

固定收益研究/深度研究

2020年09月20日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 SAC No. S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为 SAC No. S0570119080165
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：新冠疫苗的出场秀与宏观含义》2020.09
- 2《固定收益研究：如何看待房地产韧性？》2020.09
- 3《固定收益研究：财务视角看地产：实操与 AH 比较》2020.08

新加坡与香港住房制度对比研究

固收看地产系列专题之三

核心观点

二十世纪五六十年代，新加坡与香港都开始了公营房屋建设，为居民提供保障性住房。新加坡在房屋建设、申购、流转，三大机制的推动下，建立起“组屋为主，私宅为辅”的住房供应体系，截至 2018 年末，新加坡住房自有率已超过 90%，真正实现了“居者有其屋”。而香港由于住宅用地短缺、政府对房价干预程度较小、住房金融发展成熟、按揭方式多样等因素，房价高企，居民收入增长远不及房价增长，租住被迫成为主导，且政府政策受经济形势影响较大，连续性较弱。截至 2018 年末，香港公营房屋与私人住宅占比大致相同，房屋自有率不足 50%。

新加坡模式：“居者有其屋”计划

1959 年《住房发展法》的颁布与次年建屋发展局的成立，拉开了新加坡住房供应制度建设的序幕。1964 年新加坡政府推出“居者有其屋”计划，计划之初是为了给低收入群体提供保障性住房。随着“房荒”问题逐步缓解，居民对居住条件的要求不断提升。1970 年后，住房政策重点逐渐转向增加改善型住房的供给，多居室房型成为主要建设类型，房屋自有化进程加快。为满足不同收入阶层的住房需求，八十年代后期，政府推出了一系列的组屋升级、更新、重建计划，形成阶梯化住房结构，建立起“组屋为主，私宅为辅”的双轨制住房供应体系。

“三大机制”推动新加坡住房制度平稳发展

房屋建设机制、房屋申购机制、房屋流转机制为新加坡住房制度建立提供支撑。在房屋建设阶段，土地征用制度保障了政府较低的获地成本和充足的获地数量；中央公积金制度为建屋发展局提供低成本资金以支持组屋建设。在房屋申购阶段，政府注重保障刚需人群住房需求，严控申购资格审核，确保组屋配售做到公平透明；公积金制度在此阶段再次发力，居民可将中央公积金用于支付购房首付、获得低息贷款。在房屋流转阶段，实施差异化累进税率的房地产税收制度，严格把控转售、转租条件，提高违规造假成本，鼓励居民购房自住、抑制投机。

特区房价高企的背后：住宅用地短缺，政府干预不足，住房金融成熟

土地供应不足是香港特区房价居高难下的根源，住宅用地增长幅度不及人口增长幅度，进一步推高房价。较低的住宅用地规划比例、放缓的填海造陆节奏共同导致了住宅土地供应的量价状况恶化。此外，土地收入在财政收入中的占比较高，政府对房价干预程度较小，“勾地”制度推高地价进而加码房价。金融层面，香港住房金融发展成熟，偏低的房贷利率叠加旺盛的需求，助长居民加杠杆购房的意愿，推动房价上涨。

香港特区模式：高房价下的“居者租其屋”

1954 年，香港推出公营房屋计划，成为香港政府建设保障性住房的开端，1973 年成立房屋委员会对公营房屋的建造、租赁与出售进行统一管理。在住房结构上，香港的公营房屋与私人住宅占比大致相同，结构保持平稳，且尚未实现“居者有其屋”的目标，房屋自有率远小于新加坡。此外，香港特区居民收入增长远不及房价，迫使租住成为主导。2018 年香港特区选择租房家庭占比超 50%，且仍有缓慢抬升趋势。并且随着房价不断攀升，一系列社会问题也逐步显现，住房供求失衡，贫富差距加大，创业环境恶化，青年上升通道受阻，投机氛围浓厚。

风险提示：房地产税法落地时间超预期、房地产政策受宏观环境影响。

正文目录

新加坡模式：居者有其屋	4
住房供应制度：政府组屋主导下呈现多层次、阶梯化供应	4
与经济发展相适应的房屋供给体系	7
“三大机制”共同推动新加坡住房制度平稳发展	8
房屋建设机制：土地征用制度及中央公积金制度为住房建设提供用地与资金	8
房屋申购机制：保障刚需人群住房需求，低息贷款降低购房成本	10
房屋流转机制：“劫贫济富”的税收体系与严格的交易限制是抑制投机的重要手段	12
政府的角色：建立长效的调控机制，保持住房政策持续性	14
香港特区模式：居者租其屋	15
香港特区住房供应制度：市场化与保障性住宅并行的双轨制住房系统	15
香港政府对公营房屋的干预程度不断变化	17
特区房价高企的背后：住宅用地短缺，政府干预不足，住房金融成熟	20
特区政府的困境：阶梯化供应出现断层，“夹心层”涌向租房市场	23
风险提示	24
参考资料	24

图表目录

图表 1： 二十世纪九十年代以后，住房自有率稳定在 85% 以上	4
图表 2： 2018 年居民居住组屋占比约 78.7%	4
图表 3： 2018 年，世界主要经济体人均 GDP 情况	4
图表 4： 随着经济的发展，新加坡人均 GDP 不断增加	4
图表 5： “组屋为主，私宅为辅”的双轨制住房供应体系	5
图表 6： 截至 2018 年新加坡住房类型结构仍以政府组屋为主，私人住宅为辅	5
图表 7： 政府组屋与私人住宅	6
图表 8： 新加坡外来人口占比不断增加	6
图表 9： 2000 年后，私人住宅占比不断攀升	6
图表 10： 1974-1987 年，大户型组屋占比大幅增加	7
图表 11： 国有土地占比逐年攀升	8
图表 12： 2018 年 HDB 资本支出构成	8
图表 13： 土地征用制度的发展历程	9
图表 14： 中央公积金资金来源与分配	9
图表 15： 2017 年中央公积金覆盖率约为 68%	10
图表 16： 中央公积金规模及其占 GDP 的比例	10
图表 17： 申请购买新组屋和二手组屋的条件	10
图表 18： “公共租赁计划”相关内容	11
图表 19： 中央公积金针对购买新、二手组屋提供住房补贴	11
图表 20： 截止 19 年 7 月公积金存款利率高于同期商业存款	12

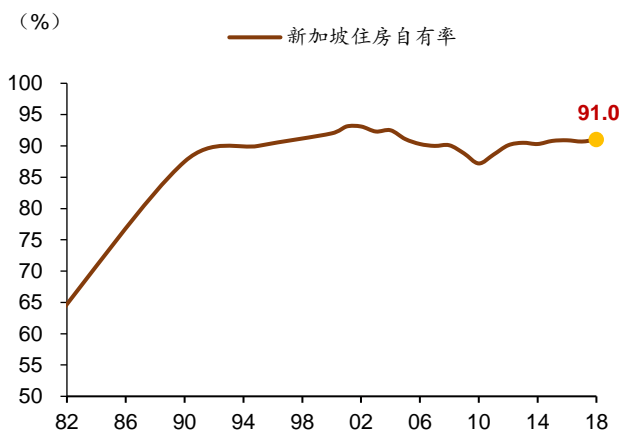
图表 21: 截止 19 年 7 月 HDB 贷款利率低于新加坡银行贷款.....	12
图表 22: 印花税相关内容.....	12
图表 23: 累进税率存在差异 (自住型 VS 非自住型)	13
图表 24: 新加坡转售、转租市场发展历程及相关限制	13
图表 25: 私人住宅价格指数快速上涨.....	14
图表 26: 香港特区住房供应体系示意图	15
图表 27: 香港特区家庭住户近半居住在政府公营房屋	15
图表 28: 香港特区居民收入增速远不及房价	16
图表 29: 2004 年起自置居所住户占比呈缓慢下降趋势.....	16
图表 30: 香港特区公营住房体系发展历程图	17
图表 31: 1973 年香港特区市民住房类型	18
图表 32: 1987 年香港特区市民住房类型	18
图表 33: “长远房屋策略” 房屋建设数量远不达目标	18
图表 34: 2017-2018 年间, 一般申请者公屋平均轮候时间超过 5 年	18
图表 35: 2011 年新“居者有其屋”计划 (月收入 3 万港币以下)	19
图表 36: 香港特区 1985-2018 财年土地出让情况.....	20
图表 37: 香港特区 2011-2019 财年住宅土地出让情况.....	20
图表 38: 香港特区 2013-2019 财年土地出让类型结构	20
图表 39: 1984-2018 年, 香港特区人口总量持续增长	20
图表 40: 2018 年香港特区土地用途中住宅用地仅占比 7%.....	21
图表 41: 截至 2017 年香港特区和新加坡填海面积对比.....	21
图表 42: 地价收入及一般差饷税在财政收入中的占比	21
图表 43: 香港贷款利率保持较低水平	21
图表 44: 香港特区楼市按揭业务条款.....	22
图表 45: 香港特区按揭贷款余额增速较高.....	22
图表 46: 香港特区居民杠杆率.....	22
图表 47: 2019 年公屋及私人永久性房屋租金情况	23
图表 48: 2019 年 40m ² 以下的公屋占比约 83%.....	23
图表 49: 2002 年以来公屋年供应数量大幅减少	23
图表 50: 近年来公屋平均轮候时间持续走高	23
图表 51: 居民收入与房价增速的不匹配, 购房压力激增	24

新加坡模式：居者有其屋

住房供应制度：政府组屋主导下呈现多层次、阶梯化供应

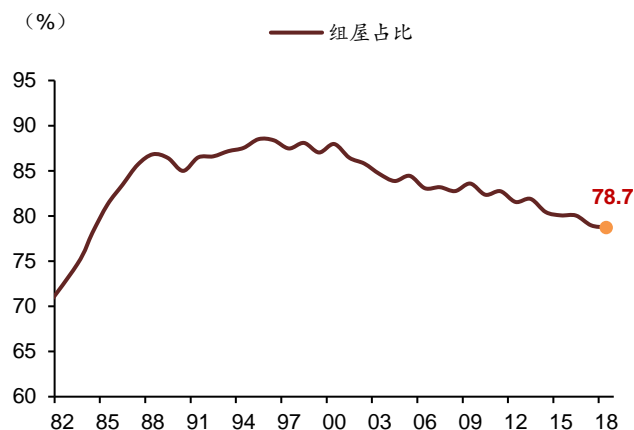
作为住房供应制度改革的“三好生”，新加坡政府真正实现了“居者有其屋”。时任总理李光耀先生认为，要使社会稳定、经济发展，第一个办法就是把所有的无产阶级变为有产阶级，强调“如果每个家庭都有自己的住房，国家将会更加稳定。我们要让新加坡每个家庭都有真正的资产让他们去保护，尤其是他们自己的住房”。因此，1964 年新加坡政府推出“居者有其屋”计划，由此开启了房地产制度的新篇章。据新加坡统计局，2018 年新加坡住房自有率已超 90%，其中约 78.7% 的居民居住在政府提供的组屋当中。

图表1：二十世纪九十年代以后，住房自有率稳定在 85% 以上



资料来源：新加坡统计局，华泰证券研究所

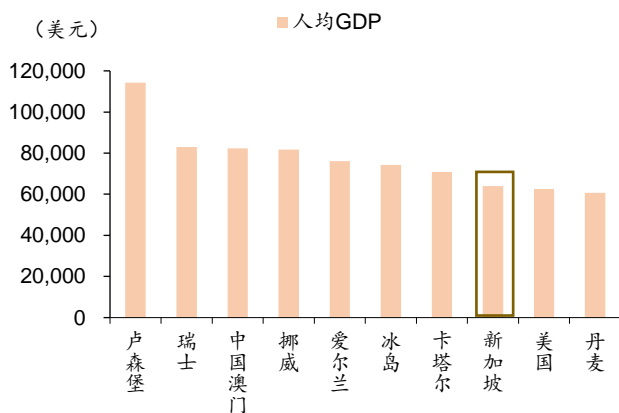
图表2：2018 年居民居住组屋占比约 78.7%



资料来源：新加坡统计局，华泰证券研究所

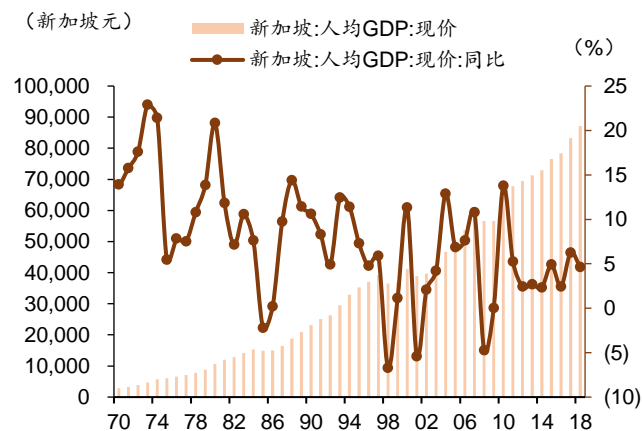
当前，新加坡实行多层次、阶梯化的双轨制住房供应体系实现人有所居。自治初期，刚脱离英国殖民统治的新加坡国内经济一片狼藉，人口的迅速增长与失业率高增导致住房压力突显，也为后续的住房改革埋下了伏笔。伴随工业革命、第三产业崛起等一系列改革举措，新加坡经济逐渐复苏好转进入高速发展期，并于 1995 年跻身“发达国家”队列。根据 IMF 数据，2018 年新加坡人均 GDP 达到约 6.4 万美元，已超越美国位居世界排名第八位。经济的发展也使得不同阶级的住房需求不同，八十年代后期新加坡政府创造性地提出以“廉租房——廉价组屋——高端组屋——私人住宅”为代表的阶梯化住房结构，“组屋为主，私宅为辅”的双轨制住房供应体系也应运而生。

图表3：2018 年，世界主要经济体人均 GDP 情况



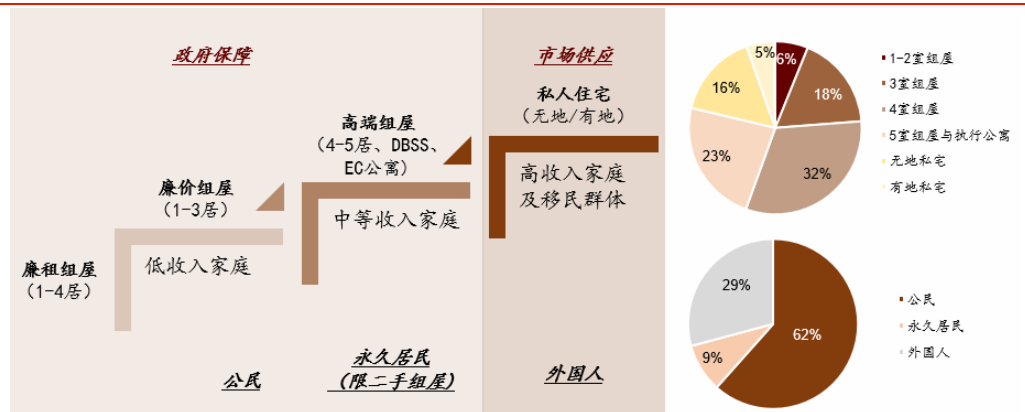
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：随着经济的发展，新加坡人均 GDP 不断增加



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5: “组屋为主, 私宅为辅”的双轨制住房供应体系

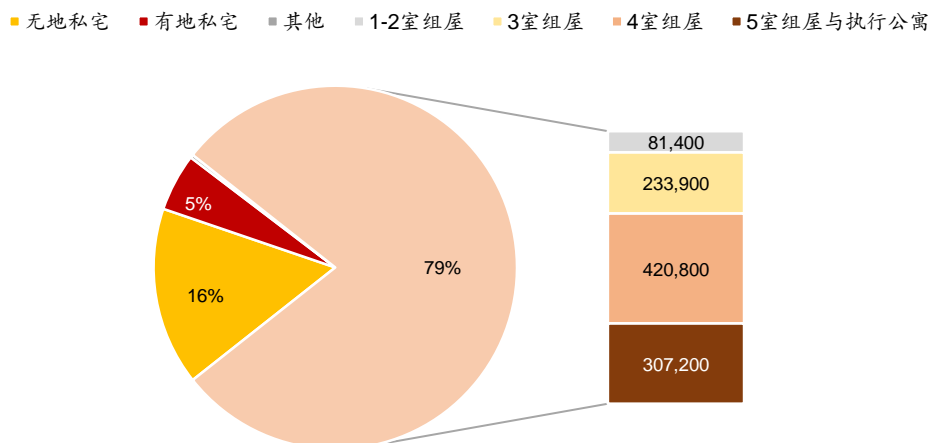


注: 结构图为 2018 年数据

资料来源: HDB, 华泰证券研究所

政府组屋为主, 私人住宅为辅的住房类型结构。新加坡统计局数据显示, 2018 年住房存量共计达 132.5 万套, 其中政府组屋约 104.3 万套 (占比近 79%), 是私人住宅规模的 3.7 倍。同时, 随着经济的不断发展, 住房需求的提升, 政府组屋的结构也有了新的变化, 中等收入家庭逐渐成为政府组屋新的目标群体, 四居室和五居室市场空间不断扩大, 截至 2018 年共计存量约 72.8 万套。

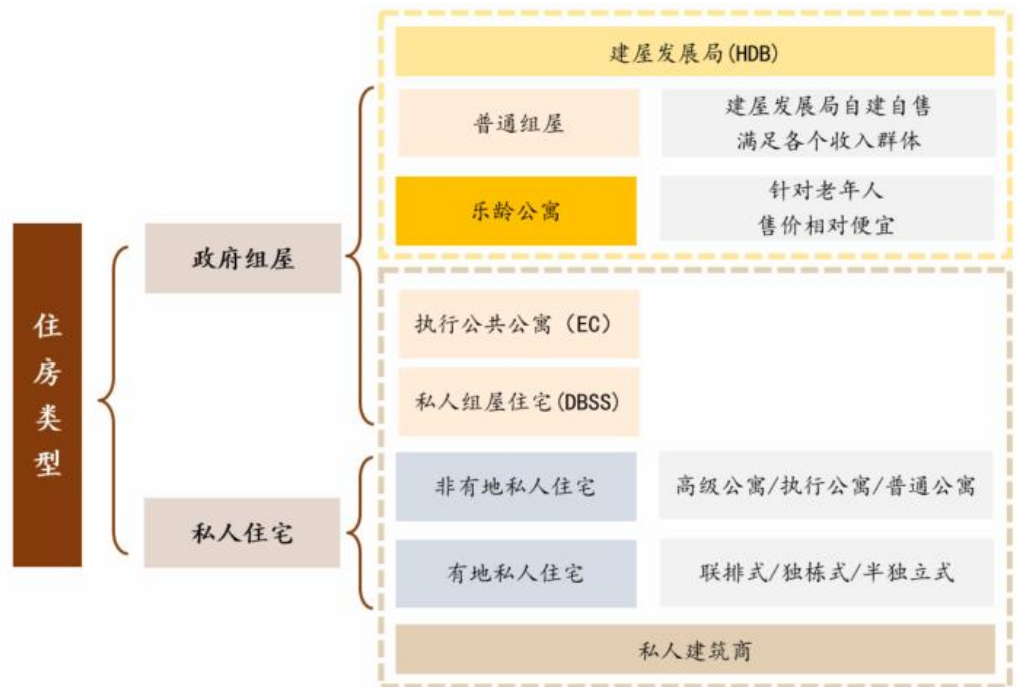
图表6: 截至 2018 年新加坡住房类型结构仍以政府组屋为主, 私人住宅为辅



资料来源: 新加坡统计局, 华泰证券研究所

组屋与私宅的区别: 一、价格差别较大, 购买组屋的人群有严格的资格控制, 且组屋由政府定价, 价格缺乏弹性, 私宅由房地产开发商供应并销售, 价格由市场决定。二、产权属性不同, 组屋产权属于政府, 转卖的限制较多, 包括必须住满一定的年限, 转售对象也受到限制等, 而私宅则没有上述限制。三、社区开放程度不同, 组屋社区大多属于开放型社群, 隐私程度低于私宅, 通常无围墙和门卫。四、配套设施齐全度不同, 私宅配有游泳池、健身房、网球场等设施, 而组屋社区通常无此设施。

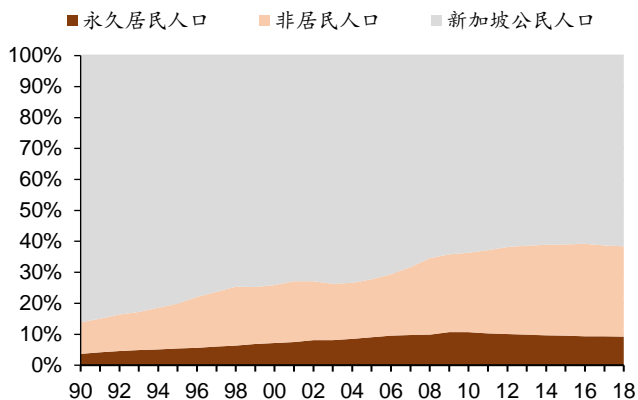
图表7：政府组屋与私人住宅



资料来源：HDB，华泰证券研究所

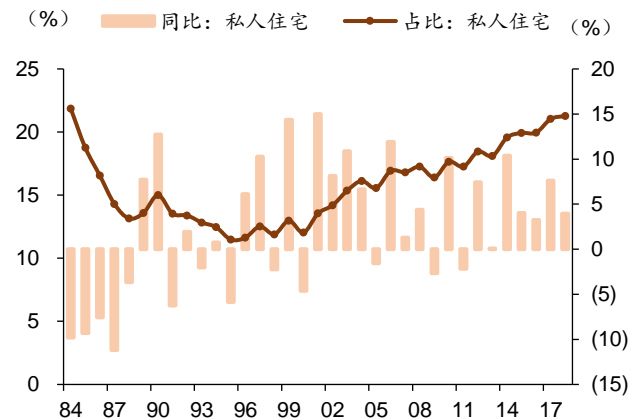
从新加坡人口结构来看，不断增加的外来人口促使私房市场快速发展。由于新加坡的转口贸易特点和开放的移民政策、多元化的宗教背景，新加坡深得外国人移民青睐，永久居民与外国人总数不断增长。但一方面由于政府组屋只面向新加坡本国公民开放，另一方面消费升级带来私人住宅的不断发展，私人房地产市场随之兴起。

图表8：新加坡外来人口占比不断增加



资料来源：新加坡统计局，华泰证券研究所

图表9：2000年后，私人住宅占比不断攀升



资料来源：新加坡统计局，华泰证券研究所

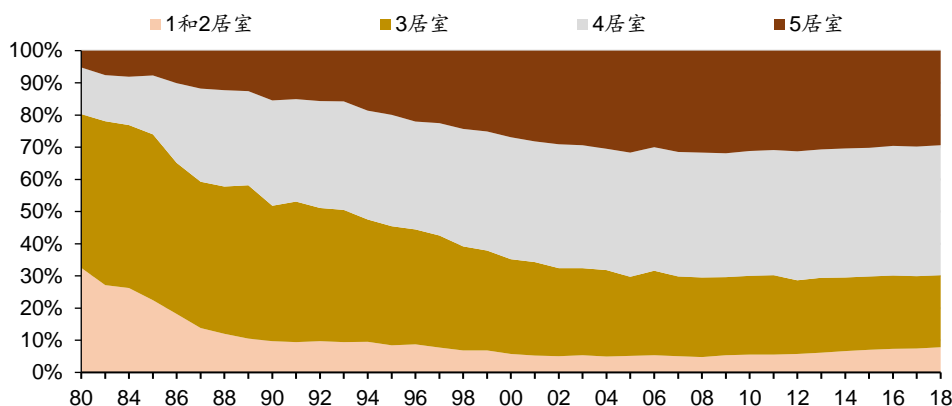
与经济发展相适应的房屋供给体系

第一阶段（1959 年-1964 年）：“只租不售”，“房荒”背景下政府组屋解决低收入群体住房问题。1960 年建屋发展局（HDB）正式成立，作为国家法定机构，建屋发展局承担起改造市区，建设和管理公共住房的职责，并在 2003 年之前一直是政府组屋唯一的房屋贷款提供者。成立之初考虑到解决“房荒”问题的紧迫性与低收入人群的购买能力，建屋发展局在该时期推出的房屋单位主要以低成本住房为主，用于人们租住，并未形成商品房交易市场。

第二阶段（1965 年-1973 年）：供需两端同时发力，加速“自有化”进程。从需求端看，公积金制度出台与贷款补贴激发中低收入群体购房积极性，有效的提升了居民购买力。从供给端看，新加坡土地征用制度改革（详见下文）是组屋价格优惠、数量充足的重要保障。同时，经济的发展促使 1971 年政府逐步放宽转售市场，以增加组屋市场活力、满足居民改善性住房需求。

第三阶段（1974 年-1987 年）：大户型组屋占比大幅增加，中等收入群体开始成为政府组屋供给新的发力对象。1974 年国营房屋与城市开发公司（HUDC）成立，专门面向中等收入家庭建设面积约为 139-158 平方米的大户型组屋（四、五房式）。同时放宽组屋购买条件，凡家庭月收入在 12000 新元（多代家庭为 18000 新元）以下者均可购买，以满足更多中等收入家庭住房需求。

图表10： 1974-1987 年，大户型组屋占比大幅增加



资料来源：新加坡统计局，华泰证券研究所

第四阶段（1988 年-至今）：多元化的需求与高质量的组屋。伴随新加坡经济的高速增长，人们对住房的要求已经从居住属性转向品质追求。一方面，新加坡组屋类型由“阶梯化”不断向“多元化”发展，“夹心层购房—高档组屋—环保住宅—多代共住”的定位变化，体现了人们对于住宅需求的转变。另一方面，为改善居民现有居住条件，建屋发展局制定一系列计划用于升级改造老旧组屋，如 1995 年推出的选择性整体再开发计划（SERS），通过重新开发部分老旧组屋以提高土地利用效率。

“三大机制”共同推动新加坡住房制度平稳发展

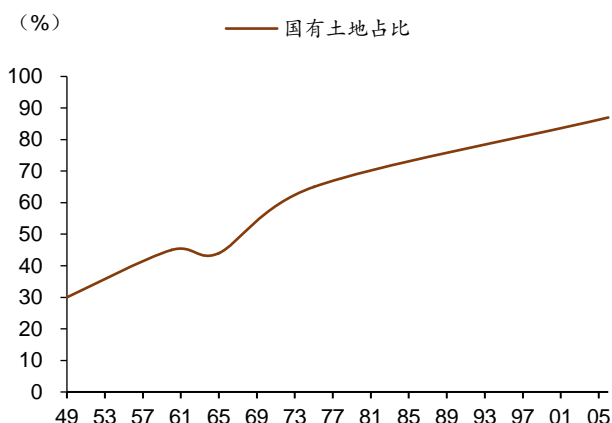
房屋建设机制：土地征用制度及中央公积金制度为住房建设提供用地与资金

(1) 土地征用制度有效保障了政府获地的成本和数量

基于量的角度，1966 年新加坡政府出台的《土地征用法令》规定，政府有权征用私人土地用于国家建设。建屋发展局若需要建造政府组屋，可在任何地方征用土地，从数量上保证了建造政府组屋的充足土地供给，加之征用价格远低于市场水平，国有土地占比持续增长，截至 2018 年已从自治初期的 40% 上升至 90%。

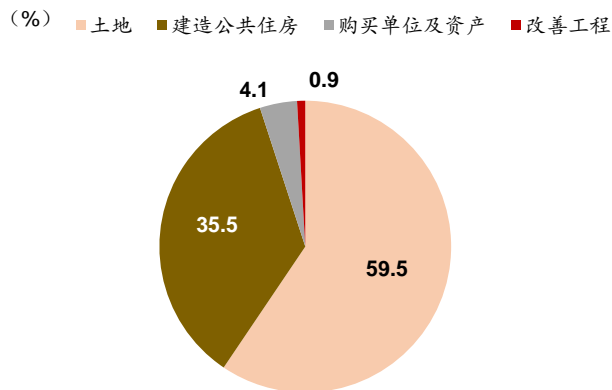
基于价的角度，法令同时规定政府有权利调整征收地价，直至 1995 年才逐渐转向市场价格征地。较低的土地价格从根本上保证了组屋的低房价，建屋发展局的低土地获取成本支撑的组屋低建造总成本使得中低收入家庭能够负担得起组屋。

图表11： 国有土地占比逐年攀升



资料来源：新加坡统计局，华泰证券研究所

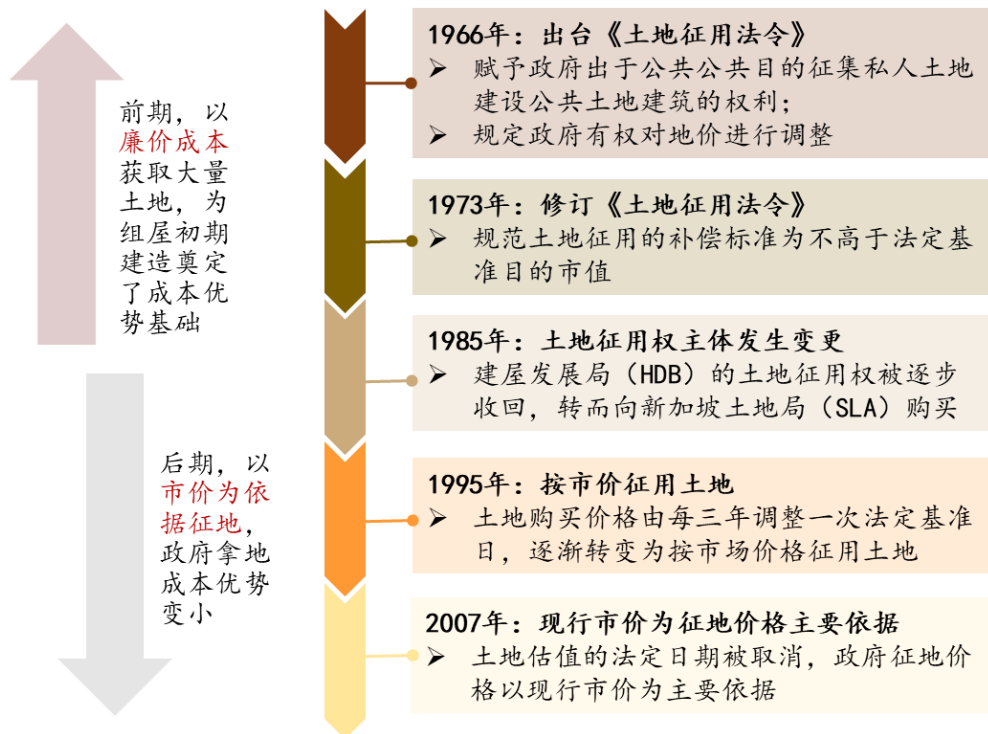
图表12： 2018 年 HDB 资本支出构成



资料来源：HDB 年报，华泰证券研究所

拆迁安置政策，有效地支持了土地征用政策和保障社会福利。1963 年建屋发展局成立了拆迁安置部，主要负责贫民窟、棚户区和私人地域的拆迁工作，实现土地清理和住房建设的同步进行。除此之外，建屋发展局还制定了“总体重建计划”，通过拆除一些房龄高、而楼层不高的旧组屋区用来重新发展。

图表13： 土地征用制度的发展历程

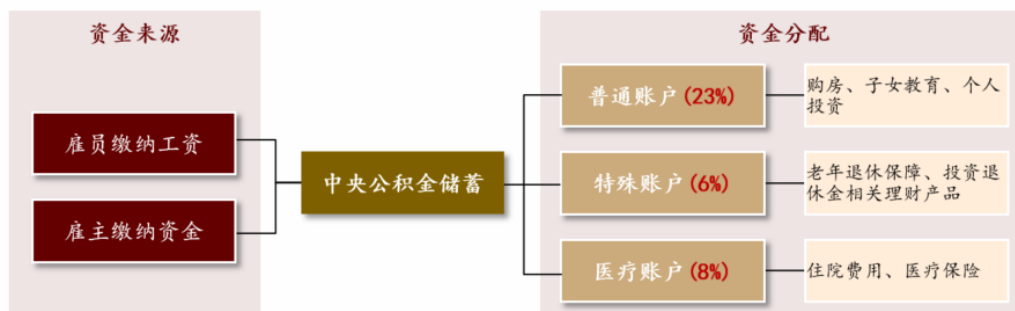


资料来源：HDB，SLA，CPF，华泰证券研究所

（2）中央公积金制度为政府组屋建设提供资金支持

新加坡的公积金制度建立于1955年，建立初期主要用于解决员工退休养老保障问题，1968年起开始用于住房。运行机制上，中央公积金采取封闭式管理，会根据用途分别分配到普通账户（资金分配比例最大）、特别账户、保健账户以保证专款专用，并且强调贷存分离，具有高存低贷的特点。征收机制上，其广覆盖和强制性的特点要求所有新加坡公民和获得永久居留权的居民都必须参与其中。

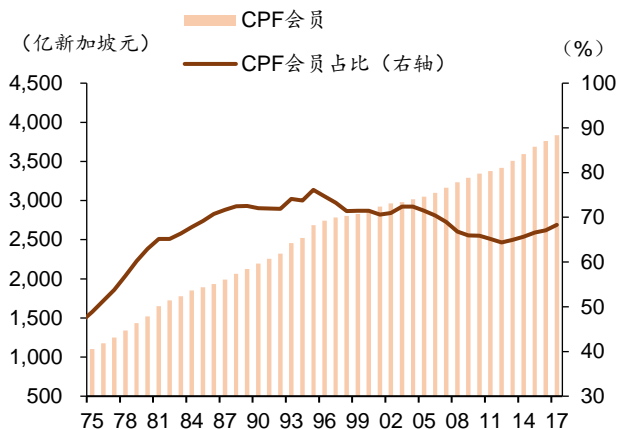
图表14： 中央公积金资金来源与分配



注：该资金分配比例为35岁以下分配方案，雇员与雇主缴纳资金占比37%。

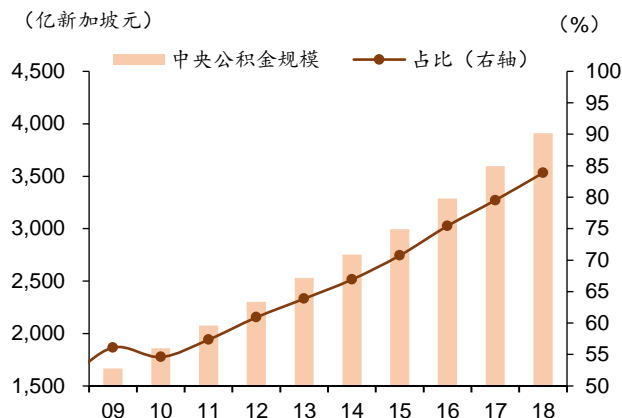
资料来源：新加坡中央公积金局（CPF），华泰证券研究所

图表15: 2017 年中央公积金覆盖率约为 68%



资料来源: 新加坡中央公积金局, 华泰证券研究所

图表16: 中央公积金规模及其占 GDP 的比例



资料来源: 新加坡中央公积金局, 华泰证券研究所

从供给端发力, 公积金制度为建屋发展局注入资金支持组屋建设。中央公积金局利用收缴的会员储蓄存款购买政府债券, 政府再通过专项资金计划将资金投放给建屋发展局, 为其提供稳定而低成本的建设资金, 支持政府“建得起”组屋。

房屋申购机制: 保障刚需人群住房需求, 低息贷款降低购房成本

严控申购资格审核, 抑制房地产投机需求。申购条件上, 政府对组屋的购买设置了严格的收入限制及产权条件, 确保组屋仅为满足中低收入人群的基本住房需求, 而非作为投资对象用于资产增值。

图表17: 申请购买新组屋和二手组屋的条件

	新组屋	二手组屋
公民资格	新加坡公民 一个新加坡公民和一个永久居民	新加坡公民 永久居民申请需等候三年
年龄	核心家庭: 不低于21岁 (订婚夫妇也可申请, 3个月内提供结婚证明) 单身: 不低于35岁	
收入	2-room: 不超过6000, 老年人短期产权不超过12000 3-room: 收入上限为6000-12000, 具体项目有不同的要求 ≥4-room: 不超过12000, 多代同居不超过18000 EC: 不超过14000	没有收入要求
产权	在国内外没有房产, 在过去30个月内没有处理过房产 没有申请过新组屋, 或者只申请过一次组屋	没有组屋和私人住宅产权

资料来源: 建屋发展局 (HDB), 华泰证券研究所

(1) 最低收入群体可租住, 组屋向特定群体倾斜

以极低的价格出租组屋, 解决最低收入群体的居住需求。鉴于最低收入群体不具备购买组屋的能力, 新加坡政府推出“公共租赁计划”, 以保障该群体基本的居住需求。为真正实现保障刚需, 该计划对于申请人的年龄、收入、私产情况均有严格的限定, 同时可以提供的住房类型为早期建设的 1、2 居室组屋。

图表18: “公共租赁计划”相关内容

主要项目		具体要求	
计划类型	家庭计划	(1) 申请人必须为新加坡公民; (2) 申请人的核心家庭中其他成员必须有一个新加坡公民或永久居民	
	单身联合计划	(1) 必须是新加坡公民; (2) 必须是单身人士: ①年龄不低于 35 周岁的未婚者; ②年龄不低于 35 周岁的离婚者; ③丧偶或孤儿	
申请资质			
	年龄	(1) 至少 21 周岁; (2) “单身联合住房计划”申请者至少 35 周岁;	
	收入	家庭月收入不得超过 1500 新元	
	私产	名下无房	
住房类型			
	一房式	(1) 无家庭收入者: 月收入低于 1500 新元的 2 人家庭; (2) 单身联合计划申请者;	
	二房式	月收入低于 1500 新元的 3 人及以上家庭	
租金类型			
		租金	
收入水平 (新元/月)	申请者类型	1 居室	2 居室
	首次申请	26-33	44-75
801-1500	二次申请	90-123	13-165
	首次申请	90-123	123-165
	二次申请	150-205	205-275

资料来源: HDB, 华泰证券研究所

在组屋的分配过程中政府会优先保障初次申购者和“特殊群体”。根据新加坡统计局数据, 对于发展不完全的组屋区, 建屋发展局 (HDB) 配额中初次申购者占比超 70%, 而对于成熟组屋区, HDB 优先分配的力度更强, 该项占比可高达 95%。同时, 组屋分配过程优先向“特殊群体”(老年、育儿、多代等家庭) 倾斜, 而高档的私人组屋住宅 (DBSS) 优先分配程度较低, 执行公寓 (EC) 不再享有优先分配政策。

(2) 从需求端发力, 中央公积金制度保障居民购买能力

1994 年中央公积金局开启住房补贴计划, 覆盖新组屋与二手组屋购买, 补贴力度最高可覆盖购房成本的 90% (二居室组屋)。阶梯化的住房补贴合理助力不同收入群体的购房需求, 靶向性特点显著, 让新加坡居民都能买得起房。另一方面, 公积金可用于支付购房首付、偿还 HDB 贷款本息。

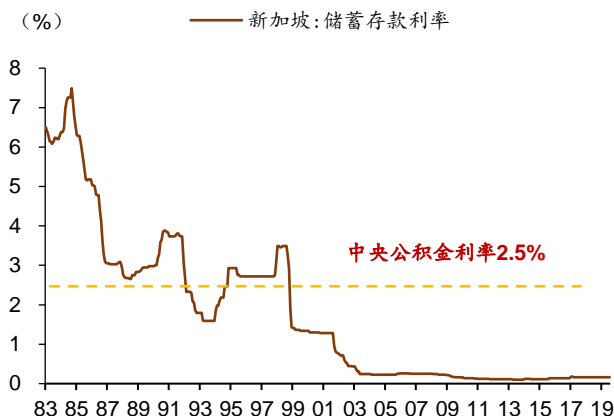
图表19: 中央公积金针对购买新、二手组屋提供住房补贴

用途	补贴对象	补贴金额
购置新组屋	首套申请 (单身)	5000-80000 新元
	二套申请 (单身)	15000 新元
	夫妻申请	2500-40000 新元
	非新加坡公民配偶计划	2500-40000 新元
	单身新加坡公民计划	2500-40000 新元
	EC 公寓住房补助金	
	DBSS 公寓住房补贴金	
购置转售组屋	首套申请 (单身)	5000-50000 新元
	夫妻申请	20000-25000 新元
	就近购房	10000-20000 新元
	非新加坡公民配偶计划	2500-25000 新元
	单身新加坡公民计划	2500-25000 新元

资料来源: 新加坡中央公积金局, 华泰证券研究所

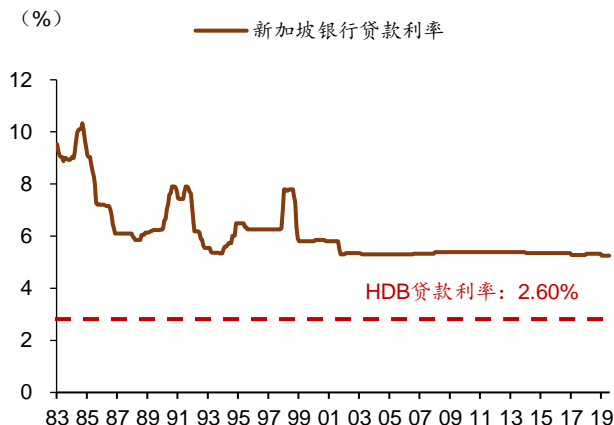
“低”HDB 贷款利率与“高”公积金存款利率维系了住房金融体系的平衡。一方面，新加坡居民通过缴纳公积金可以享受到高于商业银行储蓄存款利率的存款收益。另一方面，相较于普通的商业贷款，建屋发展局（HDB）贷款申请条件更为严格且限于购买组屋，但具有“低首付、低利息”的优惠特点。近 10 年来 HDB 贷款利率维持在 2.6%，显著低于目前新加坡 5.28% 的商业银行贷款利率。这一“高存低贷”的特点，使得居民资产端追求高收益、负债端追求低成本，有效维系了这一金融体系的长久与平衡。

图表20：截止 19 年 7 月公积金存款利率高于同期商业存款



资料来源：新加坡中央公积金局，华泰证券研究所

图表21：截止 19 年 7 月 HDB 贷款利率低于新加坡银行贷款



资料来源：新加坡中央公积金局，华泰证券研究所

房屋流转机制：“劫贫济富”的税收体系与严格的交易限制是抑制投机的重要手段

新加坡的房地产税收制度实施差异化的累进税率，对本国公民、首套住房均实施减免优惠。以此达到保护弱势群体，鼓励居民购房自住的目的。

(1) 交易环节：印花税和所得税覆盖范围广，租售环节均需缴纳。新加坡政府在交易环节征收印花税和所得税主要是用于抑制房屋投机行为，鼓励居民购房自住。相比于并非单独缴纳的所得税（适用于 0-22% 的个人所得税税率），印花税针对住房缴纳要求更为精确。

图表22：印花税相关内容

主要内容
实施累进税制 <ul style="list-style-type: none"> (1) 买方印花税以买卖合同价高低累进 (2) 卖方印花税以持有年限长短累进 (3) 额外印花税以房屋套数累进
区分购买主体 <ul style="list-style-type: none"> (1) 对本国公民、永久居民、外国人、法人实体、房企实施阶梯式税率 (2) 本国公民享受低税率优惠

资料来源：新加坡税务局（IRAS），华泰证券研究所

(2) 保有环节：财产税基于资产年值征收，对自住房屋实施低税率。一方面，财政税征收范围较广，无论是政府组屋还是私人住宅、自住还是租赁，均需缴纳。但另一方面，新加坡政府对自住型住宅采取的整体税率水平是比较低的。

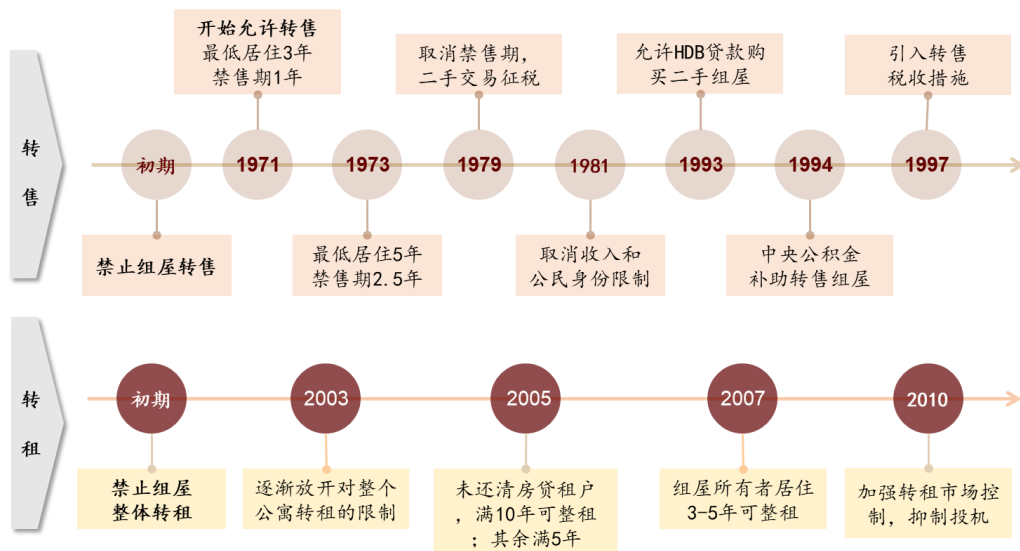
图表23：累进税率存在差异（自住型 VS 非自住型）

年值（新元）	税率	房地产应纳税额
自住型住宅		
8,000 以内（含）	0	0
8,000-55,000	4%	1,880
55,000-70,000	6%	1,880+900
70,000-85,000	8%	2,780+1,200
85,000-100,000	10%	3,980+1,500
100,000-115,000	12%	5,480+1,800
115,000-130,000	14%	7,280+2,100
超过 130,000	16%	9,380+
非自住型住宅		
30,000 以内（含）	10%	3,000
30,000-45,000	12%	3,000+1,800
45,000-60,000	14%	4,800+2,100
60,000-75,000	16%	6,900+2,400
75,000-90,000	18%	9,300+2,700
超过 90,000	20%	12,000+

资料来源：新加坡税务局（IRAS），华泰证券研究所

（3）严格的交易限制进一步抑制投机行为。新加坡政府对于组屋的转售和转租条件具有严格限制。必须满足一系列的资格条件后才能出售，包括所在街区或社区的最短居住期限（MOP），种族融合政策（EIP）和新加坡永久居民（SPR）配额。对于使用了公积金补助政策的房屋，出售时需满足 5 年最低持有期限的规定。在破产或离婚的情形下，还需要满足其他要求，如在离婚时，若公寓所有双方都不是新加坡公民，则在出售公寓之前，必须征得官方受让人的同意。在出租公寓时，对于租期、可出租房型、最大容纳人数等方面均有严格限制。此外，材料造假行为将会受到严厉的惩罚，包括罚款、监禁或二者同时施行，以上措施共同有效抑制了投机行为。

图表24：新加坡转售、转租市场发展历程及相关限制

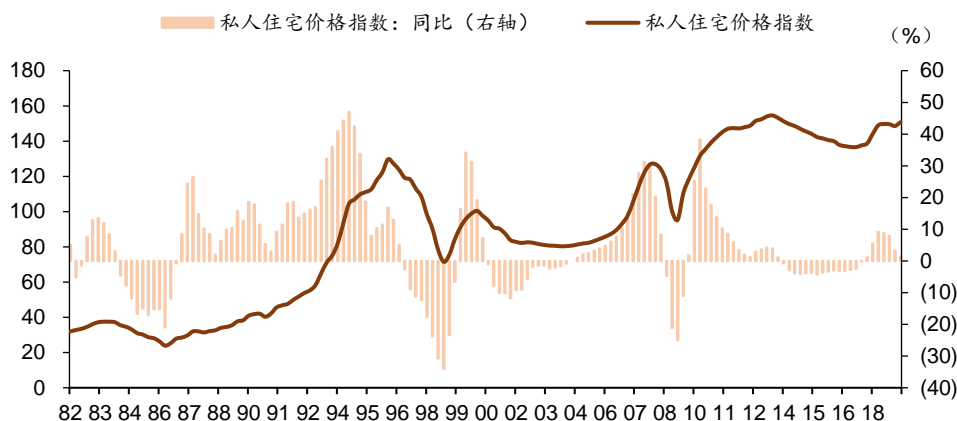


资料来源：HDB，华泰证券研究所

政府的角色：建立长效的调控机制，保持住房政策持续性

以“调控”为核心思想，新加坡住房价格阶梯化分布。新加坡政府没有采取打压房地产发展的方法，而是以组屋与私人住宅双轨制供应为基础对房地产市场实施差异化调控，一方面保障了中低收入人群的基本住房需求，另一方面也保持了私房的市场化活力。相较于政府组屋长期相对低廉的价格水平，私人住宅价格呈不断走高趋势。1975 年至 2018 年期间，新加坡私人住宅价格指数从 8.9 一路攀升至 150.8，上涨近 16 倍。

图表25：私人住宅价格指数快速上涨



资料来源：新加坡统计局，华泰证券研究所

住房政策与时俱进，“居者有其屋”的目标不变。1964 年，时任新加坡第一任总理李光耀先生首次提出“居者有其屋”计划，而后在 1995 年，第二任总理吴作栋也曾明确指出“我们政府的政策就是要让每一个新加坡人都能在自己的国家拥有他自己的切身利益....他们最好的切身利益莫过于在这里拥有一套政府组屋或一套私人住房。”在新加坡领导人的高度关注下，一系列围绕“居者有其屋”的政策不断出台。

制度方面，1966 年颁布了《土地征用法》并于 1968 年进行公积金制度改革。房屋类型方面，除政府组屋外，建屋发展局还对 EC 公寓、HUDC 公寓进行统一管理。EC 公寓（执行共管公寓）于 90 年代末推出，其设施几乎与私人住宅相同，但由于受益于政府津贴，有最短持有期限限制。HUDC 公寓（中等入息公寓）的房屋面积大于其他房型，甚至超过 5 房式政府组屋，但配套设施齐全程度较低，目前已暂停该类型房屋的建设。DBSS 公寓和 3-Gens 公寓由 HDB 与私人开发商联合推出，面向不同需求的社会群体。DBSS（定制型公寓）其设计与定价权归属于私人开发商而非政府，适合中等偏高的收入群体，购买资格审核的收入限制高于执行共管公寓，房屋品质与私人住宅处于同一水平，购房者可直接从开发商处购买。3-Gens 公寓（多代同堂公寓）适合多代共同居住，其目的是鼓励子女与父母同住，更好的解决老龄化问题，提高养老水平。此外，建屋发展局还推出了组屋可持续发展计划，一方面使用创新的设计和新技术来提高公共房屋的资源利用效率，另一方面倡议社区居民采取对环境负责的生活方式。

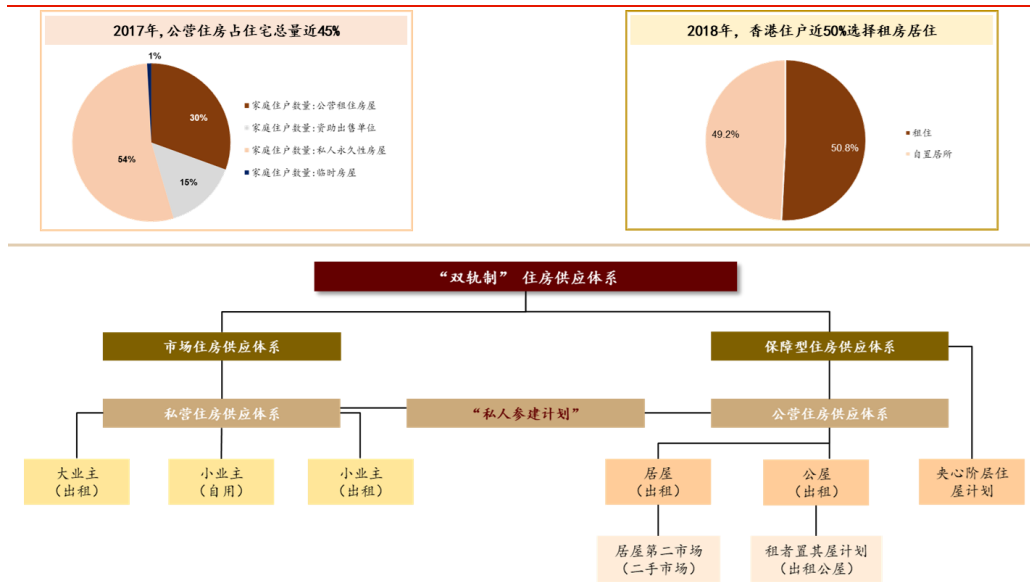
2019 年，为了进一步提高中等收入群体的购房能力，满足购置改善型住房的需求，新加坡政府调高了组屋申购资格审查的收入上限并提供更多的资金支持，如 EC 公寓的最高收入限制由 14000 新元提高至 16000 新元。连续稳定且与时俱进的住房政策为新加坡房地产平稳发展提供了重要保障。

香港特区模式：居者租其屋

香港特区住房供应制度：市场化与保障性住宅并行的双轨制住房系统

香港特区住房供应同样实施政府保障与市场化机制同在的“双轨制”：公营房屋与私人住宅并行。为家庭经济困难的中低收入阶层提供公营房屋，以较低廉的价格租住或购买，满足其基本居住需求。而富裕阶层可以在市场中选择居住环境更优的私人房产。

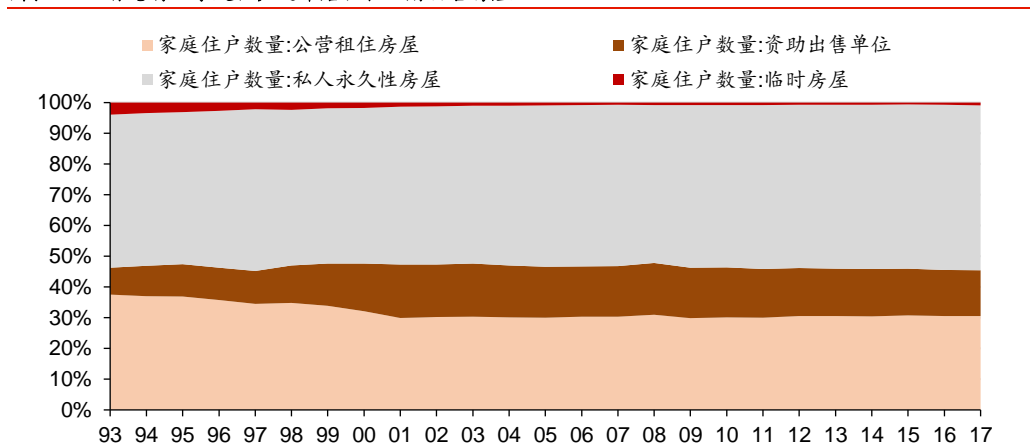
图表26：香港特区住房供应体系示意图



资料来源：Wind，香港房屋委员会，华泰证券研究所

住房结构上，公营房屋与私人住宅平分秋色，结构保持平稳。香港统计署数据显示，政府主导建设的公营房屋居住人数占比接近半数，其中 2000 年后公营租住房屋（公屋）占比略有下降，近几年维持在 30% 左右，而资助出售单位（居屋为主）占比则作为补充升至 16% 左右。私人住宅方面，私人永久性房屋居住人数占据主体，临时房屋份额减少。

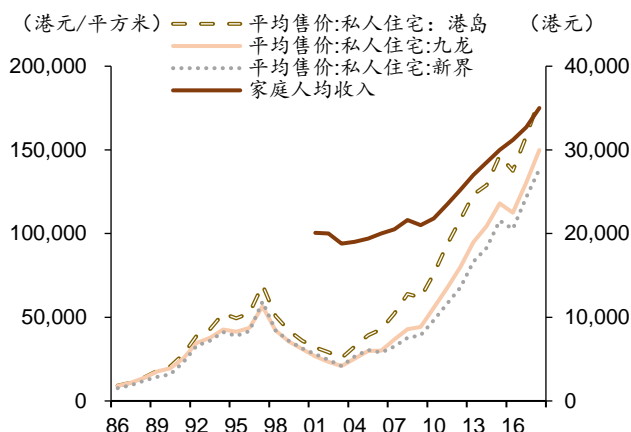
图表27：香港特区家庭住户近半居住在政府公营房屋



资料来源：Wind，华泰证券研究所

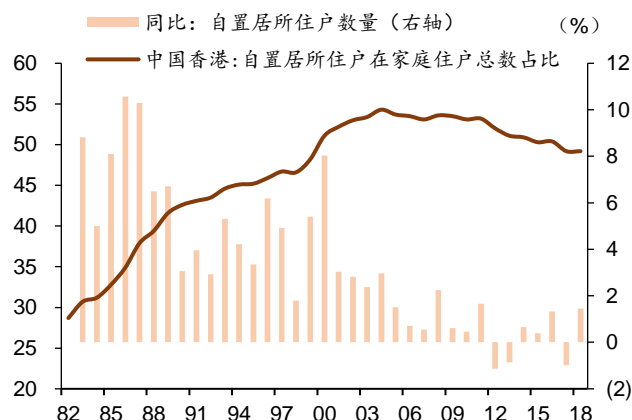
收入增长远不及房价增长，租住被迫成为主导。香港特区房价高企，涨势迅猛，居民收入增速远不及房价，租住比例不断上升。Wind 数据显示，2018 年香港特区有近 130.6 万户家庭选择租房居住，占比超 50%，且仍有缓慢抬升趋势。其中，公营房屋市场中约 61.8% 的住户选择租住居所，是租房市场的主导力量。同时，由于香港特区房价过高，叠加公屋条件偏差、轮候时间过长、申请条件严格等因素影响，私人房屋市场中也有近 36.2% 的住户选择租房而非自置居所。房价增长方面，2001 年至 2018 年末私人住宅价格增幅明显，港岛、九龙、新界均价分别涨 5.7 倍、5.6 倍、5 倍，而家庭人均收入仅上涨 1.7 倍，收入增长远落后于房价增长，导致大量香港特区居民房屋购买力不足，只能选择租住的方式来满足居住需求。

图表28： 香港特区居民收入增速远不及房价



资料来源：Wind，华泰证券研究所

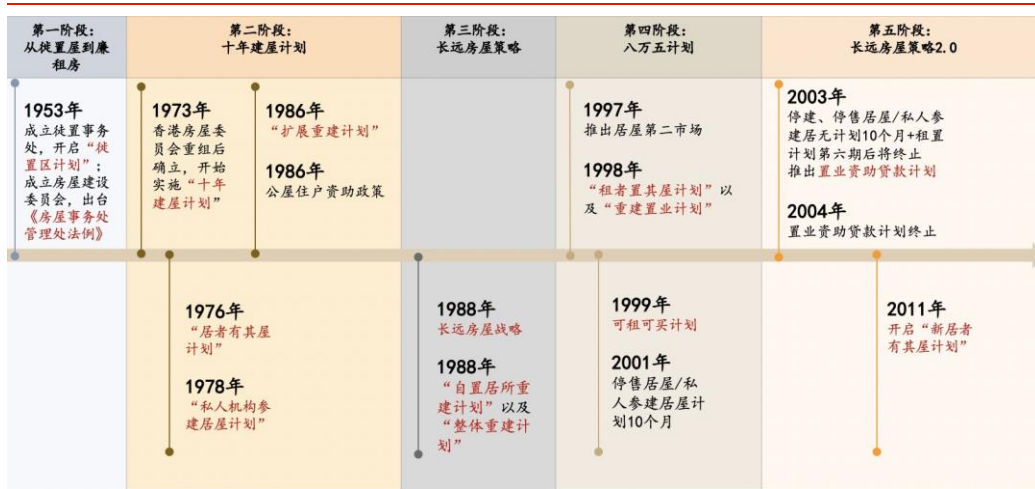
图表29： 2004 年起自置居所住户占比呈缓慢下降趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

香港政府对公营房屋的干预程度不断变化

图表30： 香港特区公营住房体系发展历程图



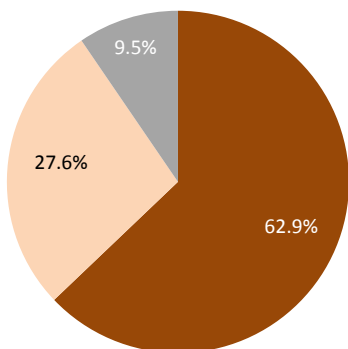
资料来源：香港房屋委员会，华泰证券研究所

第一阶段（1950-1970 年代）：房荒与人口激增日趋严峻，大火危机促“徙置计划”开启。二战后，随着经济复苏吸引大量人口涌入，叠加原有部分房屋在战争中受到破坏，住房供需严重不平衡，租金、房价、地价飞涨。原有以私人发展商建房，由市民购买或转租的房屋供应模式无法满足人们的住房需求，普通民众因无力承受高昂房价被迫居住在条件恶劣的地方。直至 1953 年深水埗石硤尾寮屋区发生火灾，数万名灾民失去居住地，成为社会动荡的潜在因素，港区政府为维护社会稳定于 1954 年成立徙置事务处，开启“徙置区计划”，修建徙置大厦，有效降低了寮屋区火灾频发的风险，也对改善卫生状况，维护社会秩序起到了积极作用。但所兴建的住房品质低于同期香港平均住房水平，且并不具备完整的公营属性。徙置大厦初期的受众群体仅为灾民，且并不具备完整的产权属性，无法转租、转卖。

第二阶段（1970-1980 年代）：正式开启“十年建房阶段”。随着人均可支配收入不断提高，人民对改善居住条件的呼声日益高涨。香港特区政府也意识到改善民生是实现经济持续增长和社会和谐稳定的前提，是亟待解决的社会问题。1972 年港督麦理浩爵士宣布实施“十年建房计划”，希望在 1973 年后的十年间为 180 万香港特区居民提供设备齐全、有合理居住环境的公共房屋单元。1973 年成立房屋委员会，对公营房屋的建造、租赁与出售进行统一管理。1976 年香港特区政府提出“居者有其屋计划”，旨在为中低收入群体提供质量较高，配套设施相对完善，并以成本价出售的公营房屋，让部分普通民众有能力将住宅自有化。“十年建房计划”进一步解决了住房问题，将受益范围从灾民扩大至中低收入群体，为后续的保障性公屋制度奠定基础。但该计划并未全部完成，截至 1982 年末，只完成了 100 万人的公屋建设。

图表31: 1973 年香港特区市民住房类型

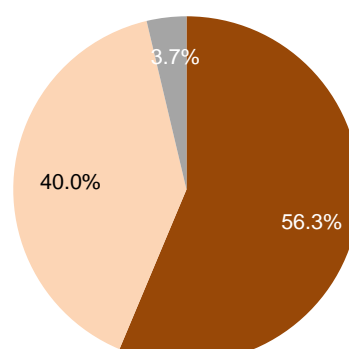
■ 私人住房 ■ 徙置屋 ■ 廉租屋



资料来源:《“长远房屋策略”说明书》, 华泰证券研究所

图表32: 1987 年香港特区市民住房类型

■ 私人住房 ■ 公屋 ■ 居屋



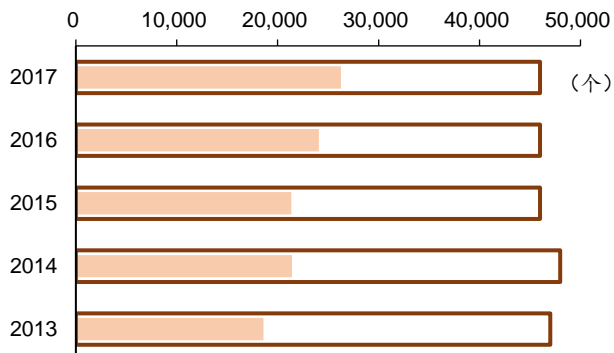
资料来源:《“长远房屋策略”说明书》, 华泰证券研究所

第三阶段(1980-1997 年): “长远房屋策略”成为居民购房时代的转折点。20 世纪 80 年代, 随着香港特区经济的快速发展和政府公共房屋政策的成功, 香港已建成当时世界上最大规模的公营房屋, 容纳了约 45% 的人口, 形成了公营房屋与私人房屋并立的局面。与大规模公屋兴建而来的是财政支出的极速攀升, 为减轻财政负担, 同时也满足居民自置居所的需求, “长远房屋策略”应运而生。政府公屋政策的重心由直接提供住房转为向购房家庭提供优惠政策和金融支持, 鼓励租户由租赁转为购买, 提高自有化率。其中“自置居所贷款计划”配合“私营部门优先策略”共同助力公屋住户及有资格入住公屋的家庭实现“居者有其屋”, 而后推出的“租者置其屋计划”、“重建置业计划”、“可租可买计划”等均为居民购房提供了各方面的补助。这一政策使得大量有能力的租户将房屋自有化, 使中等收入群体、夹心阶层受益。且该计划也使一部分公营房屋得以收回, 将其再次分配给最需要的人群, 促进社会公平, 实现公屋的良性发展。

第四阶段(1997 年-21 世纪初): “八万五计划”失败, 公屋供给减少以稳定地产市场。香港特区政府在香港回归后继续积极发展保障性住房市场, 提出“八万五”计划目标, 即年均提供的公营和住宅单位不少于 8.5 万个, 十年内使自置居所比率达到 70%、楼市政策也相应的转向侧重扩大住房供给。房委会为提高公屋租户的购房能力, 也在 1988 年提出“租者置其屋”计划, 进一步满足公屋居民的房屋购置需求。但在亚洲金融危机的冲击下, 经济衰退, 房价暴跌, 部分私人住宅价格跌至公屋同一水平, 公屋的认购率也大幅下降, 引来社会广泛批评。为走出困境, 2002 年政府发布《公营房屋架构检讨报告书》, 并于 2003 年起减少土地与公营房屋的供给, 无限期中止“居者有其屋计划”及“自置居所资助计划”以维护房地产市场的稳定。此后香港的公营住房政策由积极转为平稳, 公屋发展停滞, 逐步成为由市场主导的局面。

图表33: “长远房屋策略”房屋建设数量远不达目标

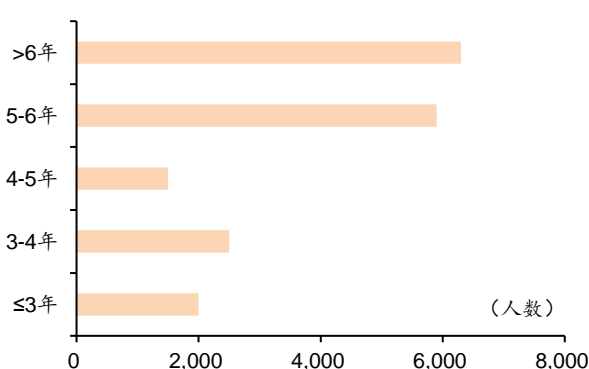
■ 实际落成量 ■ 房屋单位供应目标



资料来源: 香港房屋委员会, 长远房屋策略, 华泰证券研究所

图表34: 2017-2018 年间, 一般申请者公屋平均轮候时间超过 5 年

■ 一般申请者人数



资料来源: 香港房屋委员会, 华泰证券研究所

第五阶段（21 世纪初-至今）：“长远房屋策略”再次颁布，住房危机以期缓解。

为走出金融危机所推出的一系列量化宽松政策，进一步为香港楼市注入资金，房价开始暴涨，且超过亚洲金融危机前的峰值，成为全球房价最高的地区之一。“八万五计划”的失败，使得公营房屋的新增供给大幅减少，居民买房难、条件差、轮候时间长等问题进一步恶化。2011 年，“居者有其屋”计划重启，支持中低收入家庭以私人住宅 60%~70% 的价格自置房屋，2014 年，“长远房屋策略”颁布，该策略计划在 10 年内共修建 18 万套住宅，其中公屋占比 60%。2015 年，“绿表置居计划”被提出，以比传统居屋更低廉的价格帮助公屋租户中符合条件的申请者购买到合适的公屋。根据 2019 年特区政府林郑月娥的《施政报告》中所述，计划将公屋的占比由 60% 提升至 70%，促进公屋市场发展。

图表35： 2011 年新“居者有其屋”计划（月收入 3 万港币以下）

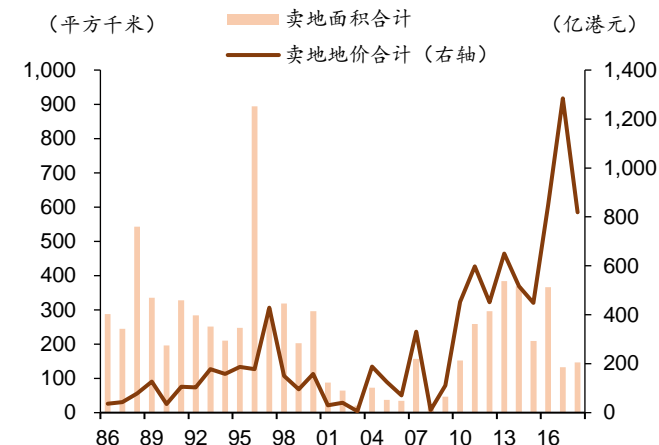
	绿表申请人	白表申请人
房屋价格	低于市价的30%-40%	
房屋购买	可向银行和一些财务机构申请贷款，由房委会为申请人提供贷款保证	
应付定金	5%	10%
贷款额度	95%	90%
还款期限	25年	
配屋选楼	优先待遇	-

资料来源：中国香港房屋委员会，华泰证券研究所

特区房价高企的背后：住宅用地短缺，政府干预不足，住房金融成熟

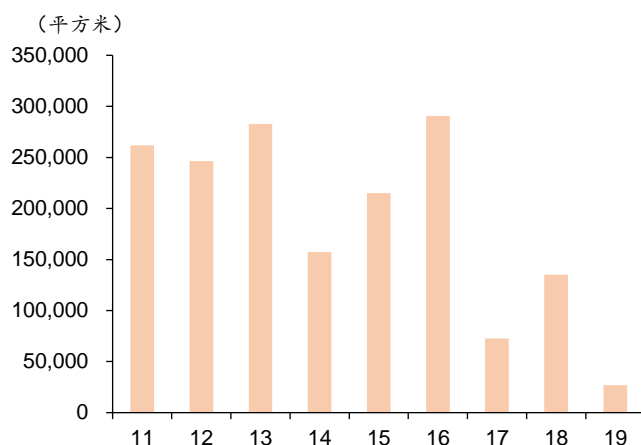
房价高企根源在于土地供应不足。据香港地政总署数据，2018 财年累计卖地面积达 146,230 平方米，其中住宅用地 135,135 平方米，近 10 年间年均水平约为 187,652 平方米。从结构上看，土地出让以住宅用地为主，2016 年后小幅下降，但仍保持在 50% 以上。同时，截至 2018 年香港特区总人口已达 6,504 千人，约为 1984 年人口水平的 1.6 倍，而在此期间住宅用地只增长 1.2 倍。因此相对于人口增长，住宅用地供给不足助推了香港特区房价的快速上涨，现阶段房价水平仍居高难下。

图表36： 香港特区 1985-2018 财年土地出让情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

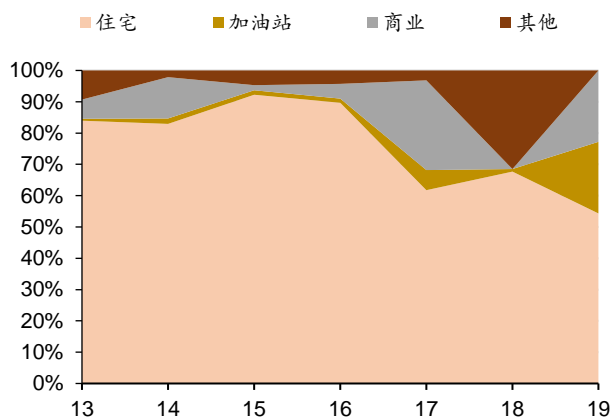
图表37： 香港特区 2011-2019 财年住宅土地出让情况



注：2019 财年是截止 2019 年 3 月 31 日

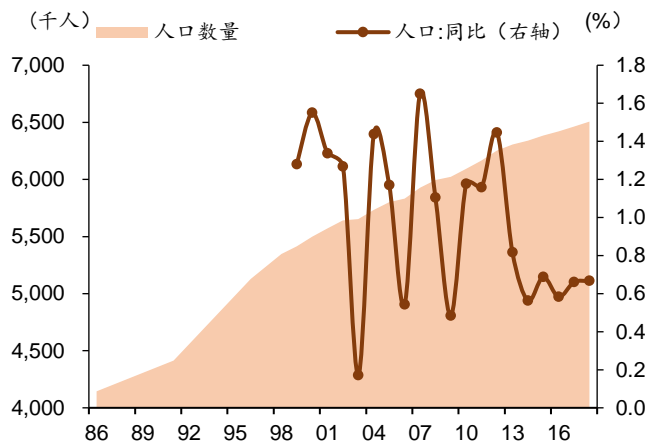
资料来源：香港地政总署，华泰证券研究所

图表38： 香港特区 2013-2019 财年土地出让类型结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

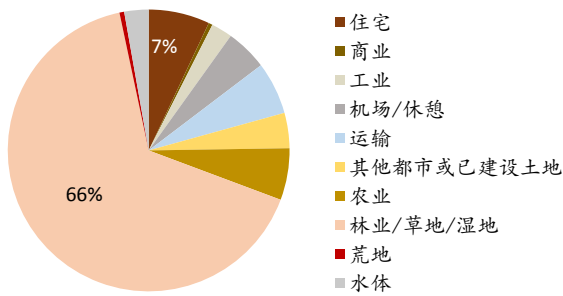
图表39： 1984-2018 年，香港特区人口总量持续增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

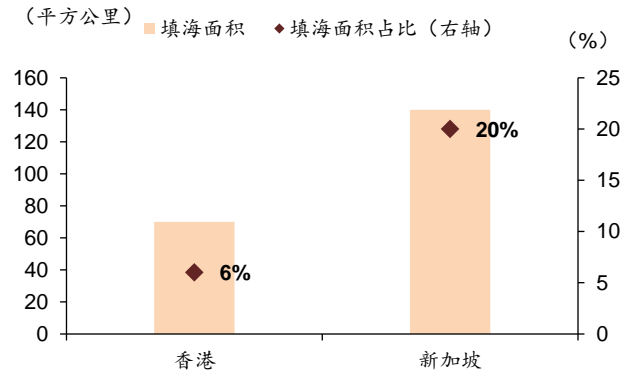
香港特区较低的住宅用地规划比例、放缓的填海造陆节奏共同导致了住宅土地供给状况的恶化。据香港规划署数据，2018 年香港特区土地使用情况中，住宅用地仅占比 7%，远低于大陆住宅用地占比 33.5%（2016 年）。另一方面，香港特区重视生态保护，住宅用地数量有限。对于土地数量有限的地区，填海造地对支撑土地供应意义重大。但 2005 年以来，香港特区填海造地面积大幅减少，对土地供应的贡献程度陡降，填海面积远低于面临相同问题的新加坡。

图表40: 2018 年香港特区土地用途中住宅用地仅占比 7%



资料来源: 香港规划署, 华泰证券研究所

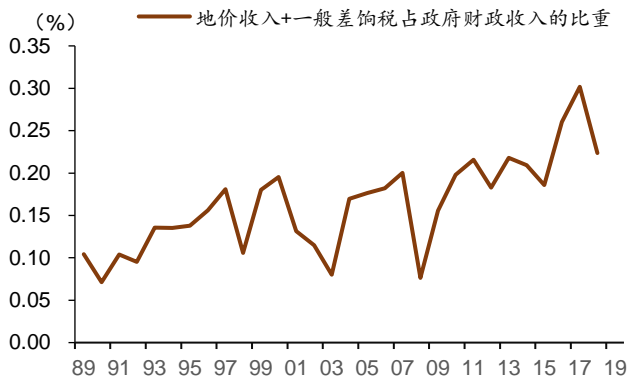
图表41: 截至 2017 年香港特区和新加坡填海面积对比



资料来源: 团结香港基金, 华泰证券研究所

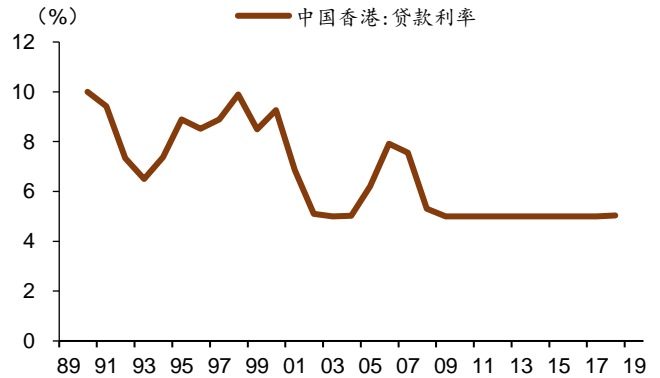
土地收入在财政收入中占比较高, 政府对房价干涉程度较小, “勾地”制度推高地价进而加码房价。03 年 SARS 和 08 年金融危机爆发后, 香港特区政府曾暂停土地出让, 而后为了稳定楼市发展, 重振市场信心, 香港特区政府放弃土地拍卖制度, 转而采用“勾地”方式(土地在正式挂牌出让前, 有兴趣的开发商先找政府表明意向, 承诺愿意支付的地价)进行土地出让, 平均地价显著上涨。2018 年, 地价收入和一般差餉税之和占财政收入的比重达到 20% 以上。高昂的地价成本使得房价被动抬升, 二者相互促进, 使香港居民深陷住房困局。

图表42: 地价收入及一般差餉税在财政收入中的占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表43: 香港贷款利率保持较低水平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

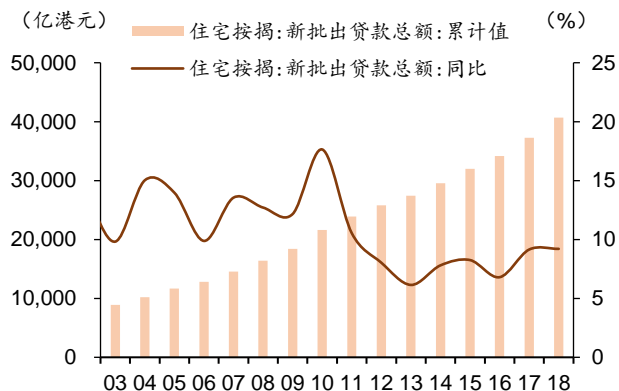
住房金融发展成熟, 偏低的房贷利率, 叠加旺盛的需求, 共同推动房价上涨。个人住房贷款因风险较为分散等优点成为各商业银行偏好的优质资产。健全的法律制度、完善的信用体系、成熟的金融体系构成香港较为安全透明的金融环境。政府对金融运行干预较小, 监管体系公正透明, 有利于形成自由有序的营商环境。香港尊重私产, 保护银行债权, 借款人注重个人信用, 共同维持了香港按揭贷款较低的不良比率。

为了抢占市场份额, 与客户建立长期业务合作, 以便在理财、基金、信用卡、存款等其他方面获取业务收入, 个人按揭贷款业务在香港各大商业银行之间的竞争十分激烈, 利差较小。加之内部特区楼市低迷、外部美国货币宽松, 2012 年以来, 房贷利率呈现稳步下行态势。当前 5 年以上的按揭利率仅为 4.9%, 进一步刺激了居民杠杆购房的热情, 香港特区居民杠杆率自 08 年以较快增速抬升。

图表44： 香港特区楼市按揭业务条款

资料来源：中国建设银行官网，华泰证券研究所

产品创新贴近需求，审批流程高效快捷。市场营销部门负责个人信贷业务的创新，因此具有直接面对市场，贴近客户需求，针对性强，反应迅速等特点。在提出产品创新方案后交由信贷管理部和新产品委员会，讨论计划的可行性并提出风险控制措施。此外，香港商业银行对个人按揭贷款的审批效率很高，资料齐全的情况下，可实现审核结果当天反馈。

图表45： 香港特区按揭贷款余额增速较高

资料来源：Wind，华泰证券研究所

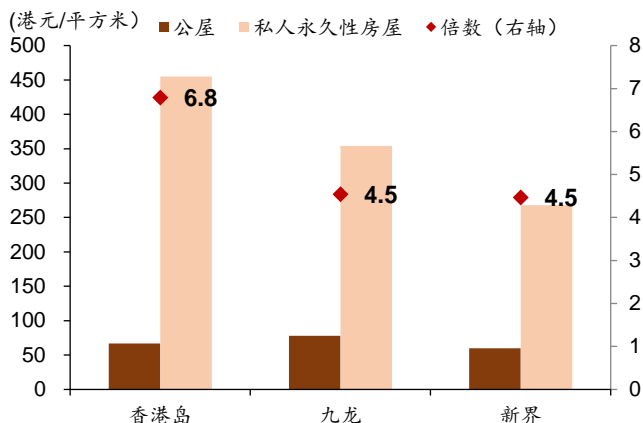
图表46： 香港特区居民杠杆率

资料来源：BIS，华泰证券研究所

特区政府的困境：阶梯化供应出现断层，“夹心层”涌向租房市场

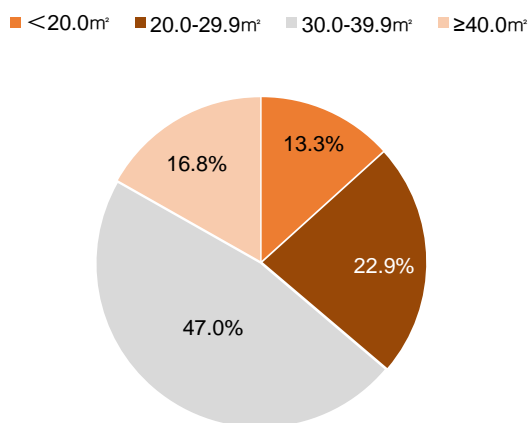
政府公营住房环境恶劣，受众范围有限。根据房屋委员会数据，2019 年政府公营住房的平均租金为 68 港元/平方米，而私人永久性房屋租金高达 359 港元/平方米，约为前者的 5.3 倍。但与公屋低廉的租金相对应的是居住面积狭小、生活环境恶劣，2019 年约有 83% 的公屋面积不足 $40m^2$ ，且近十年期间人均居住面积仅提高 $0.8m^2$ ，标准提高过于缓慢，由此导致一大批处于“夹心层”住房需求的人群选择租房。

图表47： 2019 年公屋及私人永久性房屋租金情况



资料来源：香港房屋委员会，华泰证券研究所

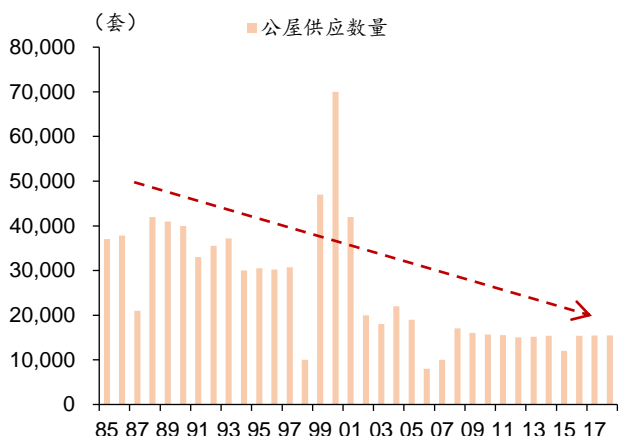
图表48： 2019 年 $40m^2$ 以下的公屋占比约 83%



资料来源：香港房屋委员会，华泰证券研究所

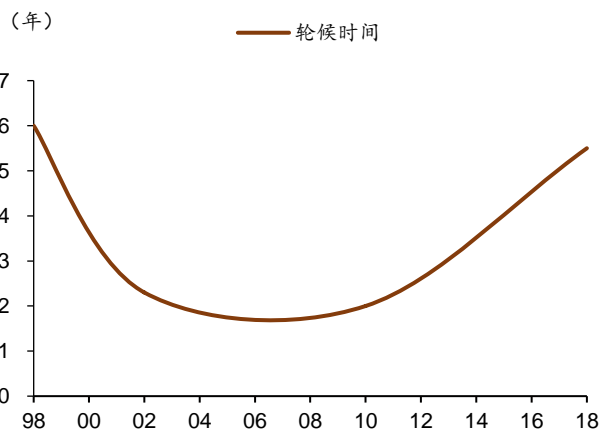
准入严格，轮候时间较长。当前香港特区公屋的平均轮候时长为 5.5 年。相比之下，当前新加坡政府组屋的轮候时长约为 3-4 年。香港特区公屋的准入程序分为受理、初审、再审查和配屋四个阶段，采取“不申请不受理”的方式，申请人需要向香港房屋署提交《公务轮候册申请表》，按照轮候顺序等待更详细的资格审查。同时，房屋署也针对特殊群体制定了优先配屋计划，加之 2002 年以来公屋供应数量大幅减少，导致公屋的排队时间较长。

图表49： 2002 年以来公屋年供应数量大幅减少



资料来源：香港房屋委员会，华泰证券研究所

图表50： 近年来公屋平均轮候时间持续走高



资料来源：香港房屋委员会，华泰证券研究所

阶梯化住房供应出现断层，大量中产阶级购房困难涌向租房市场。1976 年，房委会出台了“居者有其屋计划”，兴建大量资助出售单位（居屋）以解决中等收入阶层的住房需求，而后又陆续推出“私人参建居屋计划”（1978 年）、“租者置其屋计划”（1998 年）、“可租可买计划”（1999 年）等一系列相关政策。但受 2003 年停建、停售私人参建居屋计划长达 10 个月的影响，居屋房源供应量骤降，近年来随着私房价格上升而水涨船高，中产阶级置业出现困难，开始涌向租房市场，自置居所住户占比出现下滑。

图表51：居民收入与房价增速的不匹配，购房压力激增

	2008	2018	倍数
私人永久性房屋价格（港元/平方米）			
香港岛	69,694	177,928	2.55X
九龙	49,803	147,625	2.96X
新界	37,951	123,261	3.25X
私人永久性房屋家庭月收入（港元）			
	25,000	39,500	1.58X

资料来源：香港房屋委员会，Wind，华泰证券研究所

综上所述，新加坡与香港类似，人口密度高，土地面积较小，但新加坡实现了“居者有其屋”的目标，而香港由于房价涨势迅猛，居民购买房屋能力不足，被迫形成了“居者租其屋”的局面。原因主要包含以下几个方面：（1）新加坡实施土地征用制度，为政府建造组屋提供了充足的土地供给和较低的土地价格；而香港由于住宅用地规划低，填海造陆节奏放缓等因素造成住宅用地短缺，叠加“勾地”制度，进一步推高土地价格。（2）新加坡的住房金融受控于严格的购房资格审查与交易限制之下，金融工具有效提高了居民的购房能力；而香港缺乏相应的审查机制，多样的按揭方式与较低的贷款利率，进一步刺激了居民杠杆购房的热情。（3）新加坡政府的住房政策具有连续性且与时俱进，为新加坡房地产平稳发展提供了重要保障；而香港政府在面临经济冲击时，便减少了土地与公营房屋的供给，无限期中止“居者有其屋计划”及“自置居所资助计划”以维护房地产市场的稳定。此后，香港房价飞涨，成为全球房价最高的地区之一，陷入高房价的困境。

风险提示

- 1. 房地产税法落地时间超预期。**2019 年全国人大二次会议指出，针对房地产税法，相关部门正在完善法律草案、重要问题的论证等方面的工作，待条件成熟时提请全国人大常委会初次审议。当前我国外部风险加剧的情况下，内部经济下行压力也有所加大，此时若房地产税法落地，对房地产投资可能存在显著冲击，经济失速的担忧也会提升。
- 2. 房地产政策受宏观环境影响。**我国房地产政策往往肩负着宏观逆周期调节作用，在经济下行周期可能放松需求侧调控，往往会引起房地产市场较大波动，不利于长效机制的构建。

参考资料

- 夏磊. 恒大研究院. 新加坡如何实现“居者有其屋”？——新加坡住房制度启示录 2018-09
- 夏磊. 恒大研究院. 高房价之困——香港住房制度反思 2018-11
- 郭伟伟. “居者有其屋”——独具特色的新加坡住房保障制度及启示[J]. 当代世界与社会主义, 2008(06):162-167.
- 赵红艳, 施琳琳. 他山之石 可以攻玉——瑞典、美国、新加坡住房保障制度体系借鉴[J]. 城市开发, 2007(12):83-85.
- 李扬, 汪利娜, 殷剑峰. 普遍住房保障制度比较和对中国的启示[J]. 财贸经济, 2008(01):37-43.
- 周冉. 住房保障制度国际比较[J]. 社会福利(理论版), 2020(07):21-26+33.
- 王紫荆, 梁印龙, 邵挺. “居者难有其屋”：香港公屋政策发展演变与启示[J/OL]. 国际城市规划:1-10[2020-09-18].

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张继强、芦哲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司