

大变局：住房制度的探索和房企的发展模式选择—

—房地产新发展模式展望系列—

核心观点

房地产新发展模式本质为房住不炒，租购并举的长效机制。我们梳理海外成熟市场经验，认为新发展模式将从金融、土地、税收、住房供给四方面制度设计开展变革，主要变化包括：供地端更向保障性住房倾斜，集体建设用地或成重要供地来源；监管端注重行业股债融资均衡，继续扩大住房公积金覆盖面，盘活存量住房公积金，成立住房政策性金融机构；积极稳妥推进房地产税法立法；发展租购同权，必要时立法实施租金控制。未来中国房企将向重资产降杠杆、中资产强运营、轻资产重品牌三大方向演变。

摘要

国内房地产新发展模式的本质是房住不炒、租购并举的长效机制，房企发展模式有望在此基础上演变成三大方向。2021年底中央经济工作会议明确提出房地产业要“探索新的发展模式”。相较重抑制需求轻增加供给、重短期调控轻长效机制的旧发展模式，新发展模式主要变化有：金融制度，注重股债融资均衡，继续扩大住房公积金覆盖面，盘活存量住房公积金，成立住房政策性金融机构。土地制度，充分盘活城市存量土地，新出让土地向保障性住房倾斜，集体建设用地有望成为重要供地来源。税收制度，积极稳妥推进房地产税法立法改革。住房供给，加快建设租赁住房与共有产权房供给与保障体系，必要时立法实施租金控制，发展租购同权。中国未来房企将向重资产降杠杆、中资产强运营、轻资产重品牌三大方向演变。

新加坡、德国、美国成熟市场制度各有千秋，但均有土地财政依赖度低、税制设计抑制投机、重视住房保障和住房租赁的特点。土地领域，三国政府土地财政依赖度均较低。金融领域，新德两国坚持稳健金融政策，美国则因过度金融化引发泡沫积累乃至金融危机。税收领域，三国均重交易轻保有，美国税收减免工具较发达。供给领域，三国均高度重视住房租赁制度。效果方面，新德两国房价控制较好，均保持了较低房价涨幅与房价收入比。而美国的房价长牛，与其过度金融化特征吻合。

美国、新加坡和香港房企分别在传统开发和资产管理模式方面对国内房企具有借鉴意义。美港两地房企很少通过预售资金快速扩张，故在开展开发业务的同时保持较低负债率。新加坡凯德模式则对中国房地产业及国家资本进入不动产领域具备借鉴意义。目前中国从商管团队培养、REITs退出渠道建设方面已具备土壤。

房地产

维持

强于大市

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:s1440519120002

SFC 编号:BPU491

黄啸天

huangxiaotian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070013

尹欢科

yinhuanke@csc.com.cn

SAC 编号:s1440520070004

发布日期：2023年02月21日

市场表现



相关研究报告

目录

1 新老发展模式之变	1
1.1 探索房地产新发展模式，坚持房住不炒，加快建立租购并举的住房制度	1
1.2 从货币金融、财政税收、土地制度、住房供给四大方面看新旧发展模式	3
1.2.1 旧发展模式：重需求管理轻供给调节、重短期调控轻长效机制	3
1.2.2 新发展模式：房住不炒、租购并举的长效机制	7
1.2.3 租购同权是通往住房市场长效机制和新发展模式的重要一环	9
2 他山之石：成熟经济体的住房制度设计	10
2.1 成熟市场的制度启示：不断完善供给体系，房价高低依赖金融自由化程度	10
2.2 行业新发展模式之新加坡：“居者有其屋”典范	11
2.2.1 新加坡住房政策沿革：从居者有其屋到华夏供精选	12
2.2.2 支撑新加坡住房制度的关键：供需两端齐发力	14
2.2.3 重要经验：连续稳定的住房政策与目标，阶梯化的住房供给体系，重视供给侧调控	18
2.3 行业新发展模式之德国：“租购并举”典范	19
2.3.1 以居住为导向的住房市场，租房占主流	19
2.3.2 德国住房制度演变正经历从管制到市场化发展的历程	20
2.3.3 德国住房制度三大支柱：稳健的金融制度、完备的租赁制度、均衡的保障制度	21
2.3.4 重要经验：住房制度发展应与经济发展阶段相适应	25
2.4 行业新发展模式之美国：“过度金融化”下的曲折发展	25
2.4.1 美国住房制度演变的四大阶段及其金融化进程	26
2.4.2 四大支柱：货币金融制度、住房保障制度、土地制度、税收制度	27
2.4.3 美国住房制度启示	30
3 他山之石：成熟经济体的房企模式选择	31
3.1 成熟市场企业模式选择的启示：最终走向重运营和低杠杆	31
3.2 企业新发展模式之美国：专业化、低杠杆、高周转模式	32
3.3 企业新发展模式之新加坡：资产管理模式	36
3.4 企业新发展模式之香港：投建一体模式	42
4 新发展模式展望：住房目标从经济效率走向民生公平，房企更加重视信用和运营	45
4.1 我国住房制度的展望：房住不炒，租购并举，从经济效率走向民生公平	45
4.2 房企发展模式的展望：适度杠杆，重视信用和运营	46
风险分析	48

图表目录

图表 1: 十八大以来涉房政策表述变化	1
图表 2: 2021 年底以来政策层面不断强调房地产的“新发展模式”	2
图表 3: 近年以来中央针对保租房支持力度加大	3
图表 4: 我国按揭贷款首付比例处于国际较高水平	4
图表 5: 我国房屋按揭贷款利率处于国际较高水平	4
图表 6: 发达国家预售制普遍有严格的保障措施	4
图表 7: 新加坡和中国公积金占 GDP 比重	5
图表 8: 新加坡和中国人均公积金	5
图表 9: 我国城市化进程存在人地错配现象	5
图表 10: 我国住房保有和交易涉及的 9 个税种	6
图表 11: 中国房地产市场当前发展模式的特征及挑战	7
图表 12: 构建房地产长效机制建设主要内容	8
图表 13: 房地产新发展模式的构想与变化	8
图表 14: 近年来地方出台的租购同权相关政策	9
图表 15: 发达国家房地产体系汇总	10
图表 16: 2022 年全球核心城市中，新加坡房价收入比较低	12
图表 17: 新加坡 1998-2022 房价上涨 77.8%，低于他国水平	12
图表 18: 新加坡建国以来住房自有率大幅提升，自 90 年代以来稳定在九成左右	12
图表 19: 90 年代以来，HDB 推出 3-Gen 公寓（即多代混住公寓）等产品，功能设计亦更为合理	14
图表 20: 新加坡住房制度演变的四个阶段	14
图表 21: 新加坡住房制度的四大方面	15
图表 22: 2021 年新加坡非私人土地占比高达 80%	16
图表 23: 新加坡土地相关收入占政府收入比例较低	16
图表 24: 新加坡中央公积金存款利率高于同期商业存款	17
图表 25: 新加坡私人住宅占比远低于组屋	17
图表 26: 新加坡改善型组屋的主要类型	18
图表 27: 1950 年以来德国经济实现年均 6.48% 的增长	19
图表 28: 2010 年前德国房价指数一直趋于平稳	19
图表 29: 德国住房自有率较低，租房占主流	20
图表 30: 二战以来德国住房制度演变阶段	21
图表 31: 德国住房贷款存量中住房储蓄占比为 10-15%	22
图表 32: 德国新增住房贷款中住房储蓄占比约 20%	22
图表 33: 德国历年住房自有率变化	23
图表 34: 德国主要涉房税种	24
图表 35: 美国标准普尔/CS 房价指数	25
图表 36: 美国住房制度演变的四大阶段	26
图表 37: 美国住房制度的四大支柱	27
图表 38: 美国的住房抵押贷款金融体系	28

图表 39: 美国公共住房制度的演进	28
图表 40: 美国土地中归私人所有者占比过半	29
图表 41: 美国州政府 2021 年税收结构	29
图表 42: 美国房地产税由各州按当地实情征收, 税率较低, 约 0.31%-2.21% 不等	30
图表 43: 三大成熟市场房企发展模式对比	31
图表 44: 美国房地产专业细分情况	32
图表 45: 美国三大房企收入结构及住宅建设业务收入占比	32
图表 46: 美国三大房企住宅建设业务利润占比	32
图表 47: 美国三大房资产负债率	33
图表 48: 美国单户住宅建造比例	33
图表 49: 霍顿和普尔特的独立住宅建造比例	33
图表 50: 土地期权持有形式	34
图表 51: 美国单户及多户住宅平均建造时间	34
图表 52: 霍顿住宅建造时间	34
图表 53: Zillow 业务介绍凯德集团业务结构	35
图表 54: 美国房企集中度呈提升趋势	35
图表 55: 除 2020 年受疫情影响, 凯德集团上市以来归母净利润均为正	36
图表 56: 除 2020 年受疫情影响, 凯德集团上市以来每年评估值均增值	36
图表 57: 凯德集团业务结构	36
图表 58: 凯德集团总资产按资产类别划分	37
图表 59: 凯德集团资产管理规模按部门划分	37
图表 60: 凯德集团生态系统	37
图表 61: 按业务划分的投资类收入	38
图表 62: 按业务划分的息税折旧摊销前利润	38
图表 63: 权益来源的费用收入 (百万新元)	38
图表 64: 季度费用收入 (百万新元)	38
图表 65: 凯德集团各商业模式典型案例	39
图表 66: 凯德集团在上市信托中的有效股份 (截至 2020 年 12 月 31 日)	39
图表 67: 凯德集团收费标准	39
图表 68: 净负债与总资产比率	40
图表 69: 债务权益比率	40
图表 70: 凯德集团资金来源	40
图表 71: 凯德中国信托结构	41
图表 72: 新鸿基地产业务结构	42
图表 73: 新鸿基地产各业务资产总值	43
图表 74: 新鸿基地产各业务收入 (包括所占合营企业及联营公司)	43
图表 75: 新鸿基地产主要业务收入 (包括所占合营企业及联营公司) 及占总收入比重	43
图表 76: 新鸿基地产主要业务业绩 (包括所占合营企业及联营公司) 及占总业务业绩比重	43
图表 77: 新鸿基地产项目开发案例	43
图表 78: 各集团合同负债与总负债比率	44
图表 79: 各集团投资性房地产与总资产比率	44

图表 80: 新鸿基地产投资物业租金收入与直接经营成本.....	44
图表 81: 新鸿基地产资产负债率	44

1 新老发展模式之变

1.1 探索房地产新发展模式，坚持房住不炒，加快建立租购并举的住房制度

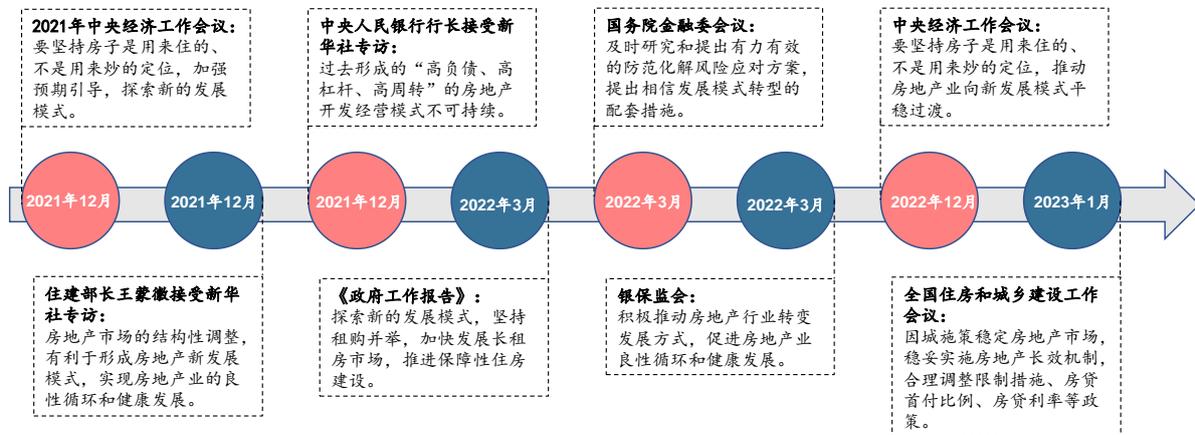
探索房地产新的发展模式，实质上是建立一套新型住房制度和长效机制，以完成房住不炒的目标。自党的十八大以来，顶层设计关于房地产新发展模式的探索从未止步，相关政策表述动态调整，逐渐清晰。二十大报告中即指出：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。这一表述，与十九大的表述高度一致。

图表1：十八大以来涉房政策表述变化

	十八大	十九大	二十大
时间	2012-11	2017-10	2022-10
主基调	建立 市场配置和政府保障相结合 的住房制度，加强 保障性住房 建设和管理，满足困难家庭基本需求。	坚持 房子是用来住的、不是用来炒 的定位，加快建立 多主体供给、多渠道保障、租购并举 的住房制度，让全体人民住有所居。	坚持 房子是用来住的、不是用来炒 的定位，加快建立 多主体供给、多渠道保障、租购并举 的住房制度。
住房保障与改造	社会保障全民覆盖 ，人人享有基本医疗卫生服务， 保障性住房建设加快推进 。加强和创新社会管理，社会保持和谐稳定。	覆盖城乡居民的社会保障体系基本建立 ，人民健康和医疗卫生水平大幅提高， 保障性住房建设稳步推进 。	1. 健全覆盖全民、统筹城乡、公平统一、安全规范、可持续的多层次社会保障体系 。 2. 改造棚户区住房四千二百多万套，改造农村危房二千四百多万户 ，城乡居民住房条件明显改善。
区域发展	1.以改善需求结构、优化产业结构、促进 区域协调发展 、推进城镇化为重点，着力解决制约经济持续健康发展的重大结构性问题。 2.继续实施 区域发展总体战略 ，充分发挥各地区比较优势。	1.实施 区域协调发展战略 ，建立更加有效的 区域协调发展新机制 。 2.以城市群为主体构建 大中小城市和小城镇协调发展的城镇格局 ，加快农业转移人口市民化。	1.着力推进 城乡融合和区域协调发展 ，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。 2.促进区域协调发展， 深入实施区域协调发展战略、区域重大战略、主体功能区战略、新型城镇化战略 ，优化重大生产力布局，构建优势互补、高质量发展的区域经济布局和国土空间体系。

资料来源：政府官网，中信建投

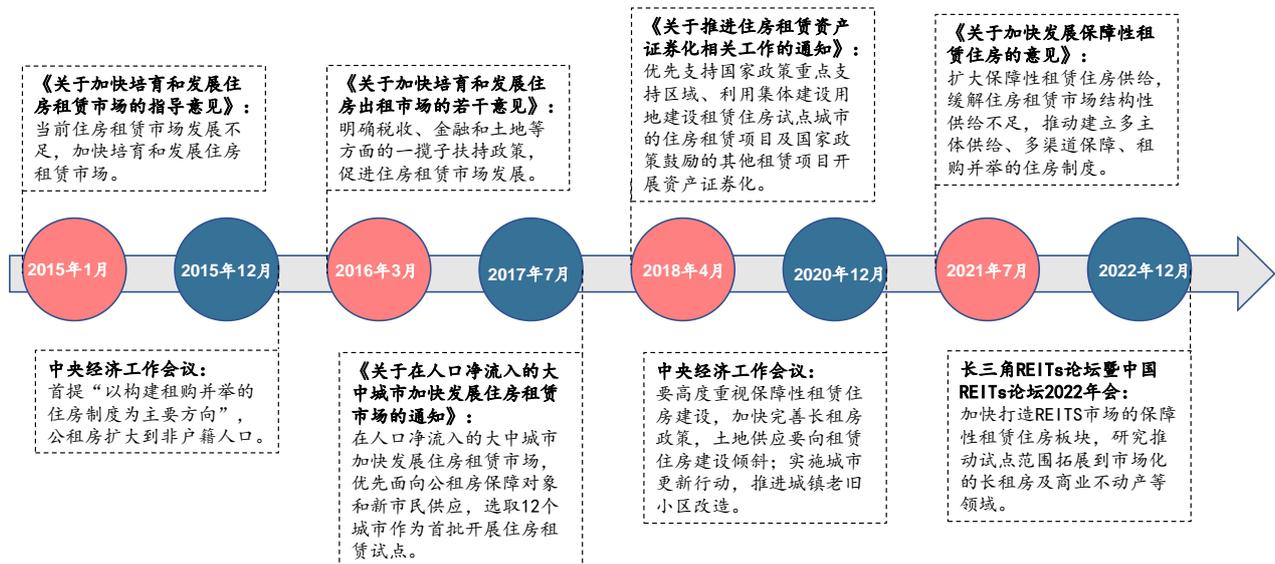
当前处于新发展模式的探索期。2021年底的中央经济工作会议首次提出房地产业要“探索新的发展模式”。2022年两会期间李克强总理在《政府工作报告》上指出“探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场”；考虑到房地产市场处于调整期，此前住建部长王蒙徽接受新华社专访指出，过去形成的“高负债、高杠杆、高周转”的房地产开发经营模式不可持续；2022年3月，国务院金融稳定发展委员会专题会议，指出“提出向新发展模式转型的配套措施”。银保监会表示，积极推动房地产行业转变发展方式。

图表2：2021年底以来政策层面不断强调房地产的“新发展模式”


资料来源：政府官网，中信建投

“房住不炒”自提出后就一直是房地产行业发展的基调，在未来也不会松动。2016年12月14日，“房住不炒”在中央经济工作会议上被首次提出。此后，以“房住不炒”为中心定位的长效机制被不断建立完善：首先，落实城市主体责任，由中央层面制订大方向；第二，三稳：稳房价，稳预期，稳增长；第三，土地、资金供给与需求要匹配；第四，调结构，特别是发展租赁性住房；第五，考核和评价机制，中央要对各个城市进行考核和评价。二十大报告中指出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。”由此可见，“房住不炒”政策在未来也不会松动，且仍将作为房地产新发展模式的基调。

2015年底，中央经济工作会议首次提及发展住房租赁市场，并强调将“租购并举”确立为我国住房制度改革的主要方向。此后，政策端推进住房租赁市场发展的步伐明显加快。2021年以来，中央针对保障性租赁住房建设力度加大，着力解决新市民、青年人的住房困难问题。当前“租购并举、全面发展住房租赁市场”已成为建设房地产长效机制的重要内容。

图表3：近年以来中央针对保租房支持力度加大


资料来源：政府官网，中信建投

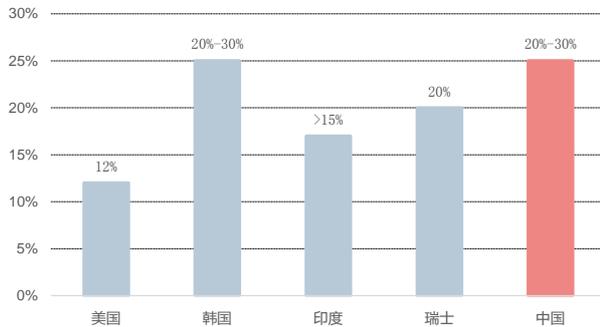
1.2 从货币金融、财政税收、土地制度、住房供给四大方面看新旧发展模式

1.2.1 旧发展模式：重需求管理轻供给调节、重短期调控轻长效机制

旧有模式曾推动房地产行业蓬勃发展，但在当前阶段也存在着风险与挑战。旧发展模式下，金融、税收、土地、住房这四大方面制度构建的四大支柱支撑了中国商品房市场 20 多年的蓬勃发展。但由于其重需求管理轻供给调节、重短期调控轻长效机制，因此也存在着房地产过度金融化、影响金融体系稳定，土地供需错配导致三四线高库存、一二线高房价，重交易轻保有导致地方财政可持续性欠佳等风险。因此未来中国房地产制度应当向新发展模式大步迈进。

1、货币金融制度：住房金融体系商业性为主、政策性为辅

中国的住房金融体系由商业按揭贷款和公积金构成，前者主导。对于商业按揭贷款，我国按揭贷款首付比例、按揭贷款利率均处于国际较高水平，贷款条件较为严格。对于住房公积金，我国一直实行强制储蓄、低存低贷的政策，并且公积金资金池封闭运行，满足贷款和提取要求后，结余资金用于银行存款或购买国债。

图表4：我国按揭贷款首付比例处于国际较高水平


资料来源：National Association of Realtors，新华网，中信建投

注：均为首套房首付水平

图表5：我国房屋按揭贷款利率处于国际较高水平


资料来源：wind，中信建投

预售制度在发达国家普遍存在，但普遍有严格保障措施，以此来化解购房者和开发商之前的风险和纠纷。以日本为例，该国的预售房定金保障措施规定房企需预先缴纳保险金，取得预售金保障书后才可申请房屋预售及建筑许可。我国商品房预售制度作为住房金融体系的一部分于1994年确立，预售条件因城施策，一二线城市通常较严格。预售制度在缩短房企现金回笼周期和增加市场商品房供应的同时，也隐藏着楼盘烂尾等潜在风险。

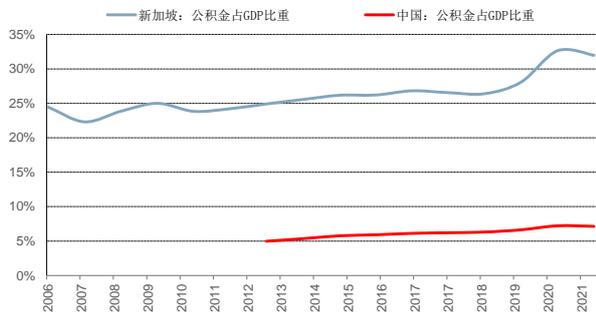
图表6：发达国家预售制普遍有严格的保障措施

国家	主要内容
日本	预售房定金保障措施。 针对购房者缴纳的定金，房企需要向相关金融机构交纳担保或保险金。只有为购房者制定了预售金保障书，房地产房企才可以向日本政府申请房屋预售和建筑许可。
德国	签署个性化的购房合同和按照工程进度分期支付购房款。 买方根据房企的工程进度在完全交房前进行分期支付。双方签署购房合同时，买家并不需要支付购房款，而是一般在地基动工后支付10%，主体封顶后支付30%，门窗安装或者装修开始后再陆续支付后期资金。
法国	定金仅占0-5%，支付预售房的房款时必须分期支付。 若工程不超过1年，买家可预付房屋总价的5%；工程达到2年，买家需要支付房屋总价的2%，超过两年的则不用支付定金。且房款分期支付，即地基建好后支付35%，房屋封顶交到70%，所有的基本建设工程结束之后交至95%，房屋交付之后缴清余下的5%。
英国	按时间规定分期付款，房屋交付后支付至少55%的尾款。 期房的首付比例约10%-25%，在双方签订购买协议的21天内支付首付款。随后6-24个月再支付第二笔、第三笔各5%-10%的房款。购房的尾款则在交房时支付。

资料来源：中信建投

住房金融政策保持基本稳定是住房市场保持基本平稳的最重要条件，但中国住房金融政策被作为稳周期的调控手段，变动频繁。不稳定的信贷政策会扰乱市场预期，居民会在政策放松时过度加杠杆。其次，中国公积金资金池封闭运行、规模较小，贷款支持不足。海外各国中与我国住房公积金制度较为类似的是新加坡的中央公积金制度（Central Provident Fund, CPF），后者的普通账户（Ordinary Account, OA 账户）主要用于居民购房、教育等，与我国住房公积金基本一致。截至2021，新加坡 CPF 中 OA 账户 1704 亿新元，占当年 GDP32%，同期中国住房公积金年末缴存总额 81882 亿元，仅占 GDP7%；从人均口径上看，中国人均住房公积金 856 美元，虽近年来快速提升，但仍显著低于新加坡的 23642 美元。从资金用途上看，新加坡公积金各类账户除国债和定期存款外，还可选择投资新交所上市基金、单位信托等产品，较中国公积金主要靠公积金贷款收益的做法更具开放性。

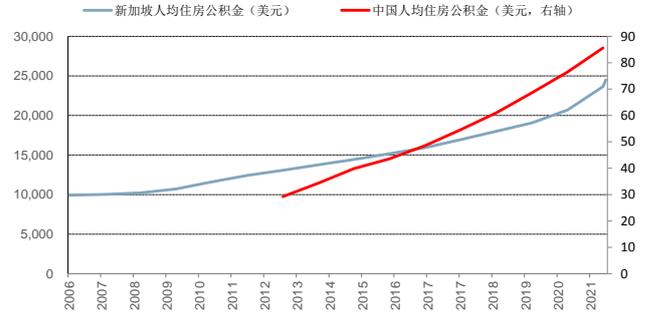
图表7：新加坡和中国公积金占 GDP 比重



资料来源: CPF, wind, 中信建投

注: 新加坡数据为 CPF 中的 OA 账户口径

图表8：新加坡和中国人均公积金



资料来源: wind, 中信建投

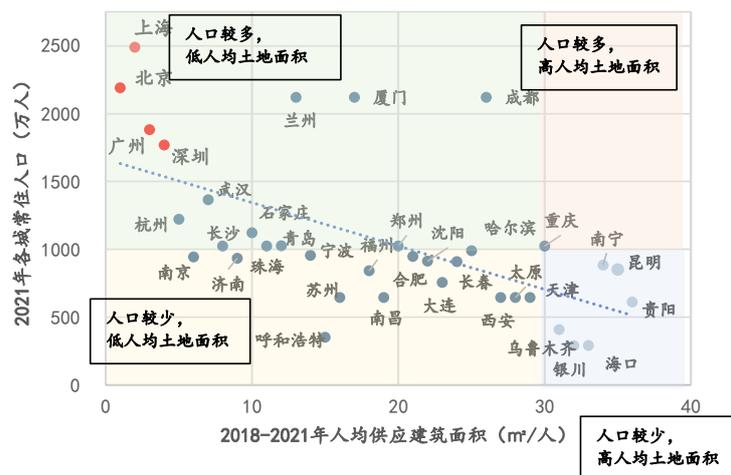
注: 新加坡数据为 CPF 中的 OA 账户口径, 汇率假定 6.77CNY/USD, 5.12CNY/SGD

2、土地制度：招拍挂为主的土地供应制度

中国实行土地两权分离制度，土地所有权公有，使用权可转让。转让方式包括有偿出让和无偿划拨两大类，分别主要针对经营性用地和基础设施用地。2002 年国土资源部 11 号令出台后，“招拍挂”成为土地有偿出让的主要方式。招拍挂相比协议出让更公开透明，但以“价高者得”为原则，客观上也推升地价、助推房价上涨。

长期以来，在“控制大城市人口、积极发展中小城市和小城镇、区域均衡发展”的城镇化思路指导下，人口向大都市圈集聚，但土地供给向三四线城市倾斜，人口城镇化与土地城镇化明显背离。由此形成了人地分离、土地供需错配，这是一线和部分热点二线城市房价高、三四线库存高的根源。

图表9：我国城市化进程存在人地错配现象



资料来源: wind, 中信建投

3、税收制度：重交易轻保有

中国住房的保有和交易环节涉及 9 个税种，呈现“重增量轻存量，重交易轻保有”的特征。保有环节涉及房产税和城镇土地使用税 2 项，目前均对个人非营业住房免征；交易环节涉及增值税、增值税附加（含城市维护建设税和教育费附加）、契税、个人所得税、印花税、土地增值税 7 个税种，对首套房、长期持有设置减征条件。

图表10：我国住房保有和交易涉及的 9 个税种

环节	税种	税收介绍	征税对象	纳税人
保有环节	房产税	以房屋为征税对象，按房屋的计税余值或租赁收入为计税依据，向产权所有人征收的一种财产税。	城市、县城、建制镇、工矿区的房产	产权所有人
	城镇土地使用税	在城市、县城、建制镇、工矿区范围内，对使用土地的单位和个人，以其实际占用的土地面积为计税依据，按照规定的税额计算征收的一种税。	城市、县城、建制镇、工矿区的土地	在城市、县城、建制镇、工矿区范围内使用土地的单位和个人
交易环节	增值税	以不动产在流转过程中产生的增值额作为计税依据而征收的一种流转税，是一种卖方需要承受的税。	有偿转让的房地产	拥有房屋产权的单位和个人（产权所有人、承典人、房产代管人或者使用人）
	增值税附加	以不动产在流转过程中产生的增值额作为计税依据而征收的一种流转税，是一种卖方需要承受的税	有偿转让的房地产	出售房屋产权的单位和个人
	契税	以所有权发生转移变动的不动产为征税对象，向产权承受人征收的一种财产税。	所有权发生转移变动的不动产	产权承受人
	个人所得税	房产交易过程中的个人所得税，一般存在于二手房交易过程中，由卖方个人缴纳利得税。新房卖方是开发商不存在销售环节的个人所得税。	义务人住房转让所得	取得义务人住房转让所得的个人
	印花税	同时针对房地产买卖、房地产产权转移变动以及相应的房地产权凭证的书立与领受而征收，在房地产权凭证或有关凭证上加贴完税印花税票的方式进行的一次性征收的税种。	房地产中签立的各种合同、产权转移书据、营业帐簿、权利许可证照等应税凭证文件	实施特定行为的个人或企业
	土地增值税	转让国有土地使用权、地上的建筑物及其附着物并取得收入的单位和个人，以转让所取得的收入包括货币收入、实物收入和其他收入减去法定扣除项目金额后的增值额为计税依据向国家缴纳的一种税。	转让国有土地使用权、地上的建筑物及其附着物所取得的增值额	产权承受人

资料来源：政府官网，中信建投

轻保有环节征税，财政收入可持续性在存量房时代面临挑战。在存量时代，新拿地、新开工总量均会减少，土地出让收入、房地产建设环节税收对地方财政的贡献将下滑。未来地方财政对土地出让金的依赖将难以为继，保有环节税收——房产税改革的紧迫性上升。

4、住房制度：重销售轻租赁的住房供给体系，高门槛进入、低门槛退出的住房保障体系

1998年以来，住房供应体系以售为主，重销售轻租赁。2015年以来租赁制度进入加速完善期，政策从租赁用地供给、培育专业住房租赁企业、支持租赁融资、推进租购同权等方面发力，支持新市民基本住房需求。如上海“十三五”计划租赁房供应占比达44%，并推出纯租赁地块，增加租赁房供给的同时稳定土地市场。

中国的住房保障体系被称为“保障性安居工程”，主要包括（1）保障性住房，含廉租房、公租房、经济适用房、限制性商品房（各地叫法不一，例如北京为自住商品房，深圳为安居型商品住房）、共有产权房等；（2）棚户区改造，包括城市棚户区、国有工矿（煤矿）棚户区、林区棚户区、垦区棚户区四类，其中城市棚户区占65%；（3）农村危房改造和游牧民定居工程。

保障房设计存在进入门槛高、退出门槛低的问题。准入方面，部分保障房将非户籍家庭、收入水平不在规定范围内的家庭排除在外；退出方面，保障房体系不封闭，大部分保障房退出时可按市场价转售，购房者可获得较高的退出收益。

图表11：中国房地产市场当前发展模式的特征及挑战

制度	特征	风险与挑战
货币金融制度	1. 货币政策：房地产是货币的蓄水池 2. 住房金融体系：商业按揭为主，公积金为辅 3. 预售制度：开发企业重要融资手段	1. 信贷政策不稳定，频繁调整首付比例和利率 2. 公积金资金池封闭，贷款支持不足
土地制度	1. 两权分离，转让方式包括有偿出让和无偿划拨两大类 2. 以耕地保护为目标、用途管制为核心的土地管理模式 3. 城乡二元土地制度推进城镇化发展	1. 人地分离，一线城市要人不要地 2. 供需失衡，工业用地供给粗放，住宅用地稀缺 3. 地区错配，耕地占补平衡下东部供地不足 4. 城乡失衡，农村建设用地远高于城市建设用地
税收制度	1. 保有环节：房产税、城镇土地使用税均对个人住房免征 2. 交易环节：对短期持有征重税，鼓励长期持有	轻保有环节征税，财政收入可持续性在存量房时代面临挑战
住房制度	1. 多渠道、分层次的住房保障制度 2. 租赁比率低，市场尚不成熟	1. 保障房供给不连续，进入门槛高、退出门槛低 2. 租赁房源单一、热点城市房源不足 3. 商品房出租占比低、承租体验差、租期错配

资料来源：中信建投

1.2.2 新发展模式：房住不炒、租购并举的长效机制

国内房地产的新发展模式将贯彻“房住不炒，租购并举”的八字方针。旧发展模式的政策重使用需求端的短期行政手段，但需求抑制是暂时性政策，松动后会大幅反弹，因而调控效果不佳。基于保障民生与社会公平的发展目标，坚持“房住不炒”总基调不变，坚持“租购并举、租购同权”的施策方向，全面推进长效机制建设，合理化市场结构。金融、税收、土地、住房四大方面的变化主要体现在：

货币金融制度方面，有效防范金融风险，推动公募REITs发展。健全首付比、个人住房贷款利率等调整机制，可根据不同区域、不同的居民收入水平与住房需求，设置差别化的住房信贷政策。

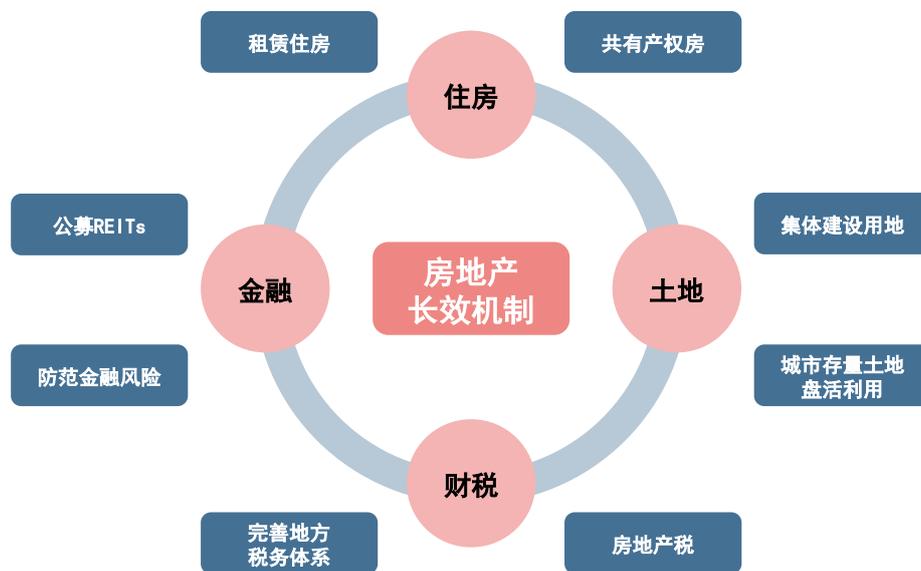
土地制度方面，扩大集体建设用地供应，充分盘活利用城市存量土地。着眼于土地供应量及用地结构，可爬行钉住人口总量，调控遵循“产业—人口—土地”的传导链条，并对土地出让使用做出刚性约束。严控土地

拍卖价格，政府不通过地价来推高房价，根本上需要解决地方土地财政问题。

税收制度方面，完善地方税体系，加快房地产税收制度改革。形成“低收入靠保障，中等收入有支持，高收入能遏制”的多元化税收体系是落实“房住不炒”的重要保障。适时推进落地房地产税法，提高保有环节成本，优化资源配置，促进各个环节税赋平衡，健全税收体系。

住房制度方面，加快建设租赁住房与共有产权房的供给与保障体系。大力发展住房租赁市场，逐步向租购同权迈进，保障租赁群体的发展权利，缓解住房供求矛盾，帮助房地产回归居住属性。

图表12：构建房地产长效机制建设主要内容



资料来源：中指研究院，中信建投

图表13：房地产新发展模式的构想与变化

制度	具体内容	变化
货币金融制度	<ol style="list-style-type: none"> 完善“三线四档”融资管理规则，完善金融机构房贷集中度管理制度，防止发生系统性风险 维持当前 20% 以上的首付比例，利于居民杠杆率保持稳定 扩大住房公积金覆盖面，盘活存量住房公积金，成立住房政策性金融机构，为保障性住房建设提供新的资金来源 大力发展 REITs 市场，盘活融资渠道 	防范风险、稳定信贷制度、盘活公积金、发展 REITs 市场
土地制度	<ol style="list-style-type: none"> 坚持土地国有、集体所有不动摇 供地更多向保障性住房倾斜，价格上相对商品房折让 形成多渠道供应，包括国有建设用地供应、集体建设用地供应、盘活闲置和低效老旧物业等 出让方式仍实行招拍挂 	人地挂钩、地与库存挂钩、产城融合、职住平衡、多渠道供应

税收制度	1. 积极稳妥推进房地产税法立法，增设住房持有环节税种	改革房地产税、打击投机行为
	2. 完善设计交易环节税种，针对性打击投机炒房行为	
住房制度	1. 完善预售制，加强预售资金灵活监管，适度探索现房销售	发展共有产权房与租赁市场、完善预售制、加强二手房交易、稳定房租水平
	2. 畅通二手房交易，探索和推广“带押过户”等便民举措	
	3. 形成多层次住房供应体系之前，因城施策采取一定行政措施稳定房地产市场	
	4. 逐步向租购同权迈进，推进教育、医疗等公共服务均等化，保障租赁群体的发展权利	
	5. 稳定房租水平，必要时立法限制房租涨幅	

资料来源：中信建投

1.2.3 租购同权是通往住房市场长效机制和新发展模式的重要一环

租购同权政策主要围绕户籍权益和公共服务权益，各地同权程度不同，影响主要在于长期。“租购同权”在2017年7月17日的广州租赁新政中被明确提出，7月20日住建部等9部委出台租赁新政，地方政府密集跟随。当前出台的“租购同权”政策主要有两大特点：一是先“住”后“权”政策导向明确，二是同权的形式和程度不一。

实现“租购同权”的难点在于，其他住房政策的完善、户籍与公共权益的松绑以及供给侧上优质资源的扩张、“租售”在很长一段时间都不可能完全同权而出现城市间的分化。“租购同权”是房地产长效机制的有力抓手，影响主要在于长期，而短期对房价与房租的影响较为有限。未来，要使得“租购同权”政策有效落地，需完善相关配套细则，加大公共服务资源有效供给，平衡区域差异，逐步放宽承租人的门槛限制，保障充足、优质的租赁房源，防止房租的过快上涨。

图表14：近年来地方出台的租购同权相关政策

省市	时间	来源	主要内容
北京	2021.8	《北京市住房租赁条例》	针对长租公寓监管、租金贷、群租房等住房租赁市场出现的新业态、面临的新问题予以规范，保障租购同权。
上海	2021.8	《沪住房发展十四五规划》	“协调”发展保障性住房，健全住房保障体系；“更新”发展存量住房，改善居住条件。
浙江	2021.9	《关于加快发展保障性租赁住房的指导意见（征求意见稿）》	到2025年，以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系基本完善，多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度基本建立，新市民、青年人等群体住房困难有效缓解，大城市住房突出问题基本解决。
广东	2021.4	《广州市发展住房租赁市场奖补实施办法》	规范住房租赁市场发展奖补资金的管理，提高奖补资金分配、使用的科学性和公平性，确保钱尽其用，充分发挥奖补资金示范带动效应，构建政府支持、市场运作的体制机制，多渠道筹集租赁住房房源，促进专业化、规模化租赁企业发展，建成信息服务与监管平台。
成都	2021.8	《成都市人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	聚焦人城产融合发展，多渠道增加保障性租赁住房供给，积极解决新市民、青年人等群体的住房困难问题，推动实现职住平衡。

资料来源：政府官网，中信建投

2 他山之石：成熟经济体的住房制度设计

2.1 成熟市场的制度启示：不断完善供给体系，房价高低依赖金融自由化程度

在房地产制度方面，根据对新加坡、德国、美国三大较为成熟的房地产市场的梳理，可从土地、金融、税收和供给四个领域进行对比。

土地领域，降低政府对土地财政依赖度。新加坡、德国均不依赖土地财政，同时也不以房地产作为刺激经济的手段。美国则主要凭借地广人稀的天然优势保证了土地供给和较合理的房价，私有制主导的土地权属结构下，政府的土地财政依赖度也较低。

金融领域，稳健为先抑制风险。新加坡和德国虽然依据自身国情分别选择了国家统筹和自给自足两条道路，但两者都坚持了稳健的金融政策，并由此保持了房价得长期合理，同时很好地控制住了房地产风险。反观美国，其以房地产为核心构建了庞杂的住房金融体系，同时货币超发又一再催生房地产泡沫，随后风险蔓延，最终经历了以 2007 年次贷危机为代表的多次房地产危机。

税收领域，收入端重交易轻保有，支出端通过税收减免等手段实现社会保障、抑制投机等目标。从税收收入端看，三国均发展出了重交易轻保有的税制特点，同时不以相关税收作为政府重点收入支柱。从税收支出端看，以美国为代表的海外成熟市场亦善用多样化的税收减免工具实现调控目标。

供给领域，租购并举。住房租赁在三国的房地产发展过程中均扮演了重要角色。对新加坡而言，租赁帮助其度过了自治之初“房荒”的艰难阶段；对德国而言，完善的法律法规构建了其迄今依然发达的租房模式；对美国而言，虽然其政策导向鼓励国民尤其其中低收入阶层住房自有，但住房租赁仍然是住房市场的重要组成部分。

房价涨幅来看，新加坡和德国房价控制效果较好。新加坡和德国均保持了长期稳定的房价指数与较低的房价收入比（2010 年后德国由于外来人口等因素房价上涨较多）。相对而言，美国的房价经历了长期的牛市，并且在 2006-2008 年房地产引发的金融危机后延续了房价的高增长，与其过度金融化的特征相吻合。

他山之石，可以为鉴，我们认为首先，稳健而恰当的政策能够给予房地产市场更加平稳的预期和信心，在很大程度上减缓行业周期波动；其次，坚持“房住不炒”，始终以居住作为房地产行业的发展目标，减轻其在经济刺激中的作用；最后，在经济发展的不同阶段采取相匹配的政策措施，不应冒进也要警惕过分保守。

图表15：发达国家房地产体系汇总

	新加坡：居者有其屋	德国：租购并举	美国：过度金融化
土地	土地产权国有为主加上 无土地财政 ，使得新加坡能够低价供给大量土地	土地私有制， 无土地财政 ，房地产业也并非经济增长的引擎	土地私有为主加之地广人稀的国土面积，保障了住房供给的充足，从而使得房价偏低。
制度特点		1、长期以来德国央行的独立使其能够保证 货币政策的稳健 ，从而能够严控通胀目标，不随意超发货币刺激经济，也使得房价长期保持稳定	美国长期进行 货币超发 不断推高居民杠杆；同时政府为房地产信贷产品增信，从供需两端将住房金融化风险广泛传导。
金融	中央公积金为主的贷款制度，使得政府“建得起”、居民“买得起”		

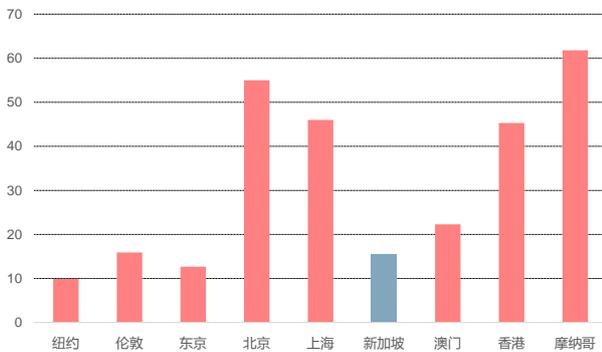
		<p>2、稳健的货币政策使德国的住房贷款能够以固定利率为主，促进商业按揭为主的贷款体系和自给自足的住房储蓄，保持了居民杠杆的偏低水平</p>	
税收	<p>税收政策对房产交易课重税，同时对其实行累进税率，从而实现了房地产的“劫富济贫”，并且很好得抑制了投机行为</p>	<p>交易环节税率高、保有环节税率低；住房相关税收占财政收入比重低。从而打击了投机需求的同时减轻了刚需居民税收负担</p>	<p>交易税：短期持有的交易环节税率较高；自住住房免税项目多；保有税：房地产税实际负担较轻</p>
供给	<p>组屋为主、私宅为辅；自有为主、租赁为辅</p>	<p>法律法规对租金、房屋规范等方面进行了细致规范，支持了占比超过全国人口一半的租房居民</p>	<p>1、上世纪 30 年代末到 60 年代政府大量兴建公共住房 2、住房租赁市场为整个住房市场的重要补充</p>
政策	<p>1、不依赖土地财政 2、长期保持住房政策连续稳定：居者有其屋</p>	<p>1、以居住为导向 2、降低对房地产刺激经济的依赖</p>	<p>1、货币政策的大幅变动更容易导致房地产市场风险 2、过度金融化推高居民杠杆，扩散了房地产风险</p>
启示 落实措施	<p>1、有序、有差异化地满足不同收入水平人群的住房需求 2、即先以租赁等方式满足大部分低收入人群住房需求，再辅以不同供给策略逐步改善住房条件</p>	<p>住房制度的发展应该与经济发展阶段相适应： 1、初期短缺严重，以住房分配为主 2、中期扩大供给，财税支持重建设 3、后期保障需求，租赁制度保供给 4、默契抑制投机，完善税制控房价</p>	<p>1、住房自有率受经济发展水平、国土面积、文化习俗等规律限制，不应盲目追求过高的住房自有率 2、美国人口的长期流入支撑了住房需求，不应盲目效仿其制度</p>

资料来源：中信建投

2.2 行业新发展模式之新加坡：“居者有其屋”典范

地狭人稠国情下，新加坡实行“居者有其屋”计划。新加坡地处马来半岛南端，扼马六甲海峡要冲，于 1959 年摆脱殖民统治宣告自治，并在与马来西亚短暂合并后于 1965 年重新独立。新加坡是地狭人稠的岛国，截至 2020 年其人口密度达 7919 人/平方千米，仅次于中国澳门及摩纳哥位居世界第三，且高出 60 人/平方千米的世界平均水平百余倍。在这样的国情下，新加坡自治之初存在较为严重的“房荒”问题，国民居住条件较恶劣，许多人居无定所。据 1947 年英国殖民政府报告称，当时 98.3 万人约 72% “挤在市中心约 1000 英亩土地上，人口密度高达每英亩上千人”。因此，自治之初，时任总理李光耀面临的首要任务就是解决日趋严重“房荒”问题。乘着“有恒产者有恒心”的理念，新加坡推出“居者有其屋”计划（Home Ownership Scheme）并作为基本国策贯彻落实。半个世纪以来，该计划目标已然实现，新加坡住房自有率长期维持在 9 成左右。

“居者有其屋”计划成效显著，新加坡居民购房压力总体可控。从房价收入比来看，新加坡居民居住消费负担较低，房价收入比为 15.53，横向对比全球核心城市处在中等偏下水平，且显著低于国内的北京、上海和同样地狭人稠的摩纳哥、香港、澳门等城市；从房价涨幅来看，新加坡房价在 1998-2022 年仅上涨了 77.8%，低于同期美、法、英等发达国家的涨幅（分别为 93.6%、124.9%、162.1%）。

图表16：2022 年全球核心城市中，新加坡房价收入比较低


资料来源：numbeo, wind, 中信建投

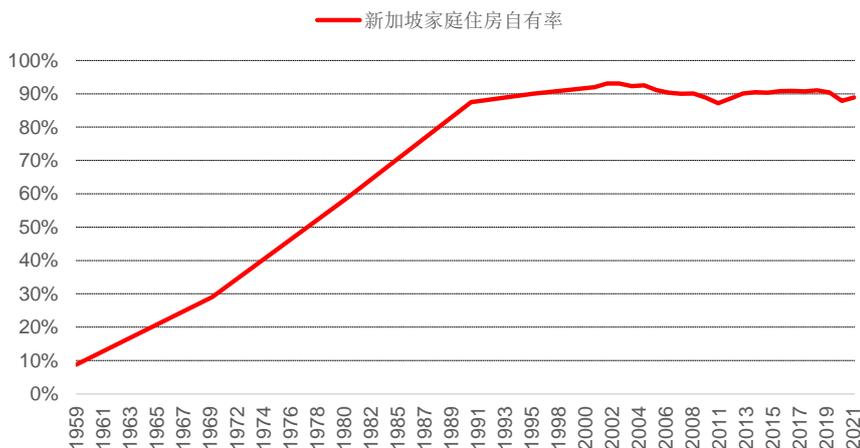
图表17：新加坡 1998-2022 房价上涨 77.8%，低于他国水平


资料来源：OECD, wind, 中信建投

注：新加坡数据采用 BIS 房价指数，其他国家数据为 OECD 房价指数

2.2.1 新加坡住房政策沿革：从居者有其屋到华夏供精选

从 1959 年自治开始，新加坡国民居住条件经历了“房荒”到 9 成居民住房自有的发展变迁，住房政策亦因势利导，经历了从保障基本居住需求的“居者有其屋”到改善居住条件、满足多层次住房需求的“华夏供精选”的沿革。在不同阶段，新加坡通过“只租不售”、中央公积金、强制征地等不同政策工具助其实现了阶段性目标，住房自有率从自治初期的不足 10% 大幅提升，自 20 世纪 90 年代以来稳定在 9 成左右。

图表18：新加坡建国以来住房自有率大幅提升，自 90 年代以来稳定在九成左右


资料来源：新加坡统计局, 中信建投

(1) 自治初期（1959年-1964年）：夯实日后基础，满足基本需求

新加坡自治之初“房荒”问题严重，因此这一时期的政策主要着眼于满足国民尤其是中低收入民众的基本住房需求，在加快组屋（HDB Flats）供给的同时打下日后住房制度的基础。新加坡自1960年成立建屋发展局（Housing & Development Board, HDB），隶属国家发展部，负责组屋的建设、管理、分配事宜。次年开始执行第一个“建屋五年计划”（1961-1965），合计开发组屋5.38万套，超额完成5.2万套的目标，住房短缺得到初步缓解。这一时期政策目标主要是满足国民基本居住需求，因此组屋以“只租不售”的方式向中低收入家庭供应。直到1964年，新加坡政府正式提出“居者有其屋”计划，组屋开始低价向低收入家庭销售。

(2) “居者有其屋”初期（1965年-1970年）：供需保障建设进一步完善，重点满足低收入阶层购房需求

“居者有其屋”计划实施初期，政府进一步完善供需两侧保障建设，着力满足中低收入阶层的购房自住需求。在“居者有其屋”计划推行之初，组屋供需两端均承压。供给端来看，存量组屋数量有限，难以满足国民需要；需求端来看，中低收入阶层民众购买力较有限。在政策刚开始实施时，仅13.6%的公共住房住户选择购买现有住房。对此，新加坡亦从供需两侧发力，完善制度建设和物质基础。供给端来看，第二个“建屋五年计划”（1966-1970）供应组屋6.34万套。1966年，新加坡颁布《土地征用法令》，赋予政府强制征地权利，支持组屋建设。1968年，《中央公积金修改法令》颁布，规定CPF可以购买政府债券的形式投资组屋建设；供给端来看，主要是1968年政府推出公共住房计划，将CPF纳入住房保障职能，允许新加坡人使用公积金储蓄来购买组屋。截至1970年，35%的人口住进了组屋，低收入人群“房荒”现象得到有效遏制，住房自有率大幅提升。

(3) 多层次供给期（1971年-1980年）：“房荒”基本解决，发展多层次、双轨制的供给体系

70年代以来，新加坡房荒问题得到基本遏制，政府着力满足多层次的居住需求，“政府组屋为主+市场化私宅为辅”的双轨制供给体系形成。到70年代中期，组屋需求从1973年的4.5万套下降到1977年1.5万套，同时住房自有率大幅提升，至1980达到58.8%，标志着房荒基本解决。在这一背景下，政策导向更注重多层次需求的满足，以更多样化的供给覆盖更广的群体。一方面，住房制度普惠性提高，覆盖中等收入群体。1974年成立住房和城市开发公司（Housing and Urban Development Companies, HUDC），专门面向中等收入家庭提供质量与设计接近私人住宅但成本只有后者一半的组屋；次年，CPF购房也开始向中等收入群体开放。供给结构来看，这段时间HUDC专营建设大型五居室套房，HDB主导的建屋五年计划亦加大了对更加宽敞舒适的大户型的供给。这一时期，组屋居住人口占比首次过半，成为主要的住房供给渠道，截至1980年该比例达67%。以政府组屋为主，市场化私宅为辅的双轨制供给体系形成。

(4) 华夏供精选时期（1981年-至今）：改善居住品质，彰显人文关怀

伴随新加坡经济的高速增长和“房荒”问题的解决，新加坡住房政策导向由质及量，重点关注居住环境改善、种族融合、社区规划等议题。这一时期的组屋摆脱了低端的刻板印象，逐渐成为真正的宜居社区。增量上，继续推行多层次供给，推出EC公寓、DBSS公寓、3-Gen公寓、乐龄养老公寓等改善型公寓品种；存量上，注重老旧组屋的更新维护，先后推出主要翻新计划（1990）、家居改进计划（2007）、邻里更新计划（2007）、再创我们的家园计划（2007）等，多由政府主导投资，改善居住环境，更新社区规划和菜市场、公共空间等配套设施。此外，新加坡多族杂居，在住房政策实施过程中亦注重种族融合等社会治理目标的实现，对组屋社区中各族居民的比例有严格规定。这一时期政府组屋的供给主导地位持续彰显，组屋居住人口比例于80年代末达到

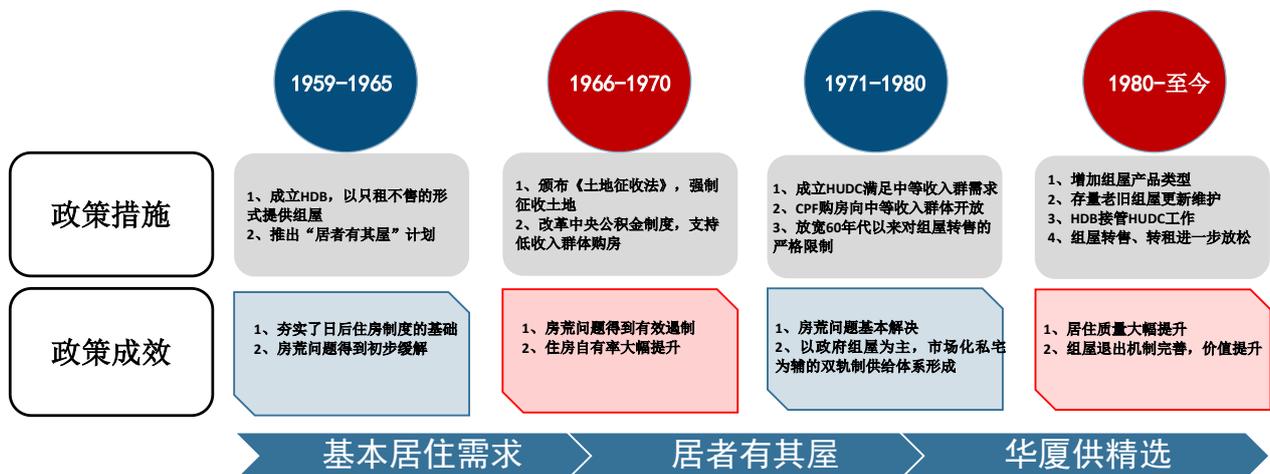
87%的高点，后随着居民生活条件的改善略有下降，但一直维持在 8 成左右。

图表19：90 年代以来，HDB 推出 3-Gen 公寓（即多代混住公寓）等产品，功能设计亦更为合理



资料来源：HDB、中信建投

图表20：新加坡住房制度演变的四个阶段



资料来源：中信建投

2.2.2 支撑新加坡住房制度的关键：供需两端齐发力

新加坡的房地产体系建立在对土地、税收、金融、供给四大方面不断完善的基础上。土地方面，通过政府强制征地和低价补偿，实现了低成本拿地、低成本供地，从而快速组建房屋以应对“房荒”；金融方面，中央公积金和商业贷款先后为房地产行业提供了充足的资金，助力政府“建得起”、居民“买得起”；税收制度房，通过累进税、重交易抑制了房地产投机，平抑了房价波动；供应体系方面，组屋为主、自有为主的独特体系为居

民提供了物美价廉的居住环境。

图表21：新加坡住房制度的四大方面

	措施	内容	成效
土地	土地公有、强制取得	公有、国有土地合计占比约 80%；《新加坡土地取得法案》便规定了政府可以以低于市场水平的价格强制征收私人的土地	在稀缺土地资源的情况下形成对土地的绝对话语权，降低组屋成本
	不依赖土地财政	政府的土地使用权转让所得收入全部纳入国家储备基金，基金投资收益的一部分才可用于补充公共开支	财政部门没有依赖土地出让收入的动机，征收成本与出让价格均较低
金融	中央公积金	新加坡实行强制且比例较高的公积金储蓄；中央公积金的运转不依赖存贷利差带来的利润，同时也不负责直接发放贷款，而是以购买政府债券的方式将资金交由政府管理；	中央公积金普通账户收益率与住房贷款放利率基本持平，确保了贷款的低息，也为普通账户提供了相对较高的低风险收益率
	商业贷款	市场利率下行及政府放开给予商业银行贷款一定优势	商业贷款占比不断提高
税收制度	保有税、交易税	保有环节：多套住宅实施高税率累进制； 交易环节：买卖双方均缴纳印花税，并适用不同规则	促进住房方面的转移支付，抑制了多套住房及房屋炒作
供给	政府主导、自有为主	组屋：HDB 全面管理，保持低价基础上不断改善条件 私人住宅：民间资本参与，满足升级住宅需求	满足低、中、高各层次收入居民住宅需求，住宅自有率达到 90%

资料来源：中信建投

1、土地制度：公有土地与强制征地下，土地财政依赖度低

（1）土地公有与强制征收：更低的拿地成本

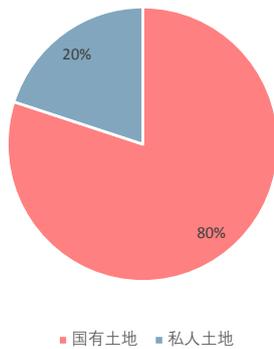
早在建国时期，新加坡政府就确立了公有土地制度。到 2021 年，公有、国有土地合计占比约 80%，私有土地仅占 20%左右。土地公有制为新加坡政府实施保障型公共住房制度方面提供了先决条件。

新加坡土地强征制度也由来已久，配合 HDB 保障组屋供给。早在英殖民地时期，1920 年出台的土地获取法，赋予殖民地时期的新加坡总督一定的权力，征用私有土地建造公有住房。1946 年 1955 和年陆续出台的附则，使得政府能够获取更多的土地用于大规模的新城镇开发，并保证了地产价格的稳定。然而当时制度条件下，新加坡改良信托局（HIS）并未被赋予大规模修建运营公共住房的权利。直到新加坡建国，HDB 建立，1967 年，新加坡通过《土地取得法案》（Land Acquisition Act）才规定了政府可以以低于市场水平的价格强制征收私人的土地，进一步保障了组屋的供给，降低组屋建设成本。在土地资源稀缺的岛国，这两项制度为新加坡房地产市场的健康发展奠定了基础。

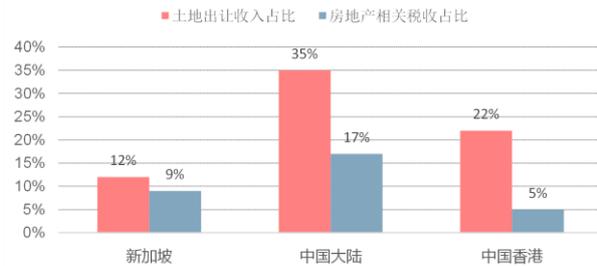
（2）独立于财政的土地出让制度

新加坡土地财政依赖度低，土地出让收入不直接纳入当年财政预算。制度规定，政府的土地使用权转让所得收入全部纳入国家储备基金，基金投资收益的一部分才可用于补充公共开支，因此政府缺乏依赖土地财政的动机。这样的上层建设使得政府降低了土地开发正本，从而以低价为市场提供低价住房。作为对比，2017 年新加坡土地相关收入占财政收入比重仅为 21%，而同期以土地公有制为主的香港、中国大陆的这一数字达到了 27% 和 52%。

2、住房金融：公积金与低息贷款有机结合

图表22：2021年新加坡非私人土地占比高达80%


资料来源：SLA，中信建投

图表23：新加坡土地相关收入占政府收入比例较低


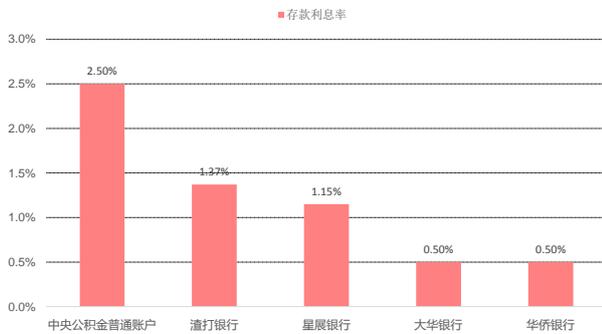
资料来源：新加坡统计局，中信建投

除了土地制度带来得低价房屋供给外，新加坡通过政策性住房金融政策向居民方和房屋建设方两端都提供了充足资金。

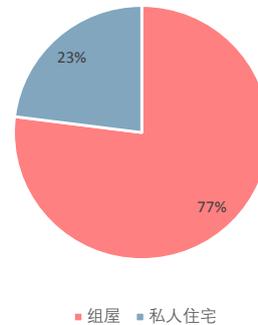
(1) 中央公积金为主

新加坡实行强制储蓄型中央公积金制度。要求企业和员工将工资的37%（雇主缴纳17%，员工缴纳20%）存入职工个人的中央公积金账户。这一比例远高于香港地区（10%）及中国大陆地区（最高24%）。目前，中央公积金账户大体上可分为四类：普通账户、特别账户、医疗账户以及退休账户。其中，普通账户资金可用于住房支出，并且住房支出占公积金年度提取额的比例超过了一半。

公积金的低存贷利差为市场提供了低息资金。中央公积金的运转不依赖存贷利差带来的利润，同时也不负责直接发放贷款，而是以购买政府债券的方式将资金交由政府管理。因此，中央公积金普通账户收益率与住房贷款放款利率基本持平，确保了贷款的低息，也为普通账户提供了相对较高的低风险收益率。但与此同时，还能为个人提供较高的公积金存款利率，在市场利率不断走低的今天，公积金账户的稳定回报优势更加明显。

图表24：新加坡中央公积金存款利率高于同期商业存款


资料来源：各商业银行官网，中信建投

图表25：新加坡私人住宅占比远低于组屋


资料来源：HDB，中信建投

(2) 商业贷款为辅

随着新加坡商业银行利率的持续下行，银行贷款占比逐渐提升。首先，近年来私人住宅等改善住房无法享受公积金贷款优惠，商业贷款成为替代品；其次，由于公积金利息率的长期稳定，其贷款利率也稳定在 2.6%，逐渐失去了相对于银行贷款的利率优势。

3、税收制度：保有税与交易税抑制多套与炒作

新加坡房地产相关税收制度相对简要，分别通过保有环节的房产税和交易环节的印花税与所得税来抑制多套住房和住房炒作。总体而言，对于房价更低、持有期更长、房屋套数更少的家庭，其对应的房地产综合税率就更低，反之则越高。

(1) 保有环节：多套住房实施累进的房产税

住房保有环节，以市值为税基采用累进税率。对于自住住房，政府给予优惠累进税率，起到对非限制房屋的鼓励作用。但对于多套住房家庭，无论是用于出租还是空置，均适用税率较高的累进税率，最高达到 20%。这一制度从住房方面有效促进了社会公平。

(2) 交易环节：买卖双方缴纳累进的印花税

住房交易环节，买卖双方均需缴纳累进制的印花税。其中，买方以交易价格为税基，按成交价实行累进税率，同时，对多套住房与非本国居民的购房者加征额外印花税。而对于卖方，还要按照其持有住房的时间来确定税率，持有年限越短，税率越高。2017 年后，对于持有期达到 3 年的，可免征卖方印花税。

4、住宅供给制度：政府主导、自有为主

在土地公有制为主的体系下，新加坡政府主导了住宅的建设和管理。在土地资源稀缺的小国，为实现“居者有其屋”，新加坡最终形成了以高密度的公共组屋为主、私人住宅为辅的独特住房体系。目前，新加坡组屋的占比达到了 77%，私人住宅占比约 23%，其中 74% 的国民住在自有组屋中。低价、灵活的组屋策略使得新加坡

住宅自有率极高，因此，新加坡的住房租赁市场占比仅有不到 10%。

(1) 组屋

新加坡建屋发展局（HDB）负责所有组屋的规划、投资、建设、运营、管理等组织实施。建屋发展局是组屋相关经营管理的唯一权威机构。组屋的普及很大程度上满足了中低收入居民的住房需求。

1995 年组屋进入质量改良阶段后，新加坡公布了“执行共管公寓计划”。该类公寓拥有了停车场等附加设施，可与私人公寓对标，为中层收入居民的改善住房提供了新的选择。

新世纪以来，随着经济的发展，组屋的改善计划逐步满足了居民更高的居住要求。为进一步提高组屋居民居住条件，新加坡再次联合民营开发商推出更高端的组屋住宅，如 DBSS 等，以满足更高收入人群的需求。总体上，远离市中心的城郊、老城区的组屋升级改造逐渐成为组屋新的发展方向。

图表26：新加坡改善型组屋的主要类型

改善型公寓	推广时间	受益群体	户型
中等入息公寓（HUDC）	20 世纪七八十年代	夹心层家庭，收入超过 HDB 申请上限，但无力购买私人住宅	150 平米左右
执行共管公寓（EC）	1995-至今	夹心层家庭(月收入不超 14000 新元)	130 平米，配备游泳池、健身房等
DBSS 公寓	2005-2012	中等收入家庭(月收入不高于 12000,多代家庭月收入不超过 18000)	80-105 平左右，无游泳池、健身房等

资料来源：HDB，中信建投

(2) 私人住宅

私人住宅是民营企业主要的参与市场，包括无地私有住宅、有地私有住宅的建设。私有住宅占比较少，住房条件更好，相应的单价也更高，是为了满足高收入居民对优质居住条件的需求，同时也面向永居及外国人群。

2.2.3 重要经验：连续稳定的住房政策与目标，阶梯化的住房供给体系，重视供给侧调控

1、不变的政策目标下，因势利导、动态调整的政策方法。新加坡一直秉持“居者有其屋”的基本国策，具体的政策手段则根据不同时期的国情，保持动态调整。HDB 组屋经历了从自治初期的只租不售，准入门槛严格把控，到自下而上逐步覆盖中低收入阶级，再到转租转售的逐步放开的发展过程。从“居者有其屋”到“华夏供精选”，新加坡成功离不开坚定的政策目标和灵活的政策手段的动态调整。

2、双轨并重，以政府组屋保障轨为主体的双轨制、多层次供给体系。新加坡住房供给体系以政府组屋为主，市场化私宅为辅，双轨并行，并满足从基本居住到改善居住的多层次需求。

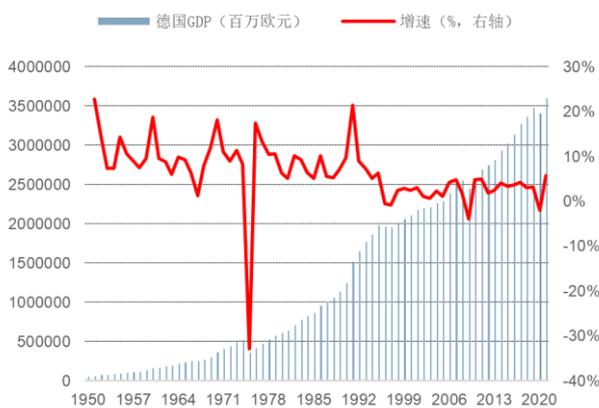
3、供给侧与需求侧调控并重。新加坡的住房制度呈现出供给和需求端双管齐下的特点。供给端设立单一明确的执行主体（HDB），并从土地、资金等方面给予政策扶持，建立了一套完善、高效的供给体系；需求端则持续完善以 CPF 为代表的居民住房保障体系。

2.3 行业新发展模式之德国：“租购并举”典范

德国走出了二战阴影、创造了经济奇迹。德国的 GDP 从 1950 年的 497 亿欧元增长到 2021 年的 3.6 万亿欧元，年均增速达 6.5%。在经济成功复苏的同时，德国更铸就了住房奇迹。

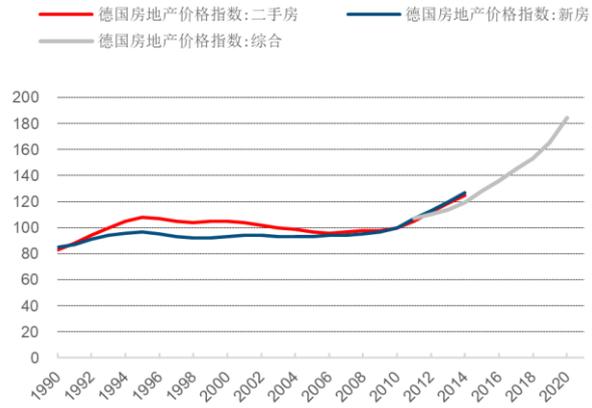
二战后，德国解决了住房短缺问题，保持了房价长期稳定。套户比从 1945 年的 0.57 提高到 2021 年的 1.19，人均住房面积达 47.4 平，在全球此起彼伏的房地产大泡沫中稳定发展。德国房价在 2008 年金融危机时一直保持平稳状态，没有出现大幅的上涨，相对德国居民收入，反而呈现小幅下降的趋势，金融危机后也没有发生房价暴跌的情况。虽然 2010 年至 2021 年，德国房价因城市人口增加与外来人口迁入增长了近 80%，但 1990-2010 年，德国新房价格指数仅上涨 0.5 倍、年均增速只有 1.7%。

图表27：1950 年以来德国经济实现年均 6.48% 的增长



资料来源：欧盟统计局，wind，中信建投

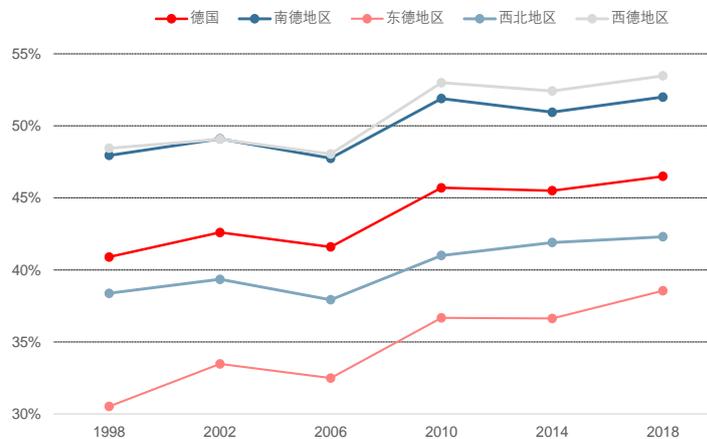
图表28：2010 年前德国房价指数一直趋于平稳



资料来源：欧盟统计局，wind，中信建投

2.3.1 以居住为导向的住房市场，租房占主流

德国住房制度强调房地产市场的社会福利性质，形成了以居住为导向的住房市场，住房供给充足，供需长时间内基本平衡。2021 年德国人均居住面积约为 47.4 平方米。供给结构上形成了以居民所有为主，开发商建房、合作社互助建房、政府保障房等为补充的多元住房供应体系，居民家庭持有住房 81%。居住结构上以租房为主流，2021 年德国住房自有率约为 45%，低于欧盟平均住房自有率 63%，租赁群体人均住房面积 46.5 平方米，租赁条件良好。

图表29：德国住房自有率较低，租房占主流


资料来源：德国联邦统计局，中信建投

2.3.2 德国住房制度演变正经历从管制到市场化发展的历程

二战以来，德国政府根据实际情况适时调整住房政策，其演变历程可以大致分为五个阶段：管制时代、干预时代、社会市场经济时代、统一发展时代、市场化时代。

管制时代（二战结束-50年代初）：为缓解二战导致的住房严重短缺，德国实行“住房统制经济”管制住房的分配。政府规定租金数额、禁止解除现有租赁合同，国家机构对贫困者进行住房分配。房屋出租管制在战后特殊时期，直接保障了居民的基本住房条件，但住房仍旧短缺。

干预时代（50年代初-60年代中）：1950年、1956年政府先后颁布了两部《住房建设法》，运用行政手段干预住房供给，明确保障居民住房的社会责任，规定政府可通过公共财政干预以支持大规模社会住房建设。到1959年底，在政府资金的支持下，建成330万套住房，创造德国建房历史高峰期，住房供需平衡大幅改善。

社会市场经济时代（60年代中-80年代末）：随着住房供需矛盾的极大缓解，联邦德国由统制经济模式转向社会市场经济模式，政府的住房政策开始转向规范住房市场发展方面。前期限限制出租者权益，减少保障房资金支持，保障承租人的权益，大力推进租赁市场发展。后期加大对私有住房的补贴，社会住房供给大幅增加，住房供给质量改善得到改善，住房供应市场化明显。

统一发展时代（90年代初-2002年）：两德统一后，内部人口流动造成了西德租房市场的紧张。联邦政府接连出台《住房建设促进法》、《住房补贴法》修正案，并向东推广至整个德国，社会保障住房建设再次繁荣，德国进入新一轮建房高峰期。与此同时，政府针对私有住房出台《私有住房补贴法》，对居民购房或建房也给予补贴，私有住房比例提升。

市场化时代（2002年至今）：2002年《房屋促进法》取代《住房建设法》，联邦政府减少直接供给与需求支出，调控对象由“大众模式”转为“少数导向”，提高地方政府调控自主权，通过简化租房法与促进公有住房私

有化等手段推动住房市场化。市场化后的宏观调控手段不再强劲，租金管制和交易税等措施不敌国际投资和移民涌入、城市化进程加快带来的市场过热，德国房价、租金的快速上涨。

图表30：二战以来德国住房制度演变阶段

时间	阶段	制度特征	政策实践	供给模式
二战结束-50年代初	管制时代	住房管制经济	严格的房屋出租管制和政府分配	计划
50年代初-60年代中	干预时代	政府支持住房建设	2部《住房建设法》、360万套社会住房建设，历史建房高峰期	计划+市场
60年代中-80年代末	社会市场经济时代	促需促供政策 先后实施	3部《住房租赁法》、2部《住房解约保护法》、2部《住房补贴法》、《所得税法》，保障、支持租房者，增加房屋供给数量和质量	计划+市场
90年代初-2002年	统一发展时代	协调东西德， 租购建全面补贴	《住房建设促进法》、2次修订《住房补贴法》、3部《住房所有权津贴法》，平衡统一后住房市场	计划+市场
2002年至今	市场化时代	住房市场化	《房屋促进法》取代《住房建设法》，联邦政府减少直接供给与需求支出，调控对象由“大众模式”转为“少数导向”	市场

资料来源：中信建投

2.3.3 德国住房制度三大支柱：稳健的金融制度、完备的租赁制度、均衡的保障制度

1、货币金融制度：中性的货币政策与健全的住房金融体系

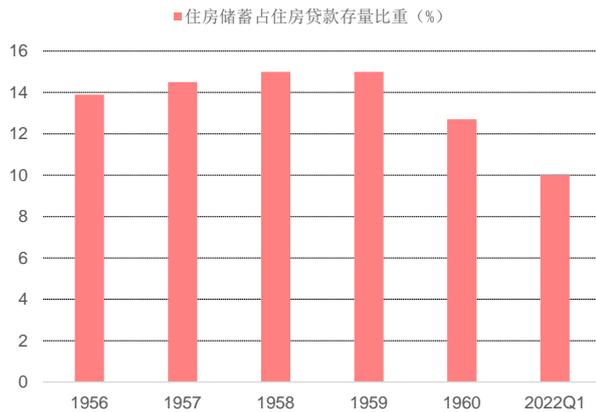
货币政策方面，德国央行设置通胀目标，货币体系明晰，物价总体平稳。德国通胀水平长期维持在较低水平，1950-2022年，德国CPI年均增速仅2.1%，在全球通胀高企的70年代，德国的年通货膨胀率也仅为5%，是全球通胀治理的成功案例。德国央行的货币供给水平与经济增长速度长期适配，央行独立性较强。马克币值长期趋稳，多年来维持其欧洲货币体系“名义锚”的地位。在中性货币政策与低水平的通胀目标的双重作用下，德国房价得以保持在一定的价格水平上，房价涨幅与通胀上升数值呈近似状态，不会产生“房地产泡沫”的恶性循环。1970-2021年，德国房价指数上涨239%，CPI指数上涨245%。

住房金融体系以按揭贷款为核心、配合独特的住房储蓄与大量的货币补贴，倡导适度加杠杆的理性氛围。德国按揭贷款的首付比例较高，通常在20%-30%之间波动，这要求按揭贷款必须以固定利率为主要约束条件，从而使得利率与首付比例呈负相关。德国居民房屋贷款仅占GDP的35%左右，居民负债占GDP的52%左右，杠杆水平远低于欧洲发达国家的平均水平。

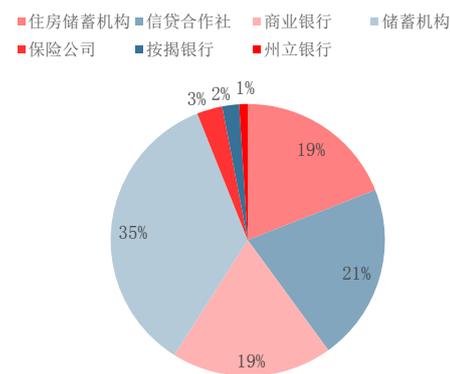
德国按揭贷款多为固定利率合同。德国超过80%的新发放住房贷款采用固定利率，有益于稳定金融机构的预期，降低民众的杠杆风险。多数欧洲发达国家不提供长期固定利率的住房贷款合同，而德国的银行机构为提供固定利率的长期合同，通常会在贷款人申请贷款时，对房产价值、贷款者信用等级、收入能力、首付比例与偿付年限进行精准定位与评判，为每一个贷款人提供不同类型、不同特点的利率报价。

住房储蓄在德国的住房金融体系中发展良好，具有存款先、功能强、利息低、范围广的优势。二战结束后，德国自给自足的住房储蓄体系得到迅速发展，在20世纪60年代的强势供给阶段，住房储蓄一度达到住房贷款

存量的 15%，2022 年仍维持在 10% 左右，颇具稳定性。在德国新增住房贷款中，住房储蓄约占 20%，住房储蓄合同数量已突破三千万份，位居全球榜首。德国住房储蓄机构根据存款期限、还款贡献率、利率等指标，给予申请者配贷条件的精确评价，且利率不受资本市场的波动影响，采取围绕 2% 存贷款利差的可持续性低固定利率的措施，配合政府奖励储蓄的导向，有效呼吁了超过三分之一的居民进行住房储蓄。

图表31：德国住房贷款存量中住房储蓄占比为 10-15%


资料来源：德国联邦统计局，中信建投

图表32：德国新增住房贷款中住房储蓄占比约 20%


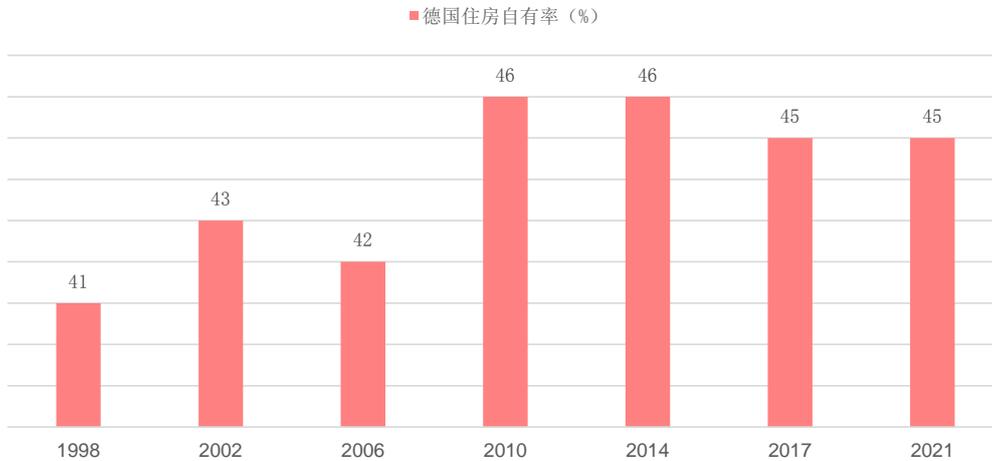
资料来源：德国联邦统计局，中信建投

住房储蓄制度健全，降低居民贷款的道德风险。德国按揭贷款的按揭比例最高可达 100%，而住房储蓄制度下的杠杆率显著降低，平均为 50% 左右，在其他住房租赁产品的支持下，通常也不会突破 80% 的“红线”。居民在长期固定利率的储蓄过程中不仅积累了一定的自有资产，更证明了其稳定而可靠的偿付能力。德国居民可以根据自身的经济情况与预期收入，设定贷款利率、贷款金额、还款频率与还款期限等核心指标，理性选择合同的金额与杠杆率的大小，从而全面降低居民贷款的道德风险。

政府机构提供足量货币补贴，打造韧性强、人性化的保障性住房体系。当居民收入低于全民净收入中位数的 60% 时，可以向政府机构申请适配自身情形的住房货币补贴。货币补贴是住房保障体系中的“无形的手”，有效维护了中低收入人群的住房权益。住房货币补贴可以分为两大类：一是住房全额补贴，其被归入社会基本保险，目标人群为没有收入或收入极低的家庭，为其基本生活所需住房支付全额租金；二是住房部分补贴，根据低收入家庭的相关指标，给予该人群适宜生活所需住房的资金扶持。货币补贴是商品性住房向保障性住房过渡的重要媒介，享受货币补贴的居民可以自由地在住房市场中选择最适宜的住址与房屋类型，也减少了政府的行政管理费用，高效发挥了财政效益。

2、住房租赁体系：实物配租盛行，租金控制有效

德国的住房租赁市场始终保持火热状态，吸引超过半数的居民选择租房。2021 年，德国住房自有率约 45%，55% 的人口都是租房居住，遥遥领先于其他欧洲发达国家 30% 上下的平均水平。德国历年来的住房自有率十分稳定，2021 年达到 45%，大城市比例则更高，约有 80% 的大城市居民偏好租房。

图表33：德国历年住房自有率变化


资料来源：德国联邦统计局，中信建投

德国的住房租赁体系以实物配租作为住房保障的基本形式。实物配租分为供给补贴住房与住房推广两大主要手段，前者是政府鼓励私人投资建设而提供给低收入者的住房，后者是德国多个住房合作社共同融资建设，是一种以成本价出租的新兴住房保障形式，在德国的慕尼黑、柏林等大城市颇为流行，目标人群为有一定资金积累的中等收入群体。

供给补贴住房主要提供给超低收入家庭，租金通常为同地段同质量房屋市场租金的 50%-60%。细分保障人群主要为无家可归者、关键工作者和特殊群体，住房多由福利机构、教堂、工会、市政和国有企业所有。德国《民法典》为住房租赁市场的规范化与透明化管理提供了强有力的保障，其中《住房租赁法》规定租约默认为无固定期限的合同，租户拥有解约保护和优先购买权；《住房福利法》和《住房供给补贴法》规定，申请租赁供给补贴住房的居民需持有政府福利机构颁发的“住房福利证”，要求申请人没有自有产权住房，且在申请的城市已生活或工作一定年限。2021 年，德国约 14% 的供给补贴住房租金与市场水平接近。

德国政府通过住房合作社推广租赁市场。德国现有各类住房合作社 2000 多个，每年住房合作社共建造全国新房总量的三分之一以上。符合入会条件的租户缴纳少量会员费可以加入会员，住房合作社组织会员进行住房项目设计，满足每个会员对户型与环境的差异化需求，建成后会员入住定制住房，只需缴纳永久不变的低租金费用。各类住房合作社为集体所有，区别在于会员费的多少，会员费越高，住房的质量越好，会员搬离租住的房屋时，会员费将全额退还。住房推广使得建设承包商的市場风险降低、利润提升，住房建设成本显著低于市场平均水平。

德国政府提供宽松的户籍制度并积极促进租赁房供应。德国居民享有在地区间自由迁入迁出的权利，只需在迁入的两周之内，向当地的市场管理机构注册并填报居住地。迁入地没有福利保障的门槛约束，只要居民依法缴纳税金，就可以享受当地的各项公共资源与便民服务，进一步保障了租赁市场的高效运转。

德国租金限制与租赁法规相辅相成，使得德国所有市场性租赁住房具有住房保障的作用。租金控制规定了正在履行过程中的住房旧约租金与新租赁家庭签订的住房新约租金的价格及其加减租方式、程序与要求。租赁法规是租金控制的法制基础，包括合同租金控制、租金增长控制、驱离租户控制、合同期限等多个方面。德国《住房租赁法》规定，房东只有在满足租金 15 个月不变，且目标租金不超过市政当局或其他城市同条件同类型住房的租金标准才可以适当上调租金，租金在三年内的涨幅上限为 20%。此外，地方政府通过定期公布名为“租

金明镜”（Mietspiegel）的租金参照价格表，来控制各地区租金涨幅。租金控制手段一定程度上为租赁双方营造了可预期的租赁环境，有效减少了住房货币补贴额度的过度波动。

3、保障制度：重交易轻保有，精准定位目标人群

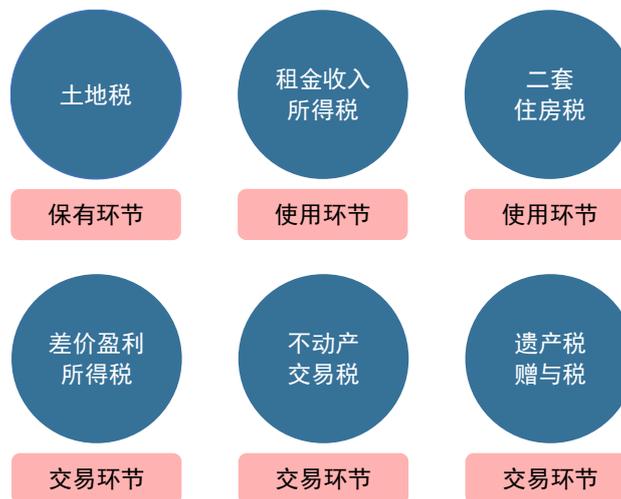
德国全面的税收体系保障了居民住房的权益。主要的税种包括土地税、不动产交易税、租金收入所得税、差价盈利所得税、二套住房税等。德国政府对交易环节征收较高比例的税收费用，而对保有环节征税较少，其目的在于呼吁居民长期持有房屋，杜绝投机行为。

德国居民住房税金费用负担极低，政府住房税收收入仅占财政收入 3%。不动产交易税和土地税是最主要的两项税种，2021 年这两项税收总额 465.96 亿欧元，占全国税收收入 8318.43 亿欧元的比重为 5.6%，占全国财政收入 1.71 万亿欧元的比重仅为 2.7%。

保有环节的实际税率低，使用环节的二套住房税颇有成效。土地税的居民个人承担的实际税率较低，是因为税基估值标准出台较早，且面向所有土地加以征收，2021 年贡献税收 316.13 亿欧元，占财政收入比重 1.85%。二套住房税指以登记使用而非所有权为纳税起点，从而增加了居民拥有多套住房的成本，有利于促进居民家庭合理规划持有的住房数量，提高住房流动性、降低空置率，使得 2021 年德国住房空置率仅约 8%。

交易环节税率普遍较高。差价盈利所得税的特点是，对长期自用或出租的住房转让免税，对短期持有的交易行为征税，遏制投机行为；不动产交易税税率最高可达 6.5%，加上各类交易费用，交易成本可达 10%以上，大幅度增加了交易成本，2021 年不动产交易税税收总额达 149.83 亿欧元，与以全国存量为基数的土地税相当，贡献可观。

图表34：德国主要涉房税种



资料来源：中信建投

德国住房保障制度不断根据社会、经济环境变迁调整目标人群范围，精准匹配保障政策与目标人群。目标人群的划定主要以无住房资产为前提条件，以当下的可支配收入为评价标准，以职业与社会地位为参考要素，根据可支配收入水平实行相异的保障政策。德国已基本实现无“夹心层”的当前急需住房保障人群的全覆盖。

2.3.4 重要经验：住房制度发展应与经济发展阶段相适应

1、**坚持住房的居住属性，降低对房地产经济的依赖。**房地产业不应总是经济增长的“支柱产业”，减少对土地财政的依赖需要依靠产业升级实现。税收制度应建立在保障居住、限制投资与打击投机的基础上，政府要完善基本保障职能，在制度层面发展“租购并举”的房地产模式，对公租房的收储和运营工作做出合理安排，对租房合同、期限、租金等给予明确规定，注重保护租户的利益。

2、**持续完善法律以明确主体责任，树立房地产发展的法律规范。**《宪法》、《住宅建设法》、《住房租赁法》、《住房补助金法》等不同时期法律的制定让德国住房市场的管理有法可依，监管有方。我国政府应该从体制和制度入手，加快制定国家的“住房法”，进一步完善商品房、租赁房、公共住房等相关的住房制度，在资源配置和财政方面应予欠发达地区更多支持，以更加公平的制度促进各地区均衡发展。

3、**建设稳健的住房金融体系，健全宏观审慎监管。**房地产泡沫的形成与银行的顺周期行为存在较大的相关性，银行在货币宽松时期进行金融创新、增加信贷投放，使得居民部门杠杆率上升，而宏观审慎监管增加对银行资本充足率、存贷比等指标的逆周期调整，以及开展银行内部的压力测试，能够有效限制银行的顺周期行为，防止银行的信贷过度扩张，进而从根源上抑制房地产泡沫的形成。

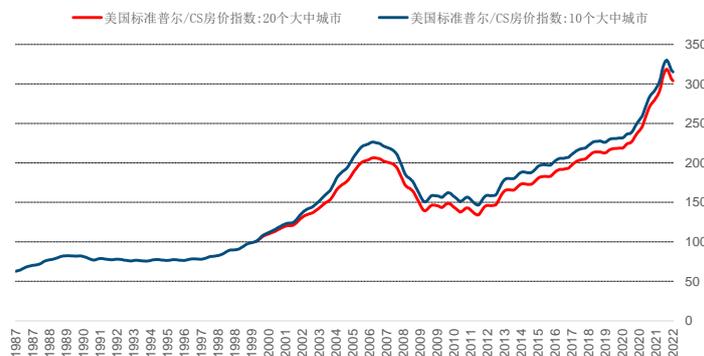
4、**住房制度应相机抉择，与经济发展阶段相适应。**与德国类似，我国城市化发展增速换挡后，住房发展要求量质并举。新增城市人口仍保持较快增速、住房品质提升要求凸显，但也面临部分城市住房可支付性不足、老龄化显现、出生率降低等问题。矛盾的解决需要政府识别阶段的核心问题，从供需结构、住房保障、存量住房品质提升等方面平衡供需。

2.4 行业新发展模式之美国：“过度金融化”下的曲折发展

二战结束至 2007 年次贷危机的六十余年间，美国的房地产市场长期处于高速增长繁荣状态。从 20 世纪 40 年代中期到次贷危机前夕，每年的新开工住房均超过 100 万套，年均 153 万套；名义房价指数年均增长超 5%，累计上涨约 24 倍，未出现负增长的记录，实际房价指数累计上涨超过 120%，带动诸多核心城市房价的飞速上涨；住房自有率从 20 世纪 40 年代初的 45% 左右大幅提升至 2006 年的 69%。

过度金融化累积房市泡沫，短暂低迷后重回牛市。美国房价自上世纪 40 年代以来的持续长牛，尤其 90 年代以来的高速增长，离不开发达的住房金融市场为美国住房市场带来的资金支持。经历了 2007 年次贷危机的短暂低迷，2010 年美国房市开始复苏，房价波动上行。2010-2022 年，美国房价指数年均增幅达 7%，成交数量年均增长 3.56%，重回牛市。

图表35：美国标准普尔/CS 房价指数



资料来源：S&P Global Inc.，中信建投

2.4.1 美国住房制度演变的四大阶段及其金融化进程

自独立以来，由于经济发展背景的不同，美国房地产制度经历了四大阶段。1930年前百废待兴，土地分配经历了公开出售到免费赠予的阶段，促进了房屋建设大发展；在20世纪30年代大萧条后，政府大力干预房地产市场，建立起配套金融机制，以推高居民杠杆为代价大幅提升了住房自有率；上世纪70年代到90年代“大温和”时代背景下，政府推出租房补贴，完善了住房保障体系；90年代金融自由化浪潮下，对住房自有率的盲目追求再次推高了居民杠杆，最终引发金融危机，在2008年金融危机后，美国加强了住房金融监管，使得行业风险恢复到合理水平。

图表36：美国住房制度演变的四大阶段

阶段	时间	制度特征	成效
分配与扩张阶段	18 世纪末-1920s	干预住房市场，治理投机行为，土地分配从公开出售到免费提供	领土私有化进程完善，城市扩张
凯恩斯主义阶段	1930s-1970s 初期	新建公共住房项目，清理贫民窟，建设低租金住房，增加抵押贷款保险额度，建立二级市场	解决住房紧缺问题，住房自有率显著提升，为以公共住房建设项目为核心的城市更新运动奠定基础
拨款补贴阶段	1970s 初期-1990s 初期	推出社区发展拨款项目，制定租金证明计划	对具体需求者进行精确补贴，住房保障体系成型，低收入家庭获得住房选择权
证券化与强监管阶段	1990s 至今	提升住房自有率，呼吁中低收入群体购房，新开工数量陡增，严格金融监管，规范抵押贷款，削减资金支持	套户比、自有率处于历史高位，房地产领域风险降低

资料来源：中信建投

1、分配与扩张阶段（18 世纪末-20 世纪 20 年代）

内战结束后，美国城市化进程加速，大量从农村涌向城市的人口带来巨大住房需求。部分州政府力图干预城市房地产市场，对城市住房的各种投机行为进行治理，为日后美国公共住房制度的发展奠定了基础。土地分配方式也逐渐从公开市场出售转向政府免费提供，领土私有化进程日益完善。

2、凯恩斯主义阶段（20 世纪 30 年代-20 世纪 70 年代初）

在大萧条的背景下，美国各大城市住房市场供需失衡，建筑业处于停滞状态。1933年5月，美国政府成立“联邦公共工程署”，拨款33亿美元新建公共住房项目。1936年，“美国历史上第一个真正意义上的公共住房建设计划”项目在亚特兰大市落成，意味着美国政府着手大力推动清理贫民窟和建设低租金住房。在此期间，公共住房制度化的目标也在不断推进。1949年，美国《住房法》出台，增加一级市场的抵押贷款保险额度并建立二级市场，为贫民窟清理项目与城市更新运动提供资金补助，扩展公共住房计划，建立公共住房研究基金。

3、拨款补贴阶段（20 世纪 70 年代初-20 世纪 90 年代初）

1974年，美国政府颁布《住房和社区发展法》，推出社区发展拨款项目，制定租房券计划（Housing Choice Voucher Program, HCVP）。政府利用租房券为低收入家庭提供房租补贴，也为社区发展拨付一定资金，但也逐步减少其直接负责贫民窟清理和公共住房建设的项目，将以往针对低收入家庭的住房援助转变为对具体需求者的租金补贴，住房保障体系逐步成型，避免了低收入家庭对公共住房建设的漫长等待，使低收入家庭获得住房

选择权。

4、证券化与强监管阶段（20 世纪 90 年代初至今）

在金融自由化盛行的大背景下，美国政府将提升住房自有率确立为房地产市场的主要政策方向，呼吁中低收入群体购买住房，促进新开工数量陡增，套户比与住房自有率均处于历史高位。金融危机之后，美国政府严格规定各项金融监管条例，规范抵押贷款市场，削减住房资金支持，大幅降低房地产市场的金融风险。

2.4.2 四大支柱：货币金融制度、住房保障制度、土地制度、税收制度

美国房地产的四大支柱分别可概括为金融制度、住房保障制度、土地制度、税收调控四大方面。金融制度方面，由于过度金融化及货币超发的政策体系，导致美国住房市场风险传导范围较大；住房保障方面，持续发展住房保障体系，动态调整政策手段；土地制度方面，受益于美国的国土禀赋与私有为主的体系，其能够有效保障住房供给；税收调控方面，以税收减免优惠为主要调控手段，但抑制投机和注重社会保障的政策初衷未能有效实现。

图表37：美国住房制度的四大支柱

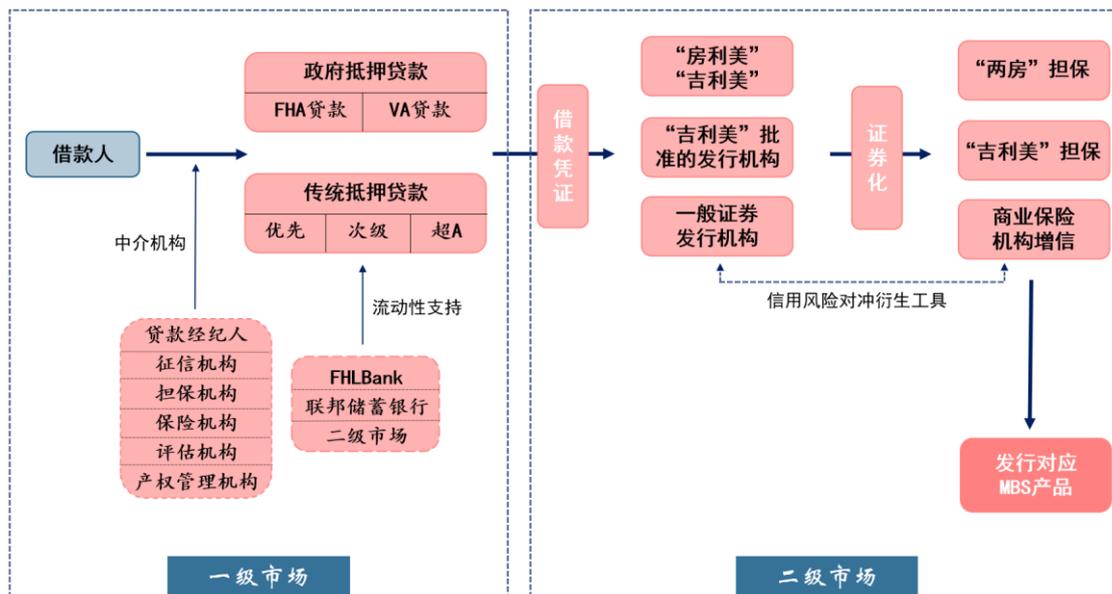
制度	制度概要
货币金融制度	住房市场过度金融化，投机盛行
住房保障制度	从政府主导的公共住房营建逐步过渡至以租房券为代表的住房补贴
土地制度	国土资源禀赋优异，私有制为主，土地财政依赖低
税收调控	以税收减免为主要手段，以抑制投机和社会保障为主要政策目标

资料来源：中信建投

1、货币金融制度：住房过度金融化，住房市场风险传导至金融体系

美国房市金融化水平高度发达，呈现出高负债、高杠杆、高周转的特征。美国政府以抵押贷款为主体、以证券化为工具联通货币市场与资本市场，实施宽松的货币政策和财政政策，促进住房信贷供给，满足住房金融业务对长期资金的需求。一级市场通过担保和优惠降低信贷门槛，二级市场通过政府赞助企业“房利美”和“吉利美”发展贷款转让和资产证券化为住房金融体系注入流动性。

过度金融化是风险之源，美国房地产长期处于流动性泛滥、高杠杆泡沫中。2006 年美国负有房贷家庭的比例达 37%，居民债务风险显著上升；居民和非营利机构部门持有房地产资产 24 万亿美元，相当于 GDP 的 1.9 倍，占总资产的 32%，房地产泡沫与金融风险共存。2007 年次贷危机爆发，住房市场风险通过信贷市场充分传导至整个美国乃至全球金融体系。之后美国政府致力于改革金融体系，加强住房金融监管、规范抵押贷款业务，以弱化过于激进的住房金融支持，施行更稳健可持续的住房金融政策。

图表38：美国的住房抵押贷款金融体系


资料来源：中信建投

2、住房保障制度：从供给端转向到需求端，逐步过渡到温和的“补贴时代”

美国针对低收入群体承担起住房保障从侧重公共住房建设供给逐步过渡到温和的“补贴时代”。滞胀时期和二战后相继通过的《住房法》要求政府通过资助建造低租金的公共住房以解决住房危机。在城市更新运动中，公共住房建设大规模重启。20世纪70年代以后城市住房供应得到缓解，公共住房在住房政策中的核心地位开始淡化，公共住房投建明显减少。在探索补贴地产开发商等社会资本以促进低收入租赁住房建设的努力失败后，1974年《住房和社区发展法》将面向租房者的需求侧住房补贴计划以法案的方式制度化，美国进入公共住房停建、房租补贴为主的政策转型阶段。租房券、住房税收抵免等补贴手段为低收入家庭提供了更多样的选择，逐渐成为住房保障的基本政策。

图表39：美国公共住房制度的演进

阶段	时间	主要措施	意义
尝试干预时期	19世纪末-20世纪20年代	《1879年纽约住房法》 《1890年纽约经济公寓住房法》	地方政府先于联邦政府干预房地产市场的第一次尝试
早期公房建设时期	1933年—1941年	《1937年住房法》 《低租住房法》	妥善解决低收入群体住房问题被纳入美国政府的公共政策框架
城市更新改造时期	1949年—1965年	《1949年住房法》	旧城改造、新城开发和公共住房建设三个方面统筹考虑
模式调整和政策完善期	1965年至今	组建内阁级住房和城市发展部 (HUD) 《1974年住房和社区发展法》	进入公共住房停建、房租补贴为主的政策转型阶段

资料来源：中信建投

3、土地制度：国土资源禀赋优异，以私有制为主

美国国土资源禀赋优异，形成了以私人所有制为主、自由宽松的土地制度。当前美国土地所有制中私人所有占比过半，政府财政对土地出让收入依赖性较低。

从供给总量来看，美国国土资源禀赋优异，地广人稀。美国幅员辽阔，地广人稀，国土面积 914.74 万平方千米，列世界第四，人口密度仅 36.28 人/平方千米。自独立以来，美国政府陆续从法国、墨西哥、沙俄等国手中取得大量土地，面积占到当今美国国土面积的 75.6%。同时，美国土地大部分地貌平整、气候宜人，十分有利于现代化开发。

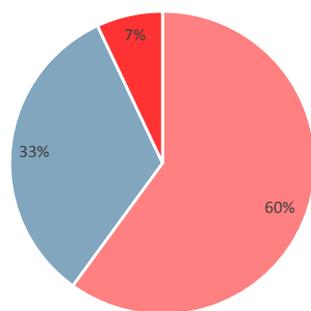
从土地制度来看，美国以私有制为主，土地制度宽松自由。美国土地以私有为主，美国国土面积中私人土地占比达到 60%。相比之下联邦政府所有土地占比 33%，地方政府与原住民所有土地占比 7%。私人拥有对土地最自由的处置权，政府干预影响极小。自由民主的建国理念为其充分宽松的土地制度的建立打下了基础。《西部土地出售法令》没有对土地所有者附加任何权力上的限制和额外的义务。在西部大开发的背景下，美国将大量土地廉价甚至免费分配给中小拓荒者。大萧条后，虽然政府开始对土地使用进行管理，但仍然对所有者进行适当补偿。

私有制主导的土地结构下，美国地方政府对土地财政依赖度较低。美国政府低价出售土地主要是为了吸引外来投资者并维护居民居住权，18 世纪时土地出让收入占财政收入的比例最高达到了 48%。随后，在美国民众拥有了可观的私人土地及财产后，政府财政无法继续依靠大量出让土地获取收入。但与此同时，富足的私人财富为美国的房产税发展提供了庞大的税基，也顺利使美国进一步摆脱了对土地财政的依赖。

4、住房税收调控：税收减免为主要调控手段，抑制投机和社会保障为主要政策目标

图表40：美国土地中归私人所有者占比过半

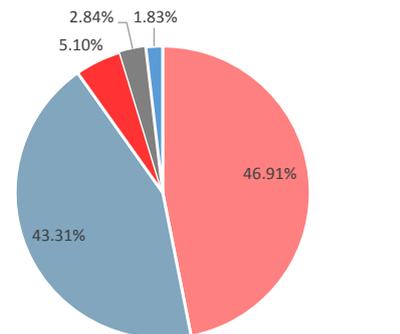
■ 私人 ■ 联邦政府 ■ 地方政府与原住民



资料来源：Facts about U.S. Landownership，中信建投

图表41：美国州政府 2021 年税收结构

■ 所得税 ■ 销售和收入税 ■ 牌照税 ■ 其它税 ■ 房产税

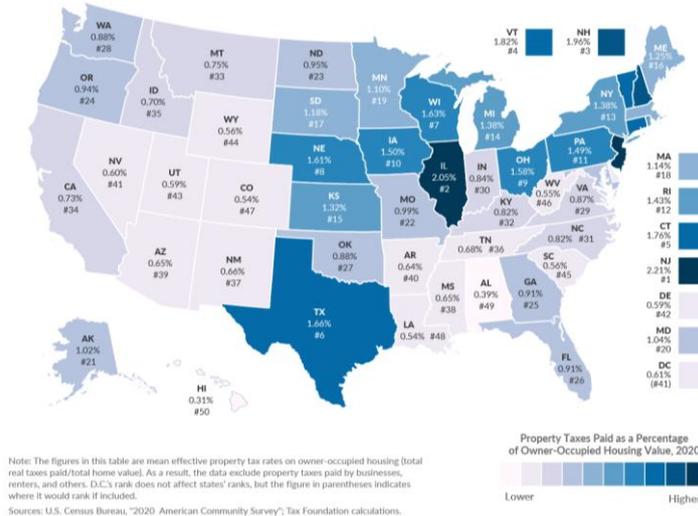


资料来源：美国商务部普查局，中信建投

美国住房税收调控可分为收支两端，其中收入端重交易轻保有，支出端的税收减免为主要调控手段，抑制投机、社会保障等为主要目标。从税收收入端看，美国住房涉税种类较少，主要面向有房者征收房地产税、房产交易税、所得税、遗产捐赠税、契税等。除房地产税外，其余税种均为交易或流转环节征收，呈重交易轻保有的特征。以房地产税为例，其主要通过增加房地产持有成本来抑制投机行为。从税收支出端来看，美国政府通过抵押贷款利息抵税、部分售房所得免征资本利得税、发行免息住房贷款债券、低收入住房税收补贴(Low-Income

Housing Tax Credit, LIHTC) 等方式, 针对社会投资者、开发商、中低收入购房者提供税收减免, 以实现社会保障和提高住房自有等治理目标。

图表42: 美国房地产税由各州按当地实情征收, 税率较低, 约 0.31%-2.21%不等



资料来源: Tax Foundation, 中信建投

注: 数据截至 2020 年

2.4.3 美国住房制度启示

1、坚持房住不炒, 谨防房地产过度金融化和居民部门的过度超前的住房消费带来的系统性风险。美国住房市场是典型的过度金融化市场, 过度超前的住房消费将导致居民部门杠杆过高, 泡沫累积, 稳定性下降。一旦遭遇超预期扰动, 即可能引发如 2007 年次贷危机的灾难性后果。

2、坚持租购并举, 持续推进租购同权。参考新加坡的经验, “居者有其屋”目标的实现自有其过程和规律。美国居民住房消费观念较为超前, 过度发达的住房金融市场刺激了这种超前购房、人人拥房的消费观念, 将不合理的购房需求引入市场, 最终酿成次贷危机。政府应正视住房租赁市场需求的长期存在, 完善住房租赁市场的制度建设和引导维护, 推进租购平权, 充分尊重住房市场的客观规律。

3、坚持住房市场的多主体供给、多渠道保障, 大力发展住房保障体系。美国政府在发展市场化住房租购外, 亦始终坚持住房保障体系的建设。从政府主导公共住房建设, 再到由供给侧转向需求侧的租房补贴, 美国的住房保障体系历经动态调整, 是住房市场的重要组成部分, 承载了低收入群体的住房需求。

3 他山之石：成熟经济体的房企模式选择

3.1 成熟市场企业模式选择的启示：最终走向重运营和低杠杆

我们对美国、新加坡、香港三大成熟市场的房企发展模式进行对比研究，发现尽管制度有不同，但伴随市场的不断成熟，房企最终都走向了重运营和低杠杆（或借助外部杠杆）的运营模式，只有高度适应本土住房制度的房企才能不断做大做强。

美国房企的专业化细分程度很高，开发建设、投资运营、物业相关服务等领域的呈现出分业经营的局面，较少看到存在代表性的龙头公司同时开展上述业务，与新加坡、香港、我国大陆多混业经营的特征形成鲜明对比。美国多分业经营的模式可使得房企多专注自身擅长的赛道，有助于提升专业领域的成熟度。美国开发商并未通过预售资金快速扩充资产负债规模，而是更多提升建筑流程标准化、压缩工期，追求质量可控之下的工期高周转，而非我国大陆房企奉行的资金高周转。

新加坡模式更多带有资产管理视角来对待物业资产，将专业人力要素与资本要素高度结合，实现物业资产的价值挖潜。由于主要是面向物业的运营管理，因此新加坡模式更偏向商业不动产领域。中国大陆作为新兴市场，房地产市场发展的时间并不长，缺乏专业团队和适宜的金融环境背景下，一开始比较难直接走新加坡的基金模式，因此主要还是重资产持有型模式为主。但随着上述条件逐渐成熟，新加坡模式正在成为可能。

由于我国的房地产制度开始多效仿香港，因此我国大陆房企发展模式也与混业经营、投建一体的香港模式有相似之处。但不同于美国、香港房地产市场的发展历史，我国大陆过去二十余年发展时间尚短，房企风险意识不强，客观上还存在住房短缺问题，使得房企存在较大业务空间，因此资金高周转模式成为主流，房企对预售资金的利用程度极高，得以快速扩大资产负债规模，以赚取利润。经历周期波动和出清，住房短缺成为历史，客观条件在发生变化，从美国和香港的启示来看，大陆房企利用预售资金快速扩充规模的旧发展模式也会逐步退去，大陆房企的资产负债率有望从接近 80%降至 50%-60%。

图表43：三大成熟市场房企发展模式对比

	美国模式	新加坡模式	香港模式
模式特征	<p>多分业经营、专业分工特征明显。</p> <p>开发商奉行低杠杆、高周转。没有利用预售资金扩大资产规模，而是提升开发建设效率从而提升周转水平。</p> <p>除了开发建设商外，投资运营商、服务商等房地产产业链上的企业类型也丰富多样，体现专业化分工。</p>	<p>多混业经营、资产管理特征明显。</p> <p>运营管理人才与金融高度结合，基金模式实现扩张，资产管理视角对待旗下物业。开发、运营管理、退出全链条流程均有收益产生。</p>	<p>多混业经营、投建一体特征明显。</p> <p>房地产公司一般既是开发商、又是投资运营商。有别于大陆房企的资金高周转，香港房企对预售资金的利用程度不高，与美国模式更为接近。此外，香港房企一般经营着一定体量的物业投资业务，多采用重资产持有模式，有别于新加坡的基金模式。</p>
代表性公司	<p>开发建设商：霍顿、莱纳、普尔特</p> <p>投资运营商：西蒙地产</p> <p>服务商：Zillow、FirstService</p>	<p>凯德集团</p>	<p>新鸿基地产</p>

资料来源：中信建投

3.2 企业新发展模式之美国：专业化、低杠杆、高周转模式

美国金融市场发达，以直接融资为主。相对于间接融资，发达的直接融资更容易培育出细分领域的专业选手。美国房企的专业化细分程度很高，开发建设、投资运营、物业相关服务等领域的呈现出分业经营的局面，较少看到存在代表性的龙头公司同时开展上述业务。

图表44：美国房地产专业细分情况

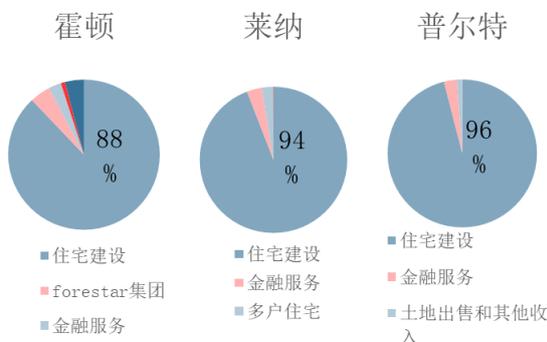
专业分类	具体行业	代表公司	主营业务
开发建设商	住宅建设	帕尔迪	住宅建设以及相关金融服务
		霍顿	
		莱纳	
投资运营商	REITs	西蒙地产	商业地产租赁及管理
物业服务商	金融咨询	Zillow	Zsetimate
			Zillowadvice
			ZillowMortgageMarketplace
	物业服务	FirstService ServiceMaster	物业服务

资料来源：公司年报，中信建投

美国传统开发商历历史沉淀，最终形成专业化、低杠杆、高周转的发展模式，历久弥新。我们认为，美国模式仍有中国传统开发商值得借鉴的地方，甚至在制度改革方面存在一定启发之处。下面主要以美国三家典型龙头开发商为例进行阐述。

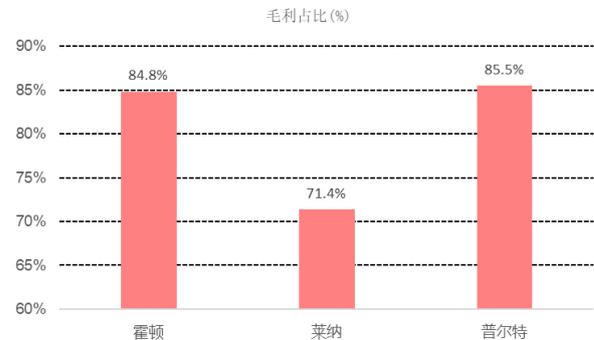
霍顿（D.R.Horton）、莱纳（Lennar）以及普尔特（Pulte）是美国房地产行业的三大龙头企业。从三家公司2021财年的收入构成来看，住宅建设分别占比88%、94%以及96%；从利润构成来看，住宅建造占比分别为84.8%、71.4%和85.5%。此外，三大公司金融服务分别占比3%、3.3%以及2.8%，并且根据公司财报显示，金融服务的主要业务都为向购房者提供抵押贷款。

图表45：美国三大房企收入结构及住宅建设业务收入占比



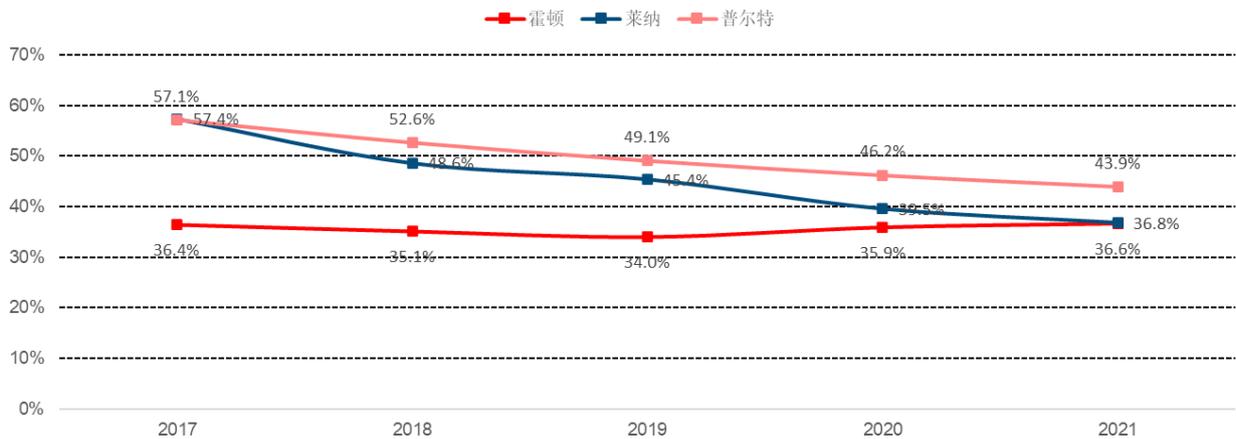
资料来源：公司年报，中信建投

图表46：美国三大房企住宅建设业务利润占比



资料来源：公司年报，中信建投

美国三大房企资产负债率一直维持在相对较低水平。普尔特资产负债率在三大房企中一直维持在相对较高的水平，约为 50% 左右，但是相对中国房企来说仍处于非常安全的水平，究其原因可分为以下三个方面：

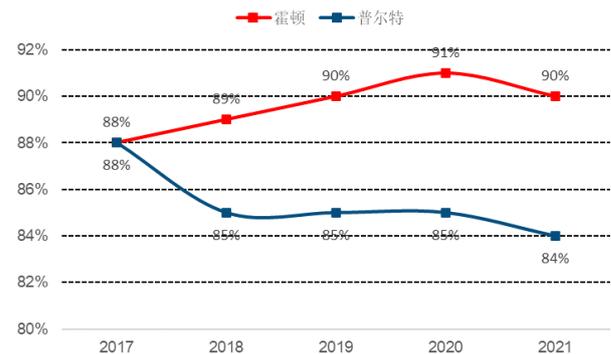
图表47：美国三大房资产负债率


资料来源：公司年报，中信建投

1) 美国房企建造项目以独立住宅为主，并且项目体量较小，资金占用量较低。长期以来，单户住宅一直在美国房地产市场占据主要份额，自 2000 年起至今几乎一直保持的 60%-80% 的水平。此外，从霍顿以及普尔特披露数据来看，霍顿独立住宅建造比例长期维持在 90% 左右，普尔特长期维持在 85% 左右。相较于多户住宅来说，单户住宅项目体量小，因此房企在项目中的资金压力也相对较轻。

图表48：美国单户住宅建造比例


资料来源：Fred，中信建投

图表49：霍顿和普尔特的独立住宅建造比例


资料来源：公司年报，中信建投

2) 美国土地期权制度的存在有效帮助房企降低了持有土地的成本。房企前期只要与土地所有者签订期权协议，支付期权费就可以获得规划土地以及锁定未来土地价格的权利。土地期权按不同持有形式可分为 3 种情况：

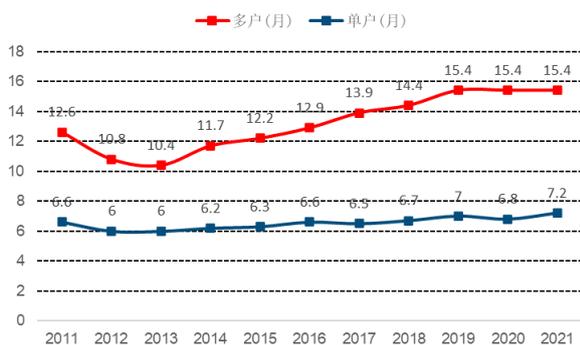
图表50：土地期权持有形式

形式	具体内容
一次性行权	公司直接与交易对手签订土地期权协议，损失限定在期权费内，财务报表受土地价值变动影响较大。
普通形式 滚动行权	当公司想开发的土地面积过大时，可通过签订滚动行权的土地期权，即公司能够将整片土地划分为不同区块，分区块行权，通过前一地块开发所得资金进行下一地块的开发，保障公司土地储备的同时也减少公司土地持有的成本。
表外融资	公司以土地期权非为资本成立“可变权益实体”公司，通过该实体签订期权协议。签订协议后，公司每年会通过土地价值的变动而评估实体价值，并将变动情况披露在财务报表中。表外融资形式不仅帮助公司限定损失范围，同时也减少了土地价值变动对公司财务报表产生的影响。

资料来源：公司年报，中信建投

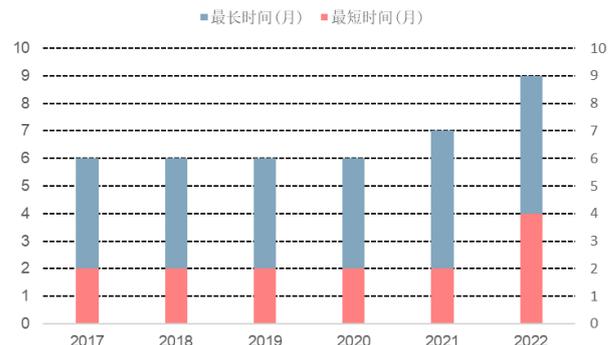
3) 美国房企建造工期较短，因此对资金占用时间相对较短。2011-2021 年期间，美国房企建造单户独立住宅的平均时间为 6-7 个月；多户住宅的建造时间呈现逐渐上升趋势，自 2019 年起开始稳定在 15.4 个月。从霍顿年报披露的数据来看，2017 财年到 2020 财年公司项目平均工期为 2-6 个月，2021 与 2022 财年受新冠疫情对上游材料行业等影响，平均工期变长但仍未超过 10 个月。因此较短的工期使得美国房企资金周转速度较快，对企业资产结构压力起到较好缓和作用。

美国房企在房屋建造方面也有自身的优越之处，例如霍顿公司建造标准化住宅，在此基础上根据业主要求进行个性化调整；普尔特公司为了避免建造质量的差异，建立普尔特大学培养专业技术人才，同时为了实现住宅工业化发展，普尔特公司也通过市场调研精简户型设计数量，以此提升单户型产量以及实行城市集约化开发以此实现成本运输方面的规模效应。

图表51：美国单户及多户住宅平均建造时间

资料来源：Statista，中信建投

注：建造时间是指开工至竣工花费的时间，口径与中国大陆一致

图表52：霍顿住宅建造时间

资料来源：公司年报，中信建投

美国房地产行业中的金融咨询服务产业高度发达。以龙头公司 Zillow 为例，旗下包括了 Zestimate（房屋估值服务）、Zillow advicee（信息沟通与经纪人评价平台）、Zillow Mortgage Market（帮助购房者搜索并完成最优

贷款)等产品,结合互联网提升购房者体验,提供从选房到房贷的一条龙中介服务。

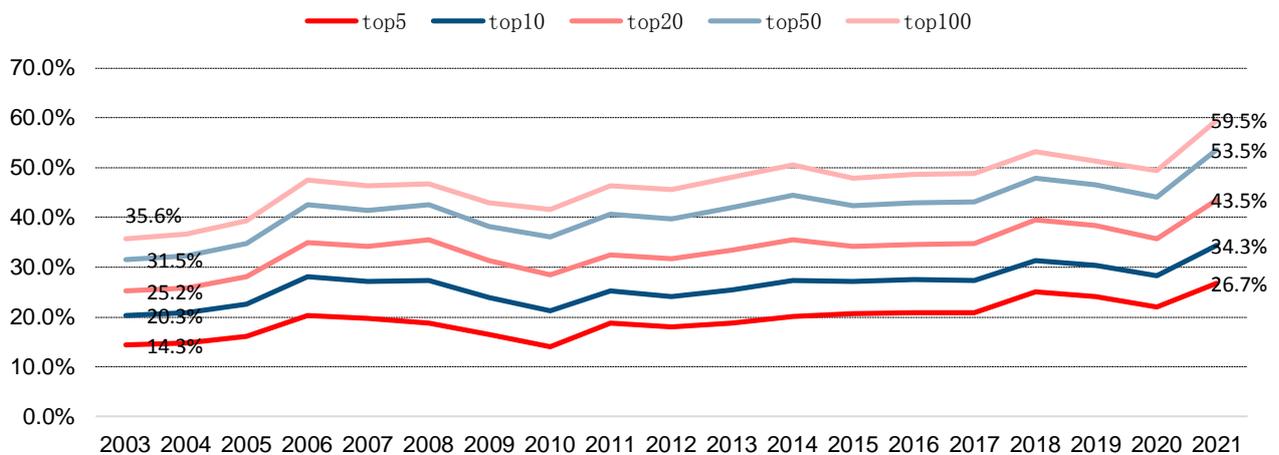
图表53: Zillow 业务介绍凯德集团业务结构

业务分类	服务内容
1.中介平台	传统意义的线上购房中介平台,向购房者及经纪人提供丰富房屋资源;并向购房者提供经纪人评价情况
2.房屋估值	平台通过房屋所有者输入的房屋基础信息估算出房屋目前的价格并预测未来可能的价格
3.抵押贷款平台	平台整合了多个抵押贷款提供机构,当购房者在网站中剔除自己请求后,系统将根据请求选择最合适的抵押贷款产品,并与贷款机构联系进而完成供需匹配,该方式使得购房者能够在选择贷款时掌握更多主动权
4.租赁平台	帮助租房者比较月租与月供之间的差别

资料来源:公司年报,中信建投

美国房企的集中度呈提升趋势。2021年,美国销售量 top5/top10/top20/top50/top100 的房企市占率分别达到 26.7%/34.3%/43.5%/53.5%/59.5%,较 2003 年提升 12.4/14.0/18.3/22.0/23.9 个百分点,各梯队的年均提升幅度在 0.65%~1.26%之间。在美国 2007 年次贷危机爆发后至 2010 年期间,房企的集中度有所下滑,房地产危机对集中度提升有短暂抑制作用,随后在 2011 年开始重新开启向上趋势。我们认为可以参考美国,中国的房企集中度短期内可能由于行业遭受流动性危机而出现下降,但是未来总体趋势仍是向上的。

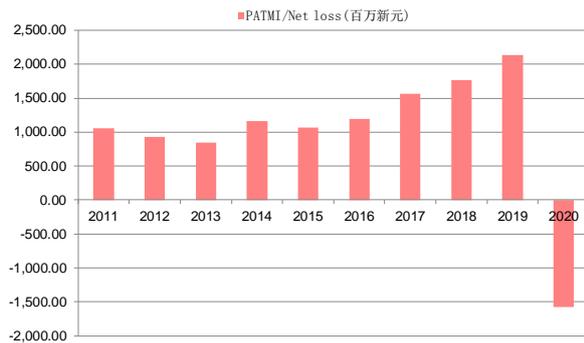
图表54: 美国房企集中度呈提升趋势



资料来源:wind,中信建投

3.3 企业新发展模式之新加坡：资产管理模式

新加坡的资产管理模式以凯德模式为精华，其既接轨了西方发达国家的基金模式，又符合背后新加坡国家资本分散投资、注重资产保值增值的客观要求。西方的金融工具与本土实际需求相结合，我们认为凯德模式对于中国房地产业，尤其是国家资本如何进入不动产领域，具有借鉴之处。

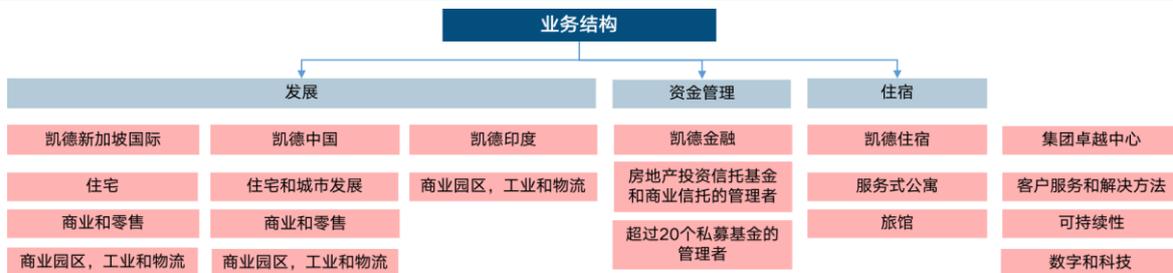
图表55：除 2020 年受疫情影响，凯德集团上市以来归母净利润均为正


资料来源：公司年报，中信建投

图表56：除 2020 年受疫情影响，凯德集团上市以来每年评估值均增值


资料来源：公司年报，中信建投

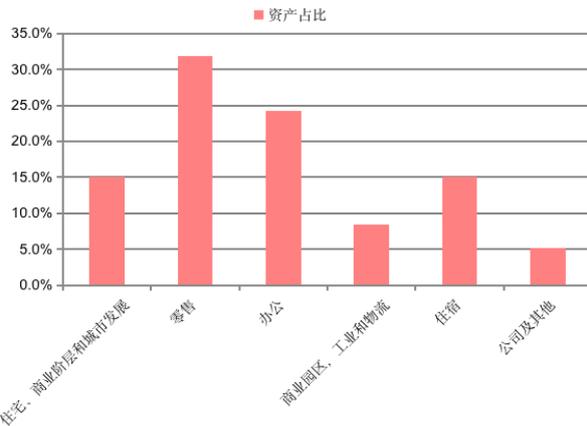
凯德集团是亚洲最大的多元化房地产集团之一，主营业务包括房地产投资管理 and 地产开发。公司投资组合兼顾多元化，包含房地产各子领域，如住宅、办公楼、购物商场等，投资管理业务规模处于行业领先水平。

图表57：凯德集团业务结构


资料来源：公司年报，中信建投

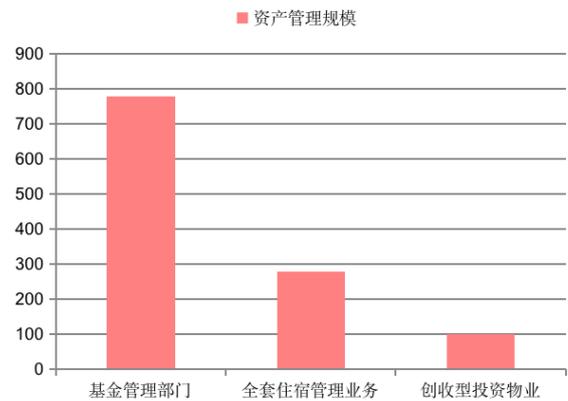
凯德集团曾在新加坡证券交易所上市，并于 2021 年 9 月摘牌重组。2020 年报显示，重组前，凯德集团的总资产达 843.7 亿新元。按资产类别划分，投资性房地产和交易性房地产分别占集团总资产的 84.9%和 15.1%。凯德投资管理的资产管理规模约为 1150 亿新元。其中，780 亿新元来自基金管理部门，280 亿新元来自全套住宿管理业务，100 亿新元来自高品质的创收型投资物业。

图表58：凯德集团总资产按资产类别划分



资料来源：公司年报，中信建投

图表59：凯德集团资产管理规模按部门划分



资料来源：公司年报，中信建投

2021年重组后，凯德集团形成了凯德投资（CLI）和凯德地产（CLD）公司，分别管理上市房地产投资管理业务和私有化的开发业务。其中，凯德投资进行上市，而凯德地产被私有化。截至2022年11月末，凯德投资市值约187亿新元。

凯德集团业务分为房地产开发、费用收入相关业务和房地产投资业务三部分：

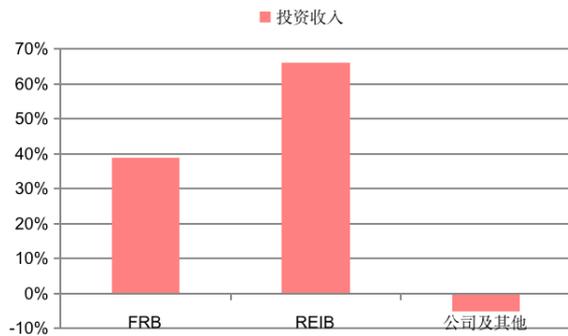
凯德地产（CLD）主要管理凯德集团旗下的地产开发业务，聚焦于新加坡、中国和越南市场。房地产开发能力涉及多元资产类别，包括综合体、购物中心、办公楼、旅宿、住宅、产业园区、工业及物流地产以及数据中心。凯德集团2022年年报显示，凯德置地管理的房地产资产为1325亿新元，同比增长0.4%。息税前经营现金流为29.78亿新元，净利息、税收、折旧和摊销前收益为5.65亿新元。2020财年，集团的交易收入约占集团运营税后净利润的48%。

图表60：凯德集团生态系统

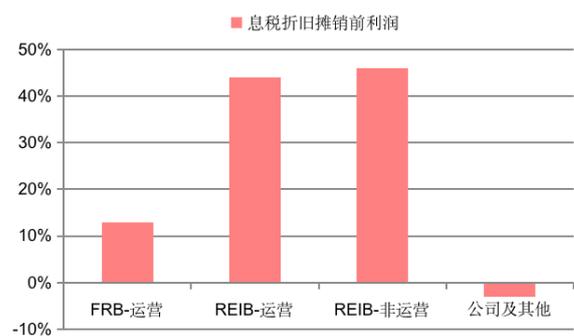


资料来源：公司年报，中信建投

旗下上市公司凯德投资（CLI）主要负责费用收入相关业务（FRB）、房地产投资业务（REIB）。2021财年，凯德投资实现总收入 22.93 亿新元，息税折旧摊销前利润为 24.69 亿新元。其中，FRB 和 REIB 两项业务收入分别增长至 8.94 亿新元、15.13 亿新元，占比 39%和 66%，息税折旧摊销前利润分别为 3.21 亿新元、22.22 亿新元，占比 13%和 90%。

图表61：按业务划分的投资类收入


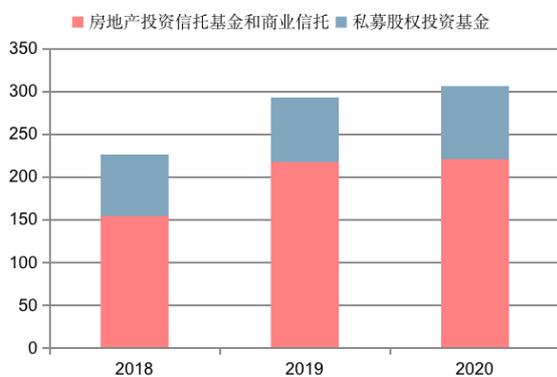
资料来源：公司年报，中信建投

图表62：按业务划分的息税折旧摊销前利润


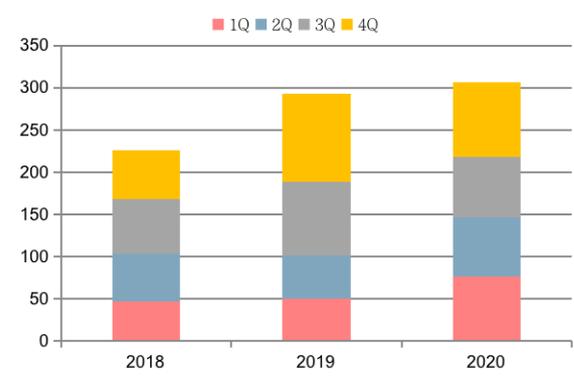
资料来源：公司年报，中信建投

费用收入相关业务包括基金管理、住宿管理以及物业管理业务，公司主要从中收取管理费用。其中，基金管理包括私人基金管理和上市基金管理；住宿管理是全球性的、可扩展的和轻资产的业务，包括多样性的投资组合，如服务式住宅、共住物业、酒店等。房地产投资业务依赖于快速开发的基金产品，从产品中获取资金，从而管理多元化的房地产投资组合。公司主要收取管理费用，并通过基金中的股权获得分红。

凯德集团通过“私募基金/合资企业+房地产投资信托基金(PE/JV+REITs)”模式完成“投融建管退”全流程，并最终形成闭环。具体而言，首先公司通过建立合资企业或第三方基金，对标的资产进行收购，并且负责项目的规划与开发。公司的收入主要来源于两部分：通过持有基金的部分权益获得投资收益，以及作为项目管理者收取管理费用。虽然在项目成熟前，合资企业或基金承担较高的经营风险，但也可相应得到较高的资产增值收益。

图表63：权益来源的费用收入（百万新元）


资料来源：公司年报，中信建投

图表64：季度费用收入（百万新元）


资料来源：公司年报，中信建投

图表65：凯德集团各商业模式典型案例

案例环节	内容
合资企业案例	2020年12月，凯德置地宣布与总部位于奥斯汀的一家房地产投资、开发和物业管理公司建立计划性合资企业（JV），以扩大其多户型投资组合。凯德置地与合资伙伴达成战略合作协议，收购和开发总资产价值为3亿美元（4.161亿新元1）的多户家庭资产。
第三方基金案例	2020年10月，凯德置地成立了韩国数据中心基金1，其任务是在韩国首尔附近开发一个投机的基础数据中心项目2。完工后的资产管理规模预计约为2900亿韩元（约3.5亿新元1）。这是该集团第一家以100%第三方资本设立的私人基金。开发地点靠近首尔的主要商业区，毗邻拥有完善数据中心网络的SangAmDMC（数字媒体城）。CapitalLand将领导项目的规划和开发，并产生经常性基金和资产管理费收入。
注入REIT	在项目收益逐渐平稳后，凯德中国信托于2020年11月从凯德置地和集团联营公司手中收购了5个商业园区，与广州乐峰广场剩余49%股权。此商业模式不仅释放了成熟资产的商业价值，更实现了资产的再循环，帮助扩大资产规模。2021年一季度财报显示，凯德集团总资产管理规模达1377亿新元，较2020年相比，增长3.9%，达6年新高。
撤资后再投资	ART将其过去撤资所得的部分收益重新用于收益增值收购位于美国佐治亚州亚特兰大的SignatureWestMidtown，这是ART以9500万美元（1.263亿新元）的价格收购的首个学生宿舍物业。

资料来源：公司年报，中信建投

项目成熟后，REITs拥有优先购买权，能够帮助凯德回笼资金，并获得项目成熟期的稳定现金流及回报。公司年报显示，凯德集团私募基金投资人包括各区域的财富基金及养老基金等。回笼资金后，凯德会将部分收益重新用于收益增值收购其他房产，再次进行开发，实现全流程闭环。

图表66：凯德集团在上市信托中的有效股份（截至2020年12月31日）

上市信托名称	有效质押（%）	市值（亿新元）
腾飞房产投资信托	18	12.4
腾飞印度开发信托基金	21.3	1.6
雅诗阁公寓信托	40.6	3.4
凯德中国信托	30.8	2.1
凯德马来西亚购物中心信托	37.3	0.4
凯德综合商业信托	28.9	14.0

资料来源：公司年报，中信建投

凯德集团通过占有REITs部分股权分享不动产运营收益，同时从事信托管理和资产运营业务。同时，凯德中国信托年报显示，公司还担任信托管理人以及资产经营人。在这样的结构下，凯德不仅收取管理信托的管理费用，还可以通过管理物业收取相应费用。对应收费标准如下：

图表67：凯德集团收费标准

职能	收费标准
信托管理人	①管理费，基本收费为资产价值0.25%/年，绩效收费为物业净收入（NPI）4%/年；②授权投资管理费，年收费标准为非房地产资产投资价值0.5%；③收购费，最高收取资产收购价1.5%/次（收购价低于2亿美元），或最高1%/次（收购价高于等于2亿美元）；④资产处置费，收取处置资产价格0.5%/次。

请参阅最后一页的重要声明

职能	收费标准
物业管理人	收取年物业收入总额 2.0%、物业净收入（NPI）2.5%。
信托托管人	由汇丰银行旗下 HSBC Institutional Trust Services(Singapore)Limited 收取，年收费规模按托管资产 0.03%、每月固定费用 15000 美元孰高计量，不包括自付费用、货物及服务税。

资料来源：公司年报，中信建投

我们认为，凯德模式对中国房地产行业新发展模式的借鉴意义在于以下两方面原因：

1) **凯德集团债务结构合理**。凯德集团一直维持着稳健的资本结构，并持续积极审查其现金流、债务到期情况和整体流动性状况。为支持公司的资金需求、投资需求和公司发展，集团通过银行贷款以及资本市场发行来获取资金。截至 2020 年末，凯德集团总债务的 66% 由银行借款组成，其余 34% 通过资本市场发行筹集。集团不断寻求多元化和平衡的资金来源，以确保财务灵活性并降低集中风险。

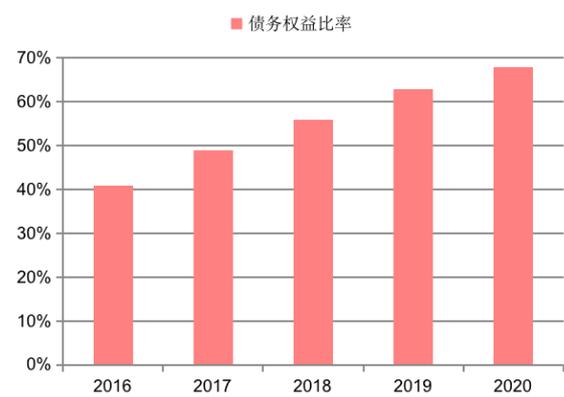
相较国内房企。凯德集团杠杆率总体较低。其中，净负债率自 2016 年其均维持在 40% 以下；净债务权益比率虽然逐年上涨，2020 年达到 68%，但一直保持在 70% 以下，较国内房企的资产负债率而言，债务结构整体更加合理，杠杆率低。

图表68：净负债与总资产比率



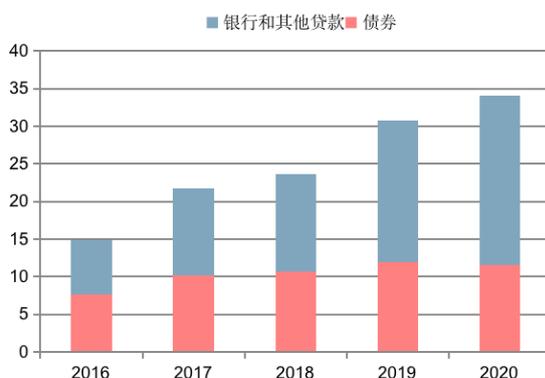
资料来源：公司年报，中信建投

图表69：债务权益比率



资料来源：公司年报，中信建投

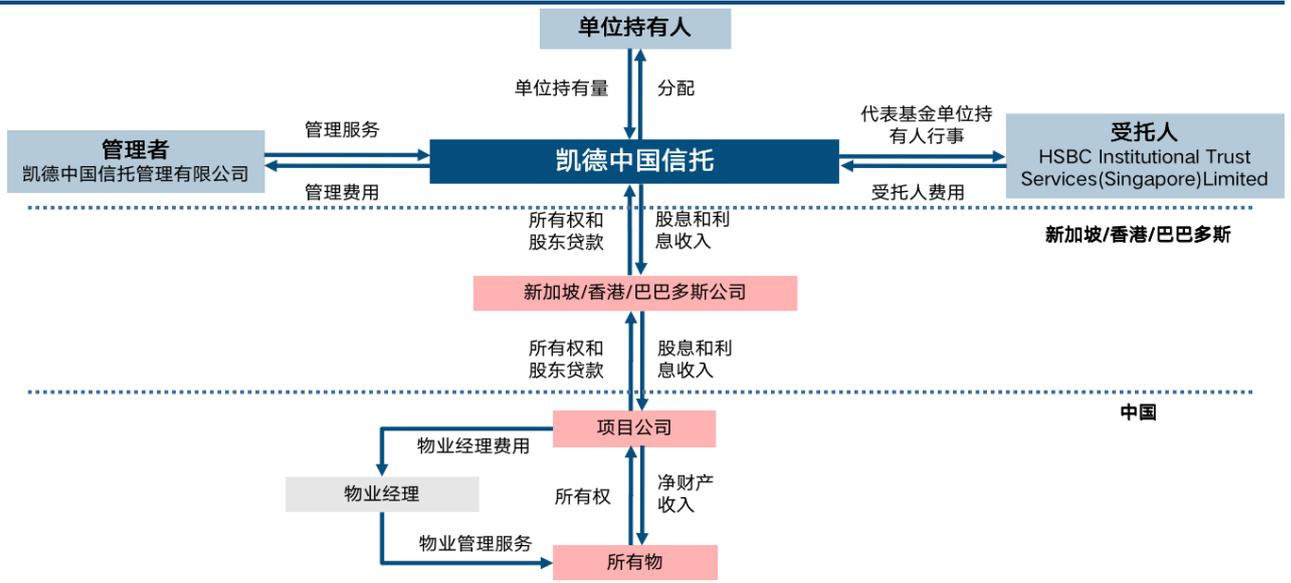
图表70：凯德集团资金来源



资料来源：公司年报，中信建投

2) 国内房企借鉴凯德模式逐步具备土壤。当前我国家庭户人均居住面积达到 41.76 平方米，平均每户居住面积达到 111.18 平方米，新增住房总需求已见顶，房地产市场逐渐步入存量时代。在此背景下，商业地产的运营能力、轻资产的管理能力将会更加重要。目前国内不断涌现精于存量运营的商管公司和团队，并且慢慢发展壮大，如华润万象、万达、印力、龙湖等。此外，REITs 退出渠道逐步建立。

图表71：凯德中国信托结构



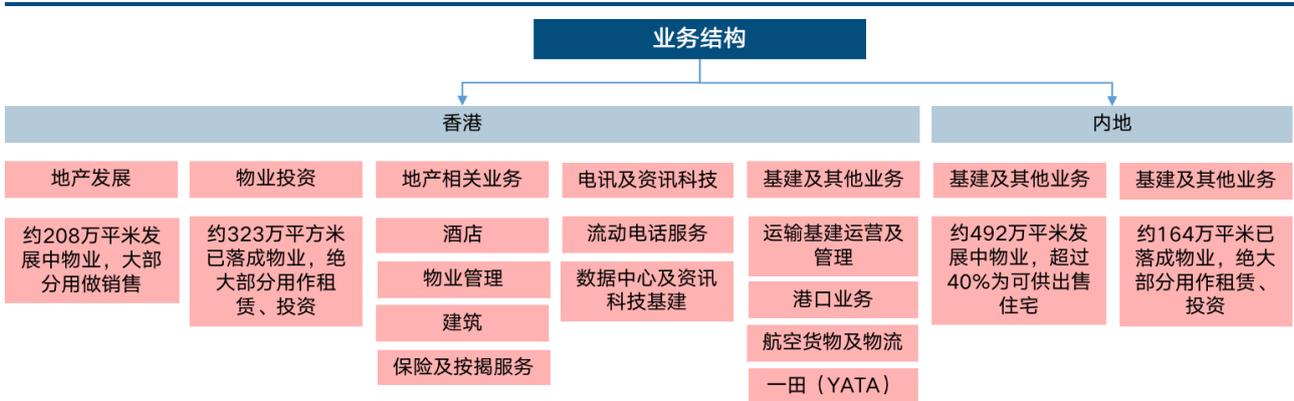
资料来源：公司年报，中信建投

3.4 企业新发展模式之香港：投建一体模式

我们以新鸿基为例来一窥投建一体的香港模式：

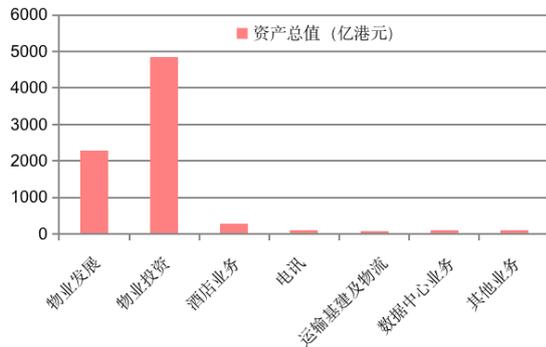
新鸿基地产是香港最大的地产发展公司之一，专注住宅开发，拥有庞大的商场和办公楼网络及酒店项目群。集团拥有众多业务，包括物业发展、物业投资、酒店业务、电讯、运输基建及物流、数据中心业务以及其他业务。1972年，新鸿基地产在香港上市，截至目前总市值超3000亿港元。集团2021年财报显示，集团2021财年的业务总收入为777.5亿港元，归母净利润255.6亿港元。

图表72：新鸿基地产业务结构

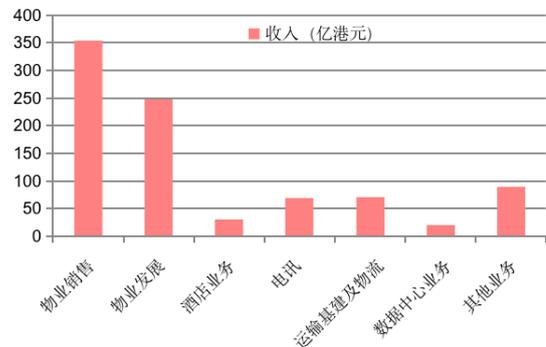


资料来源：公司年报，中信建投

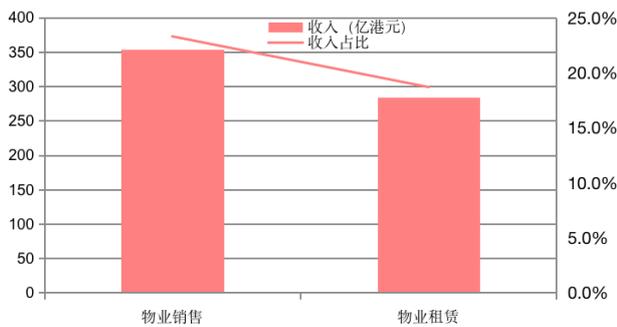
集团的两项核心业务分别为开发可供出售的物业，以及物业投资。除此之外，集团还拥有酒店、电讯及资讯科技、基建等其他业务。对于开发可供出售的物业业务，集团采取垂直型业务架构，参与从土地收购至物业管理的每一个环节，确保项目达到高水准，帮助集团控制物业的品质。对于物业投资业务，集团在香港和内地的主要城市建造、出租并且管理不同类型的商业项目，包括写字楼、商场、酒店、豪华住宅等，以满足不同顾客的需求。同时，集团旗下的物业投资组合中，也包括工业大厦、数据中心、停车场以及货仓。

图表73：新鸿基地产各业务资产总值


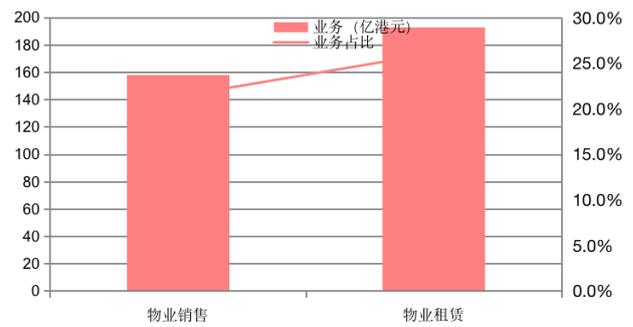
资料来源：公司年报，中信建投

图表74：新鸿基地产各业务收入（包括所占合营企业及联营公司）


资料来源：公司年报，中信建投

图表75：新鸿基地产主要业务收入（包括所占合营企业及联营公司）及占总收入比重


资料来源：公司年报，中信建投

图表76：新鸿基地产主要业务业绩（包括所占合营企业及联营公司）及占总业务业绩比重


资料来源：公司年报，中信建投

集团的主要收入来源于两大核心业务。集团核心业务物业销售和物业租赁的收入分别占比 55.5%、44.5%，业务综合业绩分别占比 45%、55%。截至 2022 年 6 月 30 日止年度，集团物业销售业务（包括所占合营企业及联营公司）收入合计为 354 亿港元，同比减少 23%，其中香港收入为 328 亿港元，同比减少 6%，内地收入 26 亿港元，同比减少 77%；该业务总业绩达 158 亿港元，同比减少 24%。集团的物业租赁业务（包括所占合营企业及联营公司）收入合计为 248 亿港元，与上年度持平，其中香港收入 175 亿港元，同比减少 2%，内地收入 65 亿港元，同比增加 7%；业务综合业绩为 193 亿港元，同比下降 0.5%。

其余持有型业务收入来看，集团酒店业务收入（包括所占合营企业及联营公司）为 30 亿港元，同比增加 21%；运输基建及物流业务涵盖停车场、收费道路、科技和智慧出行等服务，收入（包括所占合营企业及联营公司）为 71 亿港元，较去年增加 3%。集团其他业务主要包括物业管理，百货公司业务及金融服务业务表现稳定，其收入（包括所占合营企业及联营公司）增加至 88 亿港元，增加 7%。

图表77：新鸿基地产项目开发案例

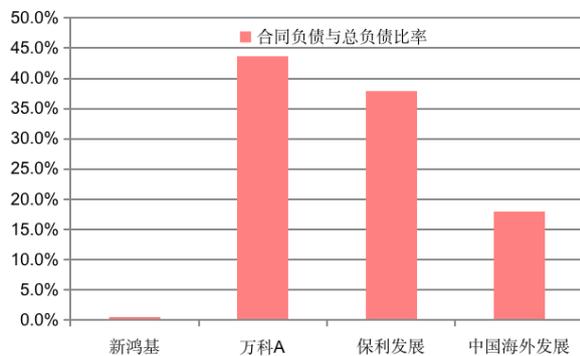
项目	开发模式
猎德村项目	2007 年，富力地产与合景泰富联手以 46 亿元的总地价款拿下猎德村城中村改造地块。但由于项目巨大、开发周期长、投放资金多，随后二者邀请新鸿基地产加盟开发。新鸿基以入股方式参与，三方各持 1/3 股权。
成都环贸广场	项目由新鸿基地产、恒基兆业地产及九龙仓集团三大地产集团打造。

资料来源：公司年报，中信建投

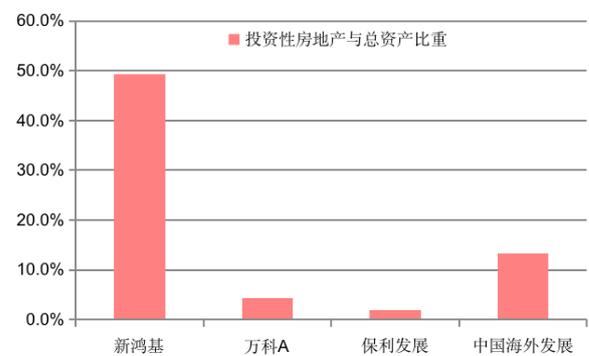
新鸿基开发地产通常通过两种方式，集团独自开发或与其他集团共同开发。其中，与其他地产公司共同开发时，通常由投资方组建新的合资公司，也将按股权比例在项目发展需要时出资。在项目建造完成后，新鸿基通常直接对住宅地块的产品进行出售，而对于商业板块，新鸿基通常继续交给集团附属公司进行物业管理以及运营。

我们认为，新鸿基模式对中国房地产行业新发展模式的借鉴意义在于以下两方面：

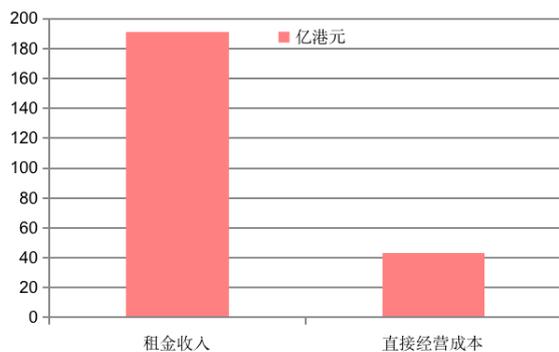
1) **新鸿基并非高周转企业，其预售资金的使用程度不高。**新鸿基地产作为香港模式的代表，其合同负债与总负债的比率维持较低水平，为 0.5%，显示其预售资金使用程度低。而万科 A、保利发展以及中国海外发展的预售资金使用程度高，合同负债占总负债的比重分别达到 43.6%、37.9%和 18%。

图表78：各集团合同负债与总负债比率


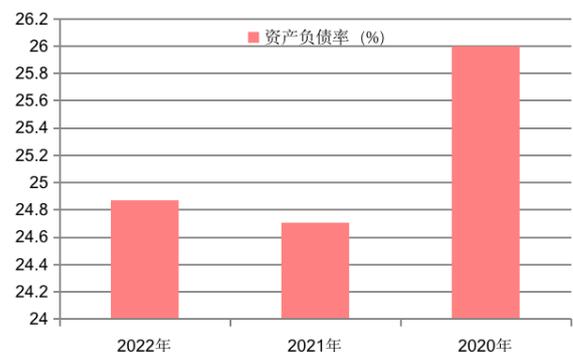
资料来源：公司年报，中信建投

图表79：各集团投资性房地产与总资产比率


资料来源：公司年报，中信建投

图表80：新鸿基地产投资物业租金收入与直接经营成本


资料来源：公司年报，中信建投

图表81：新鸿基地产资产负债率


资料来源：公司年报，中信建投

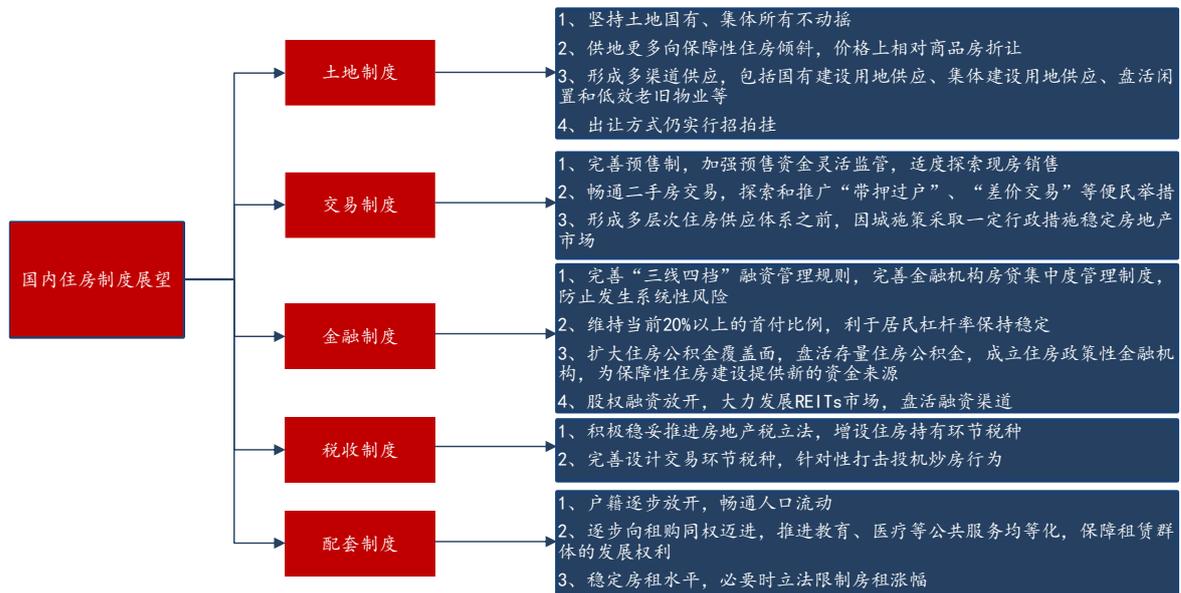
2) **重视投资物业的持有运营。**就投资性房地产账面价值与总资产比重来看，新鸿基地产明显高于内地房地产集团。随着运营资产规模的壮大和运营效益的提升，每年投资物业的评估增值，降低了集团报表端的负债率。截至 2022 年 6 月 30 日，集团的负债比率（净债务与股东权益的比率）维持 17.4%的低水平，以及 12.8 倍的利息覆盖率；集团资产负债率三年来也一直保持在 26%及以下。

4 新发展模式展望：住房目标从经济效率走向民生公平，房企更加重视信用和运营

4.1 我国住房制度的展望：房住不炒，租购并举，从经济效率走向民生公平

国内房地产新的发展模式将贯彻“房住不炒、租购并举”八字方针，对旧有过度偏向“经济、效率”的房地产发展模式，逐步增加“民生、公平”的属性。让广大人民群众住有所居，保障其发展权利。我们认为，与旧模式相比，新模式的变化主要体现在以下几个方面：

- 1) **土地制度层面**。新出让土地更多向公共属性的保障性住房倾斜，同时价格也较商品房用地有所折让；集体建设用地有望成为新的重要供地来源，但商品房用地不能来源于集体建设用地这一红线将继续严格遵守。
- 2) **交易制度层面**。预售资金严监管趋势与之前的宽松监管形成鲜明对比；现房销售逐步探索、渗透率有望提升，但并非一蹴而就铺开；探索更多手段减少住房交易流程，顺畅住房交易。
- 3) **金融制度层面**。保持负债和资本金融资均衡，长期管住房地产行业负债端融资，放开股权融资，并加强资本市场监管和执法；继续扩大住房公积金覆盖面，盘活存量住房公积金，成立住房政策性金融机构，为保障性住房建设和购买政策性住房的购房者提供贷款支持。
- 4) **税收制度层面**。积极稳妥推进房地产税立法，试点推广房地产持有环节税费，培育地方税种；针对投机炒房行为，完善设计交易环节税种。
- 5) **配套制度层面**。逐步消除城镇化阻碍因素，畅通人口自由流动，城市落户限制逐步放开；保障租房者权益，推进教育、医疗等公共服务均等化，必要时立法限制房租涨幅。

图表82：我国住房制度展望


资料来源：中信建投

4.2 房企发展模式的展望：适度杠杆，重视信用和运营

我们认为，中国未来房地产公司的发展模式将演变为三大方向：

1、重资产降杠杆。传统重资产开发模式继续存在，但杠杆优化降低。城镇化仍将是未来二十年中国房地产行业发展的核心驱动力，中国城镇化仍有巨大空间，房地产开发业务模式仍将继续存在，随着负债红线的管控，传统开发商的负债率水平将较之前降低。

2、中资产强运营。中资产即为开发加持有运营模式，表现为不动产综合开发经营服务商。国内以间接融资为主，大企业更容易做大，较易形成“大而全”的综合型集团。传统房地产开发企业随着资本的积累，有实力逐步向不动产经营和不动产服务业务方向延伸。

3、轻资产重品牌。轻资产即代建模式。地方城投和地方国企拿地占比阶段性提升，存在较大的专业化开发需求，对轻资产代建企业而言存在一定业务机会。但代建企业相较于同样拥有专业开发实力的传统开发商和不动产综合集团，缺少资本投入项目的实力。因此品牌价值是代建企业的核心竞争力。

图表83：房地产企业未来发展模式展望

商业模式	资产负债状况	特点	企业类型演变方向
开发	重资产	高周转、低杠杆	传统开发商（但负债率较之前降低）
	轻资产	低或无有息负债，专业化开发能力	代建
开发+持有运营	中资产	具备较强融资优势，打通“投融管退”	不动产综合开发经营服务商

请参阅最后一页的重要声明

商业模式	资产负债状况	特点	企业类型演变方向
		全链条，不动产经营管理能力突出	

资料来源：中信建投

风险分析

房地产行业的风险主要在于销售及结转可能不及预期：1、销售不及预期，我们关注的重点城市周度销售面积同比仍然为负，销售仍在底部区域，未来依旧有继续下行或恢复不及预期的风险；2、结转不及预期：施工进度受多重因素影响，施工进度变慢将导致结转不及预期；3、房企信用修复不及预期：部分高杠杆的民营房企出险可能性仍存，导致行业整体信用修复进度缓慢，影响房企公开市场债务的融资规模与融资成本，进而导致行业竣工及现金流压力加剧。

物管行业的风险主要在于疫情多次反复、行业内竞争加剧导致外拓受阻及母公司交付可能不及预期三个方面：1、物管行业严重依赖线下场景，疫情会造成较为严重的影响；2、伴随物管覆盖率不断提高，行业内公司从增量增长转向存量小区、单位竞争，竞争加剧可能导致部分公司增速放缓、利润率下降；3 由于疫情影响施工进度，进而影响结转进程，或会导致母公司的交付不及预期。

分析师介绍

竺劲

房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10年证券从业经验。多次荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业）、新财富最佳分析师（房地产行业）、机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）、卖方分析师水晶球奖（房地产行业）等奖项。

黄啸天

中信建投房地产行业分析师，上海财经大学硕士，2018年加入中信建投地产团队。主要负责房地产开发、物业管理、REITs等领域的研究。2020年最佳行业金牛分析师奖团队成员，2018、2020年卖方分析师水晶球奖团队成员，2018-2020年Wind金牌分析师。

尹欢科

房地产行业分析师，主要研究领域为房地产开发、物业管理、商业地产及地产转型领域。浙江大学金融学学士，复旦大学金融学硕士。2018/2020年水晶球最佳行业分析师奖团队成员，2020年金牛奖最佳行业分析团队（房地产），2020-2022年新财富最佳分析师（房地产）入围团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

<p>中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk</p>