

# 房产税试点出台：意料之中的力度，预期之外的时点

季度评级：同步大市  
(维持)

## 核心提示

房产税试点的力度在“意料之中”，但出台的时点又在“预期之外”，我们认为“金融+营业税+限购+预期引导+房产税试点”的政策组合使得房价在今年出现调整是大概率事件，但我们并不建议投资者提前博弈地产板块在“靴子落地”似的“利空出尽”之后的反弹或者修复性机会。

## 报告摘要

- **房产税试点的力度在“意料之中”**：重庆和上海的房产税力度是完全符合市场预期的，即相对较轻。从实施细则上看，房产税试点对上海楼市将产生比重庆更大的实际影响。
- **房产税试点出台的时点在“预期之外”**：虽然此次房产税出台的细则力度符合市场预期，但是其出台的时间点仅仅与“史上最严厉的地产调控”相隔一天，则值得我们警惕。此次调控“组合拳”反映了中央政府解决房价问题的决心和勇气不容忽视，对楼市的态度相比过去有了重大转变。房价不降，则调控不断。
- **房价在今年出现调整是大概率事件**：我们预期“金融+营业税+限购+预期引导+房产税试点”的政策组合已经足够使得全国绝大部分城市的楼市交易量出现显著下滑，从而使得房价也相应调整。
- **开始谨慎楼市可能出现的向下“过调”风险**：然而，我们并不认为“靴子落地”似的“利空出尽”会使得地产板块产生明显的反弹或者修复性行情。从韩国的经验上看，单纯的物业税并不可怕，可怕的是物业税再叠加各种持续性的常规加非常规的楼市调控措施。
- **不建议提前博弈地产板块的反弹或者修复性机会**：在当前时间点上，我们需要开始谨慎楼市可能出现的向下“过调”风险，因此在楼市交易量结束下行过程之前（初步判断在今年二季度中下旬），我们不建议提前博弈地产板块的反弹或者修复性机会。

王沛  
021-38521008  
vwang@cebm.com.cn  
pei\_w@msn.com

施琪  
021-38521018  
qshi@cebm.com.cn  
shiqi1221@hotmail.com

## 房产税试点出台：意料之中的力度，预期之外的时点

- 整体而言，重庆和上海的房产税力度是完全符合市场预期的，即相对较轻。因为本次房产税出台的“试验”性意义要大于对其产生实际影响的期望，注定了其力度不可能过重。
- 重庆主要对存量独栋和增量高档住房进行征收，由于高档住房的销售面积平均只占整体新房的 6%，因此对重庆新房市场实际的影响不大，同时如果考虑到首套房 100（对高档住房）和 180 平方米（对独栋商品住宅）的抵扣，其实际作用还会进一步弱化。
- 如果个人在重庆没有户籍、没有工作，在重庆购买房，首套房不会收税，多套房从第二套开始收税，即使是普通房子也要征收。但是“没有工作”的界定极其困难，并且由于没有明确规定工作的时限，很容易采取各种手段进行税收规避，因此对“没有户籍、没有工作”的购房者的“第二套或者多套房”事实上很难收取房产税。
- 截止 28 日凌晨 1 点，重庆的房产税实施细则并没有正式公布，我们的观点和阐述主要是基于新闻发布会上公布的不完整信息，等到具体细则公布之后，我们可能会对重庆房产税方案的评论做进一步的更新。
- 上海房产税是针对增量新购住房进行征收，同时对上海市本地居民的首套购房以及人均 60 平方米的减免（保障了本地居民的自住和改善性需求），同时还包含其他方面的减免和退税优惠，因此其实际力度也相对较弱，完全符合之前资本市场的预期。
- 但上海同时也会对所有无上海市居住证的非本地居民的新购房屋进行房产税征收，因此会挤出或者推迟部分非本地刚需的购房行为，同时也会使得部分投资和投机性需求从上海转移至其他城市，从而对上海楼市产生比重庆更大的影响。我们预期在接下来的几个月中，上海楼市的交易量会出现 40% 以上的环比下跌。
- 虽然此次房产税出台的细则力度符合市场预期，但是其出台的时点仅仅与“史上最严厉的地产调控”相隔一天，则值得我们警惕。这可能再次印证了中央政府对楼市调控的目标已经从“抑制房价过快上涨”转移至“使得房价回到合理水平上”。
- 此次调控“组合拳”反映了中央政府解决房价问题的决心和勇气不容忽视，对楼市的态度相比过去有了重大转变。同时考虑到 26 日公布的“国八条”中多处已经埋下政策伏笔和“后手”，我们认为全国房价在今年上半年内出现明显调整已经是大概率事件。房价不降，则调控不断。

## 不建议提前博弈地产板块的反弹或者修复性机会

- 我们预期“金融+营业税+限购+预期引导+房产税试点”的政策组合已经足够使得全国绝大部分城市的楼市交易量出现显著下滑，从而使得房价也相应调整。全国房价在今年上半年内出现明显调整是大概率事件将使得“房价不降，则调控不断”仅仅成为逻辑上的预判而不是现实可能发生的场景。
- 因此从我们对交易量和房价变化的判断出发，后期我们不倾向于还会有更为严厉或者类似的新调控政策出台，“靴子落地”的比喻在一定程度上是成立的。
- 然而，我们并不认为“靴子落地”似的“利空出尽”会使得地产板块产生明显的反弹或者修复性行情。
- 首先，短期内还会有持续的政策噪音存在，因为按照国务院的规定，1季度将是各地方政府陆续宣布房价调控目标已经出台限购措施的时间。不排除部分城市在这过程中有更激进行为的可能性，从而对地产板块不断形成事件性冲击，压制资本市场的表现。
- 其次，由于此次调控在一定程度上打乱了投资者对中央政府决策判断的惯性，“恩威莫测”比“怒目而视”更让人胆战心惊。“国八条”中的政策伏笔还会继续引起资本市场的关注，比如规定“人民银行各分支机构”拥有进一步上调房贷首付比例和贷款利率的权力，这种高举的大棒既会对楼市进一步起到“敲山震虎”的作用，同时也能不断使得投资者产生丰富的“想象”。
- 最后，后期交易量的急剧下滑和房价松动会使得资本市场开始担忧楼市向下“过调”的风险。即使从大方向上看，楼市下行最终会使得调控的“警报”完全解除，甚至可能引发政策的重新放松，但是在楼市快速下行的初期，投资者更有可能追随趋势，只有当下行过程完成至一定程度后，或者有一些模糊的政策放松信号若隐若现，才会有部分逆势趋势的投资行为出现从而使得板块完成触底。
- 从韩国的经验上看，单纯的物业费并不可怕，可怕的是物业费再叠加各种持续性的常规加非常规的楼市调控措施，我们需要开始谨慎楼市可能出现的向下“过调”风险，因此在楼市交易量结束下行过程之前（初步判断在今年二季度中下旬），我们不建议提前博弈地产板块的反弹或者修复性机会。

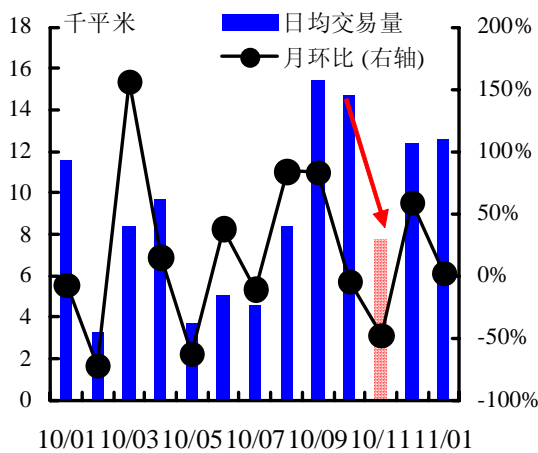
## 后期楼市交易量明显下滑使得地产板块短期内没有超额收益

限购政策被明确铺开到省会城市以及房价过快上涨城市，从执行细则上来看，其严厉程度超过之前限购城市中深圳出台的最严的限购政策。即对已有 1 套住房家庭，限购 1 套住房；对已拥有 2 套及以上住房当地家庭、拥有 1 套及以上住房非当地家庭，暂停售房。而从当时限购政策对深圳商品房交易量的影响来看，实行限购政策的当月，日均交易量下滑 47%。我们预计由于限购政策广泛铺开，短期内，交易量将出现超过 40% 以上的明显下滑。

中长期来看，如果限购政策持续，交易量将受到房价下跌程度和限购执行力度的双重影响，变化趋势需进一步观察。

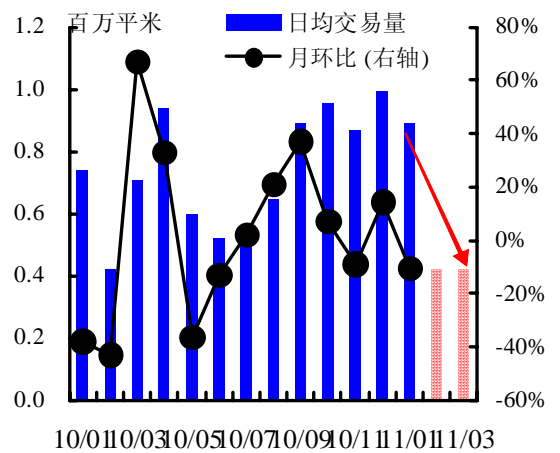
根据历史上地产板块和主要城市新房交易量绝对值之间的显著相关性，后期如果主要城市的日均交易量下跌 40% 以下，则意味着已经足够便宜的地产板块还会再出现一段时间的弱于大盘，直到交易量下滑的过程基本完成触底。

图 1 深圳新房日均交易量



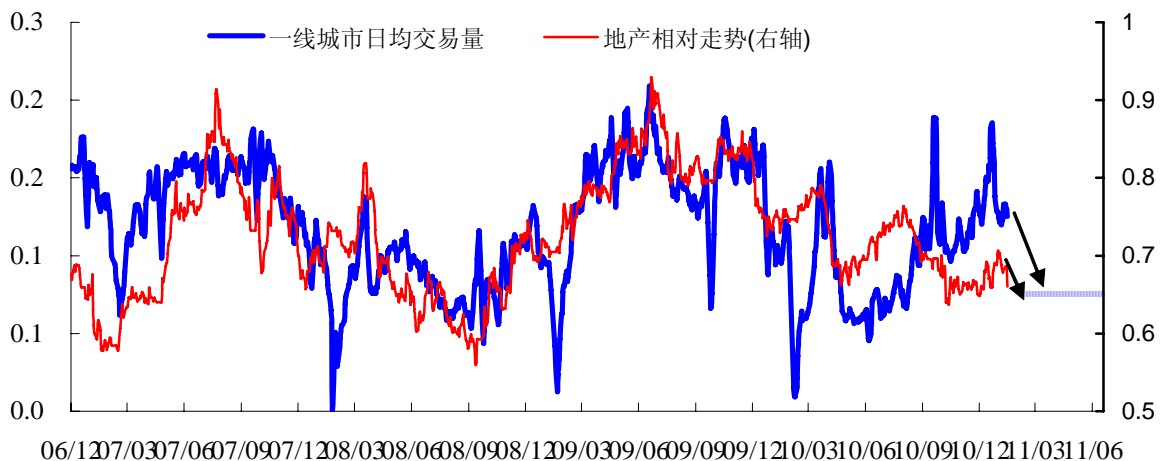
数据来源：Wind, CEIC, 莫尼塔公司

图 2 全国 37 个城市的新房日均交易量



数据来源：Wind, CEIC, 莫尼塔公司

图 3 A 股地产板块相对走势和一线城市交易量（百万平方米）



数据来源：Wind, 莫尼塔公司



## 重庆和上海房产税试点细则

### 重庆房产税

一、税收征收对象。对独栋商品住宅，不管存量还是增量都收税；另外个人新购高档住房要征房产税。高档住房是指比主城新建商品住房建筑面积成交均价高两倍房子。从现在开始，新购高档房要征税。三是如果个人在重庆没有户籍、没有工作，在重庆购买房，首套房不会收税，多套房从第二套开始收税，即使是普通房子也要征收。

二、征税税率。不管独栋商品住宅还是高档住房，3倍以下收0.5%，3—4倍收1%，4倍以上收1.2%。

三、计税依据。目前以房产交易价为征税基数，三年、五年以后可能其他评估方法。

四、如无存量商品住宅，买首套独栋商品住宅和高档住房都有抵扣。存量独栋商品住宅可以抵扣180平方米，高档住房可以抵扣100平方米。以户计算，一户一个人抵扣100平方米，三口之家一户也是抵扣100平方米。

五、征收范围是重庆主城9个区。

### 上海房产税

**征收对象：**本市居民家庭在本市新购且属于该居民家庭第二套及以上的住房和非本市居民家庭在本市新购的住房。

**计税依据：**参照应税住房的房地产市场价格确定的评估值，评估值按规定周期进行重估。试点初期，暂以应税住房的市场交易价格作为计税依据。房产税暂按应税住房市场交易价格的70%计算缴纳。

**适用税率：**适用税率暂定为0.6%。应税住房每平方米市场交易价格低于本市上年度新建商品住房平均销售价格2倍（含2倍）的，税率暂减为0.4%。

#### 税收减免：

（一）本市居民家庭在本市新购且属于该居民家庭第二套及以上住房的，合并计算的家庭全部住房面积人均不超过60平方米的，其新购的住房暂免征收房产税；人均超过60平方米的，对属新购住房超出部分的面积，按本暂行办法规定计算征收房产税。（二）本市居民家庭在新购一套住房后的一年内出售该居民家庭原有唯一住房的，其新购住房已按本暂行办法规定计算征收的房产税，可予退还。（三）本市居民家庭中的子女成年后，因婚姻等需要而首次新购住房、且该住房属于成年子女家庭唯一住房的，暂免征收房产税。（四）符合国家和本市有关规定引进的高层次人才、重点产业紧缺急需人才，持有本市居住证并在本市工作生活的，其在本市新购住房、且该住房属于家庭唯一住房的，暂免征收房产税。（五）持有本市居住证满3年并在本市工作生活的购房人，其在本市新购住房、且该住房属于家庭唯一住房的，暂免征收房产税；持有本市居住证但不满3年的购房人，其上述住房先按本暂行办法规定计算征收房产税，待持有本市居住证满3年并在本市工作生活的，其上述住房已征收的房产税，可予退还。（六）其他需要减税或免税的住房，由市政府决定。

## 物业费占比相对有限，只会影响土地财政依赖程度，但方向很难改变

### 日本物业费

**物业费(固定资产税):** 征收对象是土地，房产和折旧资产。主要是市町村征收。大型折旧资产超过一定规模会由都道府征收。标准税率是 1.4%。在税收超过标准税收 2/3 时，如果要用 1.7% 以上税率征收时，须在市町村议会上听取纳税人的意见。该物业费对土地，房屋的起征点分别是 30 万日币和 20 万日币。课税的标准每 3 年调整一次，接近于“再建筑价格”。新建房产的课税标准为建筑成本减去一年的折旧（因为课税一般是在评估后的第二年）。随后的评估值选取前年度评价额和经折旧后的理论评价额（新评价基准得出的评价额）中低的一项为课税评价额。评估标准由总务大臣决定，实际操作由各地方政府负责。对住宅用地的征税有特殊性。

**都市计划税:** 都市计划税的征税对象是土地房屋(不包括折旧资产)。纳税义务人、征税标准、征税日期、缴纳日期、征收方法都与固定资产税一样。通常是同固定资产税一并征收和固定资产税同时征收。课税的评价额与固定资产税一致。税率上限为 0.3%。对住宅用地征税有其特殊性。

日本物业费占所有税收大约 10% 左右。

### 新加坡物业费

物业费在每年的一月支付。目前的税率是 10%。自住房可以申请 4% 的折扣税率。税基是不动产年租值，扣除家具，设备和服务费用。估算的价值适用于出租房，住户和空置房。税务局会每年对年租值进行评估。该税可以用来抵扣税金收入所得税。

新加坡物业费占税收总额大概 8% 左右。

### 印度物业费

课税对象和方式因地方而异。以孟买为例，课税对象还是房产实际年租金收入或者测算年租金收入。住宅的物业费可以达到租值的 83.5% ~ 187%。而当地政府也计划对物业市场价值征税，税率为 0.45% 左右。

孟买物业费占税收总额大致为 22% 左右。

## 韩国经验：物业费单独实施效果有限，多重累加影响巨大

### 韩国第一次物业费

第一次出现在 90 年，也就是现在运行的地方物业费。税费制度采取累进制算法，使得拥有越多土地房屋，所需缴纳的税费增额幅度越高。土地和房屋的价值都是由地方政府每年 6 月 1 日进行估算得到标准价值，并作为税基。

#### ● 地方物业费：

单位（韩元）

	税基	固定部分	累进部分税率	累进部分 适用税基
一般土地	小于 5 亿	无	0.20%	全额
	5 亿~10 亿	10 万	0.30%	5 亿以上
	大于 10 亿	25 万	0.50%	10 亿以上
特殊土地 (商业用地)	小于 20 亿	无	0.20%	全额
	20 亿~100 亿	40 万	0.30%	20 亿以上
	大于 100 亿	280 万	0.40%	100 亿以上
别墅		无	4%	全额
除别墅外住宅	小于 4 亿	无	0.15%	全额
	4 亿~100 亿	6 万	0.30%	4 亿以上
	大于 100 亿	24 万	0.50%	100 亿以上

### 韩国第二次物业费

第二次出现在 04-05 年，韩国政府出台了综合房地产税。综合房地产税条例规定以家庭或个人为单位，名下持有的地产或房产（政府估算的标准价值）总额超过一定限额时，将被征收综合房地产税。根据 2006 年 8 月统计，韩国共有 15.9 万户持有 6 亿韩元以上房产，仅占总人口的 1.2%，可见综合房地产税主要针对富裕人群。

#### ● 综合房地产税：

单位：(韩元)

课税对象	房产公布价格	税率
住宅 (以家庭为纳税单位)	小于 6 亿	0.0%
	6 亿~9 亿	1.0%
	9 亿~20 亿	1.5%
	大于 20 亿	2.0%
非商业性土地 (以家庭为纳税单位)	小于 3 亿	0.0%
	3 亿~17 亿	1.0%
	17 亿~97 亿	2.0%
商业土地 (以个人为纳税单位)	大于 97 亿	4.0%
	小于 40 亿	0.0%
	40 亿~160 亿	0.6%
	160 亿~960 亿	1.0%
	大于 960 亿	1.6%

数据来源：韩国国税厅

## 韩国经验：物业费单独实施效果有限，多重累加影响巨大（续）

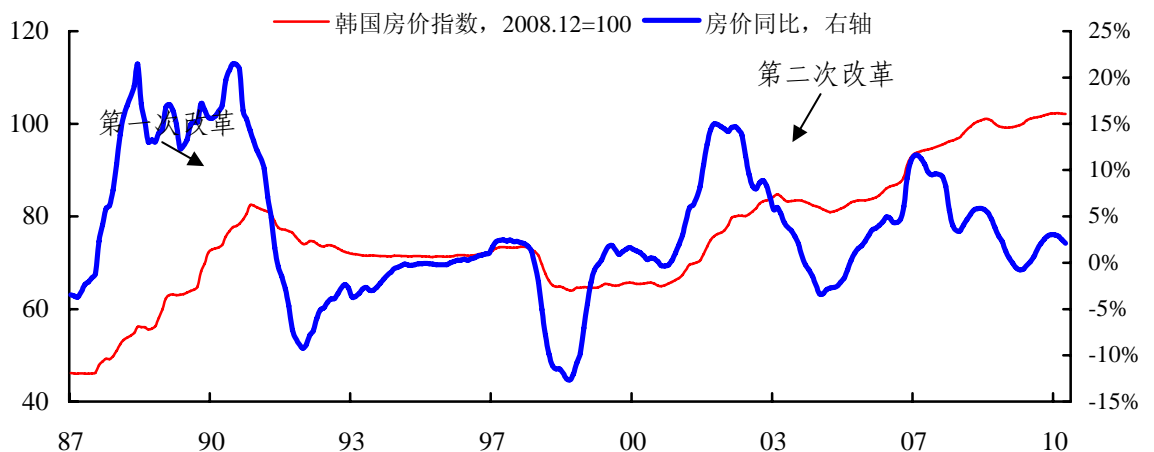
韩国在第一次实行保有环节税费改革之后，房价并没有很快下跌，反倒出现了进一步的上涨，直到 91 年 5 月绝对房价才出现下跌。有些研究人员把这个情况归结为韩国物业费改革的完全失效。我们并不认同此观点。仔细挖掘韩国当时税费改革实施细则，我们可以看到当时税费改革初期，房价和地价采用的是地方政府评估的标准价值。而该标准价值与市场实际价值却存在了巨大偏离，最开始标准价值只到实际价值的 15%。这严重的影响了税费改革的实际效果。随着房价的进一步攀升，韩国政府意识到了这个问题，对标准价值进行了调整，逐步增加标准价值与实际价值的比例。至 96 年，该比例达到了 31.6%。随着该比例的逐步增加，房价也在 91 年中期得到抑制，并维持在稳定水平上。

第二次保有环节税费改革后，房价虽有下跌，但时间较短，之后房价继续呈上涨趋势。本次改革时效性较短的原因主要有两个：一、综合房地产税打击覆盖的范围较小，本身对房价的影响较为有限；二、改革推出的综合房地产税为国税性质，中央政府意在通过推出此税种，打压富裕人群。但由于各地方政府拥有 50% 的税率调整权利（可以在中央政府制定的税率基础上，上调或下调税率的 50%），考虑到纳税人在地方选举中的重要作用，许多地方政府会使用这个调整权利，以对冲综合房地产税的税负增加。由此，综合房地产税的实际效果大打折扣，使得房价不久仍然继续上涨。

从韩国的保有环节税费改革的经验中，我们可以看到国内实行物业费改革应注意以下几点：

- 物业费单独实施效果有限，多重累加影响巨大
- 在税率制定上，虽应权衡基层百姓负担，但如果税率偏低，则对房价无明显影响；
- 物业费推出后，地方实际执行力度才是保证其有效的根本；
- 长期来看，应谨慎的看待物业费对房价的抑制作用。

图表 1 韩国房价变化和同比增速



数据来源：Global Insight, 莫尼塔公司



## 近期报告

- 2011年01月27日 “史上最严厉”调控政策超预期出台，楼市向下“过调”风险逐渐大于房价过快上涨
- 2011年01月17日 12月楼市增长动量放缓，房价上涨从1月开始可能减速
- 2011年01月11日 地产行业快评：资本“走出去”的第一步，对地产全局性影响尚待观察
- 2011年01月09日 地产行业快评：房产税影响范围6%，布局地产股二季度的最佳买点
- 2011年01月06日 地产1月草根调研：房价上涨1月减速，销量维持高位
- 2010年12月30日 房地产服务业：双重属性下，非地产属性更为突出
- 2010年12月23日 2011年先“开机械、插钢筋、砌水泥”，再“盖房子”
- 2010年12月20日 地产投资组合：城市化概念
- 2010年12月13日 宝刀未老，王者归来：2011年估值修复空间40%

## 免责声明

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

## 上海

地址:上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行金融大厦39层  
邮编:200120  
电话:(8621)3852 1000  
传真:(8621)3852 1090

<http://www.cebm.com.cn>

Email:cebmservice@cebm.com.cn

## 北京

地址:北京市西城区西直门外大街1号新西环广场T1座11层  
邮编:100044  
电话:(8610)5979 9911  
传真:(8610)5979 2177

## 香港

地址:香港中环都爹利街6号印刷行1103室  
电话:(852)2841 8800  
传真:(852)2841 8866

## 纽约

地址:纽约市曼哈顿区麦迪逊大街509号1914室  
邮编: 10022  
电话:(001)212 809 8800  
传真:(001)212 809 8801