

## 房地产税：基于资本化模型的思考和建议

- 本文基于贴现模型，对征收房地产税的影响进行了思考，并相应提出了政策建议。
- 首先，根据资本化理论，房屋价格由住房收入的全部流量减去拥有房屋的所有支出的净现值决定。房地产税改革，必然导致房产拥有者在房产购入、居住使用和出售转让整个周期现金流量发生变化。若其他条件不变，且不考虑市场摩擦，在“完全资本化”之下，加征房产税将使得房产持有成本上升，价格立即等额下降。无房产税时，价格100万元的房产总持有成本即为100万。开征房产税后，假设房地产税税率为1%，折现率为2%，总持有成本为100万元的房产即期价格约67万，房产税现值约33万，即征收房产税将使得之前100万元的房产价格下降33万。
- 其次，对于房地产税功能，不少人认为可以调节市场、稳定房价。此说并不准确，只有在税收政策改变的时候，才能通过资本化途径影响房价，而且这种影响是短暂的。长期而言，征收房地产税只能实现财政功能。具有良好财政功能的房地产税制，通常具有宽税基、税种和税率计算简化、地方财权与事权统一的特征。这种制度安排下，征收房地产税可能不是实现共同富裕的主要途径。解决低收入家庭的住房问题，还是需要大量增加公共住房供给。另外，若房地产税不能完全资本化，房价既没调整到位，购房者还需缴纳房产税，真实住房成本不降反升。
- 最后，对房地产税试点提出几点相关建议。一是重新整合设置房地产税制度，合理控制房地产全周期总税负的上升幅度，将税负适当后置，避免重复征税。二是扩大房产税征收范围，实现真正的“宽税基”。三是简化房产税制设计。四是假定贴现率为2%，房产税率初步可设定在0.2%至0.3%之间，以将对房价的负面影响控制在10%-15%。五是对于高房价的一线试点城市，建议采取人均免税额度，而非免征面积的税收优惠方式。六是日前房地产市场处于下行周期，并非出台房地产税改革试点的适当时机，否则可能导致过度资本化，居民资产负债表严重受损。

丁安华，首席经济学家  
 (852) 3761 8901  
 dinganhua@cmbi.com.hk

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，第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议决定，授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，授权的试点期限为五年，以便总结经验，待条件成熟时，及时制定法律。经过多年讨论和试点，房地产税改革渐行渐近。

## 一、房地产税资本化：文献简述

我们先看一个例子。假定小王和小张打算在某小区购房，他们分别看中了区位、朝向和户型几乎完全一样的房子，成交价均为 100 万。由于某种原因，小王豁免缴纳房产税，而小张每年需要缴纳房屋成交价 1% 的房产税。小张有理由感到不合算。我们的问题是：小张购房的真实成本比小王要高多少呢？

这是一个典型的税收资本化问题。理论上，应该对未来的房产税开支进行贴现转化为资本。假定贴现期无限，有公式：

$$\Delta V = NPV_{\Delta T} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{\Delta T}{(1+r)^n} = \frac{\Delta T}{r}$$

其中， $\Delta T$  是房产税的变化， $\Delta V$  是房屋资本价值的变化， $r$  是折现率， $n$  是纳税年份。若按房屋价值 1% 的税率，小张每年需要支付 1 万元的房产税，假定折现率为 2%，可得房产税的负净现值为 50 万。可见，小张购房的真实成本是 150 万，比小王的房子贵 50%！

这是标准的资本化理论 (Oates, 1969) 的核心：房屋的价格由住房收入的全部流量减去拥有房屋的所有支出的净现值决定。人们通常将房价收入比 (price to income ratio) 作为房价跨区域比较的指标，例如深圳的房价收入比高达 40 倍，而纽约只有 20 倍，从而得出深圳房价比纽约房价贵的结论。殊不知，纽约州地方政府每年征收相当于房屋价值 1.6% 的房产税，加上极低的折现率，纽约房产的资本化价格可能比购入价格翻倍都不止。

房地产税改革，必然导致房产拥有者在房产购入、居住使用和出售转让整个周期现金流量发生变化。若其他条件不变，加征房产税将使得购房者意识到持有房产的成本上升了，成交价格将依据未来房产税的净现值等额下降。在绝对理性假设下，如果住房市场完全有效，购房者拥有完全信息，当调整房产税政策的信息公开时，房价将立即发生变化 (Palmon and Smith, 1998) 以反映税收净现值的变化，这种情况被称为“完全资本化”。

文献中关于房地产税资本化 (property tax capitalization) 的实证研究，试图回答房产税的变化如何影响房价。早期的研究大多支持资本化的观点 (Ross and Yinger, 1999)。不过，完全资本化是一种理想状况，与现实情况不相符。近期学者们开始关注资本化的程度，究竟是部分资本化，还是过度资本化呢？各项研究的结论不一。大部分研究 (Elinder and Persson, 2017) 肯定部分资本化的判断，但也有研究发现过度资本化的现象。例如 Bradley (2015) 发现临时性的房产税退税导致的价格上涨远远大于退税的净现值，原因在于购房者只具备有限理性。进一步，有研究发现资本化程度与房屋的供给弹性相关，供给越缺乏弹性，资本化程度越高 (Hilber, 2017; Hilber and Vermeulen, 2016)。

## 二、房地产税的市场调节功能：可能是一个误解

不少人认为征收房地产税，具有调节市场、稳定房价的功能。此说可能并不准确，一个预期稳定的房地产税收政策，不具备调控市场、影响房价的效果。只有在税收政策改变的时候，才能通过资本化途径影响房价，而且这种影响是短暂的。换言之，要实现调控市场的功能，就要频繁调整房地产税收政策。但是，税收政策的频繁修改，可能导致市场预期极不稳定，这是任何负责任的政府都不愿看到的。

大部分发达国家的房地产税收政策预期稳定，不存在政策反复调整所导致的重新资本化问题，因而不具备调节市场、稳定房价功能。在给定的税收政策框架下，房地产市场的长期趋势，更多地取决于一些根本性的趋势因素，例如经济增长、地理位置、人口流动、利率环境等。

从国际上看，征收房地产税的主要目的，比较成功的都是为了筹集财政收入，特别是支持地方财政。房地产税在多数 OECD 国家的地方财政收入中占有较高比重，为地方政府的公共服务提供了重要的财源支持。例如，美国房地产税占总体税收的比重基本维持在 10% 以上，对地方税收的贡献率在 30% 以上，其中对州以下地方政府税收的贡献可达 70% 以上。

而那些试图调节市场而征收房地产税的国家，都陷入了作茧自缚的困境。以日本为典型，为了调控房地产市场，1991 年日本政府突然开始征收地价税，此时市场已经出现颓势，征收地价税的资本化效果，使得市场预期迅速扭转，加速了房地产泡沫的破灭。此后十年，日本的房价节节下跌，居民部门资产负债表急剧恶化，日本政府只能不断降低税率，最终于 1998 年被迫停止征收地价税。日本的经验告诉我们，若要调节市场，房价上涨就要加税；房价下跌又要减税，税收政策朝令夕改，最终沦为“权宜之计”。

资本化理论告诉我们，房地产税推出后，市场将重新定价，短期内带来房价下跌的压力。一旦房地产税收制度趋于稳定并可预期，房地产税就失去了调控价格涨跌的功效。长期而言，征收房地产税的目的就只剩下一条：财政功能。

## 三、房地产税的财政功能：如何实现共同富裕

从国际经验看，具有良好财政功能的房地产税制，通常具有以下几个特点：一是宽税基，纳税人涵盖几乎所有拥有房地产的自然人和法人，无论是自有住房、营业场所还是出租房屋，均需征税；二是简化税种和税率计算，不采用过于复杂的豁免或累进安排；三是地方财权与事权统一，取之于斯、用之于斯，基本上不做跨区域转移支付。

这种制度安排下，房地产税在财政意义上，并不承担实现共同富裕的使命。以美国为例，地方政府通常“以支定收”，通过立法程序规定税率计算公式，根据地方公共服务开支预算、房地产评估价值来倒推税率。其结果是，各地的房产税差异比较大，介于 0.3% 至 2.2% 之间；高房价区域的税率不一定高，低房价区域的税率不一定低。更重要的是，由于缺乏转移支付的功能，富人区的房产税用于该区域的公共服务（学校、医院、图书馆、运动场、绿化、治安等），进一步提升富人区的房价，这一安排与减少财富差距、实现共同富裕的目标南辕北辙。

那么，如何在住房领域实现共同富裕呢？一般的做法是通过政府提供公共住房，出售或出租给低收入家庭，还可以通过各种优惠政策鼓励私人机构或非盈利机构提供面向低收入家庭的廉租住房。这是一个完全不同的住房市场，私有住宅市场与公共住宅市场分离。公共住房的市场份额，最高的是新加坡，约80%的家庭住在政府提供的组屋，只有20%的家庭进入纯粹的私人住宅市场；美国的比例偏低，政府主要通过租房补贴券的方式支持低收入家庭租房，另外有120万个家庭住在政府提供的公共房屋单位中。

除非可以实现房地产税收入的转移支付，否则通过对商品房征收房地产税，可能不是实现共同富裕的主要途径。解决低收入家庭的住房问题，还是需要大量增加公共住房的供给。

## 四、房地产税对收入和财富的影响

当前我国居民财富差距不断扩大，其中房产净值的增长是造成财富差距扩大的主要原因，调节财富差距可能是房地产税出台的一个重要使命。直观上，房地产税首先影响居民可支配收入，进而通过资本化影响居民财富。

假定居住在深圳的某个白领家庭，夫妻两人育有一名孩子，拥有一套100平米的房产，评估价1000万元。夫妻俩工薪年收入60万元，各项扣除之后应纳税3.72万元，实际有效税率为6.2%。简化起见，假设房产税计税依据为评估价的70%，房产税率为0.5%，那么这一家人每年需要缴纳3.5万元的房地产税，相当于年收入的5.8%，家庭总税负上升至12%。

可见，房产税对居民可支配收入的影响是敏感的，考虑到弱势群体、单身业主、退休人士、高房价片区、多套住房等情形，房地产税的冲击将会更为显著，因此不可低估房地产税对居民可支配收入的实际影响。

可支配收入减少，将通过资本化途径影响居民财富。海外的实证研究发现，房产税调整倾向于资本化不足。也就是说，房产税推出后，房价并没有下调至完全资本化的程度。这对新的购房者无异于双重打击，一方面房价没有调整到位，另一方面又要缴纳房产税。结果是，表面上房价下降了，而税收资本化后的真实住房成本反而上升了。

## 五、关于房地产税试点的若干思考

房地产税制是一个完整的体系，既包含房地产的交易流转环节，也包括住房的保有环节。我国现行的房地产税收“重交易、轻保有”，具有明显的税收前置（upfront tax）特征。可以理解为购房者提前支付了未来的房地产税，这种模式的弊端越来越明显。尤其对年轻一代而言，这种开支前置的模式与他们的收入增长模式错配，迫使他们过早采用过多杠杆。

所以，我个人理解，房地产税改革的目标，应该使得房地产税收开支适当后置，合理分摊到居住保有环节，从而降低前端购房门槛，使得更多的家庭早日拥有自己的房屋，享受幸福美好生活。

仅仅就这一点而言，就可以想象改革所涉及的利益之广、难度之大。更勿论要同时兼顾调节房地产市场、增加地方财政收入和实现共同富裕的多重目标了。中央政府的态度是审慎而稳妥的，选择若干房价上涨压力大、人口流入多、相对富裕、财政收支压力小、政府管理水平较高的城市先行试点。

基于以上分析，我对房地产税试点方案有如下建议：

第一，重新整合设置房地产税制度，合理控制房地产全周期总税负的上升幅度，降低前端买入成本，加大后端持有成本，将税负适当后置，避免重复征税。这是一项极为复杂的系统工程，改革方向是减少交易环节税率，降低土地增值税，增加保有环节的房产税。

第二，扩大房产税征收范围。房产税的税基应该突破上海、重庆试点的范围，成为真正“宽税基”的税种，所有的房屋所有权人都是房产税的纳税人。总体上，上海和重庆的试点，效果并不理想，某种程度上可以理解为限购政策的延伸。

第三，简化房产税制设计，建议采取评估值乘以简单税率的公式。区域之间的税率可以有所差别，但试点城市下辖区县一级不宜再作复杂的累进税率安排。

第四，房产税率的设定，可参考税收资本化公式将其对房价的负面影响尽量控制在 10% 至 15% 范围。假定贴现率为 2%，可得出房产税率初步可设定在 0.2% 至 0.3% 之间。

第五，对于高房价的一线试点城市，建议采取人均免税额度（例如每年 5000 元），而不是免征面积（例如人均 40 平方米）的税收优惠方式。这是因为试点城市的房价极差较大，免征面积对高房价纳税人有利，不利于共同富裕。将来推广到全国其它房价极差较低的城市，可以尝试免征面积的方式。

第六，目前房地产市场处于下行周期，交易明显萎缩，个别高杠杆的大型房企陷入严重的流动性危机。当前的主要任务是妥善化解债务危机、防范系统性风险，并非出台房地产税改革试点的适当时机。否则，可能导致过度资本化，居民资产负债表严重受损。建议审慎选择房地产税改革出台的时机。

总之，房地产税资本化模型，为我们提供了一个全新的思考框架，可供改革试点参考。



## 参考文献

Bradley, S., 2017. "Inattention to deferred increases in tax bases: How Michigan home buyers are paying for assessment limits", *The Review of Economics and Statistics*, 99(1): pp. 53–66.

Elinder, M. and Persson, L., 2017. "House price responses to a national property tax reform", *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 144: pp. 18–39.

Hilber, C.A.L., 2017. "The economic implications of house price capitalization: a synthesis". *Real Estate Economics*. 45, 301–339.

Hilber, C.A.L., Vermeulen, W., 2016. "The impact of supply constraints on house prices in England". *Economic Journal*. 126 (591), 358–405.

Oates, W.E., 1969. "The effects of property taxes and local public spending on property values: an empirical study of tax capitalization and the Tiebout hypothesis". *Journal of Political Economy*. 77 (6), 957–971.

Palmon, O. and Smith, B.A., 1998. "New evidence on property tax capitalization". *Journal of Political Economy*. 106 (5), 1099–1111.

Ross, S. and Yinger, J., 1999. "Sorting and voting: a review of the literature on urban public finance". In: Cheshire, P., Mills, E.S. (Eds.), *Handbook of Regional and Urban Economics*, vol. 3, pp. 1323–2060.

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。