来商品房的总供应减少，而需求整体处于平稳下降的状态。最终，在房地产供求关系作用下，我们认为长期房价走势可能是平稳略有上涨的状态，而量呈现稳定或下降的趋势。

图表 28. 从短中长期来看房产税对市场的量价影响

|    | 成交量   | 成交价格    |
|----|-------|---------|
| 短期 | 下降    | 小幅下降    |
| 中期 | 稳定    | 小幅下降    |
| 长期 | 稳定或下降 | 稳定或小幅上涨 |

资料来源：中银证券

### 3.3 税负可能会转嫁至租赁，不过租赁供应量有望增加

对于租赁市场，我们估计可能会出现量价齐升的局面。由于租赁市场不牵涉买卖，也就不带来新增的房产税缴纳，房产税短期的负面影响可能波及不到租赁市场，但保有环节房地产税开征提高多套房产所有人的持有成本，增强了房东利用租金弥补税收支出的意愿，由此推高租赁市场租金价格，租赁住房供应量也有可能增加，同时，新房和二手房成交的短期停滞，可能会把住房需求引导到租赁市场中，带来短期租赁需求的上升，同时，在政府大力发展长租公寓的背景下，长期也可能带来租赁市场需求量、供应量和价格的攀升。

## 4 美国、日本、韩国、中国香港房产税：地方充分授权，对市场影响有限

国际上，房产税大致可以分为英美模式和日韩模式两种，英美模式将房产税的功能定位为筹措财政收入，而日韩模式除了保证财政收入外，还兼顾对房价调控的功能。下文以美国、日本、韩国和中国香港为例，分析其房产税征收模式，总结国际国家与地区经验的同时，也为中国房产税改革提供借鉴意义。

图表 29. 各地征税情况概览

|      | 美国                     | 日本          |                  | 韩国                         |         | 中国香港                       |       |      |
|------|------------------------|-------------|------------------|----------------------------|---------|----------------------------|-------|------|
| 推出时间 | 230 多年前                | 二战后: 房产税    | 1991~1998 年: 地价税 | 1990 年                     |         | 1845 年                     |       |      |
| 征收目的 | 筹措财政收入                 | 增加财政收入      | 针对房地产泡沫          | 打击房地产投机和囤地                 |         | 最初为支付官差粮饷                  |       |      |
| 征收对象 | 土地和房屋                  | 土地、房屋、折旧资产等 |                  | 高端住宅、土地等                   |         | 土地建筑物                      | 物业所有者 | 租金收入 |
| 征税品种 | 不动产税, 属于财产税            | 固定财产税       | 城市规划税            | 财产税(物业税)                   | 综合房地产税  | 差饷税                        | 物业税   | 土地年租 |
| 税率   | "以需定收"                 | <1.4%       | ≤0.3%            | ≤4%                        | 0.5%~2% | 5%                         | 15%   | 3%   |
| 作用   | 依据政府预算缺口编制, 对住房市场无调控功能 | 并未影响房价的长期走势 |                  | 短期小幅下跌, 长期上涨, 未改变房价的其中长期趋势 |         | 解决了公共投资不能"溢价归公"的问题以及避免重复征税 |       |      |

资料来源: 各国政府网站, 中银证券

图表 30. 美国、日本、韩国、中国香港房地产税收体系总结

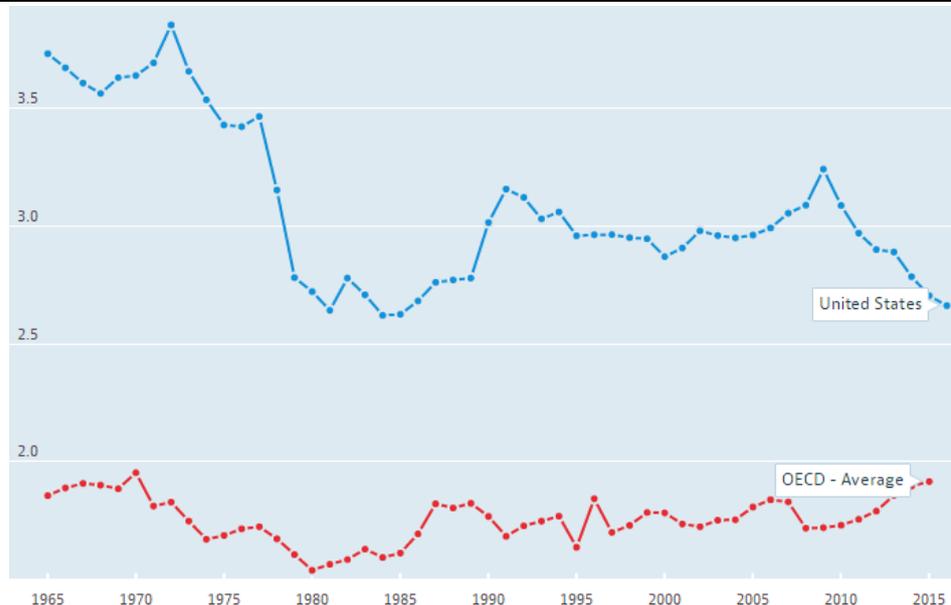
| 国家   | 名称     | 课税对象         | 纳税人                        | 税基                                      | 税率                                 | 征管体制                   | 备注                 |
|------|--------|--------------|----------------------------|---|------------------------------------|------------------------|--------------------|
| 美国   | 不动产税   | 土地、房屋等不动产    | 财产所有人, 若所有人不明确, 则实际使用人或控制人 | 评估值的 20%-100%                           | 0.2%-2.5%                          | 州政府征管, 地方议会或公民选举的评估师评估 | 归属财产税, 地方税         |
| 日本   | 固定财产税  | 所有不动产        | 不动产所有人                     | 评估价值                                    | 标准税率为 1.4%                         | 地方政府征管, 第三方评估机构评估      | 地方税                |
|      | 城市规划税  | 城市规划区域内土地、房屋 | 不动产权所有人                    | 计税价值                                    | 各市町村政府自行确定, 上限为 0.3%               |                        |                    |
| 韩国   | 财产税    | 土地、房屋        | 不动产权所有人                    | 土地: 按评估值的 70%, 住宅按评估值的 60%              | 0.2%-0.5%                          | 地方政府征管                 | 地方税                |
|      | 综合房地产税 |              |                            | 扣除免征额再乘以 80%                            | 0.5%-2%                            | 中央政府征管                 | 中央税, 但会全额返还给地方     |
| 中国香港 | 差饷税    | 土地及地上建筑物、构筑物 | 物业的业主和使用者                  | 应课差饷租值 (假设物业在制定估价依据日期作出租用途时, 可取得的合理年租金) | 理论上每年由立法会决定, 实际上自 1999 年以来一直维持在 5% | 香港地区差饷物业估价署评定          | 地方税                |
|      | 土地年租   | 土地           | 土地占有和使用者                   | 应课差饷租值                                  | 3%                                 |                        | 根据应课差饷租值的变动调整, 地方税 |
|      | 物业税    | 房屋           | 物业出租人                      | 租金                                      | 15%                                |                        | 实际租金               |

资料来源: 各国政府网站, 中银证券

## 4.1 美国：州与地方政府分工明确，地方政府“以需定收”确定税率

美国继承了英国征收财产税的传统，于建国初就开始构建房产税体系，至今已经有 230 多年历史，目前，美国的房产税体制已经较为完善，房产税作为成熟的税种征收，对于 GDP 的贡献程度较高。2016 年，全美缴纳的财产税（以房产税为主体）占 GDP 的比重高达 2.7%，OECD 国家的平均比率是 1.9%，在发达经济体中仅次于英国；2020 年该比值达 3.4%。根据美国商务部普查局的数据显示，2019 年美国州和地方政府房产税收入 5770 亿美元，占 GDP 的比重高达 3.0%。

图表 31. 财产税占 GDP 得比重：美国和 OECD 平均

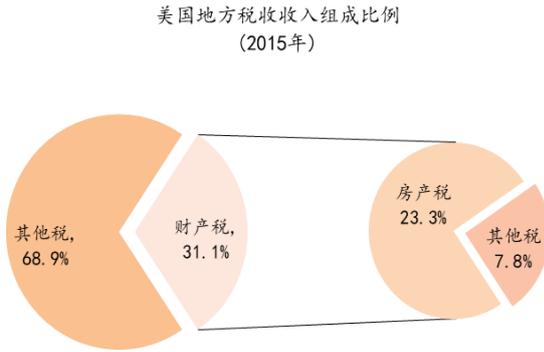


资料来源：国家税务总局，中银证券

### 4.1.1 具备从立法到征收再到缴纳一整套完整体系，且税收用于民生

第一，美国的房产税由地方政府征收，是地方政府收入的重要来源。美国的房产税又被称为不动产税，属于财产税的主要组成部分，针对土地和房屋进行征收。现行的房产税体系采用州政府和地方政府分责管理的模式，州政府负责立法和制定限制性条款，而征收的权利则在于地方政府。根据美国统计局 2015 年统计报告的数据，财产税占到整个地方税收收入的 1/3 左右，而房产税约占财产税收入的 75%，可见，房产税已成为地方税收的重要来源。从美国各州来看，新罕布夏州、阿拉斯加州、新泽西州 2018 年财产税收入占税收总收入分别高达 63.8%、45.6%和 45.5%。

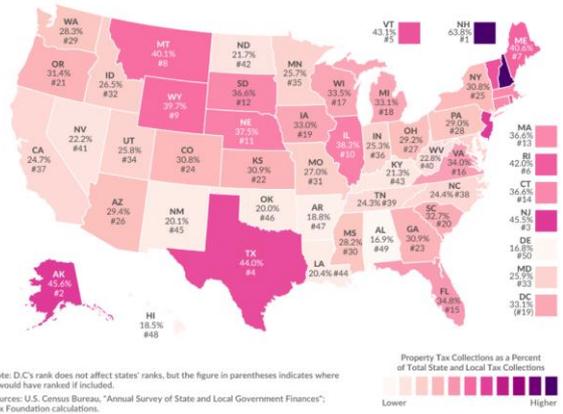
图表 32. 房产税与财产税与税收比例 (2015)



资料来源: 美国国家统计局, 中银证券

图表 33. 各州房产税占税收收入比例 (2018)

How Much Does Your State Rely on Property Taxes?  
Property Tax Collections as a Percent of Total State and Local Tax Collections, FY 2018



资料来源: TaxFoundation, 中银证券

**第二, 美国房产税征收的核心环节在于房地产的估值。**税基由房地产评估价值的一定比例(征税比率)确定, 由州政府主持完成。各州估值方法和征税比率都不尽相同。

**自有住宅采用市场比较法, 持续产生收益的不动产采用入息收入法。**1) 市场比较法(又称可比价格法), 是通过比较最近在市场被售出的类似财产的价格来估价。具体为比较近 6 个月内三四个在附近已售房屋的价格, 再根据地块大小、房屋面积、房型、房龄、房屋设施等进行调整。此类方法最常用, 适用于绝大多数州, 对自有住房类不动产的评估价值较为合理和有效, 但对工业和商业财产的适用性较低。2) 入息收入法, 通过预计财产的预期收益来估计财产的价值。对于持续产生收益的不动产, 如公寓、商店、写字楼、停车场和农业用地等, 此法较为有效。3) 重置成本法, 考虑重建同样房屋所需成本, 然后根据地价以及折旧进行调整。主要适用于通常不会产生所得, 且可比交易少的房产的估价, 这种办法能大大简化房产税的评估工作, 管理者只需保持房地产的销售记录。目前有少数几个州采用此法。

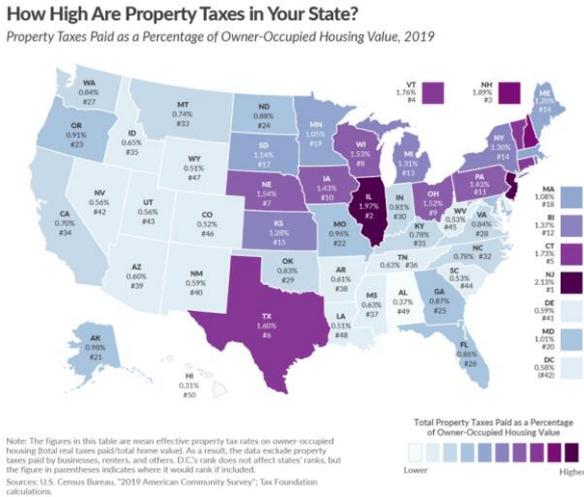
**各州采用不同的重估周期, 周期在 1-10 年不等, 主要分为三类重估周期。**1) 年度重估: 根据市场的变化, 每年都对所有的不动产进行重新估价; 2) 全周期重估, 指不动产在特定的年限被估价后, 直到下一次规定的估价年份之前, 其估值不变, 但如果不动产在这期间被新建、损坏或改变用途, 则需要重新估价, 估价周期为 2-10 年; 3) 部分重估, 指在全周期重估的同时, 每年都对一部分不动产重新估价。

**第三, 房产税的税率在地方政府预算立法程序中规定, 采取比例税率征收, 由地方政府根据“以需定收”的方式来确定税率。**地方政府根据当年财政预算要求, 再综合考虑非房产税来源的其他收入, 两者相减得出需要征收的房产税收的缺口总额, 然后除以房地产评估净值得到税率, 计算公式为:

$$\begin{aligned} \text{税率} &= (\text{预算支出}-\text{非房产税收入}) \div \text{房地产评估净值} \\ &= (\text{预算支出}-\text{非房产税收入}) \div (\text{总评估值}-\text{豁免}-\text{减免}-\text{折扣}) \end{aligned}$$

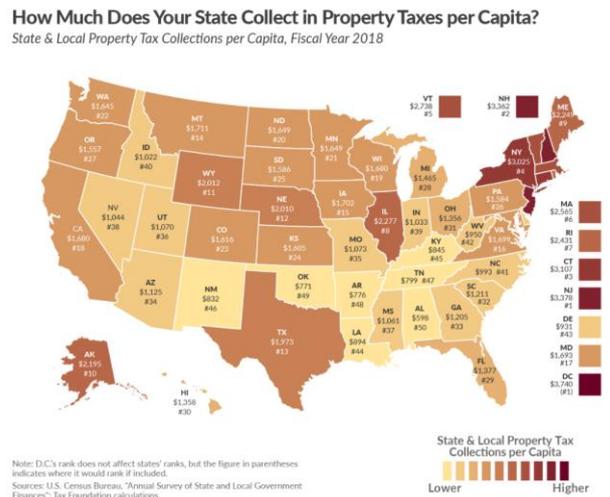
**美国各州税率差异较大, 同样价位的房产, 在不同城市需要缴纳的房产税有很大差别。**根据 wallethub 的统计, 各州税率总体分布 0.2%-2.3% 的区间之内。美国北部各州及西海岸的房产税较低, 房产税税率介于 1-1.5% 之间, 而南部各州的房产税普遍较高。房产税率最高的三个州(新泽西、伊利诺伊、新罕布什尔)税率均超过 2%, 而最低的三个州(夏威夷、阿拉巴马、路易斯安那)税率均低于 0.5%。

图表 34. 美国各州财产税税率 (2019)



资料来源: TaxFoundation, 中银证券

图表 35. 美国各州人均财产税税额 (2018)



资料来源: TaxFoundation, 中银证券

图表 36. 2020 年美国 51 各州中房产税税率排名前五名与后五名

| 排名 | 州名    | 房产税税率 | 州房价中位数   | 房产税中位数 |
|----|-------|-------|----------|--------|
| 1  | 新泽西   | 2.29% | \$319900 | \$7335 |
| 2  | 伊利诺伊  | 2.25% | \$175700 | \$3959 |
| 3  | 新罕布什尔 | 2.10% | \$237400 | \$4996 |
| 4  | 威斯康星  | 1.97% | \$165900 | \$3266 |
| 5  | 得克萨斯  | 1.93% | \$131400 | \$2537 |
| 47 | 华盛顿   | 0.57% | \$454500 | \$2601 |
| 48 | 特拉华   | 0.53% | \$232900 | \$1231 |
| 49 | 路易斯安那 | 0.48% | \$140400 | \$672  |
| 50 | 阿拉巴马  | 0.43% | \$123800 | \$538  |
| 51 | 夏威夷   | 0.28% | \$504500 | \$1405 |

资料来源: WalletHub, 中银证券

**第四、对符合要求的房产和弱势群体采取减税和免税优惠。** 税收优惠分为三类: 1) 直接的减税和免税: 对于居民购买的第一套非经营性自用房产免税, 同时按各州规定的免征面积和免征额度, 对居民的普通住宅给予免征优惠。2) 针对弱势群体可以允许他们延期纳税, 同时当纳税人的房产价值大幅升值时, 纳税人可先按财产原价值缴纳税款, 差额延期缴纳。3) 针对低收入人群进行税收抵免, 当纳税人缴纳的财产税与个人收入的比例超过了税收抵免的法律规定, 则政府会将超出部分按比例返还给纳税人。

综上, 房产税净额是根据房地产的评估价值和由地方政府确定的税率, 再扣除税收优惠得出。计算公式为:

$$\text{房地产净税额} = \text{税基} * \text{法定税率} - \text{税收优惠}$$

$$= (\text{评估价值} * \text{征税比率}) * \text{法定税率} - \text{税收优惠}$$

第五，州政府除了立法职能外，还需要制定限制性条款，以约束和规范地方政府的征税行为。州政府的限制性条款包括：1) 税率限制，分为对总税率的限制，和对分州、县、市、镇、学区等区域分别的限制。2) 收入和支出的限制，全美有9个州对房产税收入或支出的增长设置了限制，其中有将收入和支出综合考量限制，也有单独限制支出或收入。例如在加州规定，州和各地方政府房产税收入的增长不得超过生活成本的变化和人口的变化。3) 评估增长限制，全美有19个州及特区对各类型房产评估价值的上涨幅度设定了限制，同时部分州将不同类型用房的评估价值相联系制约。4) 充分披露要求，分为三类，一是要求对相对上年增税时的披露，二是要求对相对上年不增税或减税的披露，三是对恒定税率的披露。

第六，纳税人需在规定的时间内按时缴纳房产税，如遇特殊情况，可以申请延期缴纳，对于未能按期缴费的纳税人，税务机关将对其采取处罚措施。各地按季度、半年或年度征收房产税，届时（提前1-3个月）房主会收到由地方税务部门寄来的纳税通知，房主需在规定的期限内（大多在年末或第二年初）通过支票或网络、电话、到地税部门直接支付的途径完成房产税的支付。如遇特殊情况，美国房产税纳税人有延期申报的权利，期限通常为30天。对于未能按期缴费的，税务机关会处以罚款和加收滞纳金，同时估价员也可在现有估价基础上施加10%的罚款，若长期拖欠（3年以上），地方政府有权处理并出售房主财产以抵扣税费。根据美国人口普查局的数据显示，2020年，美国人均每年缴纳的房产税达到了2149美元，而根据美国税收留置权协会的数据显示，每年未缴纳的房产税金额高达118亿美元。

第七，房产税主要用于地方公共服务开支，房产税率较高的地区，由于得到更大的财政支持，其提供的公共教育质量也往往更好。房产税用途分为三类：1、学区教育，2、消防、警务、残疾人援助、老年人服务、地区道路桥梁建设维护等公共基础设施和服务，3、地方政府的日常开支。其中学区教育约占全部税收收入的一半。另外，美国具有较透明的房产税支出披露体系，每个业主在年末亦会收到政府的纳税单，其中包括上一年度所缴纳的房产税的支出用途。

图表 37. 美国现行的房产税体系



资料来源：美国国家统计局，美国商务部，中银证券

**美国房产税体系的特点：州政府和地方政府明确分工。**地方政府是征收房产税的主体，房产税主要用于地方公共服务，因此由地方政府征收，缴税居民能够更好的监督税收用途和效果，具有更低的政治成本。州政府负责制定估价体系、税率制度和监督等工作，州政府在制定房产税率是采用“加总法”由镇、县、学区、州四级政府，分别按当年所需的房地产收入，除以当年该地区的房产税率，得到四级政府分别需要征收的房产税率，最后把所有税率加总，即得到最终需要支付的房产税率。

**美国房地产体系的局限性：美国的房产税变动完全对应着地方政府的预算缺口，而不是按照房地产市场的波动来调节，这就使得房产税丧失了对于住房市场调控的功能。**美国房产税是地方政府的剩余税，即每年政府编制预算时，都要先测算当年预算收支缺口，剩余缺口由房产税来承担，因此，就会出现这样的现象，经济衰退的城市，房产税率反而更高，又进一步加剧了城市的衰败。

#### 4.1.2 房产税是地方政府收入的来源，而非市场调控的手段

**短期来看，房产税能够降低住房成交量，同时对地方房价有一定提高作用。**在其他条件不变的情况下，房产税通过提高住房持有成本来降低住房成交量，购房者可以通过“用脚投票”来选择房产税更低的区域买房。但同时，房产税的用途在于当地的公共服务支出，房产税高则公共服务更好，这对当地房价又有一定的提高作用。

**长期来看，房产税与房价涨幅有一定关联。**2013-2018年美国房价涨了45%，房产税最高的新泽西州，房价同期仅涨了5%，房产税较低的科罗拉州和亚利桑那州，房价则大涨59%和83%。但房产税未必能完全阻碍房价的上涨，纽约所在地纽约州的房产税率偏高为1.62%，但房价仍为美国最高。整体而言，利率下降/上升，经济繁荣/衰退、需求上升/下降是导致房地产市场繁荣/低迷的主因，房产税在美国的主要作用是作为地方政府收入的来源，而非房地产调控的手段。

## 4.2 日本：地方具有房产税立法权，居民税收负担不大

**日本房产税不仅为地方政府提供税收来源，历史上还一度成为调控房地产市场的工具。**在亚洲国家当中，日本的房产税制发展较早，经历过两轮房产税改革，也已形成一套完整成熟的房产税制体系。二战后日本政府为了增加财政收入，开始征收房产税，确定了包括固定资产税、城市规划税和营业场所税在内的现代房产税制基本架构。1991年，针对日本严重的房地产泡沫，开始在土地保有环节征收地价税，此后日本房价大幅下跌，地产泡沫破灭，1998年亚洲金融危机时，日本为了提振经济，结束征收地价税。

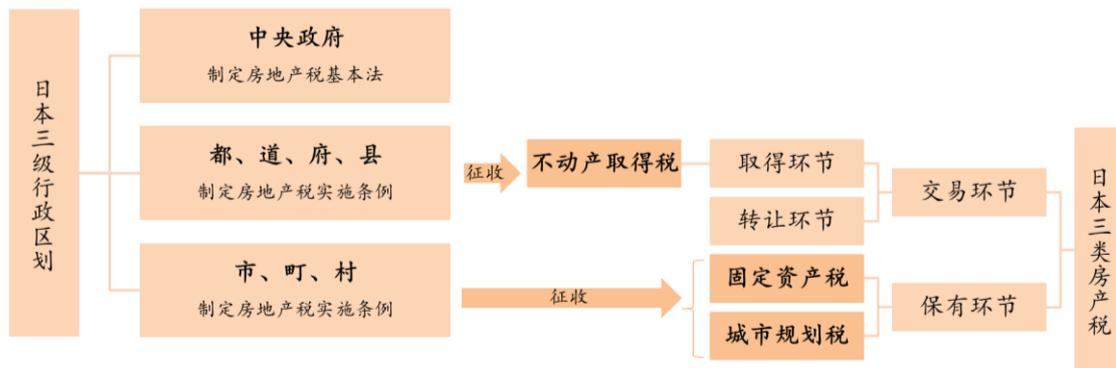
### 4.2.1 保有环节的固定资产税和城市规划税为主，占地方收入近一半

**税收根据行政区划分为国税、道府县税和市町村税三级。**日本三级行政区划为：中央、都道府县、市町村，其中，都道府县相当于我国省、直辖市、自治区这一级别，市町村相当于我国的乡、镇、街道一级，相应地，税收也划为国税、道府县税和市町村税三级。

**日本的房产税属于地方税，三级税收均由地方政府征收。**中央政府负责制定房产税基本法，对大纲和原则进行规定，地方政府也具有独立立法权，自行制定税目、课税客体、课税标准等实施条例。各级行政单位可以按照自身情况灵活的制定征税条例，而中央对地方的征税权基本不直接干预。1950年开始征收房产税后，**房产税在地方税收收入的占比一直保持在40%以上**，是地方政府收入的主要来源。

**现行的房产税税种齐全，税制结构相对完整。**主要包括交易环节和保有环节，主要征收税种为不动产取得税、固定资产税和城市规划税三种。交易环节分为取得和转让，取得环节由都道府县征收不动产取得税，转让环节目前无独立税种。在保有环节，由市町村征收固定资产税和城市规划税。

图表 38. 日本现行的房产税体系



资料来源：日本国土交通省，中银证券

房产税的课征主要集中于保有环节，固定资产税和城市规划税占市町村级收入的比例分别为 41%和 6%左右，合计占比近一半。固定资产税创设于 1950 年，征税对象为固定资产征税台账上登记的土地、房屋和折旧资产，以征税对象的评估额作为计税依据，评估额每三年评估一次，税率统一为 1.4%。而城市规划税创设于 1956 年，征税对象为规划区内的市街划区域的土地和房屋。也以征税对象的评估额作为计税依据，税率由市町村灵活确定，以不超过 0.3%为限制，从税率角度来看，居民在房产税上的税负并不高，纳税额最高的固定资产税也仅占国民所得的 2-2.5%。2019 年东京都固定资产税和城市规划税占整体税收收入的比重分别为 22.8%和 4.4%

图表 39. 日本主要的房产税种：固定资产税、城市规划税

| 税种    | 征税对象                   | 计税依据     | 税率          |
|-------|------------------------|----------|-------------|
| 固定资产税 | 固定资产征税台账上登记的土地、房屋和折旧资产 | 征税对象的评估额 | 1.4%        |
| 城市规划税 | 规划区内的市街划区域的土地和房屋       | 征税对象的评估额 | 市町村自定，≤0.3% |

资料来源：日本国土交通省，中银证券

房产税的征收分为登记、评估和公示三个阶段，在不动产交易完成后，交易双方需要到登记所进行不动产登记，在评估机构对不动产出具评估报告完成后，再在登记所登记不动产的评估额，国土交通省每年会对不动产的评估价格进行公示，不动产纳税人可查阅登记信息，以保证评估工作受到公众监督。

针对房屋和土地有四类评估办法。日本的房地产价值评估工作依据《不动产鉴定评估法》，由不动产鉴定协会和土地鉴定委员会共同负责，配备专业的不动产鉴定师，每三年评估一次，并设评估理事会以解决争议问题。针对房屋和土地适用不同的评估方法，主要分为四大类：市场比较法、收益还原法、重置成本法、土地/建筑物残余法。

图表 40. 日本不动产评估方法（房屋、土地）

| 估价办法      | 适用对象               | 具体步骤                                  |
|-----------|--------------------|---------------------------------------|
| 市场比较法     | 土地、房屋              | 将近期类似不动产的交易价格加以修正                     |
| 收益还原法     | 房屋                 | 考虑待估房屋的使用年限和折旧等因素，以适当贴现率，将评估对象的未来收益贴现 |
| 重置成本法     |                    | 重新建造待估或类似房屋所用的成本费用加总（考虑折旧）            |
| 土地、建筑物残余法 | 土地、房屋<br>(难以估价的情况) | 根据待估对象的收益，单独估算出土地和房屋的价格               |

资料来源：日本国土交通省，中银证券

日本为了兼顾社会公平，还制定了一系列的税收优惠政策，固定资产税和城市规划税都对住宅用地制定了税收优惠，固定资产税还规定了免征点和新建住宅的优惠。

图表 41. 日本固定资产税和都市规划税的税收优惠举例

| 优惠条件  | 优惠税种        | 优惠力度       |
|---|-------------|------------|
| 政府、学校、皇室、墓地等有特殊用途的房地产                             | 固定资产税       | 免征         |
| 计税价值低于 30 万日元的土地和低于 20 万日元的房屋                     |             |            |
| 对老旧房屋进行抗震改造                                       | 固定资产税和城市规划税 | 1-3 年不等的减免 |
| 对房屋进行节能改造   | 固定资产税       | 1/3 减免     |
| 65 岁以上的老年人或残疾人对 100 m <sup>2</sup> 以内的房屋进行无障碍通道改建 |             |            |

资料来源：国家税务总局，中银证券

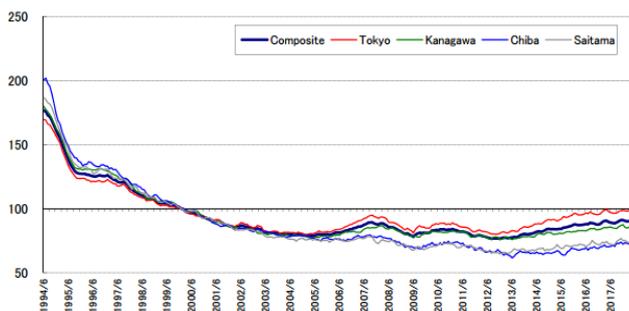
和美国类似，日本的房产税收入主要用于公共服务，主要包括（用于儿童和老人福利以及生活保障的）民生费、教育费、公债费、（用于城市规划、道路、桥梁、公营住宅建设等）的土木费四类，合计占比 65%。

#### 4.2.2 老龄化、经济停滞等因素决定房价长期走势

重度的房产税对 90 年代日本的房地产市场产生了显著影响。1971 年布雷顿森林体系瓦解之后，日元被动升值，导致了大量外汇流入，推升了房价不断上涨，1991 年，为了控制房价，日本政府对房地产课以重税，对土地保有环节增加了地价税，结果导致国外资金撤出，随着人们对市场的信心不断瓦解，房价呈现断崖式的下跌。

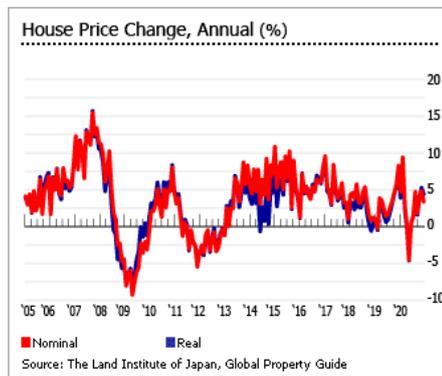
从长期来看，房产税并不是影响房价的主要因素。在 1998 年亚洲金融危机，日本结束了地价税之后，受严重的老龄化、经济停滞、消费疲软、适龄购房人口数量大幅快速下降等因素影响，房价仍然继续下跌，1992 年-2000 年间，日本六大主要城市住宅用地价格下跌 55%，一直到 2005 年年前后房地产市场才止住下跌的态势，2005 年至今日本房价较为稳定。

图表 42. 日本住宅价格指数变化趋势



资料来源：日本不动产研究所，中银证券

图表 43. 日本住宅价格增速变化趋势



资料来源: The Land Institute of Japan, 中银证券

### 4.3 韩国：房产税作为调节房价的政策性工具，效果不及预期

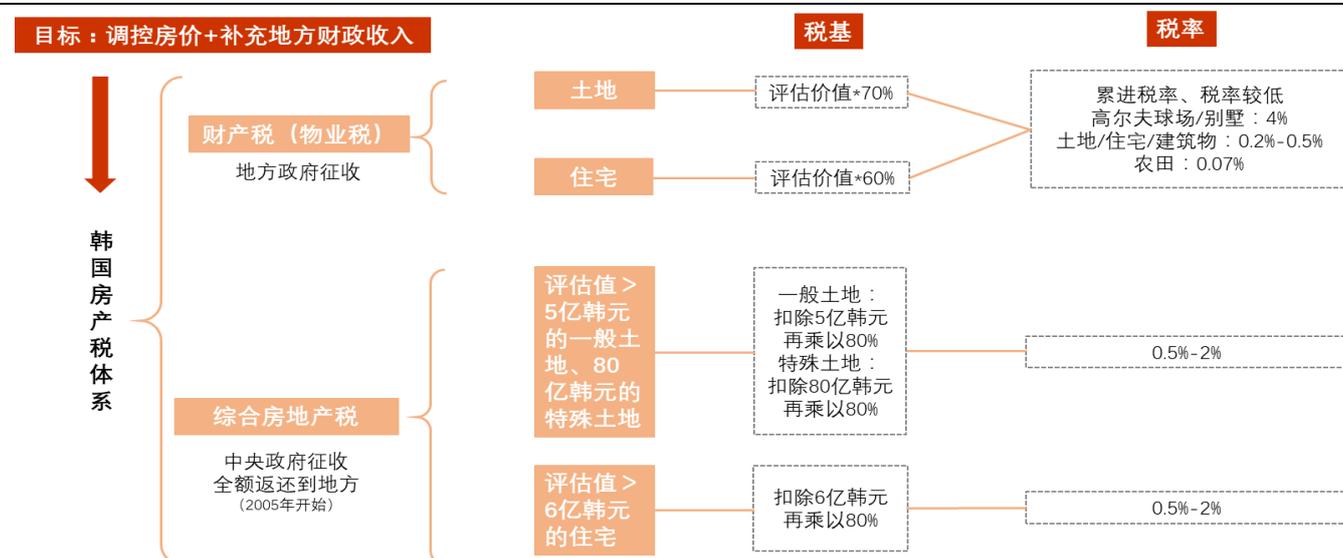
#### 4.3.1 对土地和住宅分别征收财产税和综合房地产税，采取累进税率

一次税改为打击房价和囤地行为，短期影响不明显。80年代韩国经济高速发展，房价增速快，为打击房地产投机和囤地行为，1990年开始进行物业税改革，对土地征收综合土地税，对建筑物征收财产税，此次改革在一定程度上增加了土地供应，但在短期并未立即改变房价走势，上涨一直持续到1991年5月才开始高位企稳。

二次税改为抑制投机，长期效果不及预期。二次税制改革在2005年，为了抑制房地产投机、实现税收公平公正，对高端住宅和土地征收综合房地产税，原来的综合土地税和财产税合并为新的财产税，财产税由地方政府征收，作为地方财政收入，而综合房地产税则由中央政府征收后全额返还给地方，分配时考虑各地的财政能力。2005年综合房产税推出后，房价小幅下跌之后又加速上涨，效果不及预期。

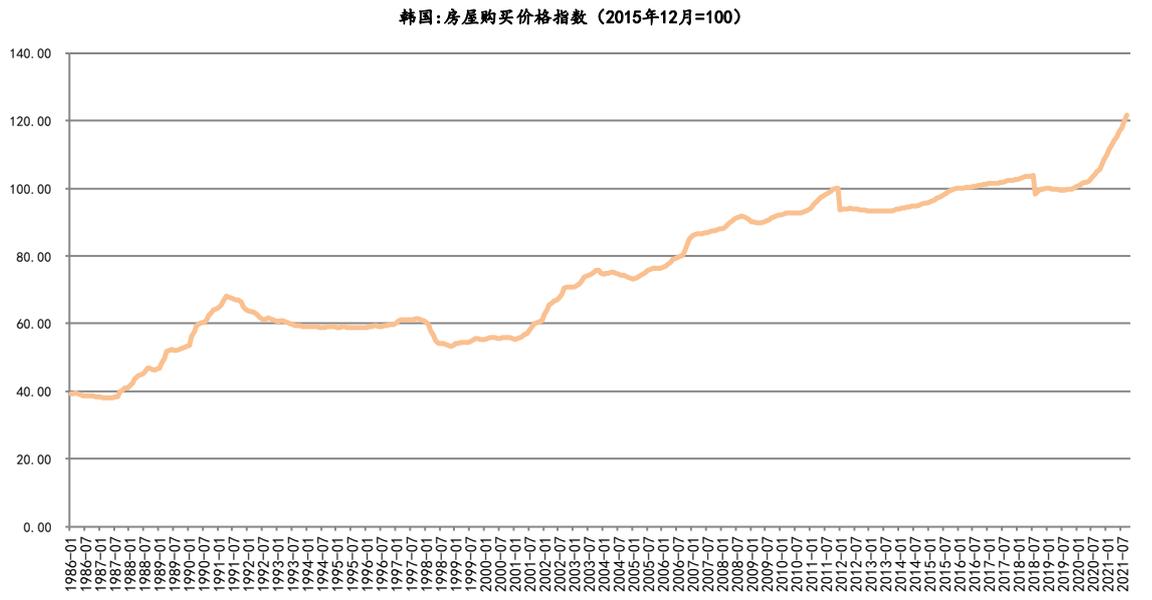
综合房地产税短期起到调节收入分配的作用。韩国目前的房产税体系由地方政府征收的财产税和中央政府征收的综合房地产税组成，财产税实行累进税率，税率较低，一般在0.4%以内，而综合房地产税针对性较强，主要对拥有高端住宅的富人征收，6亿韩元以下的住宅免征，起到了调节收入分配的作用。

图表 44. 韩国现行的房产税体系



资料来源：韩国国税厅，中银证券

图表 45. 韩国房屋购买价格指数



资料来源: 万得, 中银证券

在税制设计上, 基于房地产登记信息和评估信息在全国范围内联网及信息共享, 韩国税收征管部门将个人在全国范围内拥有的所有住宅按价值一并加总适用累进税率, 提高了综合房地产税对实现税收公平上的精准程度。

图表 46. 韩国普通住宅财产税累进税率

| 计税依据 (韩元)    | 税率 (%) |
|--------------|--------|
| ≤6000 万      | 0.1    |
| 6000 万-1.5 亿 | 0.15   |
| 1.5 亿-3 亿    | 0.25   |
| 3 亿以上        | 0.4    |

资料来源: 韩国国税厅, 中银证券

图表 47. 韩国普通住宅综合不动产税累进税率

| 计税依据 (韩元) | 税率 (%) |
|-----------|--------|
| ≤6 亿      | 0.5    |
| 6 亿-12 亿  | 0.75   |
| 12 亿-50 亿 | 1.0    |
| 50 亿-94 亿 | 1.5    |
| 94 亿以上    | 2.0    |

资料来源: 韩国国税厅, 中银证券

## 4.4 中国香港: “房地分离”的财税制度, 宽税基、低税率

香港特别行政区保持财政独立, 参照原来在香港实行的低税政策, 自行立法确定房产税税种、税率、税收优惠等, 房产税也由香港特区政府征收。

### 4.4.1 房产税包括差饷税、物业税、土地年租, 以租金为税基

香港的房产税覆盖了取得、保有和交易环节。取得环节征收印花税, 交易环节征收利得税, 这两个环节的税负较轻, 保有环节的税种多且税负较重, 主要涉及差饷税、物业税和土地年租, 下文主要分析税负占比最高这三种税。这三类税收都是针对物业租金, 但具体税基有所不同。

**稳定完善的租赁体系, 为针对物业租金的房产税提供了重要的征税基础。**香港的租赁市场机制较为完善, 呈现出“法律完备、专业管理、梯次消费的特征”。香港出台有专门的法律体系规范整个出租过程, 保障房东和业主双方权利, 市场上的公寓、酒店、联排和独栋别墅四种出租住房都对应不同的需求群体, 且出租供应方由专门的机构担任, 由专门的资产管理公司管理和运营, 对于中低收入群体, 通过“公共住房和自住置业计划”提供公租房。从租赁回报来看, 租金回报率较为稳定, 根据香港差饷物业估价署公布的官方数据, 办公、商业和住宅的平均回报率分别为 3.1%、2.5%、2.5%, 同时租金回报率的变动也很小。

图表 48. 香港主要的三种持有环节房产税税种

| 税种   | 征税主体    | 课税对象  | 税基     | 税率  |
|------|---------|---|--------|-----|
| 差餉稅  | 差餉物業估價署 | 土地、建筑物和构筑物  | 应课差餉租值 | 5%  |
| 物業稅  | 香港稅務局   | 物業所有者   | 租金收入   | 15% |
| 土地年租 | 差餉物業估價署 | 新界和新九龍的物業，以及在 1985 年 5 月 27 日以后获批或获续期土地契约的港島和九龍物業 | 应课差餉租值 | 3%  |

资料来源：香港政府官网，中银证券

香港的土地制度与内地较为一致。香港实行土地公有制，土地所有权归政府所有，使用权可自由转让。政府在土地出让时一次性征收一笔土地出让金作为土地批租收入（与内地地价一致），是对征地费和土地开发费用的补偿，对于可续期土地在首个出让期到期之后，每年还要征收土地租金，即土地年租。

对房屋征收物业税和差餉稅，对土地征收土地年租和一般差餉稅的“房地分离”双轨制，不仅简化了两者的管理程序，还便于稅收征管的顺利进行，一是解决了公共投资引起的土地和房产增值时不能实现“溢价归公”的问题，二是分类覆盖，土地年租对续期土地合同覆盖，一般差餉对所有房地产物業覆盖，避免了重复征稅。

持有环节的房产税合计占财政收入的比重约 6%，其中差餉稅的稅基大，征收面广，是最大的房产税稅种，在财政收入占比一直保持在 2% 以上，目前稳定在 4% 左右，2019 年差餉稅共收入 209.8 亿港元，占财政收入的 3.5%。物業稅只针对出租的物業征收，规模较小，2019 年共收入 28.07 亿港币，占比 0.5%。而土地年租一般占财政收入 2%。对于家庭稅负来说，三类房产税总计占居民可支配收入的 1.3%，这与美国和日本等发达国家的 2% 以上相比来说，香港的房地产納稅负担较低。

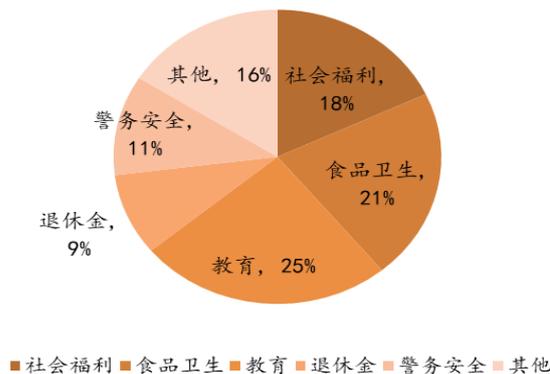
房产税的评估按照租金收入评定。差餉稅、土地年租对应的稅基为应納差餉租值，而物業稅对应的稅基为实际租金收入（按实际所得评估）。对于应納差餉租值的评定，由香港地区差餉物業估價署评定，所有物業类型的房产按统一的基准来评估，差餉按市值租金来征收，由于各类物業的应课差餉评估值取决于物業租金的市场价值，因此会随市场变化而波动。

差餉租值的评估方法主要有三类：租金比较法，利润法和成本法。租金比较法是估价师参照近期类似物業成交记录，并对其进行调整得到的评估值。对于没有租金资料可参考、评估特殊用途物業时，运用利润法，评估师首先分析有关业务的收支，作为使用人愿意支付租金的指标，再以总收入乘以一定比率得到应课差餉租值的评估值。当没有租金参考也不适用于利润法时，通过收集购买土地及开发房屋所需的成本，作为使用人愿意支付租金的指标，再从总成本中扣除折旧和废弃开支等项目，计算出实际资本价值，最后把实际资本价值乘以一个反映物業投资的回报率，即得评估的应课差餉租值。

香港的房产税納稅周期为一个季度，每年 10 月差餉物業估價署确定出差餉稅和土地年租，在每个季度初期发放稅收征收通知书，納稅人在每个季度的第一个月月底前繳納稅款，逾期加征 5% 的罰款，超过 6 个月的加征 10% 的罰款。

征收的房产税用于地方公共服务支出，主要分为：教育、食品衛生、社会福利、警务安全及退休金等。

图表 49. 香港财政支出的分类



资料来源：香港政府官网，中银证券

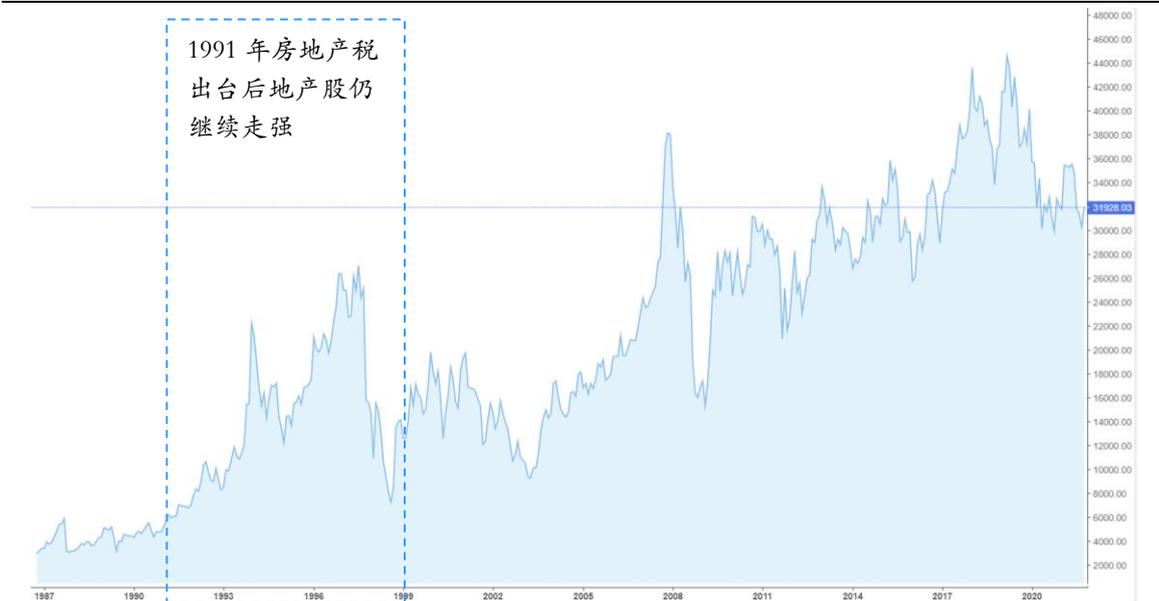
我国目前的房地产运行和管理体系向香港进行了多方位学习，主要包括土地招拍挂和批租制度、住房抵押贷款体系、商品房预售制、公租房建设和管理制度、物业管理方式等，可以说，从房地产开发、投资到销售，以及售后的物业管理很多方面都借鉴香港模式。另外，香港同为土地公有制的地区，房地产财税结构也与内地有很多相似之处，例如香港土地批租带来的地价收入占到政府财政收入的 20%-30%，这与内地地方政府收入大比例来自卖地类似。

#### 4.4.2 房产税税负较小，对市场影响不大

香港的房产税的主要作用在于稳定市场，刺激经济复苏。在房地产衰退期，通过减免差餉税或延缓缴纳，推动行业复苏，在房地产市场过热时通过交易环节的印花税来进行干预，短期来影响成交量，在持有环节的税种并不能起到影响市场的作用。

长期来看，房产税对于房地产市场的影响较小。首先，在持有环节的房产税税负较小，对市场的影响力不大。其次，香港的房产税用于地方公共服务，对于房产税征收多的地区，相应的配套设施建设、教育等支出更多，因而更具吸引力。再次，影响房地产市场长期走势的还是在于国内外的政策及经济环境、本地供求关系特征。根据香港恒生地产分类指数，1991 年香港房产税出台以后，地产股并未收到明显影响，整体呈现上行趋势。

图表 50. 香港恒生地产分类指数



资料来源：Investing.com，中银证券

## 5 投资建议

目前房地产税处于立法推进的关键阶段，本次试点扩容并稳妥推进房地产税立法具备“里程碑”意义，但总体仍偏谨慎，全国范围内全面开征仍需要长时间循序渐进的沉淀。与十年前开始上海试点的“增量个人住房房产税”和重庆试点的“高档住房房产税”相比，或将“存量个人住房”纳入到征收体系中。房地产税试点扩容短期内虽会对试点城市的购房情绪及地产板块资本市场投资情绪产生冲击，但中长期影响有限，整体利于现阶段房地产行业的良性发展：一方面，有助于抑制投机性住房需求，符合房地产长效机制建立的目标；另一方面，在目前楼市、地市较冷的市场环境下，较为依赖土地出让金的政府面临一定的财政压力，房产税或成为补充地方政府财政收入的一个来源。我们认为在目前地产行业“政策+基本面”双重底部的背景下，后续 Q4 通过供需端的政策调整、信贷政策微调以对冲房地产税短期冲击的预期加强，我们仍然看好 Q4 的估值修复行情。我们建议关注：1) 开发板块：金地集团、保利地产、万科 A、龙湖集团、华润置地。2) 物业板块：碧桂园服务、永升生活服务、华润万象生活、融创服务、新城悦服务、宝龙商业、星盛商业。

图表 51. 报告中提及上市公司估值表

| 公司代码      | 公司简称   | 评级   | 股价<br>(元) | 市值<br>(亿元) | 每股收益(元/股) |       | 市盈率(x) |       | 最新每股净资产<br>(元/股) |
|-----------|--------|------|-----------|------------|-----------|-------|--------|-------|------------------|
|           |        |      |           |            | 2020A     | 2021E | 2020A  | 2021E |                  |
| 600383.SH | 金地集团   | 未有评级 | 11.16     | 503.83     | 2.30      | 2.50  | 4.85   | 4.47  | 12.72            |
| 000002.SZ | 万科 A   | 未有评级 | 21.09     | 2451.79    | 3.62      | 3.62  | 5.83   | 5.83  | 19.32            |
| 600048.SH | 保利地产   | 未有评级 | 13.80     | 1651.87    | 2.42      | 2.60  | 5.70   | 5.30  | 13.37            |
| 0960.HK   | 龙湖集团   | 未有评级 | 35.10     | 2130.69    | 3.41      | 4.22  | 10.29  | 8.31  | 17.88            |
| 1109.HK   | 华润置地   | 未有评级 | 31.60     | 2253.38    | 4.18      | 4.45  | 7.56   | 7.09  | 28.53            |
| 6098.HK   | 碧桂园服务  | 未有评级 | 62.70     | 2017.16    | 0.98      | 1.30  | 64.23  | 48.31 | 4.97             |
| 1516.HK   | 融创服务   | 未有评级 | 16.42     | 509.13     | 0.25      | 0.41  | 65.68  | 39.66 | 3.12             |
| 1209.HK   | 华润万象生活 | 未有评级 | 43.75     | 998.59     | 0.49      | 0.67  | 90.21  | 65.63 | 5.46             |
| 1995.HK   | 永升生活服务 | 未有评级 | 15.60     | 260.58     | 0.24      | 0.38  | 64.30  | 41.56 | 1.73             |
| 1755.HK   | 新城悦服务  | 未有评级 | 16.28     | 142.08     | 0.55      | 0.77  | 29.60  | 21.11 | 1.56             |
| 9909.HK   | 宝龙商业   | 未有评级 | 15.52     | 99.81      | 0.49      | 0.70  | 31.60  | 22.30 | 3.34             |
| 6668.HK   | 星盛商业   | 未有评级 | 3.49      | 35.60      | 0.17      | 0.18  | 20.64  | 19.39 | 0.16             |

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 10 月 22 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 6 风险提示

国内房地产税推出进程存在不确定性，长效机制建立过程中，其他政策对房价的影响不可控。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371