

# 宜信财富 资本市场周报

宜信财富—资本市场部

2017.2.27--3.5

## 目 录

一、资本市场走势

二、经济数据解读

三、事件、政策性点评

四、房产税出台的主要目的、影响和出台时间点

## 概 要

本周大盘股小幅调整，不过创业板、中小板处于强势横盘，中小盘股出现了结构化的行情，形成“大盘股搭台、小盘股唱戏”的节奏。春节后，中小板的估值已经超过了创业板估值，创业板的估值已经处于历史区间的中枢位置。3月份美联储即将召开美联储会议，美元兑人民币的汇率为6.90左右，突破了过去一个月的区间。港股遇到前期的压力区间，横盘几日后，向下跌破，选择调整，或步入调整震荡之中。

沅沅弘质押分众传媒被传爆仓，20亿席卷民生证券等机构，从中我们可以学习到：提供融资时，要审核对方是否存在杠杆的冒险行为，对该类企业谨慎贷款；3、股价的波动性大，对于股票质押，要评估市场的波动，评估合理的估值，要充分打折扣。09年的“四万亿”是增量的概念，地方政府的45万亿投资计划属于存量的概念，两者不同。特朗普在国会发表演讲，要废除奥巴马医改方案，将增加国防开支，打击恐怖主义，提出一个总额1万亿美元的基建计划。

长远来看，房产税存在的真正目的是增加地方政府的财政收入，而非房价的调控手段，房产税可以给地方政府带来新的长期而稳定的税源，政府对于土地财政的依赖程度将减低。房产税的出台，并不能抑制房价，还可能转嫁给买方，变相地推升房价和房租。房产税的试点上海和重庆，对地方财政的贡献很小，也未抑制房价走势。考虑到房产税是十八届三中全会明确的任务，所以本届政府应该会在下一任期，会去实施，考虑到房产税对于财政和房价的影响并不到，反而还可能会引起民众的舆论，所以选择在卸任前最后的时间实施，会比较好，综合来看，2020年是一个房产税全面实施的时间点。不过在此之前，可能会在2018年扩大房产税的试点，例如试点扩大到北京、杭州、深圳。

## 一、 资本市场走势

### (1) A股横盘震荡

每年的“两会”前，A股都会有一波春季行情，提前炒作预期，然后在“两会”召开的前几日，短暂的炒作结束，A股步入小幅的调整。今年行情也不例外，春节后，A股步步上攻，3月3日政协召开，本周上证指数步入小幅调整，本周大盘股小幅调整，不过创业板、中小板处于强势横盘，中小盘股出现了结构化的行情，形成“大盘股搭台、小盘股唱戏”的节奏。

图：上证指数的走势

图：创业板指数的走势



### (2) 创业板的估值开始低于中小板

截止到3月3日，上证指数、中小板和创业板的PE估值分别为26倍、59倍和55倍，春节后，由于创业板去估值，下跌速度最大，反弹幅度最弱，而大盘股表现抗跌，跌幅小，反弹幅度大，中小板虽然下跌幅度较大，但反弹幅度最大，所以春节后，中小板的估值已经超过了创业板估值，创业板的估值已经处于历史区间的中枢位置。

图：上证、中小板和创业板的估值



### (3) 债券市场：收益率小幅上行

本周央行连续5日净回笼资金，本周净回笼2800亿元，而上周净投放1550亿元，导致本周的资金略显紧张，债券收益率普遍小幅上行，截止到3月2日，1年期、3年期和10年期的国债收益率分别为2.7617%、2.8897%、3.3483%，分别下滑5.48BP、0.11BP、5.67BP。

信用债收益率保持稳定，其中1年期的AA级企业债收益率小幅下行，下行1.39BP，3年期和10年期的AA级企业债收益率小幅上行，分别上行1.54BP和2.28BP，1年期、3年期和10年期的企业债券收益率分别为4.4356%、

4.6606%、5.0113%。

图：1年期、3年期和10年期国债的收益率



图：1年期、3年期和10年期企业债券的收益率



(4) 人民币出现贬值，超过了过去一个月的震荡区间

过去一个月，人民币汇率一直在 6.85-6.88 之间窄幅波动，不过 3 月份美联储即将召开美联储会议，由于美联储在加息态度上的强硬，所以市场担心美联储在 3 月份加息，使美元在本周出现升值，人民币便出现贬值，本周四中国国家外汇管理局副局长方上浦在《中国外汇》刊文，表示将逐步取消微观领域汇兑限制，前期的外汇管制有可能放松，也直接刺激了人民币的贬值。截止到 3 月 3 日，美元兑人民币的汇率为 6.90 左右，突破了过去一个月的区间。

图：美元兑人民币的汇率



(5) 海外市场：美股震荡；港股步入调整

美国时间 28 日晚上，特朗普在国会发表演讲，再次提到基建投资总额是 1 万亿美元，直接刺激了第二日美股股市的大幅高开上涨，再创新高。不过美联储在本月中旬要召开议息会议，市场担心美联储会加息，所以本周四美国股市低走。

一方面，港股反弹到 2016 年的高点，该区域是一个密集的压力区，本身具备内在调整的需要，另一方面，美联储 3 月份的议息会议，令市场承压，港股横盘几日后，向下跌破，选择调整，或步入调整震荡之中。

图：道琼斯指数的走势图



图：恒生指数的走势图



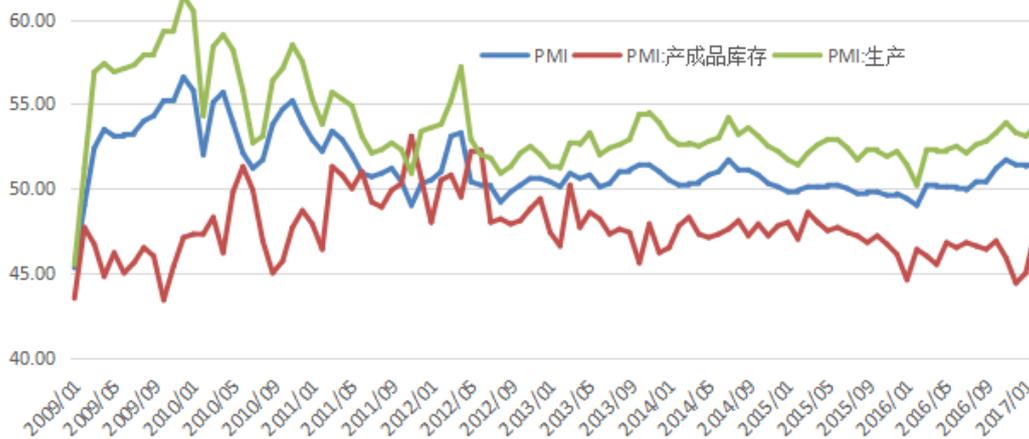
## 二、经济数据解读

1、2017年2月制造业采购经理人指数（PMI）为51.6%，较上月回落0.3个百分点。

点评：2月中国制造业PMI为51.6%，较上期小幅回升0.3个百分点，其中2月制造业PMI回升的主要因素是生产指数，2月生产指数为53.7%，环比上升0.6个百分点主因春节过后企业生产活动恢复，生产量回升，其中2月主要原材料购进价格指数64.2%仍处于高位，但从边际上来看，继1月主要原材料购进价格指数大幅回落之后，2月继续小幅下行，显示煤炭、钢铁、水泥等价格已有所企稳；产成品库存回升2.6个百分点至47.6%。自去年7月PMI掉落至枯荣线下方后，去年8月起经济开始逐步修复，今年1-2月继续延续去年10月以来的回暖态势，短期来看，制造业利润回升、内外需求回暖带动经济运行趋于稳定。

不过2月PMI数据显示生产和库存有较大水平提升，需求扩张速度不及生产和库存，1-2月PMI分项数据显示，企业产成品库存指数上升较快，而原材料库存上升幅度较小，且采购量指数有所回落，采购价格继续回落，表明企业的库存比较高。

图：PMI和产成品库存PMI的走势



## 二、事件、政策性点评

(1) 沅沅弘质押分众传媒被传爆仓，20亿席卷民生证券、厦门国际信托、华宝信托等，沅沅弘方面迄今已向个别质权方提供解决方案，即通过先行垫资3000万元至3500万元表达诚意，并寻求在未来三个月内解决问题。

点评：这给我们的启示是：

1、杠杆是双刃剑，能带来高收益，但更能带来高风险，宁可错失速度，严格控制杠杆

沅沅弘通过“又以高杠杆比例发结构性产品积累不少资本”，“十个杯子三个盖”，可见高杠杆是沅沅弘迅速发展壮大的一个重要原因，在行情好、运气好的时候，高杠杆确实能够带来非常高的收益，收益能够等于不用杠杆时收益的几倍、几十倍。

但同样，一旦行情转差、运气变差，高杠杆就成为一个企业死亡的导火线，高杠杆下，一个企业的亏损也是几倍放大、几十倍放大，直接导致爆仓、死亡、破产，没有东山再起的资本。

高杠杆下，一个企业的成长很快，但死亡更快，我们不要忘了08年美国次债危机下的世界五大投行，三家宣布破产，在行情好的时候，采取激进操作策略，行情一旦转差，掀起连锁反映，最终自食其果，雷曼破产时杠杆率超过30倍，杠杆率如此之高。

在2016年底因为国家去债券市场的杠杆，导致债券价格一路暴跌的时候，市场便爆发了违约风险，多个债券私募机构出现了爆仓，国海证券爆发了债券代持风波，在管理层的不断协调下，债券代持风波才暂时化解，

金融行业，为了企业的长期、永续发展，我们宁可错失发展速度，也要控制好风险，严格控制好杠杆，制定杠杆的最高比例，严格制约，“活下来”为第一考虑因素。另外，管理层目前正在各个场合强调“去杠杆”，去金融机构的杠杆，当前处于整个去杠杆的大潮中，我们要控制好我们的杠杆。

## 2、提供融资时，要审核对方是否存在杠杆的冒险行为，对该类企业谨慎贷款

对于出资方而言，我们能够获得的只是一个稳定的利息，收益是固定的，所以融资方的风险行为就是我们要核心关注的，确保对方能够按期还款。

当然，我们除了按照常理，审核对方借资的目的、投资项目、项目风险大小等常规之外，还要审查对方是否存在杠杆的冒险行为。由于杠杆的高风险性，“蝴蝶一动翅膀，就有一场风暴”，一个小问题在杠杆下，就会成倍放大，成为大问题，就可能致对方于死地，导致对方的现金流枯竭，根本没有现金来偿还。沅沅弘的部分质押股票已跌至平仓线以下，但控制的一个公司上海箬菁并无补仓动作，显示出还款的风险。

2016年底国海证券爆发了债券代持风波，就是因为国海证券不断用杠杆进行买卖债券，杠杆较大，当债券价格暴跌的时候，便会爆发危机，导致其他出资方面临亏损、无法按期还款的风险。

所以出资时，要评估对方的杠杆行为，评估对方的杠杆大小，从而制定对应的策略。

## 3、股价的波动性大，对于股票质押，要评估市场的波动，要充分打折扣

互联网传媒是新兴行业、朝阳行业，也是国家重点发展的行业，所以在过去几年中，互联网传媒行业一直受市场追捧，二级市场的估值一直很高，整体的PE估值在60倍以上，有些互联网传媒的PE估值在100倍以上。

分众传媒作为我国互联网传媒的标杆，在2015年借壳“七喜控股”回归A股后，多重题材共聚，既有互联网传媒的题材，又有借壳上市的题材，还有中概股回归A股的题材，多个题材因素下，2015年下半年，分众传媒被疯狂炒作，从6元涨到了最高31元，正式借壳完成时，分众传媒的股价在23元左右。

截止到2月27日，分众传媒的股价为12元，恰好比借壳完成时的股价，下跌了50%，在此前下跌40%左右的时候，抵押物的价值就已经不够保证金了，所以导致借资方都蜂拥到沅沅弘，所以借资方在给质押物打折扣的时候，打的比较小。

我们通常对于抵押物打折扣，喜欢打七折、五折，然后做抵押。但是对于股票而言，折扣要大，因为一个题材股在疯涨后，下跌50%，是常见的，打五折都不行，根据一个题材股在“潮水退去”后，有可能下跌70%，所以对于一个处于热点中的股价，要打三折，以作为抵押物的价值。对于牛市中的股票、市场热点的股票，打的折扣都要大，因为一旦步入熊市、热点消失，股价下跌50%，是属于常见，打五折不行，不过通常来讲，下跌70%，再下跌的空间也不大了，打三折，才会保险。

## 4、公司是好公司，股票是好股，就不代表股票值这个价钱，要评估合理的估值

应该说，分众传媒这家公司是不错的，在楼梯广告、影院广告的市场占有率达到80%以上，毛利率能在70%以上，利润的增长率能在30%左右，在整个A股市场中，业绩是不错的，所处的行业也是朝阳行业。

也可能大家看到了分众传媒的基本面不错，相信分众传媒，相信分众传媒的股价不会下跌太多，比较保险，于是原意将分众传媒作为质押物，认为估值还不离谱，所以打的折扣比较少。

当然一家公司即使是好公司，但也要有一个合理的估值，如果太贵，则就不值得了。分众传媒在借壳完成的时候，估值是很高的，能在70倍之上，比较高。所以在考虑质押物的时候，要考虑到他的合理估值，给一个合理估值，然后在这个估值的基础上，再打一个折扣。

(2) 近期，各地陆续公布两会政府工作报告，从各地政府工作报告透露的信息看，从23个已公布目标增速的省份，计算的2017年固定资产投资目标规模已超过45万亿。

点评：地方政府的投资规模超过45万亿，让人想起了09年为了解决经济危机而推出的“四万亿”财政刺激，导致了后面的产能过剩、地方债务危机和通货膨胀等经济遗留症，令市场担心新一轮的财政刺激是否出台。

其实，两者是不同的，一个是增量的概念，09年的“四万亿”是增量的概念，一个是存量的概念，地方政府的

投资计划属于存量的概念。09年的“四万亿”投资计划，是在往年的固有投资计划的基础上，再增加“四万亿”，是一个增量的概念，2008年的固定资产投资总额为14.87万亿，政府的4万亿投资计划相当于增添了当年26.90%的投资总额，影响深远。而此次所谓的“45万亿”只是政府每年的例行安排，2016年的固定投资总额已达到59.65万亿，如果2017年的投资总额仅为45万亿，意味着固定投资将大幅减少，所以和四万亿是不同的概念。

另外，2008年的“四万亿”计划，可以认为是由中央主导，地方政府推进的救市举措。而随着中国经济的降速换挡及政府负债率的提升，2017年PPP模式将成为固定资产投资的重要模式，也就是说，目前的固定投资逐渐转变为地方政府主导，民间资本参与的模式。由于“四万亿”由国家主导，各地的推进方式均较为激进，但现在随着民间投资的萎靡，地方政府的推进显得更深思熟虑，也采取更优惠的方式来刺激民间投资，可以说所谓的“45万亿”绝不是第二个“四万亿”。

(3) 美国时间28日晚上，特朗普在国会发表演讲，阐述过去一个多月的“政绩”及未来的执政方向，演讲的内容与竞选时的主张基本一致，但未就税改、基建等关键政策提供更详细的信息。

点评：特朗普首次在国会联席会议上发表演说，再度重申美国优先的理念，对于大家期望较高的减税政策，特朗普没有列出细则，预计税改方案真正通过最快也要在2018年，而其中大多数方案从实施到产生影响可能要等到2019年，只有相当少的措施可能会在2017年得以实施。贸易方面，特朗普强调要自由但也要公平，没有对中国有强硬言论，预计把中国定为“汇率操纵国”的可能性比较小，但贸易摩擦或难以避免，不过预计征收高额关税阻力较大。特朗普重点强调了医改问题，要废除奥巴马医改方案，建立市场化的医保体系。他还表示，将增加国防开支，打击恐怖主义，如果经济增长能达到3.2%，税收收入将足以支持国防额外开支。

特朗普在竞选时提到，将提出一个总额1万亿美元的基建计划，11月8日胜选后，特朗普在其官方网站上对基建投资总额的表态是5500亿美元，在今天的国会发言中，特朗普再次提到基建投资总额是1万亿美元，可能的一个原因是，5500亿只是政府在基建投资上的支出，而1万亿包括政府和私人部门的支出。从美国历史上每年的基建投资中政府和私人部门资金的配比看，2011-2015年政府资金占总基建投资额的平均值是57%。另一个可能的原因是，5500是指特朗普政府4年执政期内新增的基建投资规模（包括政府和私人部门投资），而1万亿是指10年内新增的基建投资（同样包括政府和私人部门投资）。从特朗普竞选时发布的基建计划看，后者的可能性更大。

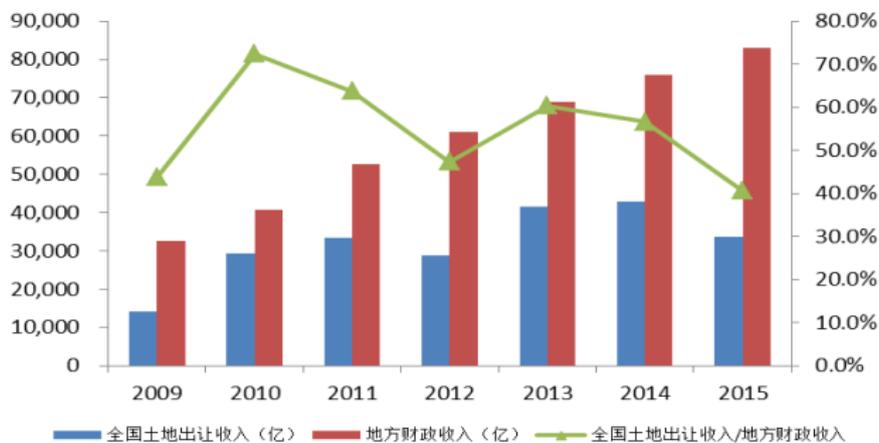
## 四、深度解剖：房产税出台的主要目的、影响和出台时间点

事件：2月23日，住建部副部长陆克华在国务院举办的新闻发布会上谈到，加快房地产税立法并适时推进改革是十八届三中全会明确的改革任务，有关部门正在按照中央要求开展工作。

### (1) 房产税出台的主要目的是增加地方的财政收入，并非为了抑制房价

自1994年分税制改革以来，地方政府财权被不断上收的同时，事权反而不断下放，我国现有的财税机制决定了税收主要集中于中央层面，地方政府的财政收入始终依赖于土地出让金，而土地出让金将会逐步下滑的，地方财政的财政收支平衡困难。当前我国土地财政依赖度高，地方财政收入中，土地出让金占比超40%，2013-2015年，全国土地出让收入分别为4.2万亿、4.3万亿和3.4万亿，占地方财政收入比例分别为60%、57%、41%（地方财政收入分别为6.9万亿、7.6万亿和8.3万亿）。

图：全国土地出让收入和地方财政收入

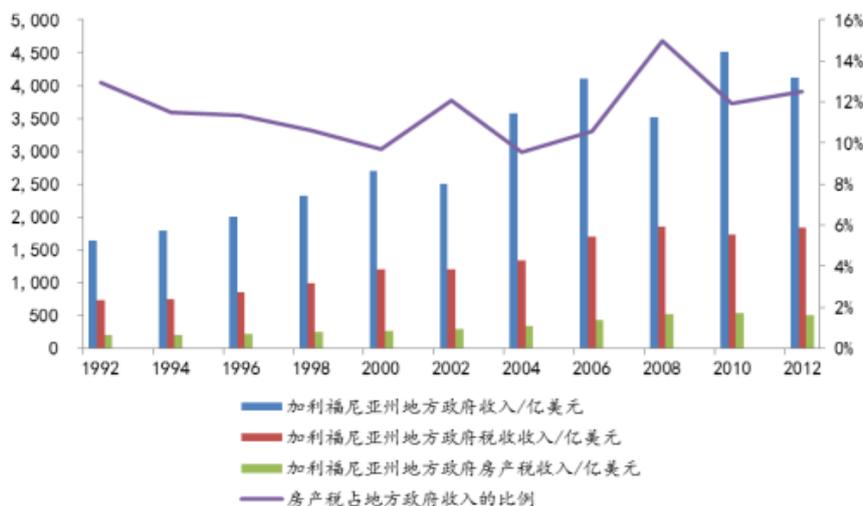


资料来源：WIND，宜信财富资本市场研究

另一方面，09年中央“四万亿”的财政刺激下，地方政府也跟随投资，使地方的债务规模迅速膨大，地方债务问题一直成为困扰中国经济的一个问题，地方政府的债务问题紧迫。

按照国际经验，房产税作为地方税，成为担负地方公共支出、支撑地区经济增长的一项财政来源。从国外房产税实践来看，美国房产税占地方政府财政收入的15%左右，香港地税（差饷）占政府财政收入的5%左右，韩国地税占政府税收收入的20%左右，日本固定资产税占地方税收收入的40%左右。

图：房产税占加州政府财政收入的10%



资料来源：方正证券研究所，宜信财富资本市场研究

长远来看，房产税存在的真正目的是增加地方政府的财政收入，而非房价的调控手段，房产税可以给地方政府带来新的长期而稳定的税源，政府对于土地财政的依赖程度将减低。

从长期看，为了给地方政府增加新的财政收入，我国很早就启动了房产税的讨论和进程。早在 2003 年，十六届三中全会通过《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决议》，提出条件成熟时可以取消不动产的相关收费，改为对不动产统一征收物业税，这是我国首次提到对自住房进行征税。2006 年，房产部门、财政部等联合对物业进行评估和税收统计，即物业税的空转。2007 年，国家税务总局在发布《2007 年全国税收工作要点》中提到继续推进物业税空转试点，北京、江苏、深圳、天津、安徽等十个省市完成物业税空转。2009 年 1 月 1 日起，《城市房地产税暂行条例》废止，外商投资企业、外国企业和组织以及外籍个人纳入 1986 年《中华人民共和国房产税暂行条例》适用范围，内外两套税制完成统一。2010 年 5 月国务院批转发改委《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作意见》，提出要“逐步推进房产税改革”，同年 10 月十七届五中全会再次提出“研究推进房地产税改革”。2011 年上海和重庆开启房产税实转。2015 年 8 月，房地产税纳入了第十二届全国人大常委会立法规划，正式为房地产税立法划定时间表。

## (2) 房产税的出台，并不能抑制房价，还可能转嫁给买方，变相地推升房价

决定房价的核心是住宅的供需，供大于需，房价的长期趋势是下跌，供小于需，房价的长期趋势是上升，资金只是起到了加速上涨或下跌的作用。过去十几年，由于中国经济的腾飞发展，城镇化加速进行，城镇化率从 34% 左右，迅速提高到 57%，大量农村人口转化为城市户口，在城市定居和购房，对住宅的需求呈现喷发式；而住宅的规划和建设是比较缓慢，赶不上需求的增速。在过去十几年中，由于供应的速度赶不上需求的增速，决定价格的长期趋势是上涨，加上货币的放水和资金的炒作，房价疯狂上涨，持续地引发了社会稳定和管理层的担忧。

房产税抑制房价的逻辑，无非是提高住宅的持有成本，让住宅的拥有者卖房，在市场中形成抛压，打压房价，使房价下跌。

如果考虑到住宅的持有收益，房产税抑制房价的逻辑暂不成立，房产税很难能够抑制房价，更无法改变房价上涨的趋势。房产税要想抑制房价，有一个前提条件，那就是持有住宅的成本是大于收益的，即持有住宅的话，是亏损的，是不合算的，但是，我国房产税的税率一般在 0.5-1% 之间，更多是在 0.6% 左右，而住宅出租的话，租房收益率一般在 2.5% 左右，一线城市由于房价昂贵，租房收益率会相对低，一般在 1.5% 左右，租房收益率仍然会大于房产税，所以持有住宅是有利可图的。如果再考虑到房价的长期上涨趋势，城镇化仍然处于快速之中，未来虽然房价的涨速会放慢，但长期上涨的大方向还不会改变，所以持有住宅的投机仍然是有利可图的。另外，我国房产税起征的话，很可能是征收第二套住宅，免征第一套住宅的房产税，根据社科院发布的《当代中国调查报告丛书：中国社会和谐稳定跟踪调查研究》显示，截至 2012 年，我国有 18.6% 的城乡家庭拥有两套以上住房，而且我国居民有着“二套房留给子女”的传统，所以即便对第二套房征收房产税，也很难让大部分拥有二套住宅的人卖房。所以综上所述三个因素，房产税的征收很难能抑制房价，更无法改变房价的长期趋势。

从国外的实践经验来看，房产税也不能抑制房价过快上涨，例如德国房产税方案在 20 世纪 60、70 年代确立之后基本没有显著变化，但德国房价在之后的 1967-1972 年、1978-1980 年以及 2012 年都曾较快上涨的现象，年均涨幅分别是 9.96%、8.92% 和 9.1%。韩国在 2005 年 8 月出台《不动产综合对策》，包括征收综合不动产税，当年市场出现了明显降温（降幅为-4.2%），但到了 2006 年，房价又出现 11.6% 的报复性上涨，此后继续维持上涨态势。

表：日本、德国、美国和中国香港的房产税和房价走势

地区	时期	房地产市场情况	税收政策
日本	1960-1975	年均上涨 12%	开征物业税，税率 1.4%
	1986-1990	年均上涨 50%	1987 年开征土地短时间交易套利征收资本利得税
	1991	泡沫破灭，开始下跌	出台《综合土地政策推进纲要》，增加土地税负
	1997	继续维持下跌态势	出台《新综合土地政策推进纲要》，减少税负
	2009 以来	房价企稳，维持低迷	无变化
德国	1967-1972	年均上涨 9.96%	形成房地产税收体系：住房持有税 0.98%-2.84 之间；交易税率为交易价格的 3.5%，3.5% 印花税，资产所得税（14%-42%）
	1978-1980	年均上涨 8.92%	无变化
	1981-2011	年均上涨 1.5%	无变化
美国	1977-1982	年均下跌 7.1%	1981 年税法，降低了个人所得税的税前收入。并通过了复兴经济税改法案，增加了房地产持有者的免税力度
	1991-2000	年均上涨 3%	无变化
	2001-2005	年均上涨 8.7%	无变化
	2006-2007	泡沫破灭	无变化
香港	1985-1994	年均上涨 23.53%	1991 年 8 月，规定临时订金为楼价的 5%，12 月征收楼价 2.75% 印花税
	1995 年第四季度-1997 年 7 月	年均上 24.41%	无变化
	2004-2012	年均上涨 15.4%	2010 年 11 月实施针对投机投资性的额外印花税。2012 年 10 月实施 15% 买家印花税，税率随交易时间累进

图：韩国出台房产税后，房屋的购买价格指数



资料来源：方正证券研究所，宜信财富资本市场研究

在房产税很难让房价下跌的背景下，房产税提高了住宅的持有成本，当前市场又属于卖方市场，卖方拥有话语权，买方是被动力量，所以卖方很可能将房产税的成本，转嫁给需求方，推高房价和房租，不仅没有降低购房者的支出，反而增加了购房者的支出，变相推高了房价。

### (3) 房产税的试点上海和重庆，对地方财政的贡献很小，也未抑制房价走势

2011 年上海和重庆开启房产税试点：

上海颁布的《上海市开展对部分个人住房征收房产税试点的暂行办法》规定“无论是否自住，对上海居民在本市新购第二套及以上住房，非户籍居民新购第一套及以上住房征收房产税”。暂以应税住房市场交易价格的 70% 为计税依据，应税住房市场交易价格低于上年度新建商品住房平均销售价格 2 倍的，税率为 0.4%，否则税率为 0.6%。同时，以人均居住面积 60 平米为限，若家庭合并住房面积不足人均 60 平米的，新购住房免税，房产税只对超出部分征税。

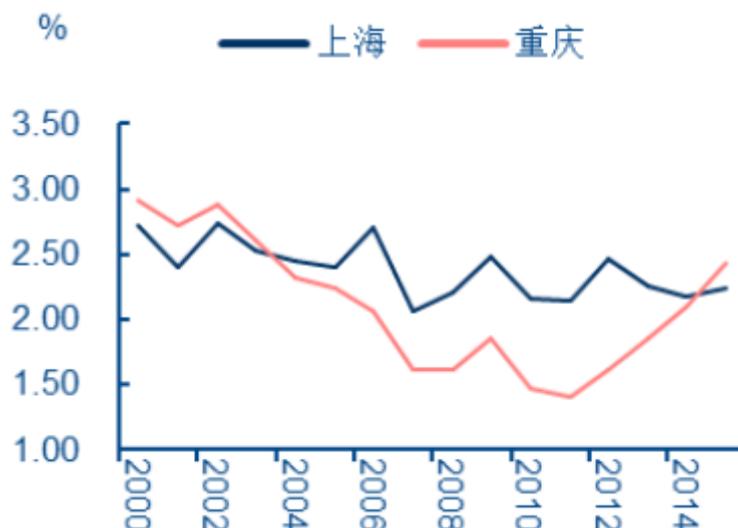
重庆市颁布了《重庆市人民政府关于进行对部分个人住房征收房产税改革试点的暂行办法》，并于 2017 年 1 月修订了暂行办法，对在重庆无户籍、无企业、无工作的“三无”人员的房产税征收范围从之前的新购第二套及以上住房扩大到了新购首套及以上住房。根据交易单价的不同，分三个档次：建筑面积交易单价在上两年主城九区新建商品住房成交建筑面积均价 3 倍以下的，税率为 0.5%；3 倍（含 3 倍）至 4 倍的，税率为 1%；4 倍（含 4 倍）以上的税率为 1.2%；“三无”人员的新购普通住房税率为 0.5%。

上海和重庆在房产税试点的政策差异：1，试点区域上，上海为整个直辖市行政区域，而重庆只针对主城九区。2，征收对象上，一方面，上海只针对新购住房，而重庆则部分包括了存量独栋住宅；另一方面，上海征收对象是所有新购住房，而重庆则只针对独栋住宅、新购高档住房和三无人员的新购普通住房。3，计税依据上，两市都暂时按照交易价格征收，但重庆实行全额征收，而上海有 70% 的税额折扣。4，税率上，上海暂定为 0.6%，对价格低于上年均价 2 倍的税率为 0.4%，而重庆根据其中独栋别墅和新购高档住房的交易单价不同分三个档次，税率分别为 0.5%、1%、1.2%；“三无”个人新购住房税率为 0.5%。5) 免税面积上，上海从人均住房面积出发，而重庆则根据房屋种类、新购和存量房进行了区分。

上海和重庆的房产税征收试点，效果不明显，房产税的收入占财政收入的比重很小。考虑 2013 年新增应税的住房数量，重庆三年累计征收房产税未超过 4 亿元，近 10 年来重庆市的房产税占一般公共预算收入的比重一直稳定在 1%-2.5% 范围内，尽管 2011 年开征个人房产税后，房产税占比有所提升，但仍在较低水平；2011 年上海征收个人房产税超过 1 亿元，2012、2013 年该项税收收入分别为 2 亿元和 3 亿元左右，上海房产税的税收收入在总税收中占比并未增加，维持在 2.5% 左右。由此可见，沪渝房产税占比地方财政收入微不足道，远低于西方主要国家的 15%-30%。相比而言，重庆和重庆的土地出让收入分别高达 1500 亿和 700 亿左右，房产税收入仅相当于土地出让收入的 7%，土地收入仍然是绝对大头。

目前的房产税由于税基狭窄，对占总量 80% 以上的个人住宅免征，对地方财政收入贡献仅维持在 3% 左右。因此，即使推房产税，短期内也难以成为地方财政的收入来源。

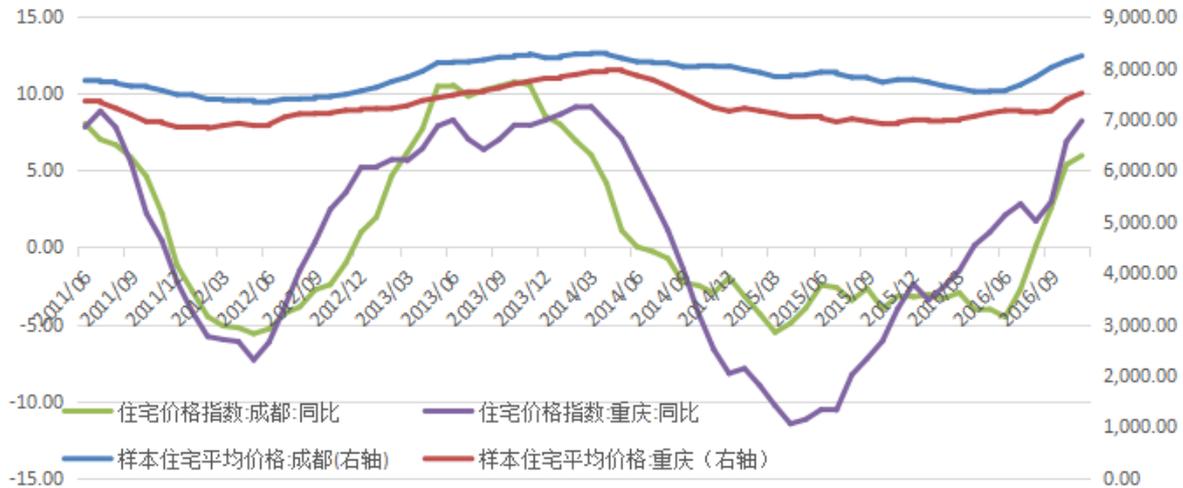
图：房产税占一般公共预算收入的比重



资料来源：WIND，宜信财富资本市场研究

上海和重庆的房产税试点，并没有改变上海和重庆的房价上涨之势，并未抑制房价。房产税试点以来，上海作为一线城市，房价增速大幅跑赢全国水平，可以和北京相比，房价和涨幅都是高于北京的；重庆属于二线城市，从区域位置上讲，可以和成都类比，重庆和成都的房价平均水平，以及涨幅都是很接近的，而且很重要的一点，重庆的住宅产权是 50 年，其他城市的住宅产权是 70 年，这是制约重庆房价上涨速度的一个原因。所以可以看出，房产税的出台，对于房价的影响是比较弱的。

图：房产税试点后，成都和重庆的房价走势



资料来源：WIND，宜信财富资本市场研究

#### (4) 房产税出台的可能时间点

为了出台房产税，我国提前准备了好多工作，2015 年我国已经开启了不动产的登记，2015 年 3 月 1 日起，《不动产登记暂行条例》开始落地实施，2016 年 1 月，中国国土资源公布《不动产登记暂行条例实施细则》。目前全国各省市不动产登记机构整合工作基本完成，不动产登记开始全面推行，为征收房产税提供了技术储备。

从开征的时间上来看，当前房产税立法正在起草阶段，预计最早要在 2017 年底通过。

当前我国政府的一个重大任务就是去库存，去三四线以下城市的库存，如果今年或明年就实施房产税，则是不利于去库存的，与中央的任务有冲突。

另外，2017-2018 年是我国房价的调整期，在一线和二线城市的房价步入下跌的时候，此时出台房产税，管理层会担心成为压垮房价的最后一根稻草，为了经济和金融的稳定，房价的下跌是不利于出台房产税。

预计要等到下一波房价步入上升期时，此时出台房产税，才是一个比较好的时间点，2019 年开始，房价有可能步入上升期，2020 年房价有可能掀起热点，此时出台房产税，或许是一个比较佳的时间点。另外，考虑到房产税是十八届三中全会明确的任务，所以本届政府应该会在下一任期，会去实施，考虑到房产税对于财政和房价的影响并不到，反而还可能会引起民众的舆论，所以选择在卸任前最后的时间实施，会比较好，综合来看，2020 年是一个房产税全面实施的时间点。不过在此之前，可能会在 2018 年扩大房产税的试点，例如试点扩大到北京、杭州、深圳。

#### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表任何确定性的判断。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发需注明出处为宜信卓越财富投资管理（北京）有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。