

宏观专题报告

2023年02月14日

香港与新加坡房地产发展模式比较研究

核心内容:

新加坡是世界上公认的住房问题解决得比较好的国家之一，而与新加坡拥有相似的区位与经济环境的中国香港特区，又为何变成了一个反面案例？本篇报告将通过比较新加坡与香港特区在经济、社会、住房制度等层面的不同，探讨中国大陆房地产新发展模式的未来方向。

中国香港的经验教训：1. 香港财政大幅依赖“补地价”，同时为维持低税率环境不得不施行高地价政策。2. 既得利益者群体大。房地产商，有房人群和环保组织等都是公屋政策实施的阻力。3. 公屋以租为主，同时居住人需时刻警惕工资是否超标，以避免被驱逐的风险。4. 公屋二级市场不活跃。公屋申请人购买出售房屋时仅缴纳房屋建造费，并拥有使用权，而想真正买断房屋产权则需补缴房屋市价，这导致大多数公屋居住人没有公屋产权；同时除个别公屋计划允许转售外，“居者有其屋”计划等都不允许转卖，因此公屋并没有成为居住人的实际资产，也无法进行住房置换升级。5. 公屋建造和管理机构较为复杂。房委会和房协都拥有建造和管理公屋的权利，各类计划覆盖人群和条件亦不相同，导致民众信息获取成本大，还面临重复排队等问题。

新加坡的经验：1. 历史负担小，民众支持度高。开国时就将“居者有其屋”纳为国策，几十年的组屋制度让新加坡民众适应且拥护该政策，八成人口居住在组屋中更是让多数民众的利益捆绑在一起。因此直到今天新加坡的组屋政策实施没有受到任何阻力。2. 《土地征用法》保证公屋供给量充足，同时补贴力度更高、公积金制度也更为健全。《土地征用法》使得新加坡政府拥有明确权力进行土地征用，并以低价补偿，从而源源不断地获得新土地并开发建造组屋。组屋也成为新加坡的一项公益政策，政府每年还需拨款大量资金给建屋局以弥补巨额亏损，民众购房时也可以获得力度较高的补贴。同时中央公积金也为购房人群提供了较充沛的融资途径。3. 申请政策灵活、市场分层使得二级公屋市场活跃。新加坡的组屋制度允许申请人二次转售组屋，因为申请人能以全款或按揭的方式拥有组屋产权，在最低占用期后即可挂牌出售组屋，而组屋转售的买家也是同样符合组屋标准的申请人。同时，新加坡政府建造了不同层次的组屋以满足各类人群和家庭需求，随着申请人家庭人口的增长，或收入的增长，可以选择购买更大或更高端的组屋来满足需求。新加坡政府也会对转售组屋进行补贴。二级市场的活跃使得居住人的资产会随着组屋价格的上涨而扩大，同时高流通性使得不断有组屋空缺出来，满足新一批申请人的需求，从而缩短排队时间。4. 财政对土地出让的依赖较低。新加坡的经济结构和税收制度使得其对土地出让收入的依赖较低。同时对执政党来说，建造和翻新公屋不仅可以提升自身支持率，还可以作为选举过程中的政治筹码，因此政府本身对于推动组屋建设的意愿也很高。

风险提示：地缘政治事件、全球经济衰退

分析师

高明

☎：(8610) 80927606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

特别感谢：于金潼

特别感谢：实习生铁伟奥

目 录

一、经济社会发展水平与土地要素禀赋	3
1.1 经济增长与经济结构	3
1.2 社会结构与人口结构	4
1.3 可用土地面积与当前住房条件	6
二、房地产市场结构、住房与土地政策	8
2.1 住房供应结构与管理理念	8
2.2 公屋管理政策	9
2.3 土地购置法律	11
2.4 住房公积金制度	11
2.5 住房二级市场	12
三、财政收入、房地产企业与居民满意度	14
3.1. 财政收入结构	14
3.2. 垄断性房地产企业	15
3.3. 居民满意度与环保组织	16
四、对中国大陆构建房地产新模式的启示	17

一、经济社会发展水平与土地要素禀赋

1.1 经济增长与经济结构

香港和新加坡都因其全球开放市场而闻名，两个地区在发展水平，土地面积和地理位置都有相似性，上世纪 60 年代至今的 GDP 增长路径也有非常高的相似性，但金融危机以来新加坡的人均 GDP 却加速超过香港。1990s 年代，随着全球产业链的转移，两个城市的人均 GDP 都达到两万美元；到 2015 年，香港人均 GDP 赶上美国，而新加坡早已超越。截至 2021 年，新加坡人均 GDP 为 64583 美元，而香港则为 50622 美元。使新加坡人均 GDP 高于香港的主要因素是经济多元化，即在技术、制造和金融之间相对均衡。而香港经济则高度依赖国际贸易和金融业，并且连续受到国际金融危机、中美贸易摩擦、地缘政治冲突等多方面的冲击。

图 1：新加坡和中国香港 GDP 走势（百万美元）

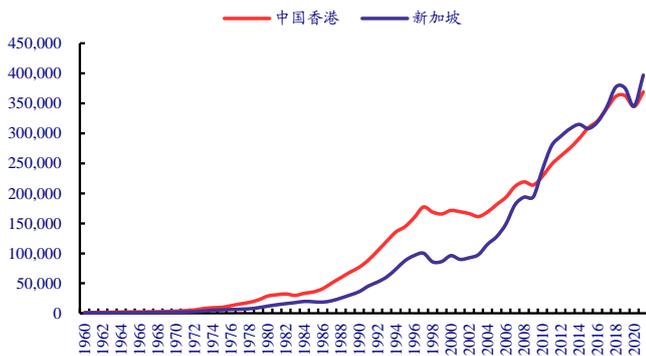
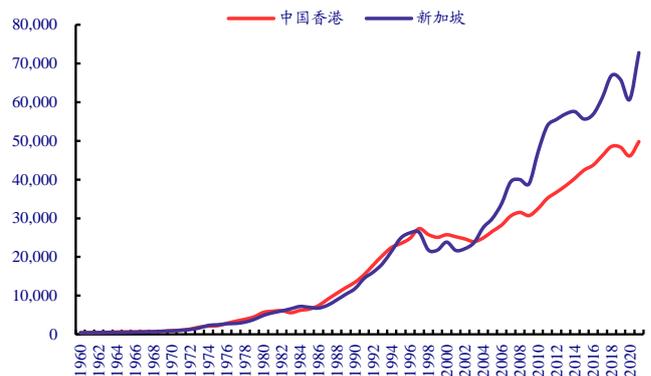


图 2：中国香港和新加坡人均 GDP 走势



资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

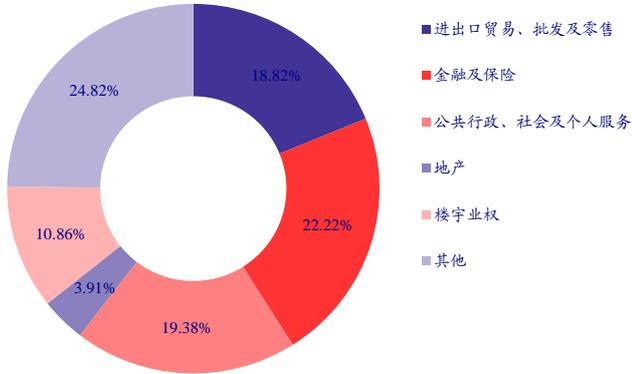
资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

经济结构上，新加坡是以出口为导向，制造业、金融业和其他服务业等部门是其 GDP 的主要贡献者。2021 年，新加坡 GDP 为 3890 亿美元，略微高于中国香港的 3740 亿美元。前四大产业分别为制造业占比 36.62%，批发业占比 9.86%，金融和保险服务占比 15.49%。新加坡政府在经济发展中进行有力引导和决策，大力发展制造业，政府最重要的职能之一就是为新加坡制造开拓新市场。

香港的经济以国际贸易和金融为重点。2021 年金融和保险业占香港 GDP 的 22.22%，公共行政、社会及个人服务占比 19.38%，进出口贸易、批发和零售占比 18.82%。香港特区政府奉行不干涉主义或自由主义，制造业已于上世纪基本转移至内地，目前金融业占据主导地位。

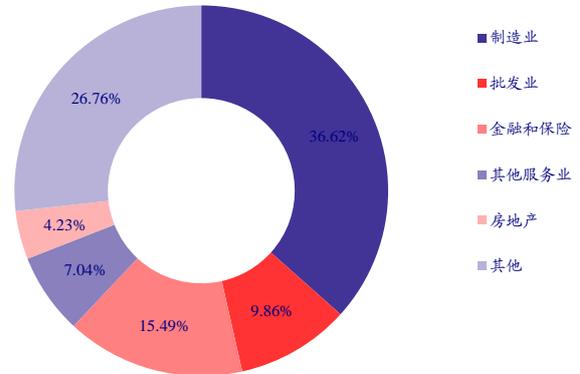
房地产在香港比新加坡更重要。新加坡房地产仅占 GDP 的 4.23%。而中国香港地产和楼宇业权共达到其 GDP 的 14.77%。

图 3: 中国香港的产业结构



资料来源: 香港金管局, 中国银河证券研究院

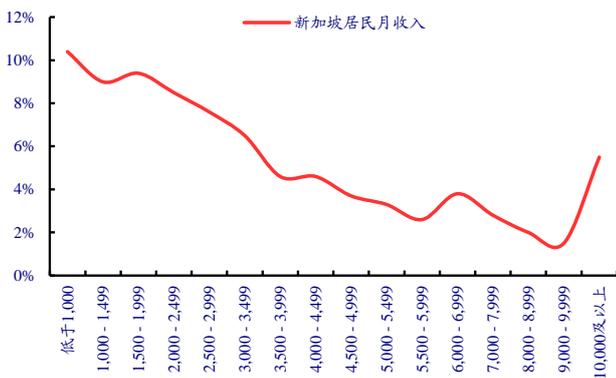
图 4: 新加坡的产业结构



资料来源: 新加坡统计局, 中国银河证券研究院

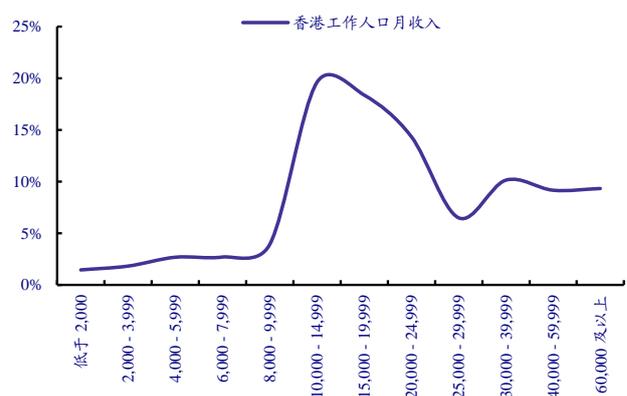
新加坡收入结构为“金字塔”构造, 香港为“橄榄型”结构。从两地家庭成员平均月收入分布也可以发现两地经济结构的差异。新加坡是以制造业为基础的“金字塔”结构, 月收入低于 1,000 新加坡元的居民最多, 占总人口的 10.4%, 之后随着收入的增加, 人口占比依次递减, 直到月收入 10,000 新加坡元以上时, 人数又有明显增加, 占比为 5.5%, 这一部分为本地富户或投资移民等。而香港是典型的以贸易和金融为基础的中产阶级主导型的“橄榄型”社会结构, 月收入 10,000 到 24,999 港元的居民占比达到了 52.33%。同时, 月收入 60,000 港元以上的高收入群体占比达到 9.33%。

图 5: 2020 年新加坡家庭成员平均月收入分布 (新加坡元)



资料来源: 新加坡统计局, 中国银河证券研究院

图 6: 2021 年中国香港工作居民平均月收入分布 (港元)

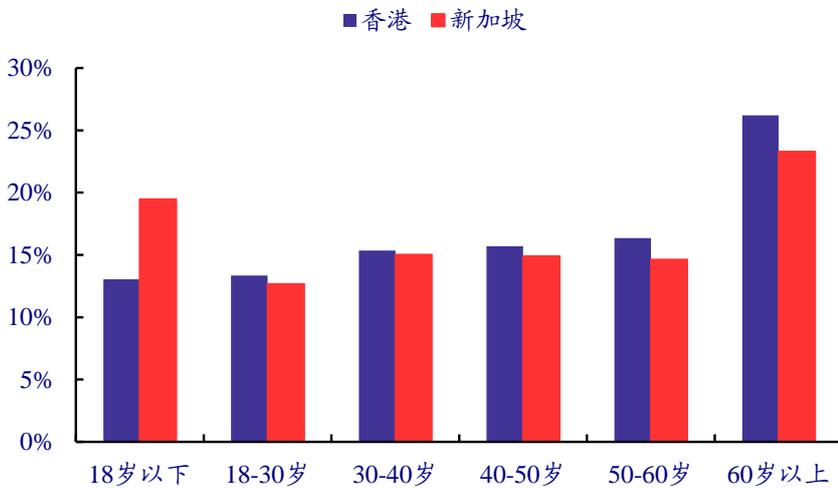


资料来源: 香港金管局, 中国银河证券研究院

1.2 社会结构与人口结构

人口结构方面, 新加坡更为年轻, 移民比例更高; 中国香港更具老龄化特征。新加坡的 18 岁以下人口占比达到 19%, 远高于香港的 13%。新加坡的 15-64 岁人口占比自 1960s 年代以来持续上升, 并且在 1990s 年代开始一直维持在 70% 以上, 远高于目前全球平均水平 65%。同时新加坡本地居民占比仅为 72%, 而外来移民的占比达到 28%。

图 7：2021 年中国香港和新加坡人口年龄结构

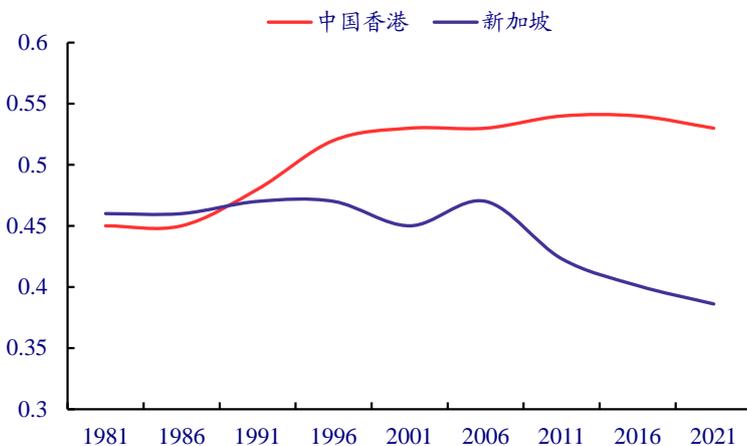


资料来源：特区政府统计处、新加坡统计局，中国银河证券研究院

社会结构方面，新加坡更加多元。香港 92% 是华人。新加坡除了通常的以阶级为基础的社会划分，还存在以种族为基础的社会划分：华人占比为 76.2%，还有 15% 的马来人和 7.4% 的印度人。新加坡的民族身份认同与阶级密切相关，在私人住宅区和“精英”学校里，华人的比例较高。新加坡一直以自己是一个精英社会而自豪，社会流动性很高，总理李显龙也表示，“缓解收入不平等、确保社会流动性和加强社会融合的问题至关重要。”

新加坡的基尼系数整体较低。金融危机之后，新加坡通过对人力资本和技能的大量投资以及日益累进的税收和转移制度，成功地将基尼系数从 2007 年的峰值 0.47 降至 2021 年的 0.386。而 2021 年中国香港的基尼系数仍高达 0.53。特别是约有 131 万的香港居民仍然生活在贫困线以下，占总人口的五分之一。这种不平等主要体现在住房部门，许多人只能负担得起小隔间或细分公寓，俗称鸽子笼。现有研究认为，由于遗产税、股息税和资本利得税等制度缺失，特区政府解决贫困问题的政策并没有触及根本，贫富差距仍然在持续扩大。

图 8：中国香港和新加坡基尼系数

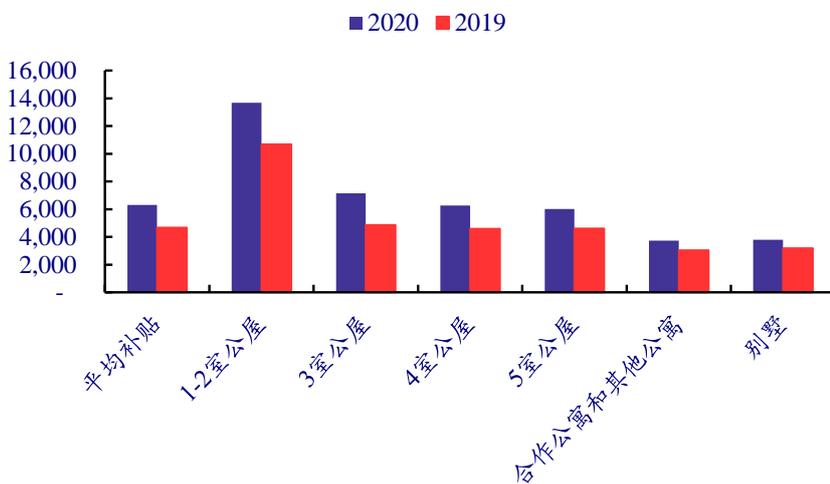


资料来源：香港社会指标、新加坡统计局，中国银河证券研究院

月收入中位数两地差距不大。2020年，新加坡家庭成员月收入中位数为2,886新加坡币，约合人民币14783元。2021年，香港工作人口月收入中位数为17,500港币，约合人民币15109.11元。汇率换算上来看两地区差距不大。

新加坡对低收入群体补贴高。新加坡政府为了拉平社会收入差异并维持稳定，每年都会给居民家庭发放补贴。2020年每个居民家庭在从各种政府计划中平均获得了6,308新加坡币。特别是，住在一室和两室公屋的低收入居民家庭平均每户收到13,670新加坡币，比住在组屋三室单位的居民家庭收到的补贴高了接近一倍。虽然香港特区政府在疫情期间开展了大量补贴计划，包括每人10000港币现金发放计划，5000港币电子消费券等，但多数已在2021年12月31日截至。根据惯例，特区政府每年“派糖”力度大不相同，且受众人群亦有差别，无法精准统计。总的来说新加坡对低收入群体补贴力度更大。

图 9：新加坡政府补贴家庭情况（新加坡元）



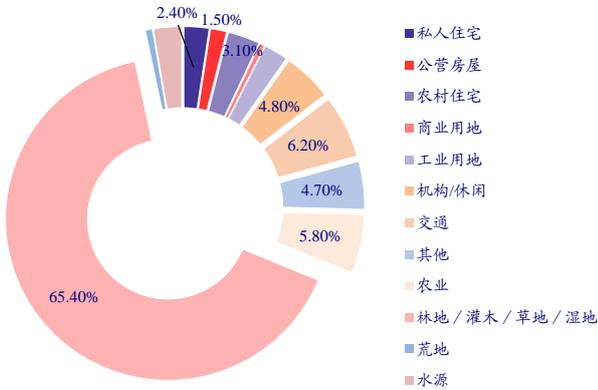
资料来源：新加坡统计局，中国银河证券研究院

1.3 可用土地面积与当前住房条件

香港特区总面积更大，但可利用土地面积更小。目前，香港土地总面积为1106平方公里，其中443平方公里为郊野公园范围，法律上完全禁止开发；又有84%土地为斜坡，其中650平方公里为陡峭斜坡，不能建设。因此香港可利用的土地面积仅有269平方公里。目前为止，香港建成区面积接近250平方公里，仅剩10余平方公里可建设，但大约只占全区总面积的20%。反观新加坡总面积724平方公里，占香港65%，但是建成区面积达到了540平方公里，占总面积的75%。因此新加坡实际利用面积是中国香港的2.5倍之多。

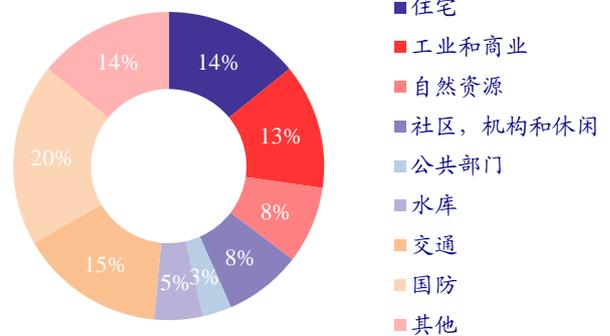
新加坡和香港在土地使用上有着重大差别，香港自然资源占地巨大，导致住宅用地空间不足。新加坡住宅用地占比14%，工业和商业用地占比13%，交通用地（包含码头，机场等）占比15%，社区机构和休闲占比8%，而同样自然资源仅占8%，土地使用充分，各部门协调恰当。反观中国香港，其最大用地为林地/灌木/草地/湿地等自然资源，占比高达65.4%，私人住宅，公营房屋和农村住宅用地总共仅有7%。尽管香港山地众多，但依然拥有大量未开发的用地，这可以缓解住宅用地空间不足的问题。

图 10: 香港土地使用分布



资料来源: 香港规划署, 中国银河证券研究院

图 11: 新加坡土地使用分布



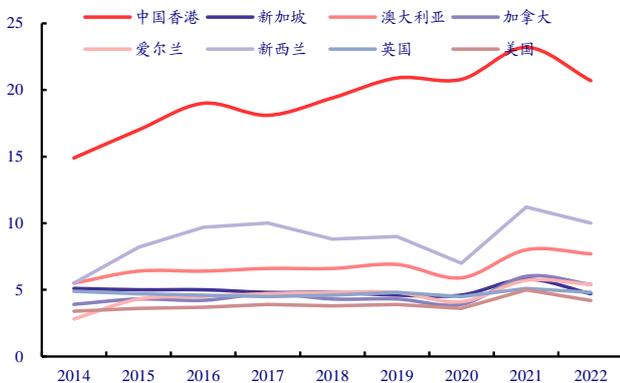
资料来源: 新加坡国家发展部, 中国银河证券研究院

香港城区人口密度大, 人均居住面积低。从人口密度来看, 新加坡的人口约为香港的 2/3, 而土地面积为香港的 1/2, 因此平均意义上新加坡的总人口密度要高于香港。但考虑土地使用上的重大差异, 从城区范围来看, 香港城区人口密度达到 34953 人/平方公里的水平, 新加坡则为 10555 人/平方公里, 香港城区人口密度几乎是新加坡的 3.5 倍。2021 年香港的人均居住面积仅为 16 平米, 明显低于新加坡的 25.1 平米。

香港房价负担极重, 房价收入比极高。香港的房价收入比非常高, 根据《人口统计学: 国际住房可负担性调查》数据, 2022 年香港房价收入比中位数倍数达到 20.7, 意味着一个家庭需要至少 20 年的收入才能购买一套住房。新加坡的房价收入比大幅低于香港, 仅有 4.7, 在发达经济体中平均水平相当。此外, 中国香港连续 9 年蝉联最难以负担城市。

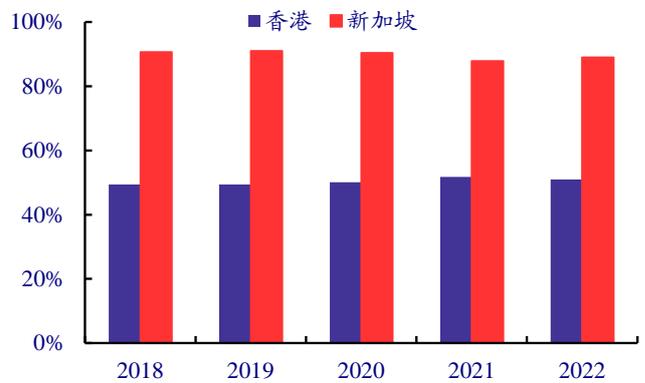
香港住宅自有率显著低于新加坡, 仅有一半家庭拥有房屋。2022 年新加坡有 89% 的人口拥有自己的住房, 而香港仅有五成左右家庭拥有自己的住房, 远低于新加坡。

图 12: 住房可负担性: 中位数倍数



资料来源: 《人口统计学: 国际住房可负担性调查》

图 13: 香港和新加坡住宅自有率情况



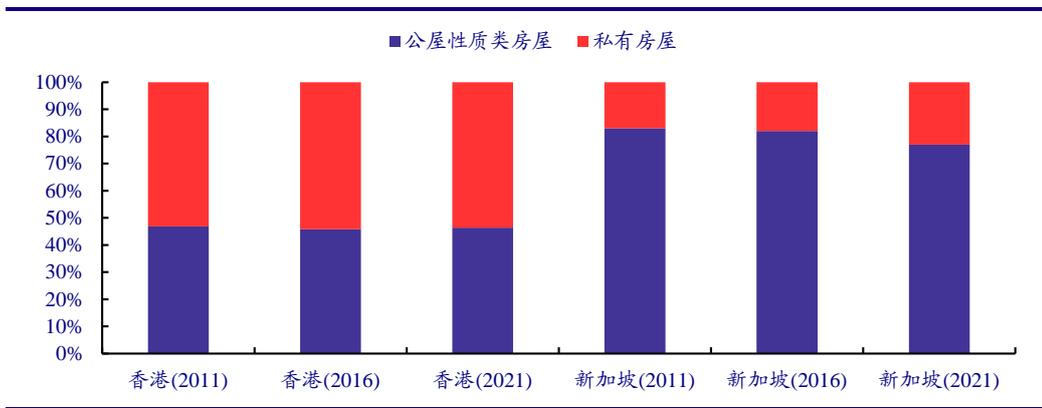
资料来源: Trading Economics, 中国银河证券研究院

二、房地产市场结构、住房与土地政策

2.1 住房供应结构与管理理念

新加坡房地产市场的最显著特征是政府供应的组屋占全市场比重远超私人住宅。2021年，77%的人口居住在新加坡建屋局（HBD）建造的公屋内。1960年首次推出公共住房计划时，这一数字为9%，1980s年代以来这一数字就一直保持在80%左右。而香港房地产市场以私有住宅为主，生活在公共住房中的人数仅占45.7%。

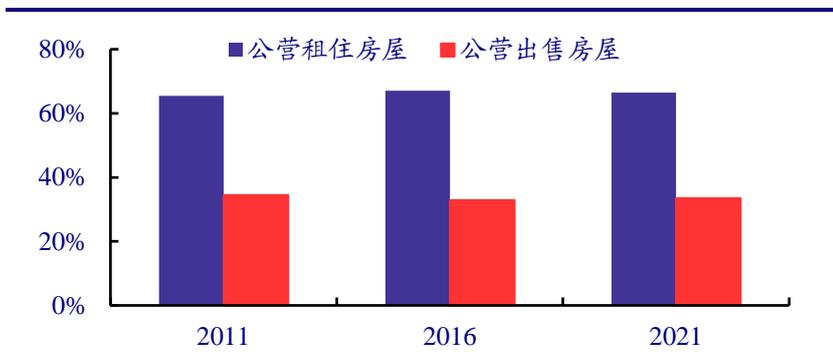
图 14：香港和新加坡房屋属性分布



资料来源：特区政府统计处、新加坡建屋局，中国银河证券研究院

新加坡住房政策的初衷是提高住房拥有率，强调所有权而非租赁权，而香港住房政策的重点是提供“令市民满意的住所”，租住公屋是出售公屋的两倍之多。1964年，李光耀表示：“高住房拥有率将为新加坡带来社会和政治稳定”。当时，由于新加坡的大多数人口都是移民，公共住房计划的目的是保持社会稳定。为实现这一目的，李光耀认为政府必须使“拥有住房的社会”成为可能，因此明确支持住房的所有权，而非租赁权。新加坡建屋局允许低收入家庭每月支付租金，以拥有低于市场租金的公寓。而在香港，当公共房屋的概念于1973年推出之时，目标只是为市民提供“令人满意的住所”，并不在意市民是否拥有住房，导致租住公屋几乎是出售公屋的两倍。

图 15：香港公营房屋属性分布

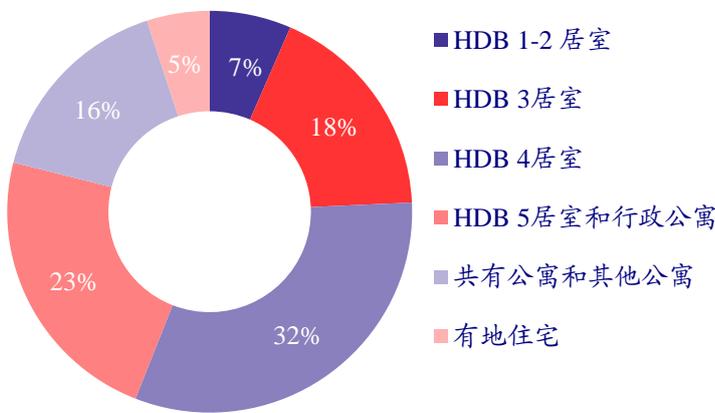


资料来源：香港房委会，中国银河证券研究院

2.2 公屋管理政策

新加坡建屋发展局（HDB）是新加坡国家发展部下属的法定委员会，负责规划、建设和管理所有公共住房及其相关设施。由 HDB 建造的房屋被称为“组屋”或直接称为 HDB。普通组屋按照房间个数分为 5 大类，分别为 1 至 5 居室，此外还有行政公寓和三代公寓（3Gen）。具体来看三室组屋、四室组屋和五室组屋是组屋供给的主要类型，占比超过 70%，能满足大部分中等收入人群的需求；一室组屋和二室组屋合计占比约为 7%，主要是满足低收入人群和老年人需求，大部分是以出租的形式供给。此外行政公寓配套豪华，主要是满足中高收入人群的需求。

图 16: 新加坡组屋类型分布



资料来源：新加坡统计局，中国银河证券研究院

新加坡对组屋申请人及其家庭的身份，年龄和收入都有严格要求。首先申请人本人必须为新加坡公民，如以家庭为单位，则至少有一人为新加坡公民或永久居民。其次对于不同身份的申请，也在年龄上也做出了相应规定，总体逻辑是优先满足家庭需求，个人需求次之。

表 1: 新加坡组屋申请条件

分类	身份限制	年龄限制	家庭收入上限（每月）			住房补贴	补充条件
			2 室	3 室	4-5 室		
未婚夫妇	申请人必须为新加坡公民	21 岁以上	\$7,000	\$7000 或 \$14000	\$14,000	公民补充补助金 \$10,000	三个月内结婚
已婚夫妇			\$21,000				
多代家庭			\$21,000				
单身		35 岁以上	\$7,000	不适用			
老年		55 岁以上	\$14,000				

资料来源：新加坡建屋局，中国银河证券研究院

香港公屋项目更多，管理形式多样。香港公共房屋主要由香港房屋协会（房协）及香港房屋委员会（房委会）提供。房协为独立的非政府及非牟利机构，而房委会为特区政府房屋署辖下机构。香港公共房屋可分为出租永久房屋、资助出售房屋、出租临时房屋数种。

表 2: 香港各公屋计划列表

名称	属性	内容	管辖机构
房委会出租公屋	出租	出租予低收入市民	房委会
房协出租住宅		出租予低收入市民	房协
“长者安居乐”住屋		为中产长者提供集居住、康乐设施及医疗护理于一身的居所	
香港平民屋宇有限公司出租屋		只有大坑西邨一个出租屋邨	香港平民屋宇有限公司
租者置其屋计划公屋	出售	让公屋家庭以合理及可负担的价格购买现居公屋单位，约为市场价格 55%-70%	房委会
绿表置居计划屋苑		旨在为收入较高的公屋住户提供更多的资助出售房屋，以加快公屋流转。此计划中发售的屋苑由指定的在建出租公屋中抽出，并只限符合居屋绿表定义人士	
居者有其屋计划屋苑		政府以低于市价 30%-40%向符合条件的公屋租户和低收入居民出售公寓	
住宅发售计划屋苑		房协以优惠价格出售予辖下公租房租户	房协
资助出售房屋项目屋苑		房协以优惠价格出售予辖下公租房租户	
夹心阶层住屋计划屋苑		1.主体计划包括兴建楼宇,(市场定位、面积优于居屋)按市场价格 60-70% 出售; 2.贷款计划提供资助贷款,帮助合资格的家庭购置私人楼宇单位	
市建局资助出售房屋计划屋苑		只有焕然壹居一个屋苑的七成单位透过此计划发售	
新世界建好生活私人资助房屋		以市价五折发售	新世界发展

资料来源：香港房委会、香港房协，银河证券研究院

香港房屋署确立了一套比较成熟的申请制度，致力于以公平原则供给房屋。确保所有申请者都必须符合的基本条件的同时针对不同的人群。尤其是长者住房，会另外指定一些优先配置计划，以确保公共资源合理利用。

表 3: 香港公屋申请条件

分类	内容
基本条件	申请人必须年满 18 岁。
	申请人及所有家庭成员必须现居于香港并拥有香港入境权。
	申请表内所有已婚人士必须与配偶一同申请。
	配屋时，申请内必须有至少一半成员在香港住满 7 年及所有成员仍在香港居住。
	申请人（及其家庭成员）的每月总收入和总资产净值不得超过房委会规定的有关入息及总资产净值限额。
优先配屋计划	高龄单身人士 申请人必须年满 58 岁，而在配屋时必须年满 60 岁。
	共享颐年 两位或以上的高龄人士。申请表内的所有人士必须年满 58 岁，而在配屋时全部人士必须年满 60 岁。
	天伦乐 与长者同住一单位，或核心家庭与年长父母亲主分别入驻就近的单位。

资料来源：香港房委会，银河证券研究院

香港房委会根据居民家庭资产、收入、支出、房价、房租、人数等因素制定了一套严格的收入和资产限额标准，以保障低收入群体的利益，防止富户侵占资源。家庭人数及年龄，资产和收入的不同也会影响到承租的公屋面积。房委会每年都根据具体的实际情况调整限额。

表 4: 香港公屋申请收入和资产限制

入息及资产净值限额			非亲属关系之长者住户收入及总资产净值限额		
家庭人数	每月收入限额	资产净值限额	住户人数	每月收入限额	资产净值限额
1 人	\$12,940	\$273,000	2 人	\$23,460	\$738,000
2 人	\$19,550	\$369,000	3 人	\$29,290	\$962,000
3 人	\$24,410	\$481,000	4 人	\$37,140	\$1,124,000
4 人	\$30,950	\$562,000	5 人	\$44,620	\$1,248,000
5 人	\$37,180	\$624,000	6 人	\$49,010	\$1,350,000
6 人	\$40,840	\$675,000	7 人	\$56,120	\$1,442,000
7 人	\$46,770	\$721,000	8 人	\$62,770	\$1,510,000
8 人	\$52,310	\$755,000	9 人	\$69,250	\$1,670,000
9 人	\$57,710	\$835,000	10 人或以上	\$75,580	\$1,800,000
10 人或以上	\$62,980	\$900,000			

资料来源：香港房委会，银河证券研究院

2.3 土地购置法律

新加坡政府有强力法律支持收购土地，而香港特区政府举步维艰。新加坡政府为了开发公共住房，制定了一套高效的土地收购法律，赋予政府征用土地进行开发或再开发的权力，只要它是为了“公共目的或公共利益的工作”。1966 年的《土地征用法》允许政府以低于市场价值的价格收购私人土地并补偿以前的所有者。因此，除了军事训练场、公共开放空间或政府大楼外，政府还拥有来自公共屋邨、工业屋邨、城市更新等土地块。得益于该法案，新加坡政府的土地占有率从 1968 年的 26% 持续上升到 1985 年的 75%，同时较低的征用价格保障了建屋发展局（HDB）能够根据居民的收入情况制定合理的组屋价格。

相比之下，虽然香港特区政府拥有法律赋予的权力征用私人土地，但面临的限制颇多。例如《基本法》允许政府以市场价征用土地，《收回土地条例》允许政府征用私人土地用作“公共用途”。但同时《基本法》第 6 条及 105 条中保障私人土地财产的条文又使得在法律层面对于征收私人土地问题存在冲突。

2.4 住房公积金制度

新加坡住房政策的另一个特点是主要依赖中央公积金（CPF）为购房者提供资金。中央公积金最初是养老储蓄机制，后来新加坡政府扩大到其他社会保险层面，如住房、教育、医疗等。CPF 缴费率总共为 37%（雇主 17%，雇员 20%）。HDB 的 CPF 计划于 1968 年首次推出，允许使用中央公积金为 HDB 住房的首付和按揭付款。由于 CPF 储蓄的回报率与组屋价格的涨幅相比更低，因此大多数居民选择提取其公积金储蓄购买组屋，以最大限度提高储蓄的回报。

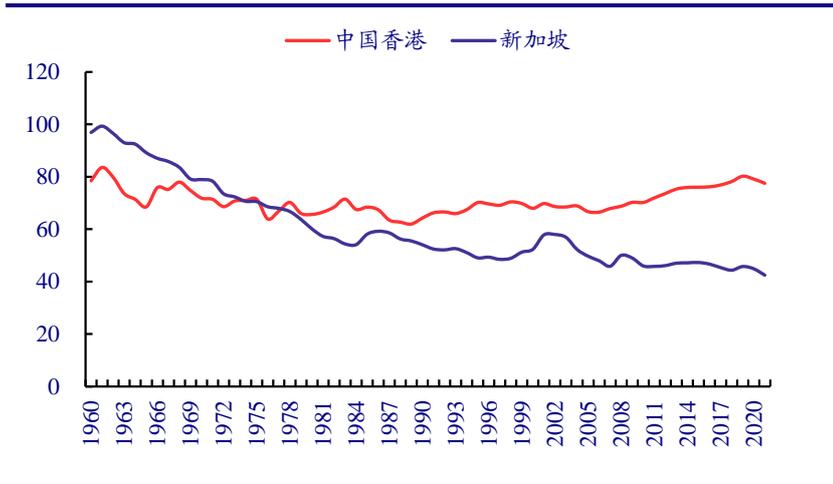
表 5: 新加坡中央公共基金申请条件

中央公积金	增强型 CPF 住房补助金 (家庭)	升级 CDF 住房补助金 (家庭)	转售公寓 CDF 住房补助金 (家庭)	邻近住房补助金 (家庭)
用途	首次申请购房	第二次申请购房	购买转售组屋	买转售公寓与家庭同住或住在附近
可贷金额	最高\$80,000	\$150,000	最高 \$50,000	最高\$30,000
收入限制	\$9,000	\$7,000	\$14,000 或 \$21,000 (多代家庭)	无

资料来源: 新加坡建屋局, 银河证券研究院

香港的公积金计划称为强制性公积金, 供款为工资的 10% (5%由雇主及雇员共同承担), 只可于退休时提取(不能像 CPF 那样用于房屋、医疗费用等)。与新加坡 37%的缴费率相比, 香港的缴费率如此之低, 即使香港公民被允许将储蓄用于住房, 也几乎没有帮助。因此, 尽管新加坡的人均 GDP 更高, 但香港的消费支出占 GDP 比重 (消费率) 反而更高。

图 17: 香港和新加坡最终消费支出占 GDP 比例 (%)



资料来源: 世界银行, 银河证券研究院

2.5 住房二级市场

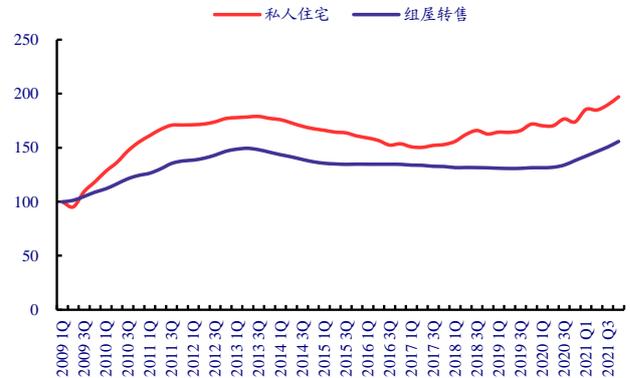
新加坡二级公屋市场繁荣, 政府鼓励民众出售组屋从而升级房屋, 购买更大的组屋。自 1971 年 3 月起, 现有 HDB 单位的业主可在公开房屋市场出售其单位予其他符合 HDB 住房资格的买家。公共转售市场每年的交易量约为现有公共房屋存量的 3%。并且二手组屋的平均价格仅为私人住宅的 80%。

图 18: 新加坡组屋转售情况



资料来源: 新加坡建屋局, 中国银河证券研究院

图 19: 新加坡房市价格指数 (2009Q1=100)



资料来源: 新加坡建屋局, 中国银河证券研究院

新加坡的公共住房计划中嵌入了“住房阶梯”的思想，政府经常鼓励房主转售和升级，政府也经常回购住房以重新开发。“购买—出售—回购”的周期允许公民随着家庭规模的增长“升级”到更大的房屋。虽然转售公寓的价格仍由市场力量决定，但由于严格的资格要求，转售价仍然低于私人住宅。同时政府可以直接通过政策调整对抗公屋价格通胀，例如，2010年新加坡政府延长了对转售公寓最低占用期的要求，以防止楼市过热。

表 6: 新加坡组屋转卖条件

条件	组屋新购	组屋转售
收入限制	有	无
房产限制	1.不可有本地或海外房产。 2.卖出已有房产超过 30 个月。	1.不可有本地或海外房产。 2.卖出已有房产超过 15 个月。
最低占用期	5 年	5 年
等待时间	4-5 年	立即

资料来源: 新加坡建屋局, 银河证券研究院

相反，二级公屋市场在香港存在困难。第一，香港“居者有其屋”单位的业主其实只是准业主。在取得房屋后，业主只需支付政府的建造费用即可搬进居住，然而直到补缴完房屋的市场价格前，申请人并不拥有产权。因此，在“居者有其屋”的居住人一生的大部分时间里，这些单位都无法在公开市场上出售。申请人无法实现完全的居屋所有权，也无法升级或迁出以适应家庭人口的增长。仅有“住宅发售计划”允许业主在无需补地价的情况下出售房屋。第二，香港居民面临的另一个关键问题是，如果政策设置的收入上限导致其中一名家庭成员获得超过工资上限的收入，该家庭就有被驱逐的风险，但是他们可能还买不起私人住房。因此，居民会寻求低薪工作来逃避突破收入上限，形成恶性循环。

三、财政收入、房地产企业与居民满意度

3.1. 财政收入结构

中国香港更加依赖土地财政。2021 年，香港特区政府主要收入来源中排名前三的分别是利得税，补地价和印花税，其中“补地价”排在收入的第二名，占比高达 25.27%。反观新加坡排名前三的分别是企业税，个人所得税以及商品和服务税，土地相关收入甚至上不了榜单。事实上，新加坡建屋局 2021 年度的亏损高达创纪录的 43.67 亿新加坡币，政府反而需要补贴公屋开发。

中国香港长期施行低税率和简单税制，以此建立良好的营商环境并吸引人才。在香港，公司前 200 万港元的利得税税率为 8.25%，其后的税率为 16.5%。个人薪俸税最高税率为 15%。而新加坡在企业低于 30 万新币的盈利征收 8.5%的企业税，高于部分为 17%。个人所得税最高可达 22%，都要略高于中国香港。低税率固然对企业和高净值人才非常友好，但导致的问题是香港特区政府需要从其他途径获得收入来维持运转，土地财政正是一种简单高效的手段，而维持补地价收入的办法就是提高地价市值。

图 20: 香港特区政府财政收入分布

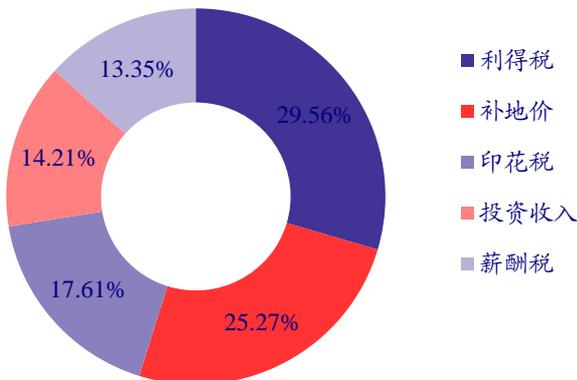
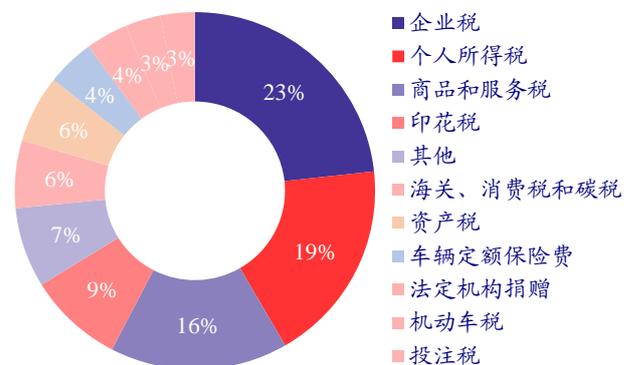


图 21: 新加坡政府财政收入分布

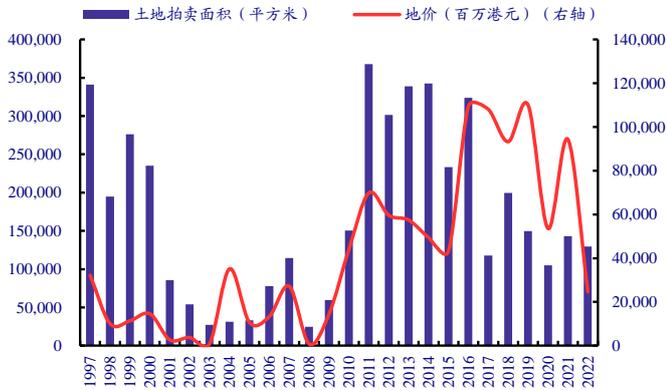


资料来源：香港财经事务及库务科，中国银河证券研究院

资料来源：新加坡金管局，中国银河证券研究院

“高地价政策”思想主导土地政策。香港特区政府进行土地买卖时，一直以来都是贯彻“高地价政策”思想，刻意在房地产价格较低的时候限制供给数量，在房地产价格不断上涨时，增加土地买卖的数量。从数据来看，在房地产过热的 1997 年、2007 年、2011 年和 2016 年，土地拍卖面积达到了阶段性顶点，而在 2003 年，2008 年以及 2015 年，香港房地产市场比较低迷时，土地供应则大幅减少。

图 22: 香港地价收入和拍地面积 (1997-2022)



资料来源：香港地政署，中国银河证券研究院

图 23: 香港房价指数 (1999=100)

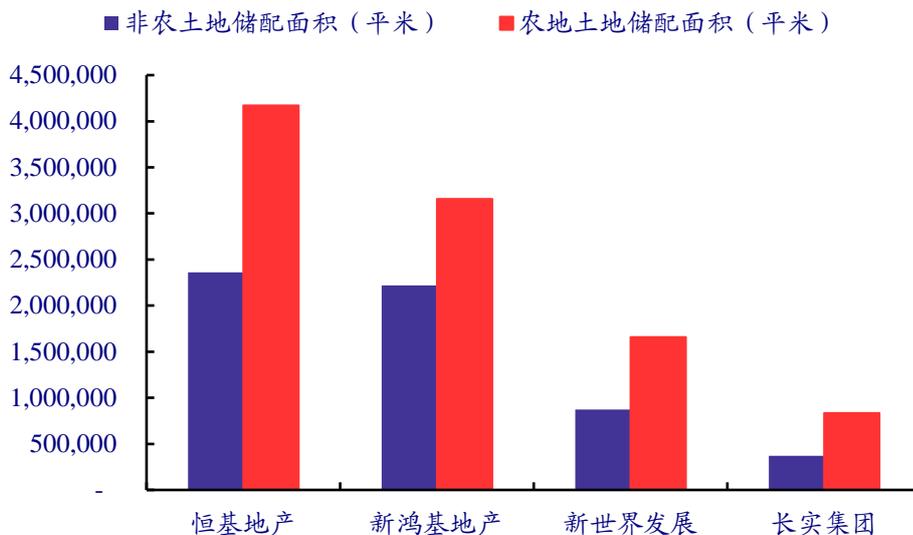


资料来源：特区政府统计处：各年《香港统计年刊》，中国银河证券研究院

3.2. 垄断性房地产企业

“高地价政策”使土地流向大地产商，香港四大家族囤积两成用地。在“高地价政策”下，许多中小型房地产商无力负担地段好、面积大的土地，房地产市场完全由大开发商主导。1999年，在亚洲金融危机时期，特区政府为了土地不被贱卖，暂停土地拍卖并实行“勾地”政策，即开发商向政府提出某块土地使用意向并缴纳押金。该政策变相将土地控制权拱手让给大地产商，导致中小地产商被逐步淘汰出市场，使得土地进一步向大地产商集中。根据香港的房地产商2021年财报数据等推算，非农用地总储备量为5,823,163平方米，占私人住宅用地的21.57%；农地储备量为9,825,137平方米，占农业用地的17%。四大房地产商总土地储存面积大约占总体的接近两成。

图 24: 香港四大地产商土地储备情况 (2021)

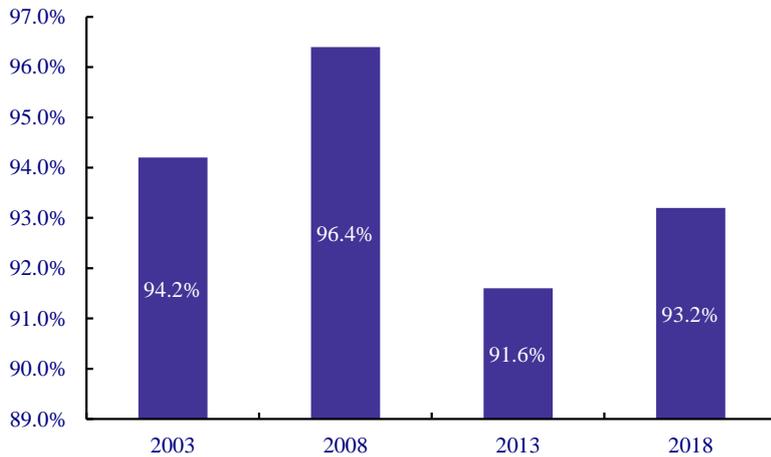


资料来源：地产商年报（恒基与新世界的财报有公布，新鸿基和长实为我们测算），银河证券研究院

3.3. 居民满意度与环保组织

新加坡是一个议会制国家，人民行动党自 1959 年取得自治地位以来，一直执政并以压倒性多数控制着议会。在选举过程中，人民行动党多次使用“组屋翻新”来拉选票，让选择行动党选区的居民优先获得组屋翻新。2011 年李显龙参加新加坡国立大学的论坛时被问及为何反对党管辖的区域被排除在后，回答是“必须有差异，那些执政党管辖的住宅区的民众支持了执政党。这也意为该民众支持政府的各项措施，也包括家居改进计划。”行动党能打出“组屋优先翻新”牌的原因也在于新加坡从建国初就实行组屋政策，而又有八成国民都居住在组屋里，因此“组屋优先翻新”就可以捆绑大多数民意。新加坡民众对 HDB 组屋有超高满意度，根据新加坡建屋局的住户抽样调查发现，居民对他们的组屋、社区和屋村设施的满意度在 2018 年达到 93.2% 以上。如前所述，新加坡超过 77% 的民众居住在组屋中，而满意度又如此之高，这使得建屋局在修建组屋时几乎没有阻力。

图 25: 新加坡民众对 HDB 组屋满意度



资料来源：新加坡建屋局，银河证券研究院

而香港有一半人口居住在私人物业中，另一半人口租住各类公私营房屋，两者的利益在某种程度上是对立的，因此无论政策怎么调整都无法赢得民众的一致支持。

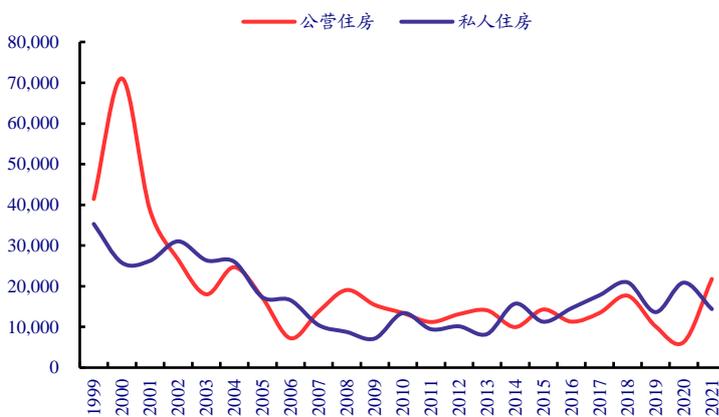
有房市民的利益与房价捆绑，直接承受房价下跌的风险。香港持续上升的房价使得有房人士的净资产不断上升，一旦房价下降，有房市民的利益反而受损。香港“八万五”计划流产就是很好的例子。1990s 年代，随着中英联合声明的签署，香港在 1997 年 6 月 30 日之前每年土地供应限于五十公顷，以免港英政府在主权移交前把香港最重要的土地资源卖光。但这同时导致土地紧缺，房价高速上涨。1997 年香港回归后，首任特首董建华提出了“八万五”公屋计划，力求每年兴建的公营和私营房屋单位不少于 85,000 个来缓解居民的住房压力。但由于亚洲金融风暴爆发引发 1997 年香港股灾，以房地产和股市支撑的泡沫经济爆破，香港楼价在 1997 年 10 月 19 日的最高峰后的一年内下跌了一半，此后一直下行至 2003 年左右。

由于香港的大部分中产阶级都是通过把物业作抵押申请楼宇按揭，向银行借取相当于楼价七成的按揭来购买物业，但楼价的大幅下跌使在房价高位期购房的业主的资产价值跌至负值，导致金融风险直线上升。根据香港金融管理局数据，负资产问题最严重的时共有约 105,697 宗负资产按揭，占有按揭的 22%，涉及金额 1,650 亿港元，按揭金额与抵押的比例为 128%，

估算坏账风险为 360 亿港元。在金融风险 and 民意沸腾的情况下，特区政府被迫放弃“八万五”计划。并出台救市政策，被称为“孙九招”。“孙九招”取消了所有的公屋计划，并通过减少土地供应和政府退出房地产市场等方法，期望重新振兴房市。

基于此，香港特区政府在“八万五”计划之后再未大幅修建过公屋。从时间线来看，除了在二十一世纪初首批“八万五”计划的单位落成，其余时间公屋供给都在每年 25,000 以下，不及计划三成。“居者有其屋”计划，直至 2011 年经中央政府动员之后，香港特区政府才宣布恢复计划。

图 26: 1999-2021 香港新增住房单位情况



资料来源：特区政府统计处；各年《香港统计年刊》，银河证券研究院

此外，香港环保组织影响同样巨大。香港扩充土地供应的方法之一是填海造陆，但由于环保组织的强烈反对，回归 20 年来，香港没有大规模填海计划得到落实。重大事项包括 1996 年 1 月海港协会发动 17 万名公众签名逼使特区政府搁置青洲填海计划，呈交《保护海港条例》并在 1997 年 6 月立法局最后一次会议时成为法例。香港回归后，1998 年因为保护海港协会为首的多个环境保护团体的反对，逼使特区政府暂缓及重新检讨启德发展计划及添马舰发展工作中的填海部份。影响最巨大的事件为海港协 2004 年 1 月 9 日在法律层面击败港府，香港终审法院推翻湾仔北填海计划。法院宣判时指出，进行填海需符合以下原则：“有迫切及凌驾性的当前需要（包括社群的经济、环境和社会需要），没有其他可行方法对海港的损害减至最少”。其中“有迫切及凌驾性的当前需要”的原则令到绝大部分填海计划在规划时就充满局限性。

四、对中国大陆构建房地产新模式的启示

1. 加大公屋供给量，覆盖中产到低收入各层次群体，提供差异化公屋满足不同人群需求。新加坡模式能够成功的重要原因是组屋政策覆盖了大多数国民，从 1 居室到 5 居室和高端行政公寓可以满足大部分家庭的需求。在房屋入住率和房价都很高的北上广深和一部分发达城市，政府可以在远离市区的地方新建公屋，并采取“先预定再修建”的方式避免入住率过低，预定可以与征信挂钩来避免违约。同时，由于公屋远离市区，生活、教育、医疗等周边配套设施需同步规划，避免申请人因生活不便选择搬回城区等行为。对于二三线房屋过剩且房价相对低的城市，政府可以直接购买或租赁已建成，且空置率过高的楼盘作为公屋。这样既可以使房地产企

业收回资金，也可以提供给需要的人群，例如住房条件差的家庭和个人、需要照顾的老年人以及残疾人等。

2. 逐渐摆脱土地财政。从香港特区的情况可以看到，政府如果高度收入依赖土地财政，就会降低政府控制房价的意愿。而公屋供给的增长势必会影响房价与地价。政府需寻找其他财政来源。新加坡背靠马六甲海峡且相对独立的地缘政治环境使其不缺乏大型公司入住，这也是为何新加坡企业税占比最多，这可能对我国大多数城市借鉴意义有限。可行的方案包括类似英国“市政税”等措施，向房屋住户，而不是房主收取维持市政运行的税款，通过对不同层次质量的住房差异化收取，高质量房屋收取高额税款，低质量房屋和公屋可收取较低或免除税款。

3. 建立成熟的二级公屋市场。二级市场使得新加坡公屋可以不断地提供给有需要的人群，因此成熟的二级市场对解决住房紧缺和排队轮候等情况有较好帮助。这需要政府严格审查申请人的情况，杜绝高收入或高净值群体靠隐藏资产等方式进入公屋市场并趁机依靠转卖房屋赚取利润，侵蚀真正有需要的群体的利益。

参考文献：

1.Qiu , J.Z. (2020) The Visible Hand In Housing Market: Singapore’s Housing Model And Its Implications On Hong Kong , University of Pennsylvania . Available at: <https://repository.upenn.edu>.

2.Zhang, R.J. (2017) A Tale of Two Cities: Comparative Study of Public Housing Policies of Hong Kong and Singapore . Available at: <https://chicagounbound.uchicago.edu>.

3.Mok, W. (2014) Comparative studies singapore vs Hong Kong housing policy, Academia.edu. Available at: <https://www.academia.edu>.

4.八万五建屋计划 (2023). 香港民风大典. Available at: <https://hongkong.fandom.com/>

5.美银美林(2019): 若落实收回土地条例, 四大地产商料各获逾 50 亿赔偿, StockViva. Available at: <https://stockviva.com> (Accessed: February 14, 2023).

图表目录

图 1: 新加坡和中国香港 GDP 走势 (百万美元)	3
图 2: 中国香港和新加坡人均 GDP 走势	3
图 3: 中国香港的产业结构	4
图 4: 新加坡的产业结构	4
图 5: 2020 年新加坡家庭成员平均月收入分布 (新加坡元)	4
图 6: 2021 年中国香港工作居民平均月收入分布 (港元)	4
图 7: 2021 年中国香港和新加坡人口年龄结构	5
图 8: 中国香港和新加坡基尼系数	5
图 9: 新加坡政府补贴家庭情况 (新加坡元)	6
图 10: 香港土地使用分布	7
图 11: 新加坡土地使用分布	7
图 12: 住房可负担性: 中位数倍数	7
图 13: 香港和新加坡住宅自有率情况	7
图 14: 香港和新加坡房屋属性分布	8
图 15: 香港公营房屋属性分布	8
图 16: 新加坡组屋类型分布	9
图 17: 香港和新加坡最终消费支出占 GDP 比例 (%)	12
图 18: 新加坡组屋转售情况	13
图 19: 新加坡房市价格指数 (2009Q1=100)	13
图 20: 香港特区政府财政收入分布	14
图 21: 新加坡政府财政收入分布	14
图 22: 香港地价收入和拍地面积 (1997-2022)	15
图 23: 香港房价指数 (1999=100)	15
图 24: 香港四大地产商土地储备情况 (2021)	15
图 25: 新加坡民众对 HDB 组屋满意度	16
图 26: 1999-2021 香港新增住房单位情况	17
表 1: 新加坡组屋申请条件	9
表 2: 香港各公屋计划列表	10
表 3: 香港公屋申请条件	10
表 4: 香港公屋申请收入和资产限制	11
表 5: 新加坡中央公共基金申请条件	12
表 6: 新加坡组屋转卖条件	13

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn