

不一样的地产周期： 从“同起同落”到“城市分化”

核心观点

- **长周期情况：中国房地产将告别暴涨时代。**人口增长拐点将至，出生率逐年下降；劳动力人口数量下降，社会老龄化趋势明显；城镇化率高增速不再，发展进入后半程；区域发展不均衡，一线城市常住人口增量放缓，部分三线城市已发生人口净流出；城镇居民可支配收入高增长时代已成为历史，居民杠杆率中长期持续提升。
- **房地产行业基本面呈周期性变化。**2005 年以前，受人口红利、房改政策红利、城镇化快速推进的共同作用，房地产行业基本面长周期向好，此后受政策调节影响，小周期分化凸显。到目前为止，大致每三年左右可划分为一个小周期。
- **四轮小周期特点总结。**05-08 年小周期：房地产市场整体偏热，政策调控趋严；08-11 年小周期：房地产逆周期对冲金融危机，政策作用显著；12-14 年小周期：经济增速放缓，行业政策与宏观相对对冲；15-至今小周期：供给侧改革下房地产重点去库存，因城施策效果显著。
- **本轮呈现周期性结构错位，分化叠加下长尾效应突出。**本轮周期拉长的主要原因在于各地城市分化显著，一二三线城市周期结构错位、依此轮动，总体走势受区域效果叠加的影响，变动趋势放缓。
- **房地产市场总体展望：**销售增速有望见底；开发投资增速预期缓步下行；土地市场短期承压，长期有望回温，但增速有限；房价同比增速将表现为总体稳定、小幅震荡；政策矛盾点初步浮现，未来“一城一策”分化凸显。
- **各城市能级下周期变化预测：**一线城市迎来新周期；二线城市市场回暖，具有韧性；三四线城市进入回调期。
- **2019 年行业基本面大概率下行但勿需过度悲观。**预计整体房价涨幅 1%；全年销售面积增速预计为-2%到-3%之间；销售金额同比增速 2%到 4%；投资层面，我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响，预计房地产投资增速将缓慢下滑，全年增速预计为 8%-10%。

投资建议：回顾本轮调控情况，政策的长周期为最大特征，维持房价稳定成为整个周期的主旋律，“因城施策”在平衡房价与城镇化进程、人才引进、都市圈发展中发挥了重要作用。因此，未来进一步推进“一城一策”的实施，适应城市差异化发展进程将成为未来政策发力的重点。在不同城市能级周期分化的环境下，精准布局一二线城市、享有融资优势的房企具有中长期配置价值。我们推荐业绩确定性强、资源优势明显、市占率有较大提升空间的万科 A(000002)、保利地产(600048)、招商蛇口(001979)，低估值、高股息、周转能力较强的金地集团(600383)，销售增速高于行业平均，业绩释放较充分的阳光城(000671)。

- **风险提示：**销售超预期下行，政策调控加码

房地产行业

推荐 维持评级

分析师

潘玮 房地产行业分析师

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

特别鸣谢

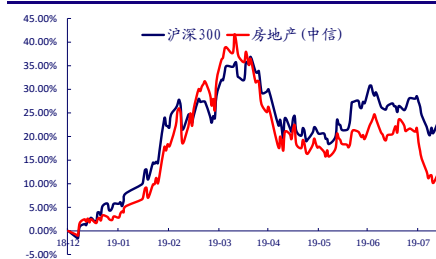
王秋衡

☎：(8610) 8635 9285

✉：wangqiuhe@chinastock.com.cn

实习生 白杨 为研究报告提供支持

相对沪深 300 表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

目录

一、 房地产行业周期性规律	3
(一) 长周期情况: 中国房地产将告别暴涨时代	3
1、人口增速放缓, 老龄化结构开始凸显	3
2、中国城市化已进入后半程, 区域分化显著	4
3、城镇居民可支配收入高增长时代已成为历史, 居民杠杆率中长期持续提升	5
(二) 行业历史走势回顾, 历经四轮小周期	6
1、宏观经济周期性调节影响房地产周期	6
2、房地产行业基本面周期变化	8
3、房地产政策调控	10
二、 05-08 年小周期: 房地产市场整体偏热, 政策调控趋严	11
(一) 基本面回顾: 2005. 05-2007. 10 上行周期, 2007. 11-2008. 08 下行周期	11
(二) 政策回顾: 货币从紧, 政策调控稳房价	14
1、宏观政策调控: 贸易顺差下通胀压力增大, 货币政策由“稳健”转向“从紧”	14
2、行业政策调控: 稳房价是调控主旋律	15
三、 08-11 年小周期: 房地产逆周期对冲金融危机, 政策作用显著	17
(一) 基本面回顾: 2008. 09-2009. 11 上行周期, 2009. 12-2011. 12 下行周期	18
(二) 政策回顾: “四万亿”带来流动性宽松, 房价上涨政策转向从紧	20
1、宏观政策调控: 次贷危机影响出口, “双防”转向“保增长、扩内需”	20
2、行业政策调控: 政策先行趋势明显, 调控作用显著	21
四、 12-14 年小周期: 经济增速放缓, 行业政策与宏观相对冲	24
(一) 基本面回顾: 2012. 01-2013. 02 上行周期, 2013. 03-2015. 02 下行周期	24
(二) 政策回顾: 宏观经济增速放缓, 行业政策重在“稳”	26
1、宏观政策调控: 经济增速放缓, “稳增长”下政策保持稳健	26
2、行业政策调控: 行业政策对冲宏观放松, 保障性住房建设成重点	27
五、 15-至今小周期: 供给侧改革下房地产重点去库存, 因城施策效果显著	30
(一) 基本面回顾: 2015. 03-2016. 04 上行周期, 2016. 05-至今下行周期	30
(二) 政策回顾: 供给侧改革成主线, 房住不炒、因城施策促进健康发展	32
1、宏观政策调控: 供给侧改革下, 房地产去库存成主线	33
2、中央行业政策调控: 贯彻实施“房住不炒”定位, 推进建设长效机制	33
3、地方行业政策调控: 城市区域分化下, 因城施策影响显著	37
六、 本轮小周期特点及未来发展趋势	45
(一) 本轮小周期特点总结	45
1、市场“冰火两重天”推动因城施策出台	45
2、周期性结构错位, 分化叠加下长尾效应突出	46
3、销售放缓与库存下滑并存, 政策打压下补库存意愿不减	47

4、建安费用与土地购置相互抵补，房地产投资长期保持韧性	48
(二) 销售同比为政策调控的先行指标	48
(三) 本轮周期预测及政策展望	49
1、房地产市场总体展望	49
2、各城市能级下周期变化预测	51
七、 投资建议	53
八、 风险提示	53

一、房地产行业周期性规律

商品房作为兼具消费属性与投资属性的商品，房地产行业在价、量变动上呈现出长短周期结合的特点。从消费属性看，人口数量、结构的变动以及城市化进程的演变都是决定房地产市场长期趋势的慢变量，决定了行业长周期的发展规律；而政府主导的行业政策、货币政策作为影响房地产的投资属性的快变量，随着宏观经济周期的波动带动房地产小周期形成。1998 年《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》的颁布，标志我国房地产全面进入市场化阶段，房改红利的刺激，加之人口数量稳步增加、劳动力人口比重大、城镇化速度快，使得房改后的 10 年成为房地产市场高速发展的成长期。受 2008 年全球金融危机波及，我楼市随宏观经济一同受到冲击，行业进入成熟调整期，作为政府调节经济的重要手段，在政策驱动下，行业的小周期特征分化明显。

（一）长周期情况：中国房地产将告别暴涨时代

1、人口增速放缓，老龄化结构开始凸显

人口增长拐点将至，出生率逐年下降。自 20 世纪 90 年代以来，人口总量虽呈现每年增加的趋势，2008 年、2019 年作为两个拐点将增长速度划分为三个阶段，2008 年之前，人口增长率均维持在 0.5% 以上的高位增长水平，2008-2018 年这十年人口增长较为平稳，在 0.4%-0.5% 的范围内波动，根据 IMF 的预测，2020 年后我国人口增速将呈现明显下滑。从出生人口看，建国以来，我国已经历了三次婴儿潮，1950-1957 年、1962-1975 年、1981-1993 年每年出生人口均在 2000 万人以上。出生率已从上世纪 80 年代的 20% 以上，下降到 12% 左右，2014 年单独二孩放开、2016 年全面放开二胎政策效果并不显著，难以形成第四轮婴儿潮。

图 1 中国人口增速放缓

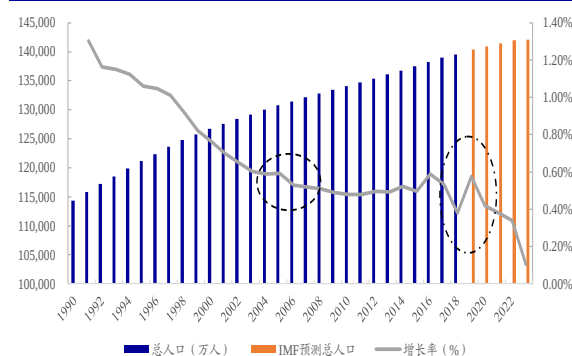
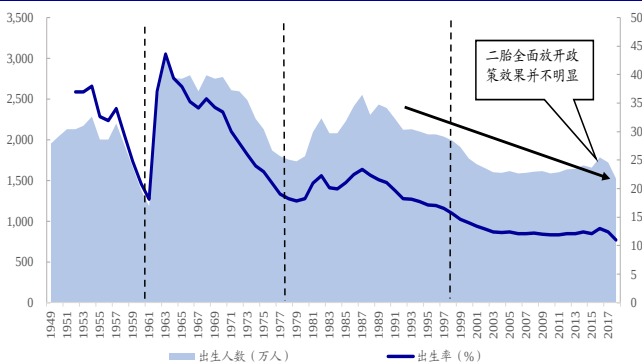


图 2 出生人口及出生率变动情况



资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

劳动力人口数量下降，社会老龄化趋势明显。15-65 周岁的劳动年龄人口自 2014 年达到峰值 100557 万人后，开始逐年减少，2018 年劳动力人口为 99394 万人，占总人口比重 71.24%。虽然总量上看人口红利变动不明显，但结构问题不容小觑，对比 2000 年与 2017 年的人口年龄分布，我国劳动年龄人口已从小于 40 岁为主转变为 40 岁以上为主，1962-1975 年出生的人口在未来五年后将快速退出劳动力市场。人口老龄化比例从 1984 年的 5%，到 2014 年已突破 10%，仅耗时 30 年，甚至快于日本的 35 年。由于 20-60 岁的劳动力是具备住房需求与购房能力的潜在人群，新增人口下降、老龄人口比重提高促使置业人群开始萎缩，房地产需求受影响。

图 3 劳动力人口结构变化情况

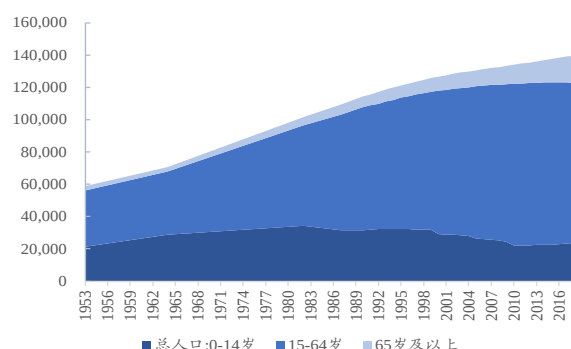
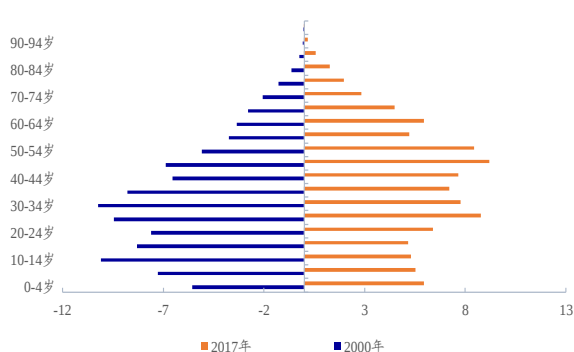


图 4 人口年龄结构变化



资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

2、中国城市化已进入后半程，区域分化显著

城镇化率高增速不再，发展进入后半程。1998 年-2018 年，城镇化率在 20 年内从 33.35% 增长至 59.15%，平均每年上升 1.3%。2018 年美国、英国、日本、韩国的城市化率分别为 82.26%、83.40%、91.62%、81.46%。相比于发达国家的都市化水平，我国城市化虽仍有空间，但发展速度已大幅下降，2018 年增速仅为 1.81%。城镇化带来的住房需求是推动房地产业繁荣的重要力量，而人才在向城市聚集过程中，定居带来的住房刚性需求较高，但高房价的存在反过来会成为人才引进的壁垒，有碍于城市的进一步扩张。

区域发展不均衡，一线城市常住人口增量放缓，部分三线城市已发生人口净流出。2006-2010 年是中大型城市人口流入的高峰期，一线城市每年常住人口增长约 300 万人，三线城市增长 850 万人，2011 年后人口增量明显下降，2018 年一线城市人口流入不足 30 万人，同比下降 72%，三线城市从 17 年起人口变动已转为净流出。根据不同城市之间的房地产价格变化可将房地产市场划分为两个阶段，在 2015 年以前，一二三线城市房地产价格变动始终同步调节，2015 年以后，不同城市的住宅价格指数同比呈现排浪式变化，一线引领二三线趋势明显。

城镇化转向都市化，打造京津冀、沪宁杭、粤港澳城市群。受技术革新、要素流动、产业更替的影响，区域发展正由传统的省域、行政区向城市群转变。打造三大“世界级”都市圈进程中，城市群中二线城市有望受益于城市化发展，成为新增长点。

图 5 中国城镇化进程

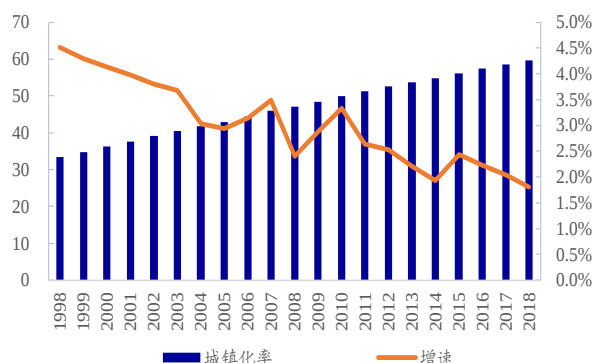
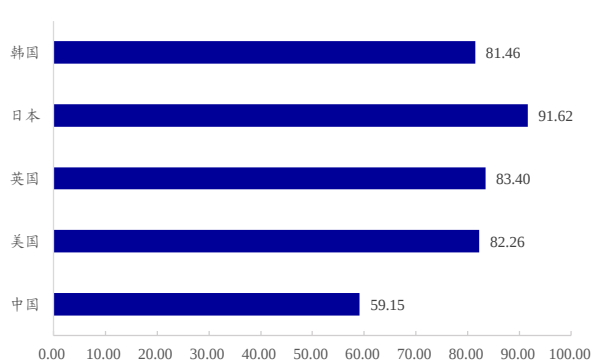


图 6 主要国家城市化率对比（2018 年）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7 住宅价格指数出现区域分化

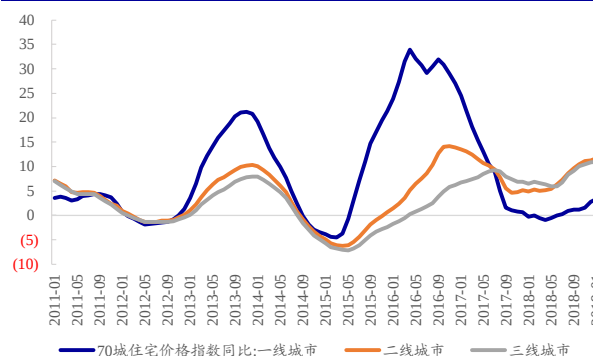
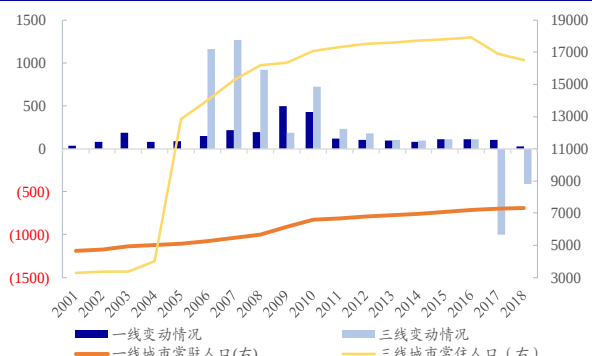


图 8 一线、三线城市常住人口变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3、城镇居民可支配收入高增长时代已成为历史，居民杠杆率中长期持续提升

近两年，我国居民储蓄率趋势性下行，在 2010 年达到历史高位 51.17% 后逐步回落，根据 IMF 预测，未来五年国民总储蓄率将下降至 41.61%。一方面源于收入增速下滑，2018 年城镇居民人均可支配收入为 39251 元，同比 7.8%，年均增幅 15% 左右的收入高增长时期已成为历史，2013 年以来增速回落至 10% 以内，老龄化加速也使得创收人口数量下降。另一方面则受居民部门负债率快速提升的影响，2010 年之前，中国家庭的杠杆率还很低，维持在 20% 以内，到 2018 已攀升至 53.2%。房价的提升强化了居民对房地产的配置，住房贷款余额占国民总储蓄比重已接近 60%。在宏观经济面临下行压力环境下，居民杠杆率的持续提升或将抑制需求释放，对房地产的购买力难以提升。

图 9 城镇居民人均可支配收入增速放缓

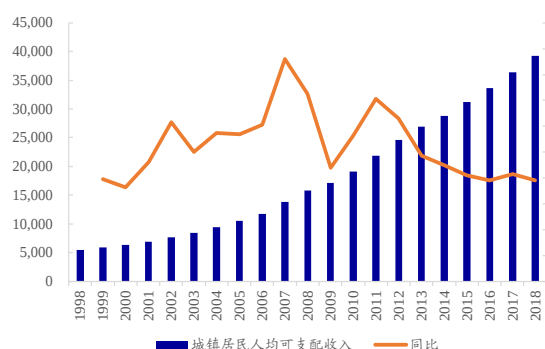
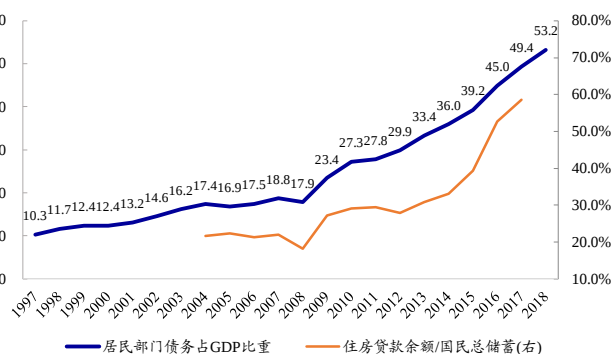


图 10 居民部门杠杆率提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（二）行业历史走势回顾，历经四轮小周期

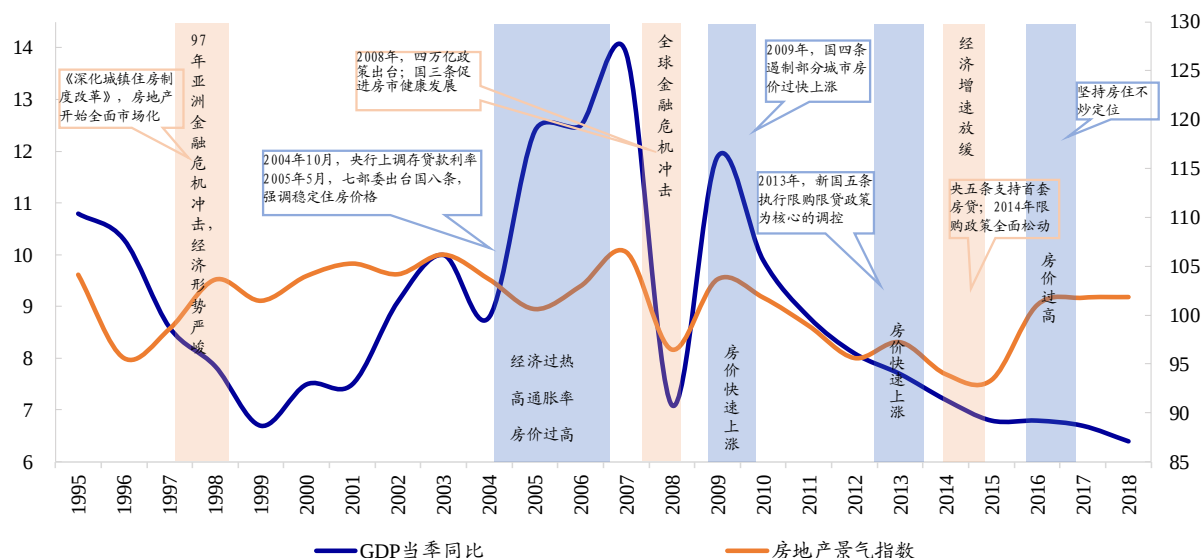
房地产作为现代社会主要的财富存在形式，房价上涨成为民生问题，而房地产行业占 GDP 比重高达 10%更使得政府有充足理由通过政策驱动调控房地产市场，以平滑经济周期波动，调控宏观经济平稳运行。

1、宏观经济周期性调节影响房地产周期

房地产行业作为经济支柱行业，成为政府平滑经济周期的重要对象。当受金融危机冲击、外部及周期性因素、产业结构调整的影响，宏观经济疲弱时，政府通常选择借由扶持房地产行业发展，带动产业链上下游行业，房价的上涨同时刺激居民的消费、投资，促使经济走出萧条时期。当经济过热、房价飙升时，抑制通货膨胀、防止房地产泡沫滋生则成为调控的主要目标。此外，给楼市适时降温还可将居民的购房需求积攒起来，培养有效购买力，待到下一轮周期到来时能够释放需求，从而拉动经济。

1998 年、2008 年、2014 年分别受金融危机影响、经济结构问题凸显，GDP 同比大幅下降，宏观基本面收紧，为刺激经济政府出台了《深化城镇住房制度改革》、四万亿等政策，将房地产行业作为支柱行业，市场化改革后的楼市火爆，房地产景气指数带动 GDP 率先上升。2005 年、2009 年、2013 年在 CPI 快速增长之后高通胀显现，房价飙升，为抑制宏观经济过热，政府采取收紧流动性、出台房地产限购政策等措施给楼市降温。

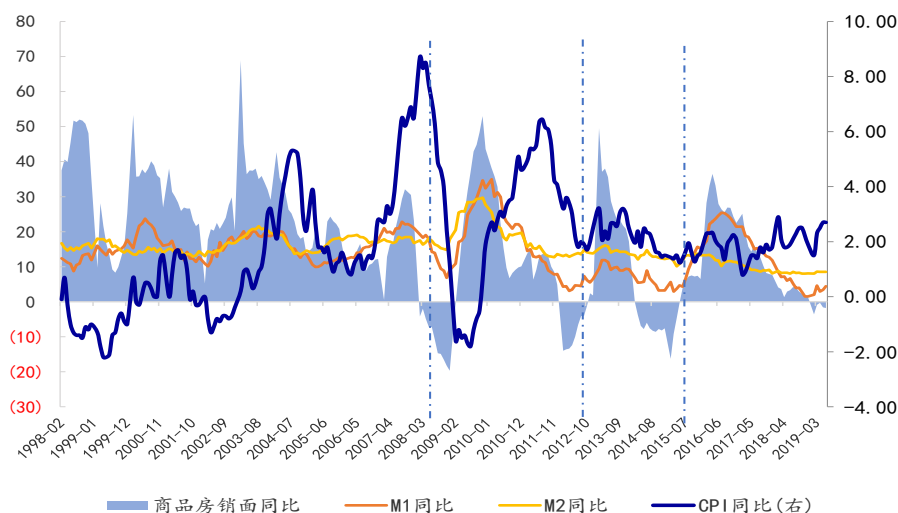
图 11 房地产周期随经济周期波动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

房地产行业作为顺金融周期行业，与信贷周期联系紧密，受市场流动性影响大。房地产作信贷抵押品，房价波动对宏观经济具有金融加速器作用。在房价高涨时，房屋土地价值高，能获得更多信贷支持进一步投资于房地产市场，导致“价量双高”，形成信贷-房价的自我加速机制。可以看到，楼市销量好的时期，往往也是 M1、M2 快速增长时期，市场流动性增加反映为居民现时购买力上升，房地产刚性需求、投资需求得以满足。反之，货币供给收紧时期，房地产市场销售情况大幅回落。同时，房地产市场繁荣程度对物价水平的影响显著，商品房销售面积变动通常领先 CPI 同比，表明政府通过调控房地产市场能有效调节宏观经济。

图 12 房地产行业受流动性影响

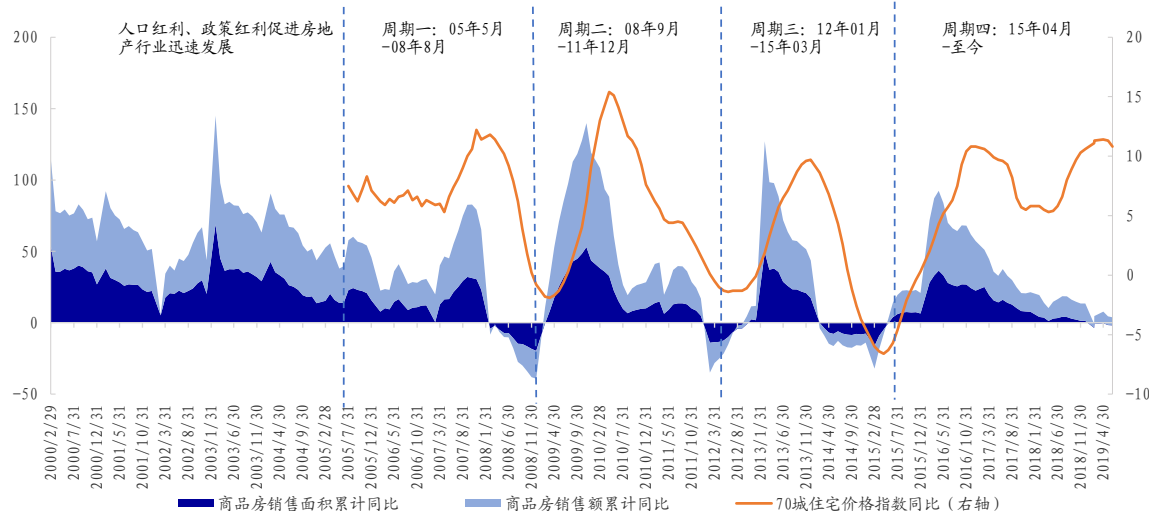


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2、房地产行业基本面周期变化

2005 年以前，受人口红利、房改政策红利、城镇化快速推进的共同作用，房地产行业基本面长周期向好，此后受政策调节影响，小周期分化凸显。到目前为止，大致每三年左右可划分为一个小周期。第一个小周期从 2005 年 5 月房价同比下降起，到 2008 年 8 月，共历时 38 个月；第二个小周期从 2008 年 9 月房价负增长开始，到 2011 年 12 月，共历时 40 个月；第三个小周期从 2012 年 1 月起，到 2015 年 3 月，历时 39 个月；第四个小周期从 2015 年 4 月开始一直持续至今，已历时 54 个月。不同于以往平均三年一个小周期的规律，各线城市周期位置出现分化是导致本轮小周期呈现出周期性延长的原因所在。一方面在棚改政策的刺激下，三四线城市快速去库存致使商品房销售情况出现分化，另一方面因城施策的方针逐渐淡化中央直接调控，政策从“自上而下”转化为“以下为主”，让各城市的调控手段更加灵活。

图 13 房地产行业周期性显著



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

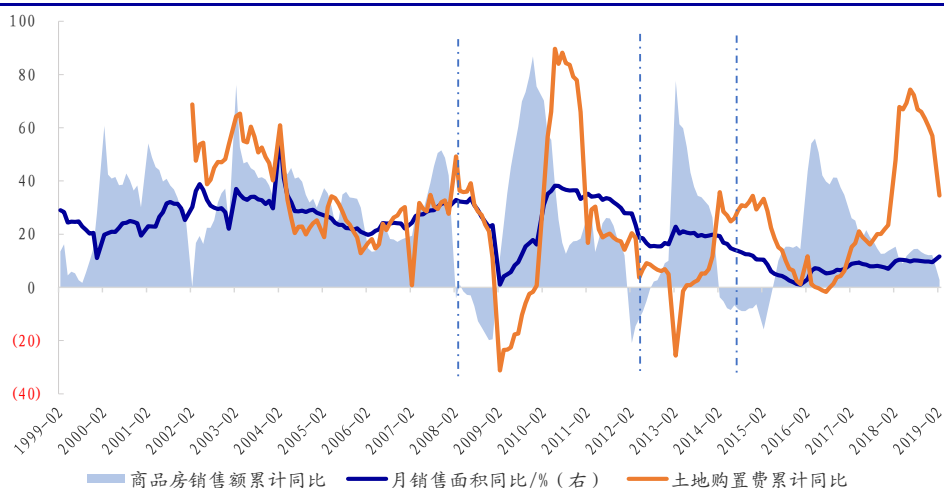
从房地产交易情况看，周期更替现象明显。不论是销售、新开工面积增速，抑或是销售额、开发投资额同比变动，在 2008 年以前房地产行业销售情况始终保持增长状态，2008 年之后楼市行情涨跌交替，形成小周期。销售指标具有先行趋势，通常表现为销售率先出现拐点，原因在于，销售情况、市场行业的好坏决定了房企进一步投资的热情，“拿地-开工-竣工”的开发流程较长，致使投资通常滞后销售一、二个季度。

图 14 从交易面积看周期变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 15 从交易金额看周期变动

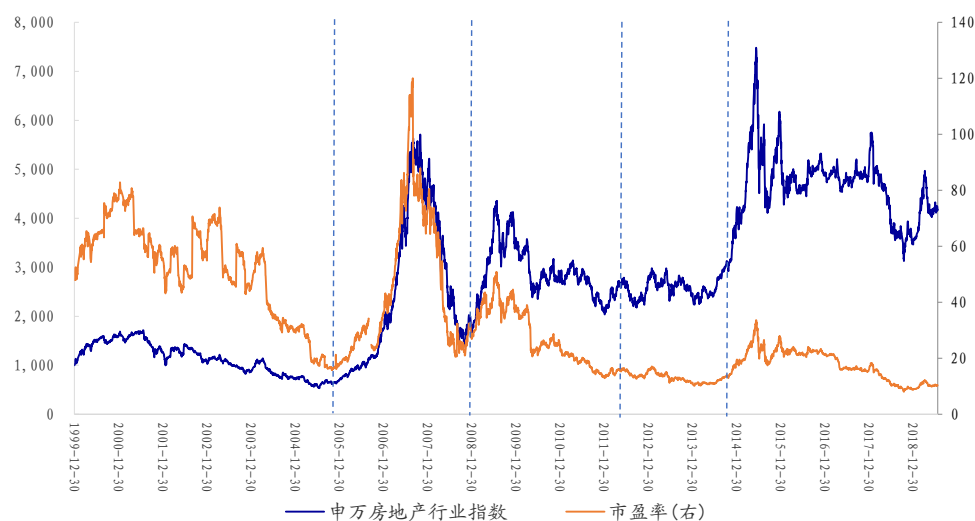


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

伴随行业基本面小周期的轮动，房地产板块指数及估值情况也出现了轮动。除 2011-2014 年受 A 股熊市影响，板块指数波动幅度不明显，以申万行业分类计算，房地产行业指数及板块估值情况均呈现出周期性涨跌。房地产板块在四个小周期当中绝对收益达到 41.97%、21.47%、8.06%、22.72%，以沪深 300 指数收益率作为基准，除 2005-2008 的周期，房地产板块收益不如基准，相对收益仅为 -3.73%，其余各周期行业表现均优于市场，相对收益分别为 5.07%、7.02%、2.51%。

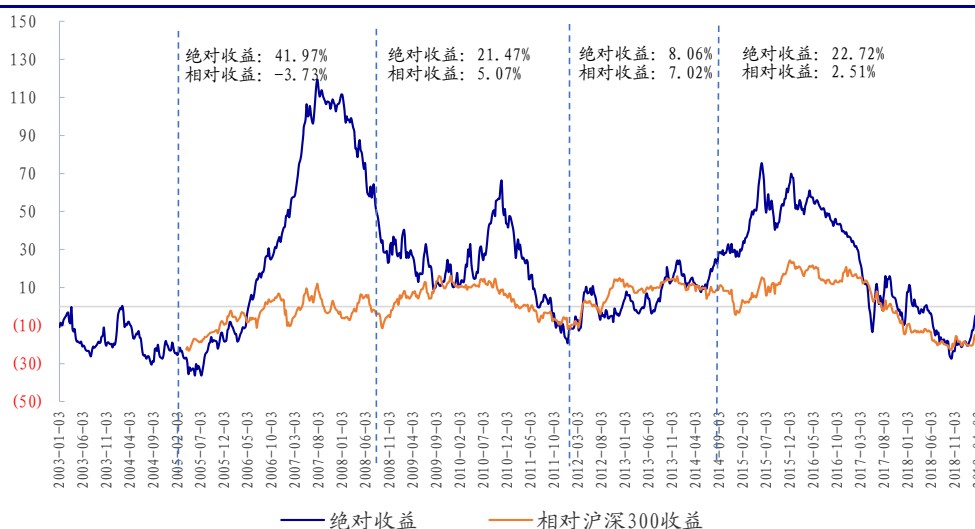
随着周期重复演化，市场逐渐对政策的出台会产生一定预期，从而板块指数有先于行业基本面变动的趋势。当基本面底部到来时，市场预期政策放松，房地产业发展向好，板块估值随之提高，当房价飙升后，房地产调控政策、流动性收紧的预期较高，行业估值回落。

图 16 申万房地产行业指数及估值变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 17 房地产板块收益情况



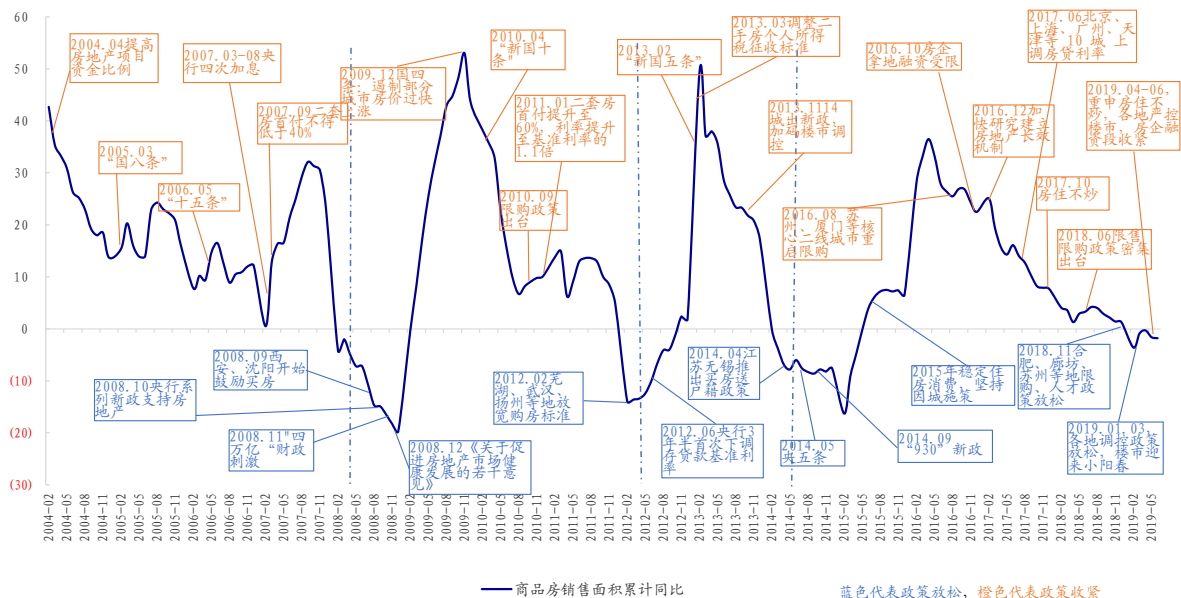
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3、房地产政策调控

房地产调控政策在控房价与稳增长之间往复，政策工具种类多样化。房地产的政策调整的核心逻辑在于“保经济”与“保民生”之间的博弈，在房价飙升时期，中央为保民生通常先于地方收紧政策，而在市场下行时期，地方财政承压，为保经济表现出地方先于中央放松的规律。在房地产成长的20年间，一方面行业历经迅猛发展已成为我国经济的支柱性产业，对国民经济的发展起到巨大带动作用，另一方面政策松紧与楼市表现相互影响，房价整体呈现上升态势。房地产调控先后动用了货币、信贷、税费、土地、限购等各类措施，货币政策通过首付比例、贷款优惠利率直接调节购买力大小，但通常会出现时滞；财税土地政策则从供给端影响市场行情，土地政策对于一二线与三四线城市的作用效果具有差别，在三四线城市土地供给增加的同时一二线城市却面临土地紧张的局面；限购、人才引进等行政措施则表现为短期效果显著。近

年来，“因城施策”的精准调控、“长效机制”作为治本之策解决高房价问题，政策调控手段针对市场发展情况做出了积极调整。

图 18 政策调控推动房地产行业周期形成



资料来源：Wind，公开资料整理，中国银河证券研究院整理

二、05-08 年小周期：房地产市场整体偏热，政策调控趋严

2005-2008 年 GDP 增长率不断攀升，我国宏观经济处于高增速阶段，为了缓解产能过剩、通胀压力、房地产价格上涨，货币政策由“稳健”转向“从紧”，央行连续提高存贷款基准利率及法定存款准备金率。从房地产市场过热苗头显现，到房价飙升压力巨大，中央及地方政府陆续出台政策控制土地供给、规范市场交易、调整首付比例等信贷结构，但 2007 年仍有大量地王涌现，房价不断攀升。

（一）基本面回顾：2005.05-2007.10 上行周期，2007.11-2008.08 下行周期

选取销售金额同比增速为参照标准，以 2007 年 10 月为界可将 05-08 年房地产小周期划分为上行、下行周期。2005.05-2007.10 销售金额同比持续攀升，由 24.1% 上升至 51.5%，销售面积同比从 13.9% 上涨至 32.1%。2007.11-2008.08 销售面积及金额同比进入收窄通道，2008 年同比转负，直至年底销售面积及金额同比见底为 -19.7%、-19.8%。

房价走势与销售情况基本一致，70 城住宅价格指数于 2007 年 11 月见顶，峰值为 12.2，相较于 2005 年初 6.8，涨幅达 79.41%。月销售均价从 2716 元/平方米上升至 4038 元/平方米，同比增速自 2007 年 10 月达到 22.7% 后快速回落。土地购置及开发投资变动则滞后于销售走势，土地购置面积与新开工面积从 2007 年 1 月起才正式进入上行通道，2008 年 2 月同比增速分别达到 35.8%、27.2%；开发投资额在 2007 年 9 月-2008 年 7 月高位震荡，同比均在 30% 以上。库存情况与销售变动呈反向关系，销售火爆阶段，房地产待售面积不断收缩，楼市低迷时期，

销量不佳的同时新建楼盘完工，促使库存迅速拉高。

量先于价，拿地、投资滞后销售。新一轮房地产调控政策出台后，市场需求受到抑制，销售下滑，此时供给仍在增加，供大于求之下房价转向下跌。房地产典型趋势为“买涨不买跌”，价格一旦下跌，市场交易快速萎缩，销售同比呈现断崖式下滑。房地产企业作为理性经济人，在确定下一期开发投资量时，会考虑上一期的房价水平与销售情况，而楼盘从开发到建成周期较长，因此房企拿地和开发投资的变动通常滞后于销售。

图 19 2005-2008 销售情况走势

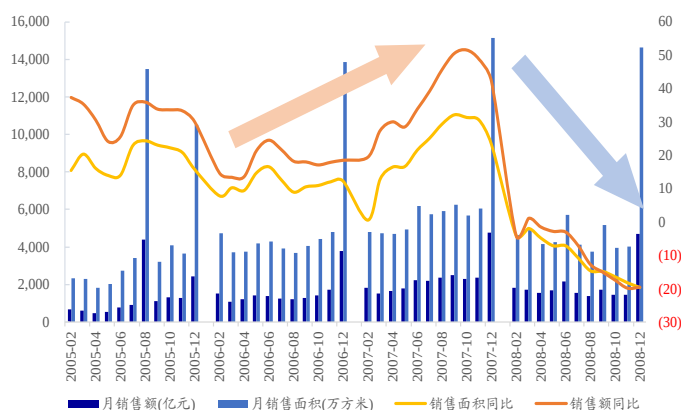
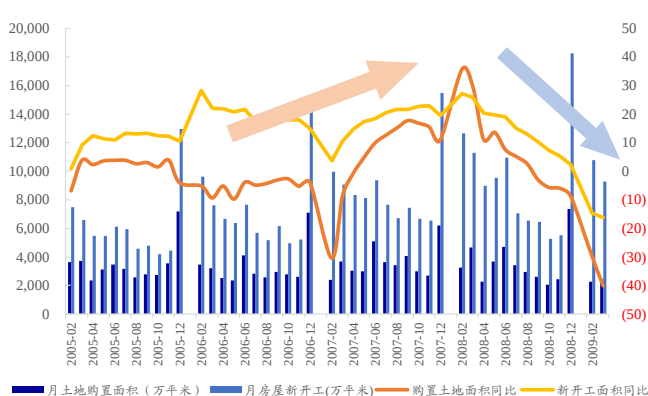


图 20 2005-2008 土地购置及新开工走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 21 2005-2008 开发投资走势

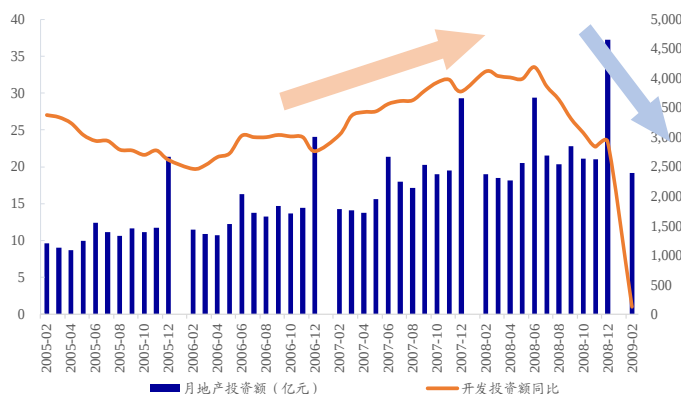
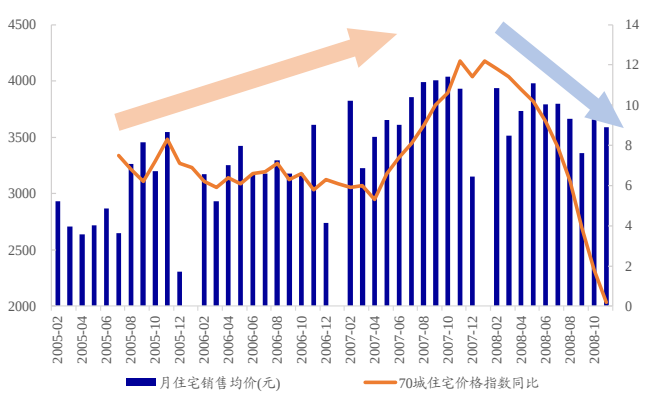


图 22 2005-2008 房价变动走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 23 2005-2008 库存情况走势

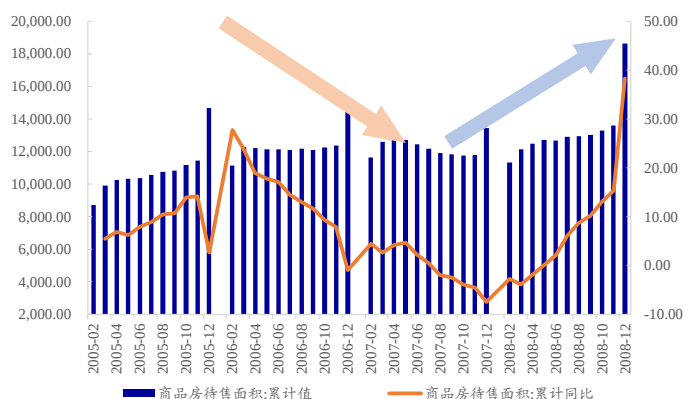
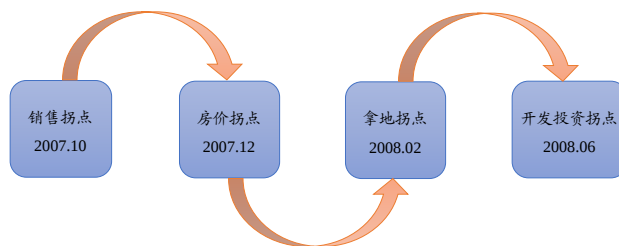


图 24 2005-2008 指标先行情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

板块估值方面，申万地产指数与上证综指变动趋势一致。周期上行阶段，房改红利的刺激伴随宏观经济拉动，房地产行业基本面一路向好，板块估值持续上升，从 05 年初申万行业 PE 维持在 30 倍左右，到最高点 118.07 倍，上涨了 293.57%。2007 年 9 月以后在政策调控下，随着商品房交易遇冷、行业基本面收紧，申万房地产板块 PE 达到 118.07 倍的高点之后一路下行，直至此轮小周期结束跌至底部，PE 仅为 20.53 倍。板块收益方面，申万房地产板块绝对收益在上行周期持续攀升，于 2006 年 5 月收益率由负转正，到 2008 年 1 月初，最高周收益率达到高点 111.57%，随后绝对收益开始回落。

申万房地产板块相对于沪深 300 指数的超额收益走势与绝对收益出现了两次背离，在绝对收益上升区间，板块却出现了跑输大盘的情况。2006 年 11 月-2007 年 3 月：2006 年受调控政策密集出台的影响，年底行业基本面表现不佳，销售面积同比增速从 12.2% 下降至 0.5%，土地购置面积同比、新开工面积同比降至谷底，转为负增长，房地产板块相对表现随之下滑。2007 年 9 月-2008 年 4 月：资本市场变动先于楼市，随着房价一路飙升，市场预期政府为稳定房价，防止经济过热将出台调控政策，纷纷转向看跌房地产市场。11 月起，楼市销量、拿地、开发投资增速相继转负，小周期步入下行阶段，板块表现持续走低。

图 25 2005-2008 房地产行业板块走势及估值情况

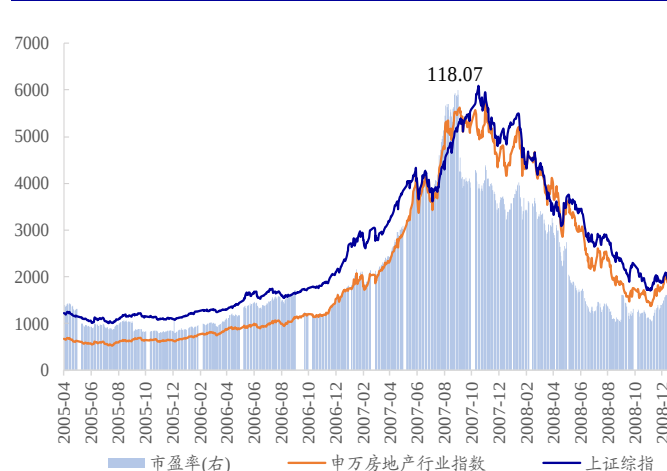
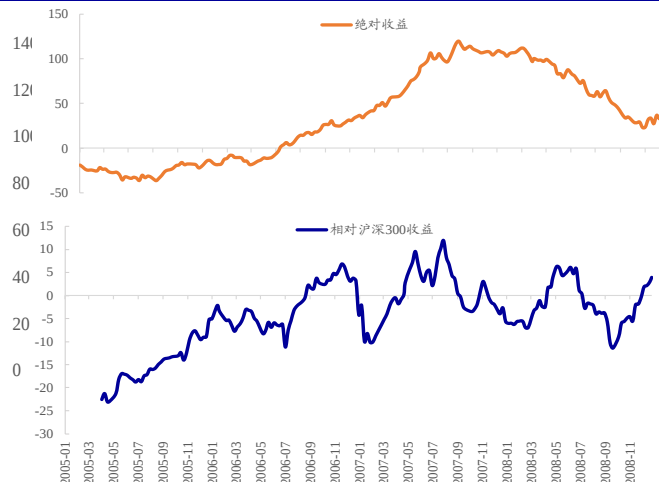


图 26 2005-2008 房地产行业收益变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 政策回顾: 货币从紧, 政策调控稳房价

1、宏观政策调控: 贸易顺差下通胀压力增大, 货币政策由“稳健”转向“从紧”

2005-2008 年金融危机之前, GDP 增长率不断攀升, 一直到 2007 年 6 月达到峰值 15%。2007 年之前, 经济呈现出高增长、低通胀的良好发展态势; 2007 年之后, 一方面由于第二产业对经济拉动作用明显, 固定资产投资带来大规模产能过剩, 另一方面外贸顺差居高不下, 经济中流动性过剩, 通胀压力较大, 房地产价格上涨尤为显著, CPI 同比一度达到 8.3%。货币政策从之前的“稳健”转向“从紧”, 央行于 2007 年、2008 年数次提高存贷款基准利率及法定存款准备金率, 基准利率从 2004 年的 2.25%、5.58% 上升到 2008 年三季度 4.14%、7.20%, 法定存款准备金率从 8.50% 提升至 17.50%。

图 27 2005-2008GDP 及 CPI 同比变动

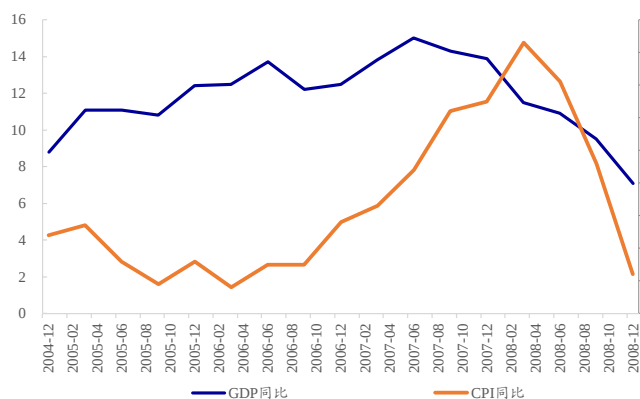
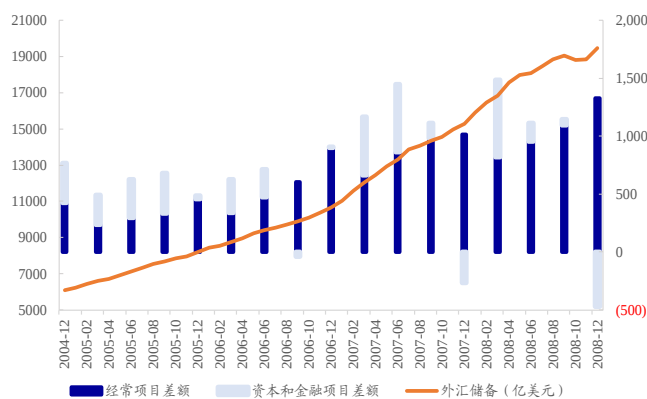


图 28 外汇储备不断攀升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 1 基准利率及法定调整情况

调整时间	存款基准利率	贷款基准利率	调整时间	法定存款准备金率
2004.10.29	2.25%	5.58%	2006.08.15	8.50%
2006.04.28	2.25%	5.85%	2006.11.15	9%
2006.08.19	2.52%	6.12%	2007.12.08	14.50%
2007.03.18	2.79%	6.39%	2008.01.16	15%
2007.05.19	3.06%	6.57%	2008.03.18	15.50%
2007.07.21	3.33%	6.84%	2008.04.16	16%
2007.08.22	3.60%	7.02%	2008.05.12	16.50%
2007.12.21	4.14%	7.47%	2008.09.15	17.50%
2008.09.16	4.14%	7.20%	2008.10.08	17%

资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

2、行业政策调控：稳房价是调控主旋律

1998 年新政实施后，房地产行业得到全面发展，进入 2003 年楼市过热凸显，商品房价格增幅开始超过居民收入同期增幅，房地产投资与需求双高，全国房地产宏观调控由此全面展开，但房价上涨势头并未得到有效控制，2005-2008 年小周期的政策调控重心仍是稳定房价，缓解上涨的巨大压力。

2005 年，除上海房价出现明显下降，其余全国各地房价继续上涨。上海市房价得以控制，主要源于 2004 年颁布的地方产业法规《上海市土地储备方法》、《上海市房地产登记条例修正案》，加强政府对土地市场的调控力度，打击上海房地产的投资行为，有效抑制房地产泡沫。从全国范围看，2005 年 3 月“老国八条”、5 月《关于做好稳定住房价格工作的意见》相继出台，首次将稳定房价提高到政治高度，要求建立政府负责制。个人购房不满两年内转手全额征收 5.5% 营业税及附加；禁止预购合同转让；打击土地闲置等措施迅速实施，虽然令开发投资增速回落，但政策调控效果不及预期。2005 年调控房价的措施不仅没有解决需求问题，反而在抑制供给，购房者在政策效应过后又会加入购房的热潮中，进一步抬高房价。

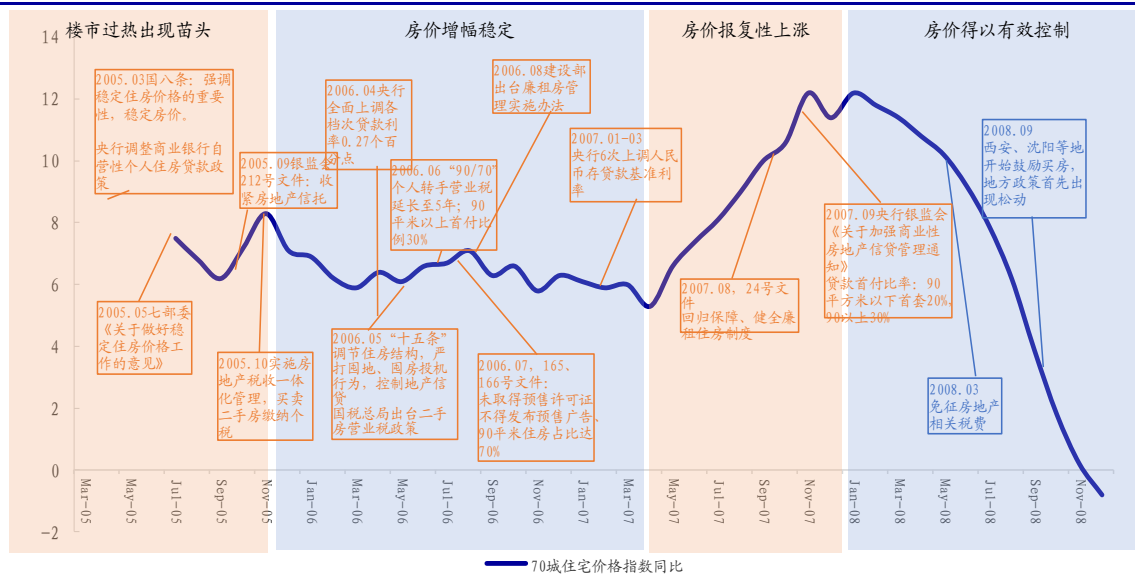
2006 年，政策持续收紧，房价调控效果明显，涨幅相对平稳。2006 年政策出台密集，2006 年 5 月 29 日，9 部委联合出台《关于调整供应结构稳定住房价格意见的通知》，俗称“十五条”；6 月起个人将购买超过 5 年的住房对外销售，但不能提供属于普通住房证明，一律征收营业税；165 号文件规定“90/70”住房结构调控细则；7 月出台外资限炒令、建立国家土地督察制；8 月起进一步加强土地调控，严把土地“闸门”，抑制房地产开发投资过快增长。总体来看，2006 年房价调控效果显著，70 城住宅价格指数同比维持在 6-7% 之间，上涨趋势得以抑制。

2007 年，市场价格报复性反弹，房地产量价双升。从 2016 年底开始，房价一路暴涨，住宅销售均价从 2738 元/平方米，飙升至 4038 元/平方米，10 个月的时间涨幅达 47.37%。究其原因，从需求端看，城镇化进程快速推进、人民币升值带来的外资“投资热”致使房地产市场需求依然旺盛。从供给端看，一方面土地成本和拿地难度增加，2007 年 1 月 1 日起对新增建设用地土地有偿使用费增加一倍，土地成本上升，房企为维持利润必然推动房价上涨；另一方面国六条出台后，房地产行业重新洗牌，具有优势的房企通过上市或并购提高市占率，形成地产寡头，联手垄断市场推升房价。

2007 年 8 月国发 24 号文件回归保障、健全廉租住房制度；9 月，央行、银监会联合发布《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》，贷款首付实施差异化比率，90 平方米以下首套房首付比例 20%，90 平米以上不得低于 30%，第二套以上住房首付比例不低于 40%，且贷款利率大于同期基准利率 1.1 倍。从 2007 年 10 月起，房价增速放缓，价格指数进入下跌通道，小周期步入下行区间。

2008 年，房价上涨得到有效抑制，政策调控开始转向。2008 年 8 月住宅销售均价增速转负，房地产行业遇冷，面对美国次贷危机的冲击，周期底部到来，政策调控逐渐转向。2008 年 3 月免征房地产相关税费；9 月起地方财政承压，政策首先出现松动，西安、沈阳等地开始鼓励买房，采取降低购买首套及二套房首付比例、放宽公积金政策、给予税收优惠等措施。至此第一轮房地产小周期结束，随着楼市回温，进入 2008-2011 年的小周期。

图 29 政策调控效果不明显，房价短暂稳定后报复性上涨



资料来源：Wind，公开资料整理，中国银河证券研究院整理

表 2 2004-2008 房地产调控政策一览

时间	名称	内容
2004 年 3 月	《关于继续开展经营性土地使用权招标投标挂牌出让情况执法监察工作的通知》	"831 大限"，所有经营性的土地一律都要公开竞价出让
2004 年 10 月	上海市发布《上海市房地产登记条例修正案》	期房限转，打击上海房地产投资行为，打压房地产泡沫
2004 年 5 月	《经济适用住房管理办法》正式施行	完善和保障经济适用住房和廉租住房保障机制
2004 年 8 月	《上海市土地储备办法》	地方产业法规增加政府对土地市场的调控力度，将"毛地出让"，并对预期不开发土地依法从开发商收回
2004 年 10 月	10 月，央行宣布上调存贷款利率	央行 10 年来首次上调存贷款利率
2005 年 3 月	国务院出台《国务院办公厅关于切实稳定住房价格的通知》八点意见（老国八条）稳定房价。 央行调整商业银行自营性个人住房贷款政策	强调稳定住房价格的重要性 下限利率为相应期限贷款基准利率的 0.9 倍；住房公积金贷款利率上调 0.18%；对房价上涨过快城市或地区，个人贷款最低首付款由 20% 提高到 30%
2005 年 5 月	建设部等七部委出台《关于做好稳定住房价格工作的意见》（新国八条）	个人购房不满两年内转手全额征收 5.5% 营业税及附加；禁止预购 合同转让；打击土地闲置
2005 年 9 月	银监会 212 号文件	收紧房地产信托
2005 年 10 月	国家税务总局发布了《源于实施房地产税收一体化管理若干具体问题的通知》	明确了个人买卖二手房，必须交纳个人税。
2006 年 4 月	央行全面上调各档次贷款利率 0.27 个百分点。	收紧市场流动性
2006 年 5 月	国务院常务会议提出了《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》（国六条）	调节住房结构，严打囤地、囤房投机行为，控制地产信贷

	国税总局出台二手房营业税政策	开始着手整顿二手房市场
2006 年 6 月	9070 政策: 九部委关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见	个人转手营业税延长至 5 年; 90 平方米以上首付比例 30%
2006 年 7 月	《关于加强土地宏观调控有关问题的通知》《关于修改〈中华人民共和国城镇土地使用税暂行条例〉的决定》《关于促进节约集约用地的通知》	加强土地市场的管理和建设用地的审批, 要求严格依照法定权限审批土地, 禁止非法压低地价招商, 从严从紧控制农用地转为建设用地的总量和速度
	建设部联合其他 5 部委下发 166 号文件《关于进一步整顿规范房地产交易秩序的通知》	未取得预售许可证不得发布预售广告
	建设部出台 171 号“外资限炒令”	打击房地产投资
2006 年 8 月	建设部出台廉租房管理实施办法	逐步落实住房保障制度
2006 年 9 月	国务院办公厅转发建设部等部门《关于调整住房供应结构稳定住房价格意见的通知》; 建设部国家发展改革委全国工商行政管理总局发布《关于进一步整顿规范房地产交易秩序的通知》。9 月, 国家税务局颁布《关于加强房地产交易个人无偿赠与不动产税收管理有关问题的通知》	维护购房者合法权益, 加大对房地产交易环节违法违规行为的查处力度
2007 年 1 月	国税总局清算土地增值税	2017 年新一轮调控开始
2007 年 3 月~12 月	央行 6 次上调人民币存贷款基准利率	收紧市场流动性
2007 年 9 月	央行银监会《关于加强商业性房地产信贷管理通知》	贷款首付比率: 90 平方米以下首套 20%, 90 以上 30%, 第二套 40% (贷款利率大于同期基准利率 1.1 倍); 禁止土地抵押贷款 (除政府外); 开发贷需资本金 35% 以上并证照齐全
2007 年 12 月	央行银监会加强商业性房地产信贷管理通知补充通知	家庭为单位认定房贷次数, 人均住房面积低于平均水平可比照首套房贷执行
2008 年 3 月	免征房地产相关税费	出租廉租房住房租金收入的营业税、房产税, 住房用城镇土地使用税和免征廉租房和经济适用房的印花税
2008 年 9 月	西安、沈阳等地开始鼓励买房, 地方政策首先出现松动	西安对购房户按购房款总额, 分等级给予财政补贴; 沈阳给予税费优惠, 购房补贴, 放宽公积金贷款政策, 鼓励改善性购房等。
2008 年 10 月	财政部《继续加大保障民生投入力度切实解决低收入群众基本生活》	首套房利率 7 折, 首付 20%; 90 平方米以下契税下调至 1%; 免印花税土增税。降低真实购房需求的置业门槛, 宣告政府由“控制”向“救市”态度转变

资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究院整理

三、08-11 年小周期: 房地产逆周期对冲金融危机, 政策作用显著

2008 年金融危机爆发, 出口受挫致使国民经济面临下滑风险, 为缓解企业经营困难、失业增加、投资增速下滑, 宏观政策立即转向积极的财政政策和适度宽松的货币政策。房地产市场作为调节经济的政策工具再次登上历史舞台, “四万亿”刺激下楼市快速繁荣, 带动上下游行

业发展。

(一) 基本面回顾：2008.09-2009.11 上行周期，2009.12-2011.12 下行周期

以 2009 年 11 月为界可将 08-11 年房地产小周期划分为上行、下行周期。2008.09-2009.11 为上行周期，销售金额同比由 -19.8% 攀升至 86.8%，销售面积同比从 19.7% 上涨至 53%。2009.12-2011.12 月为下行周期，销售面积及金额同比先收窄后震荡，09.12-10.08 月，销售金额同比从 75.5% 快速回落至 12.6%，在之后一年时间内指标在 20% 附近波动。进入 12 年后，销售同比转负并跌至谷底，标志此轮小周期结束。

房价变动紧随销售，70 城住宅价格指数同比于 2009 年 7 月由负转正，房价进入上涨阶段，2010 年 4 月指数同比见顶，峰值达 15.4%。月销售均价由 2008 年末 3199 元/平方米上涨至 2011 年初 6140 元/平方米，涨幅达 91.93%。开发投资额整体呈现上升趋势，同比增长自 2009 年 2 月见底后迅速反弹，在一年内同比涨幅从 1% 拉高至 44%，随后开发投资增速放缓，但仍在 30% 的附近高位震荡，直至周期末增速下降至 20% 以内。土地购置面积与新开工面积走势呈现错位，拿地同比增速在 2010 年 2 月-12 月长期处于 30% 以上的高增长阶段，2011 年 2 月增幅达 57.1% 后见顶回落。库存受销售和开发投资的影响，在周期上行阶段同比持续下降，随着销售逐渐降温、新建楼盘相继完工，库存量回升。

销售领头，拿地收尾。本轮周期中销售指标仍是先行指标，价格与开发投资变动较为一致，滞后销售半年左右，拿地变动从引领投资转变为周期收尾指标，上行区间显著拉长。销售、房价指数增速放缓，房企拿地力度不减的原因在于，2010 年全国计划供地 18.5 万顷，同比增幅达 140%，住宅用地供应量的增加扩大了房企的选择范围，同时供给端放宽有效遏制了地价上涨，土地价格稳中有降，为囤积土地提供有利条件。

图 30 2008-2011 销售情况走势

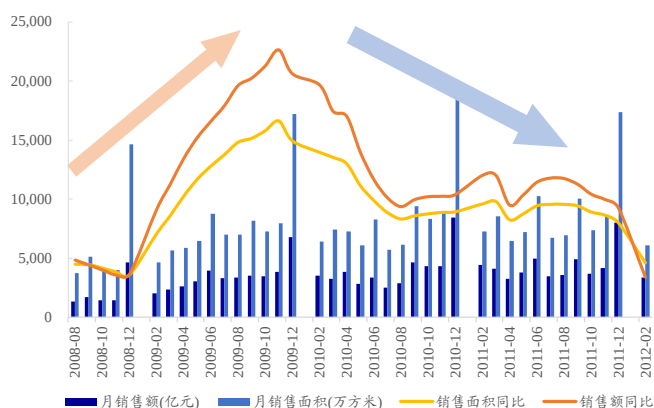
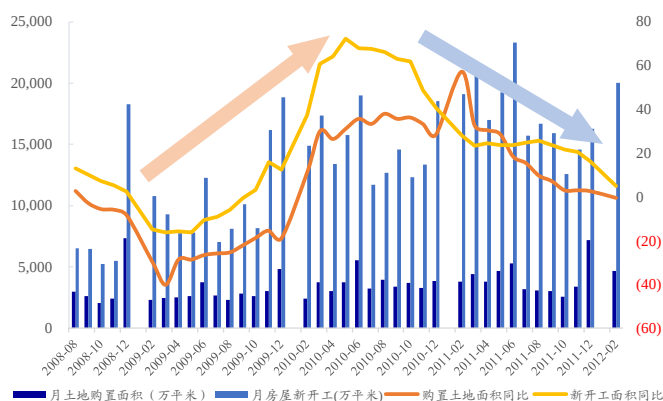


图 31 2008-2011 土地购置及新开工走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32 2008-2011 开发投资走势

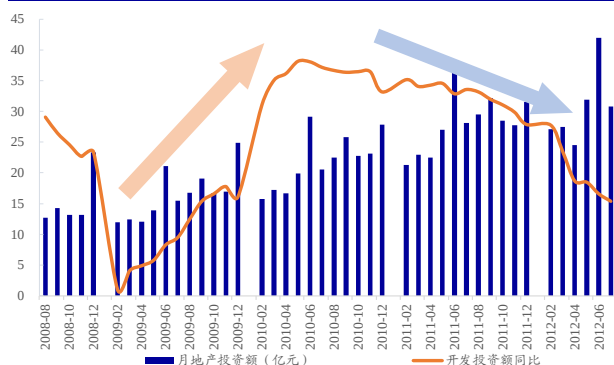
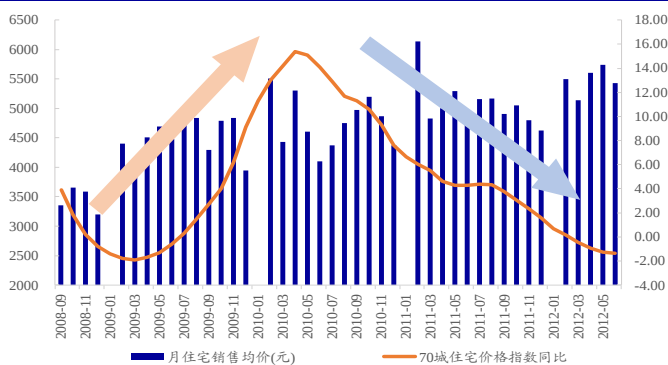


图 33 2008-2011 房价变动走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 34 2008-2011 库存情况走势

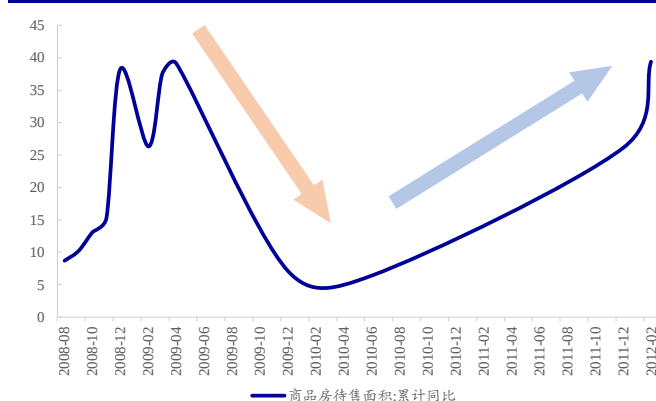
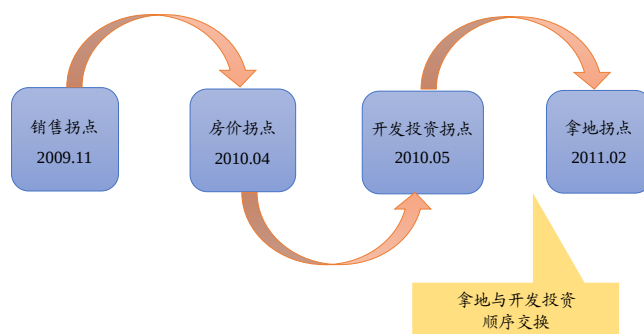


图 35 2008-2011 指标先行情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

板块估值方面，申万地产指数与上证综指整体走势一致，2009 年 4 月-2010 年 4 月楼市热度高涨，带动资本市场板块表现优于大盘，房地产板块估值分别于 2009 年 7 月、12 月达到两次小高峰，PE 上升至 50.87 倍、44.54 倍。相较于 05-08 年小周期（涨幅 293.57%），板块估值变动幅度不大，涨幅仅为 132.71%，市场表现较为理性。受次贷危机影响，A 股市场整体估值不高，相比于 2007 年全部 A 股的 PE 峰值 180.18 倍，2009 年最高估值仅为 131.66 倍。

板块收益方面，申万房地产板块绝对收益在整个周期内呈现先震荡上行，后平稳下行的趋势，除 2011 年 8 月后的周期末尾阶段，板块绝对收益均为正值，峰值达到 66.07%。相对沪深 300 收益变动与板块估值走势一致，从 2008 年 11 月到 2010 年末，长达两年的时间里，相对收益均为正值，超额收益平均达 8%。政府“救市”使房地产真正成为国民经济支柱产业，行业政策大力支持、优惠利率使得信贷资金源源不断流向房地产市场，楼市空前繁荣带动资本市场表现一路跑赢大盘。进入 2011 年后，随着 GDP 增速稳定、CPI 同比持续攀升，市场逐渐预期政府为调控房价、防止房地产市场过热，政策将要转向，行业估值进入下行通道，2011 年底中央“坚持房地产政策不动摇”进一步加强市场悲观预期，相对收益差距继续扩大。

图 36 2008-2011 房地产行业板块走势及估值情况

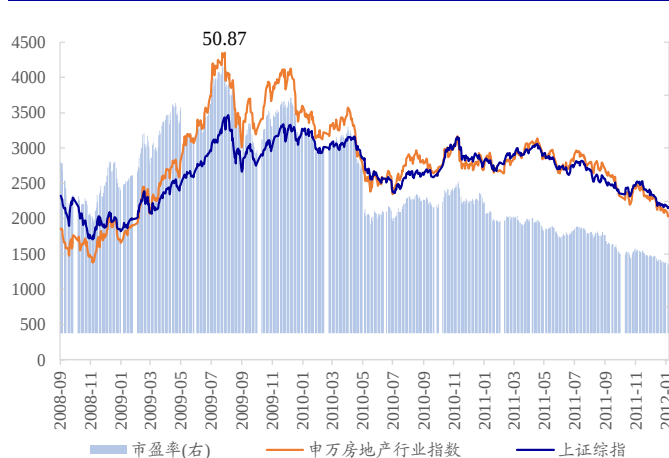
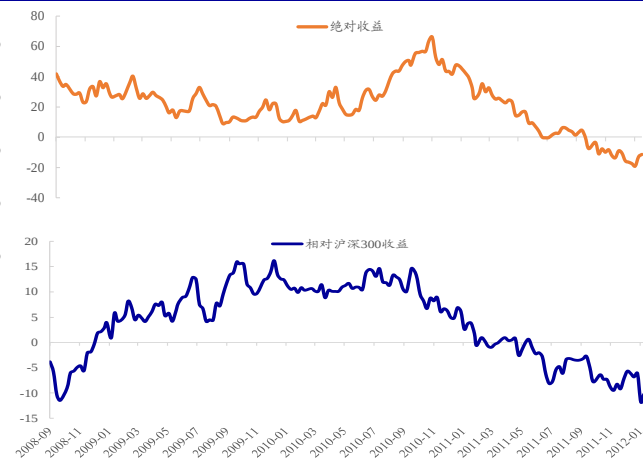


图 37 2008-2011 房地产行业收益变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）政策回顾：“四万亿”带来流动性宽松，房价上涨政策转向从紧

1、宏观政策调控：次贷危机影响出口，“双防”转向“保增长、扩内需”

受国内自然灾害与国际金融危机的双重压力，2008 年我国宏观经济受挫，GDP 同比增速下滑至个位数，CPI 同比转为负增长。在当时外贸依存度超 60%的情况下，欧美国家经济下滑直接导致出口贸易出口额大幅下降，2009 年货物和服务净出口额仅为 15037 亿元，同比下降 62.07%，出口对 GDP 的贡献率跌至-42.6%。面对外需衰退带来的企业经营困难、失业增加、投资增速下滑、房地产市场低迷等情况，宏观政策立即转向积极的财政政策和适度宽松的货币政策，调控目标由“防经济增长由偏快转为过热风险，防止价格由结构性上涨演变为明显通胀”转向“保增长、抑通胀”，再转向“保增长、扩内需”。

财政政策着力于提高扩大内需以弥补外需不足，政府出台“四万亿”投资计划，通过扩大政府投资带动民间投资，进而拉动国内消费。“四万亿”资金主要投向基建、民生工程方面，其中投向廉租房、棚户区改造等保障性住房的资金测算为 4000 亿，占比高达 10%，利于推动房地产市场回温。货币政策由从紧转为从宽，9、10、11 月连续四次下调基准利率、三次下调存款准备金率，08 年 10 月实施了首套住房贷款利率 7 折优惠。货币政策松动促使资金面向好，贷款余额同比由 14.12%上涨至 34.44%。

图 38 2008-2011GDP 及 CPI 同比变动

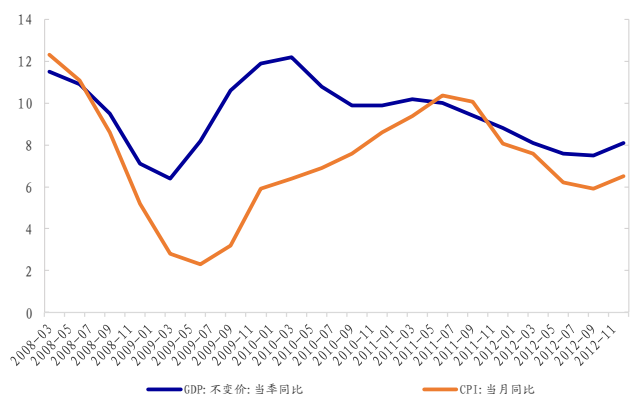
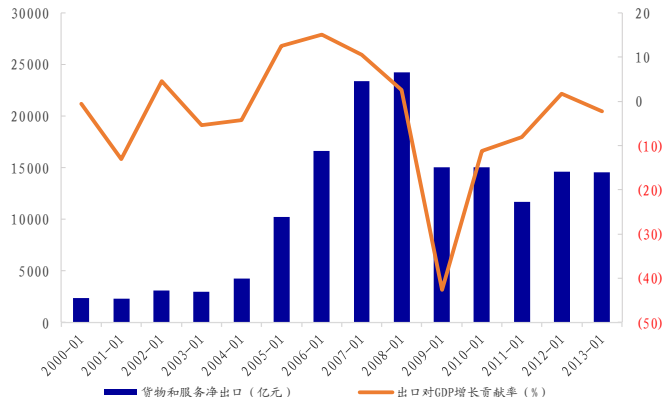


图 39 净出口受金融危机影响



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40 “四万亿”资金投向

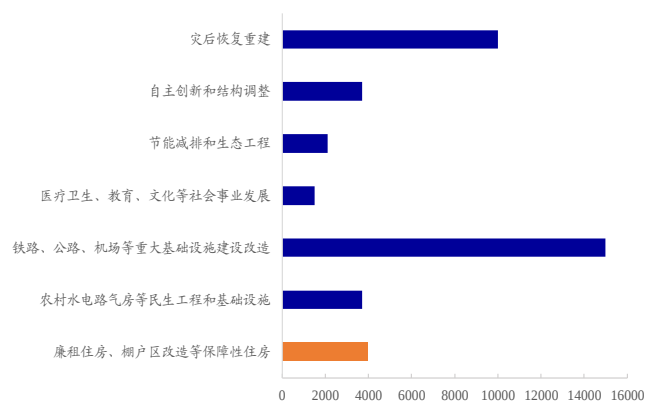
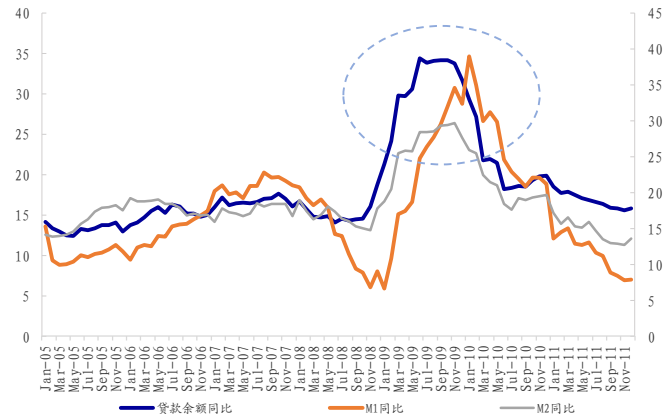


图 41 贷款及货币供应量增加



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、行业政策调控：政策先行趋势明显，调控作用显著

2008 年金融危机带来的外需骤缩抑制经济增长，房地产作为政府调控经济的工具，承担起拉动内需、促进经济的任务，再一次迎来行业繁荣周期。2008 年底，房地产市场基本面见底，销售快速拉升带动价格、投资上升，直到 09 年底通胀压力开始显现，政策重心由宽松转向调控。

2008 年，房地产市场量价齐跌，宽松政策纷纷密集出台。2008 年 4 月起，房地产销售额同比转负，持续到年末。南京市在 9 月颁布《促进房地产市场稳定健康发展意见》，率先打响房地产“救市”第一枪，随后上海、杭州、西安、成都、武汉等 18 座一二线城市相继降低公积金首付比例、提高财政补贴。10 月中央政策开始松动，下调首套房利率、首付比例及契税，降低置业门槛。11 月“国十条”强调房地产业是“国民经济的重要支柱产业”，12 月“国三条”进一步提出促进房地产市场健康发展的政策措施，为改善性二套房提供信贷优惠。

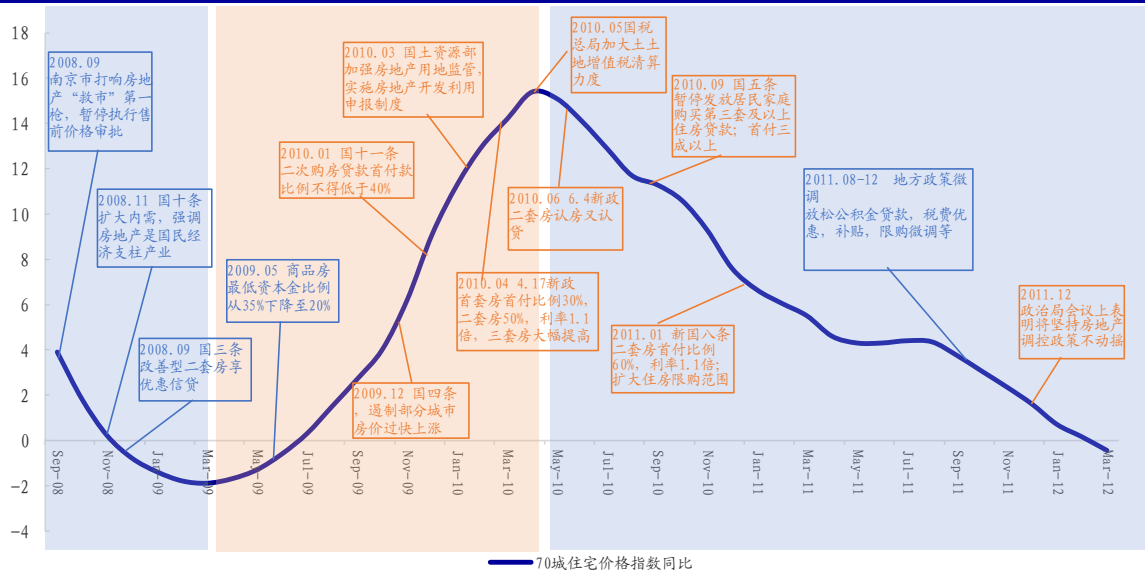
2009 年，楼市回暖，房价上升压力下政策调控转向。年初起，宽松的政策效果开始凸显，销售额同比在 2 个月内由 -19.5% 快速增加至 11.2%，住宅销售均价从 3199 元/平上涨至 4406 元/平。09 年上半年延续支持性政策方向，《调整固定资产投资项目资本金比例》将住房最低

资本金下调至 20%，其他房地产降至 30%。到 2009 年底，销售面积、金额同比增速达到峰值，70 城住宅价格指数同比上涨至两位数，面对楼市火爆、CPI 上行趋势明显，国务院为遏制部分城市房价过快上涨，出台“国四条”，至此行业政策从宽松转为收紧。

2010 年，政策效果显著，房价涨势放缓。3 月国土资源部出台《加强房地产用地供应和监管有关问题》，通过增加有效供给缓解供需不平衡压力，4 月“4.17 新政”号称史上最严政策，首套房首付比例提高到 30%，二套房提高至 50%，利率增加为 1.1 倍。9 月“国五条”继续加强调控房地产市场，暂停发放家庭三套房以上住房贷款，各地方政府开始出台限购令。在严格的房地产调控政策下，2010 年 4 月 70 城住宅价格指数同比见顶回落，销售均价由峰值 5508 元/平回落至 4369 元/平。

2011 年，地方财政承压，地方政策松动意愿与中央严调控相博弈。土地财政作为地方政府的重要收入来源，楼市降温之下地方财政承受压力日益增大。10 月起，多个城市政策开始松动，但直到年末中央仍强调“坚持房地产调控政策不动摇”，地方与中央政策倾向的冲突致使地方松动的意愿未能达成。10 月佛山率先公开松绑限购政策，但松绑令仅经历“一日游”，当晚即被迫收回；11 月成都暗地放松也未能如愿，被命令叫停；直至 12 年芜湖、上海的宽松政策施行时间不超过一周。地方与中央政策相背离的原因在于 2011 年底 CPI 同比增速仍处于 6.07% 的高位，为了抑制通货膨胀，防止经济过热风险，中央在房地产行业基本面已见底情况下仍难以放松调控政策。

图 42 政策调控先于房价变动，地方与中央出现博弈



资料来源：Wind，公开资料整理，中国银河证券研究院整理

表 3 2008-2011 房地产调控政策一览

时间	名称	内容
2008 年 9 月	央行宣布“双率”齐降	下调一年期人民贷款基准利率 0.27 个百分点，下调存款准备金率 0.5%
	南京市《关于促进房地产市场稳定健康发展意见》	打响房地产“救市”第一枪，从 2009 年起暂停执行销售前价格审批

2008 年 10 月	18 城市相继救市	上海、杭州、西安、芜湖、苏州、成都、厦门、武汉等城市通过降低公积金首付比例、提高购房补贴等举措促进楼市发展
	财政部《继续加大保障民生投入力度切实解决低收入群众基本生活》	首套房利率 7 折，首付 20%；90 平米以下契税下调至 1%；免印花税土增税。降低真实购房需求的置业门槛，宣告政府由“控制”向“救市”态度转变
2008 年 11 月	下调住房公积金贷款	居民首次购房最低比例调整为 20%，个人住房公积金贷款下调 0.27%
	国十条：扩大内需、促进经济增长的十项措施	突出强调房地产业是“国民经济的重要支柱产业”
2008 年 12 月	《廉租住房建设贷款管理办法》	规定廉租住房建设贷款利率按央行同期同档次贷款基准利率下浮 10%执行
	国三条：国务院常务会议研究部署促进房地产市场健康发展的政策措施	改善性二套房享首套房信贷优惠；营业税 5 年改 2 年，全额改差额
2009 年 5 月	《土地增值税清算管理规程》	加强房地产开发企业的土地增值税征收管理，规范土地增值税清算工作
	国务院《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》	保障性住房和普通商品住房的最低资本金比例从 35%降至 20%，其他房地产从 35%降至 30%
2009 年 7 月	银监会关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知	不得自行解释二套房贷认定标准，不得以任何手段变相降低首付款的比例成数，严防假首付和假按揭；违规的按揭贷款必须重新分类，追究相关责任
2009 年 10 月	七部委《关于利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点工作的实施意见》	公积金和保障房实现对接，可将 50%以内的住房公积金结余资金贷款支持保障性住房建设
2009 年 12 月	国四条：国务院常务会议讨论遏制部分城市房价过快上涨	增加普通商品住房有效供给；抑制投资投机性购房；加强市场监管；推进保障性安居工程
	《进一步加强土地出让收支管理通知》	五部委新政打击囤地炒地，拿地首次缴款比例不得低于全部土地出让款的 50%
2010 年 1 月	国十一条：国务院办公厅《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》	二次购房贷款首付款比例不得低于 40%
2010 年 3 月	国土资源部《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》	加快住房建设用地供应计划编制，促进有效供给；加强房地产用地监管，实施房地产开发利用申报制度
2010 年 4 月	4.17 新政	国务院常务会议研究部署遏制部分城市房价过快上涨的政策措施。首套房首付比例 30%，二套房 50%，利率 1.1 倍，三套房大幅提高（史上最严）
2010 年 5 月	国税总局《关于土地增值税清算有关问题的通知》	加大土增税清算力度，公布征缴实施细则
2010 年 6 月	6.4 新政	住建部、央行、银监会三部委发文明确按家庭成员拥有住房数认定二套房，二套房认房又认贷
2010 年 9 月	国土部住建部《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》	闲置土地一年以上禁拿地
	国五条：《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》	暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款；首付三成以上；各地出台限购令
2010 年 12 月	全国保障性安居工程开展	2011 年保障性住房建设安排 1000 万套
2011 年 1 月	新国八条	二套房首付比例 60%，利率 1.1 倍；扩大住房限购范围
	上海重庆开征房产税	重庆按照房价达到到到均价的倍数分别征收 0.5%、1%、1.2%的税率；上海税率因房价高低分别定为 0.6%、0.4%
2011 年 3 月	发改委《商品房销售明码标价规定》	商品房经营者需在规定时间内一次性公开全部销售房源，明码标价实行一套

		一标
2011 年 8 月	地方政策微调，中央调控红线不可动摇	放松公积金贷款，税费优惠，补贴，限购微调等
2011 年 12 月	坚持房地产调控政策不动摇	胡锦涛总书记在政治局会议上表明将坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

四、12-14 年小周期：经济增速放缓，行业政策与宏观相对冲

宏观经济增速放缓之下，稳房价、保民生成为政府调控楼市的目标，加快保障性住房建设成为重点。三年内房价在快速暴涨后由急剧回落，不同城市能级楼市差异开始突显，中央政策转向分类调控，地方政府自主权提升。

（一）基本面回顾：2012.01-2013.02 上行周期，2013.03-2015.02 下行周期

同样选取销售金额同比增速做为标准，以 2013 年 2 月为界可将 12-14 年房地产小周期划分为上行、下行周期。2012.01-2013.02 销售金额同比持续攀升，由-20.9%上升至 77.6%，销售面积同比从-14%上涨至 49.5%。2013.03-2015.02 销售面积及金额同比进入收窄通道，2014 年 2 月起同比转负，直至小周期末，销售额、销售面积同比下降至-9.3%、-9.2%。

房价变动相对滞后于销售，70 城住宅价格指数同比于 2013 年 12 月见顶，峰值为 9.45%，相较于 2012 年 5 月同比-1.25%房价快速上涨。月销售均价从不足 5000 元/平方米上升至 6382 元/平方米。在整个周期内，土地购置面积及新开工面积同比整体下降，仅在 2013 年 11 月-2012 年 2 月，拿地面积同比为正，平均增速达 8%。开发投资额变动与销售一致，在 2013 年，同比增速达到峰值 22.8%之后，直到 2014 年 2 月，开发投资额均维持在 20%左右的高增速。

销售、开发投资变动领先，房价滞后。此轮周期指标变动情况，开发投资先行，且同比增速长期处于高位，主要源于建筑工程、安装工程费用的高速增长，2013 年建安费用同比处于 20%-30%的高位，对冲土地购置费负增长的影响。2012 年末，随着房地产销售抬头，房企纷纷加大新开工力度，以囤积库存、迎接销售旺季；2013 年销售增速放缓后，新开工面积减少，土地购置面积拐点随后显现。本轮房价变动滞后，主要受中央调控政策影响，在 2011-2012 房价下行阶段，中央并未放松房地产政策，反而坚持调控房价不动摇，致使房价上涨较慢。

图 43 2012-2014 销售情况走势

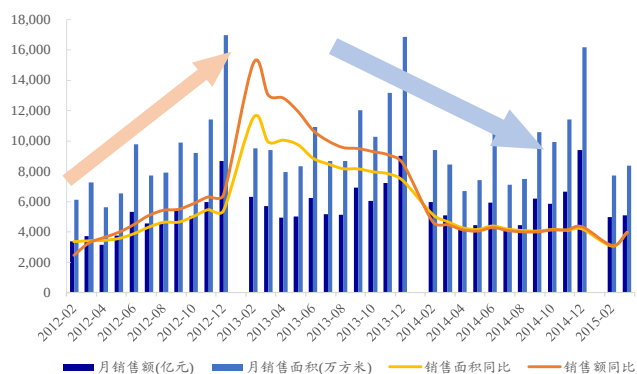
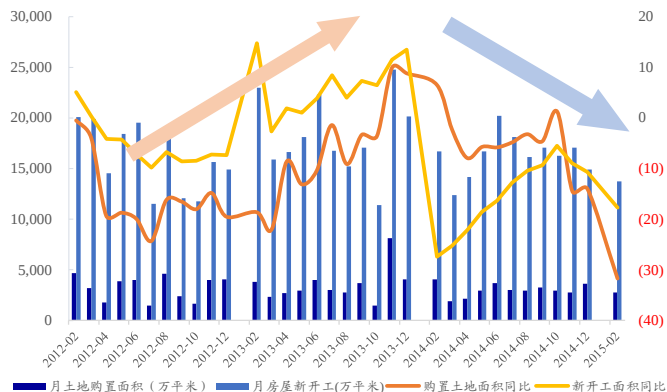


图 44 2012-2014 土地购置及新开工走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 45 2012-2014 开发投资走势

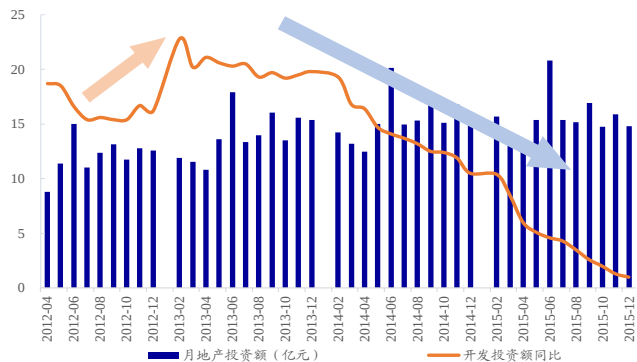
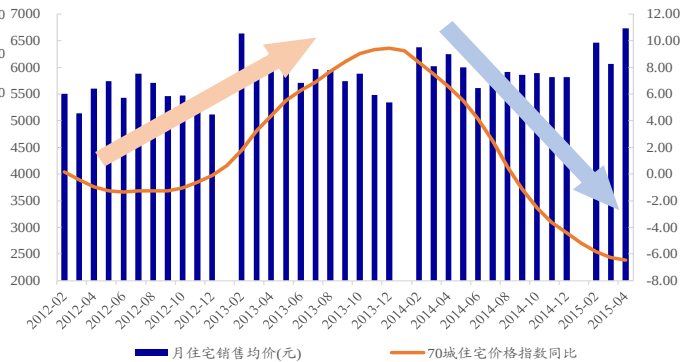


图 46 2012-2014 房价变动走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 47 2012-2014 库存情况走势

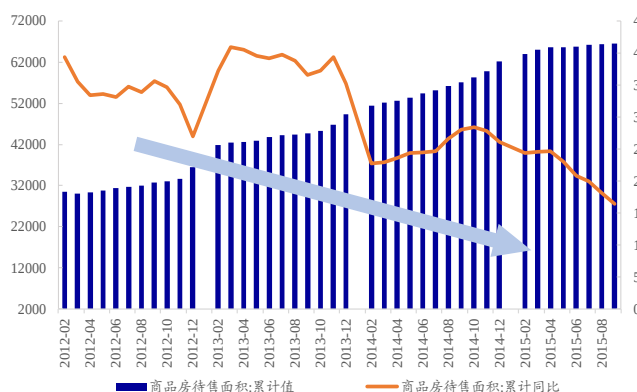
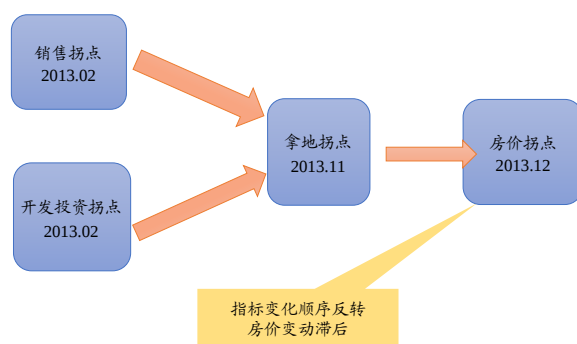


图 48 2012-2014 指标先行情况（几个周期对比一下并说明）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

板块估值方面，申万地产指数整体走势领跑上证综指，房地产板块估值相较于前两个周期大幅收缩，PE 仅在 10 倍-20 倍之间震荡。本轮周期估值创历史新低，2014 年 3 月 PE 触底，仅 10.22 倍，一方面受 2012 年到 2014 年中国股市低迷的影响，A 股悲观情绪浓厚，市场预期不佳。另一方面，房地产行业基本面表现不佳，月销售面积均值仅为 9620 万平方米，远低于

月新开工面积 16913 万平方米，市场呈现供大于求的态势，整个周期内商品房库存屡创新高，由 2012 年初 30526 万平上涨至 2014 年底 62169 万平，涨幅达一倍。

板块收益方面，申万房地产板块绝对收益在整个周期内呈现整体上行、阶段波动的趋势。2013 年 8 月起，受指数走势上升的影响，板块绝对收益不断攀升。2012 年 9 月-2014 年 12 月，几乎整个小周期内，板块相对收益均为正值，且收益率在 10% 附近高位震荡，行业表现优于大盘，主要源于市场对房地产政策放松的预期值较高。一方面，我国的经济高速增长期已经过去，GDP 增速下行致使市场预期政府会延续以房地产拉动经济增长的政策手段，未来将出现楼市利好消息。另一方面，09 年起中央房地产政策一直处于收紧状态，随着销售转负，行业基本面见底，放松调控、政策转向的预期愈发强烈，带动资本市场持续看好房地产行业，收益率高于市场整体水平。

图 49 2012-2014 房地产行业板块走势及估值情况

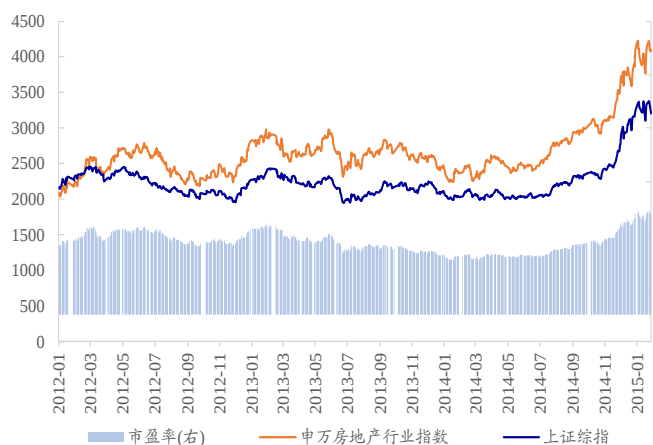
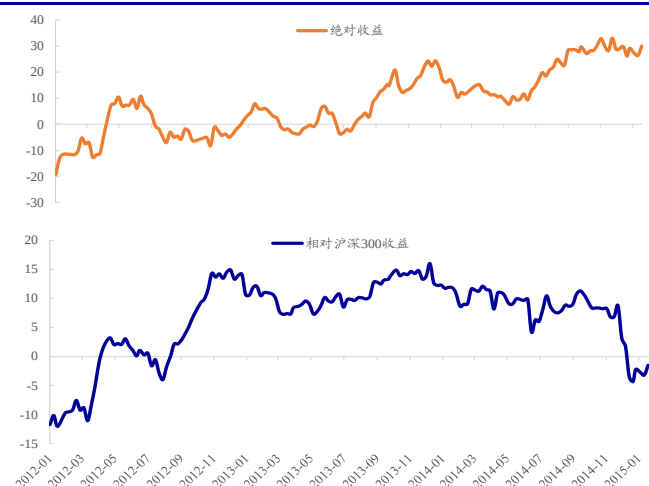


图 50 2012-2014 房地产行业收益变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）政策回顾：宏观经济增速放缓，行业政策重在“稳”

受欧债危机影响，出口受限，经济增速持续下滑，积极的财政政策和稳健的货币政策成为宏观调控重点。房地产政策与宏观调控节奏出现差异，经济稳增长背景下中央坚持调控房价不动摇，房价大幅回落后，政策方向逐渐转变，开启新一轮救市之旅。

1、宏观政策调控：经济增速放缓，“稳增长”下政策保持稳健

2012 年 1 季度起，我国 GDP 增速从 10% 滑落至 8% 的区间内，呈现阶梯式下降趋势。从外部因素看，2012 年起全球经济增长呈放缓趋势，受欧债危机冲击，欧洲经济难以出现明显回升，而中国向欧洲出口额占总量 1/3，加之人民币升值作用，我国对外出口受限。从内部因素看，经济长期增长面临结构失衡问题，三大产业比例失调，国民消费需求长期不足，改变依赖外需和搞投资率的增长模式成为经济发展的重点。2014 年政府下调经济增长预期，提出我国经济增长将“从高速增长转为中高速增长”。

2012 年上半年起，通胀压力逐步减轻，CPI 同比增速持续下滑，回落至 2%。央行在“稳增长”背景下，分别于 6 月 8 日、7 月 6 日实施降息，于 2 月 24 日、5 月 18 日下调存款准备金

率，缓解房企资金量紧张状况。两会明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，央行继续保持货币信贷和社融规模适度增长，同时开启利率市场化改革。财政政策适度增加赤字和国债规模，财政支出向民生领域倾斜，大力支持保障性安居工程。

图 51 2012-2014GDP 及 CPI 同比变动

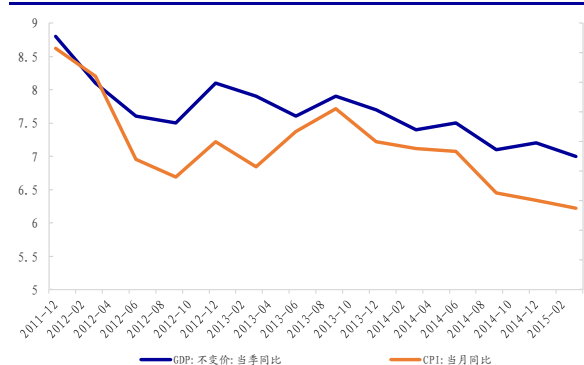
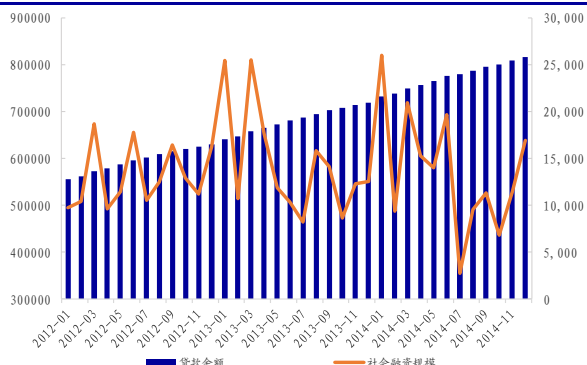


图 52 贷款余额和社融规模适度增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2、行业政策调控：行业政策对冲宏观放松，保障性住房建设成重点

2012-2013 年，为了对冲宽松稳健的货币政策对房地产行业的刺激作用，避免房价过快上涨，坚持房价调控和保障性住房建设成为行业政策两大重点。保障性安居工程建设的总体要求是到“十二五”期末，全国保障性住房覆盖面达到 20% 左右，力争使城镇中等偏下和低收入家庭住房困难问题得到基本解决。随着 2014 年面临销售转负、房价增速下滑，房地产政策逐渐转向，放松调控。

2012 年，地方政策频繁微调，需求管制下房价调控效果显著，保障性住房建设目标提前完成。从年初起，武汉、南昌、郑州、大连、芜湖等数十个城市先后对房地产政策进行微调，主要通过提供购房、放松户籍、放宽公积金等政策鼓励自住型住房需求，涉及放松限购、限价的地方政策基本被中央叫停。主要原因在于在宏观维持货币、财政政策稳健宽松的情况下，同时放宽房地产行业政策会带来楼市增长过快、过度繁荣的情况，因而中央继续实施“坚持楼市调控不动摇”政策，以对冲宏观政策对房地产市场的冲击。2012 年房价较为稳定，月销售均价维持在 5500 元/平上下，70 城住宅价格指数同比降幅达 1.25%。全国保障性住房安居工程提前两月完成年初计划，新开工 722 万套，基本建成 505 万套，投资额达 1.08 万亿元。

表 4 地方政策叫停情况汇总

时间	城市	地方政策	结局
2011/10/11	佛山市	住建局公开松绑限购，规定已办理房产证并超过五年市住房产权转移	松绑令仅仅经历“一日游”，当晚叫停
2011/11/11	成都市	暗地放松，召集当地开发商，表明全款付清情况下，主城区家庭现购房套数由两套增至四套	明令叫停
2012/2/9	芜湖市	政府对购买新建住房面积 70-90 平的给予 50 元/平的住房补贴，70 平以下的再给予 150 元/平购房补贴	三天后政府网站宣布暂停新政
2012/2/23	上海市	房管局“旧政新解”，外地户籍居民持长期居住证满三年可享受本地户籍居民同等购房资质，可购买二套房	一周后被叫停

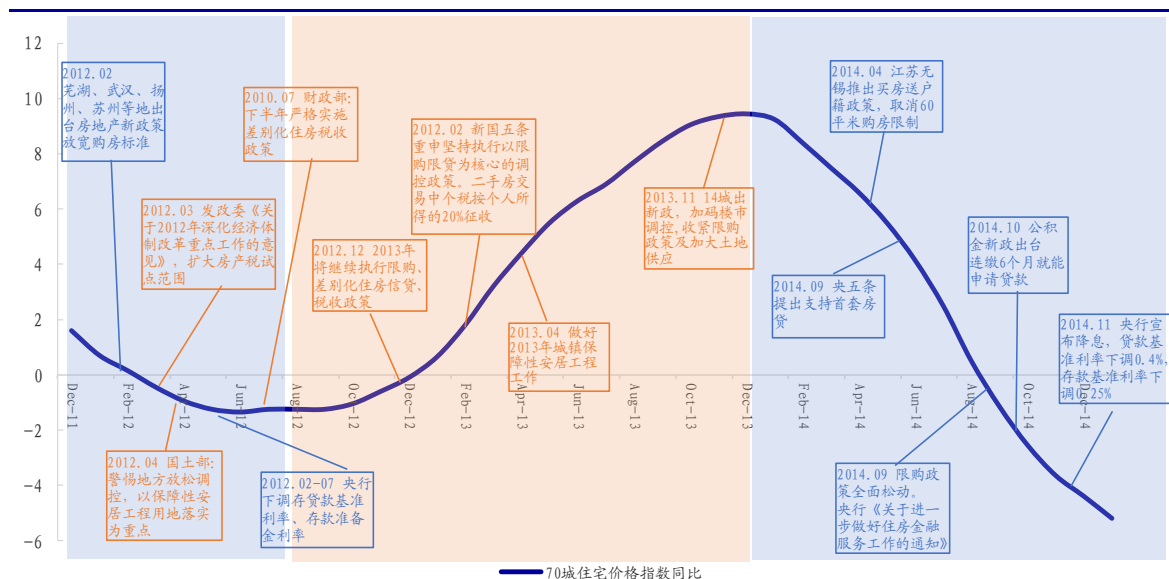
2012/5/31	石家庄	人均住房面积低于 30.6 平允许购买第三套房；两套及两套一下住房低于廉租房标准，允许再次购买住房	未经正式发布即被上级部门叫停
2012/6/24	河南省	家庭名下无房产等价购房的视为首套房；金融机构给予基准利率下浮 30% 幅度内的优惠	次日叫停
2012/7/13	珠海市	限购范围缩小，取消限价令	当天叫停

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

2013 年，一二线城市带动房价暴涨，政策调控重申限购。不同城市能级上涨速度差异较大，一线城市房价同比增速由 3.1% 最高上涨至 19%，二线城市由 0.7% 上涨至 10.6%，均高于 70 城住宅价格同比涨幅。一二三线城市房价出现变动的原因在于，我国城市化进程开始由简单的城镇化转向了都市化，大量人口涌入特大城市，住房刚需上涨，供需差异加大。此外，11 年以来的房地产调控政策主要通过限购、限价、限贷抑制需求，从需求端出发的政策调控在短时间内效果明显，但长期来居民的需求压力问能缓解，当地方政策略有松动时，累积的需求大量释放，引发新一轮房价暴涨。面对房价再次上涨，2013 年 2 月，“新国五条”出台，重申坚持执行以限购限贷为核心的调控政策；3 月二手房交易的个人所得税由交易总额的 1% 调整为按差额 20% 征收；4 月继续强调城镇保障性安居工程建设任务；11 月，18 城先后出新政，加大限购及土地供应力度。

2014 年，房价快速下跌至同比转负，中央、地方政策先后放松，分类调控思想初现。全年 70 城住宅价格指数由 9.25% 回落至 -4.4%，住宅销售均价从 6382 元/平下降至 5813 元/平，降幅达 8.92%。楼市遇冷，3 月“两会”提出分类调控，满足自住型需求，有效抑制投资投机性需求，针对一二三线成熟不同情况赋予地方政府更多自主权；4 月起，地方政府相继出台救市政策；5 月“央五条”出台刺激自主购房信贷需求；9 月中央放松“限贷”，地方限购政策全面松动；11 月央行降息放宽房企资金来源。

图 53 中央坚持房地产调控基调，地方政策微调



资料来源: Wind, 公开资料整理, 中国银河证券研究院整理

表 5 2012-2014 房地产调控政策一览

时间	名称	内容
2012 年 2 月	芜湖、武汉、扬州、苏州等地出台房地产新政策	芜湖对自住普通商品住房进行契税 100%补助, 随后武汉、扬州、苏州等地均以不同形式放宽购房标准
	国土资源部对小产权房不予确权登记	启动“小产权房清理试点工作”
2012 年 3 月	发改委《关于 2012 年深化经济体制改革重点工作的意见》	适时扩大房产税试点范围
2012 年 4 月	国土部: 警惕地方放松调控	2012 年房地产用地调控的中心任务时以保障性安居工程用地落实为重点, 做好住房用地供应工作
2012 年 6 月	禁墅令	国土部再发“禁墅令”, 别墅或将逐渐退出一手市场
2012 年 2 月-7 月	央行降息降准	贷款基准利率下降至 5.6%, 存款准备金下调至 20%
2012 年 7 月	国土部和住建部发布《关于进一步严格房地产用地管理巩固房地产市场调控成果的经济通知》。	加大住房用地供应力度, 提高计划完成率; 继续探索完善土地交易方式, 严防高价地扰乱市场预期
2012 年 7 月	财政部: 下半年严格实施差别化住房税收政策	加强交易环节和持有环节相关税收征管, 抑制投机性购房需求
2012 年 12 月	国土部: 坚持楼市调控不动摇	认真贯彻落实中央经济工作会议精神, 保持从严从紧调控基调
	住建部: 明年继续限购, 房价过快上涨问责	2013 年将继续执行限购、差别化住房信贷、税收政策
2013 年 2 月	新国五条	重申坚持执行以限购限贷为核心的调控政策。
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知	二手房交易的个人所得税由交易总额的 1%调整为按差额 20%征收
2013 年 4 月	住建部《关于做好 2013 年城镇保障性安居工程工作的通知》	2013 年全国城镇保障性安居工程建设任务是基本建成 470 万套、新开工 630 万套。
2013 年 9 月	以房养老	住房反向抵押贷款
2013 年 11 月	18 城出新政, 加码楼市调控	收紧限购政策及加大土地供应
2014 年 3 月	房地产分类调控	满足自住型需求, 有效抑制投资投机性需求; 赋予地方政府更多自主权
2014 年 4 月	江苏无锡放松政策	推出买房送户籍政策, 落户政策全面放宽, 取消 60 平方米购房限制
2014 年 5 月	央五条	提出支持首套房贷
2014 年 9 月	限购政策全面松动	除北上广深一线城市以外, 全国近 50 个大中城市实施近 4 年的限购政策全面松动
	央行《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	首套房贷享优惠, 最低首付 30%, 利率下浮 0.7 倍; 二套房贷大放松, 结清房贷的二套房执行首套房贷款政策; 取消限贷令
2014 年 10 月	公积金贷款新政出炉	连缴 6 个月就能申请贷款, 实行异地互认, 支持二次使用公积金
2014 年 11 月	央行宣布降息, 同时推进利率市场化改革	金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点; 存款基准利率下调 0.25 个百分点; 存款利率浮动区间上限由 1.1 倍调整为 1.2 倍

2015 年 3 月	《不动产登记暂行条例》正式施行	成都、青岛等 15 个城市居民的“房产证”将陆续换发成“不动产证”
2015 年 3 月	放宽二套房首付及公积金门槛	公积金首付比例降至两成，二套房贷款首付比例降至四成。已拥有一套住房且已经结清贷款，再次申请公积金贷款，最低首付 30%。
2015 年 3 月	普通住房销售免征营业税	购买 2 年以上普通住房销售免征营业税

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

五、15-至今小周期：供给侧改革下房地产重点去库存，因城施策效果显著

随着宏观经济企稳，GDP 增速稳定在 6.8% 左右，突破投资收益率下滑、产业结构不平衡等问题，推动供给侧改革成为宏观调控主线，去房地产的高库存效果显著。“房住不炒”定位逐步弱化房地产投资属性，建设长效机制，将“更好解决群众住房问题”作为首要目标，“因城施策”更好应对城市能级的分化，实现精准调控。

（一）基本面回顾：2015.03-2016.04 上行周期，2016.05-至今下行周期

选取销售金额同比增速作为标准，以 2016 年 4 月为界可将 15-至今的房地产小周期划分为上行、下行周期。2015.03-2016.04 销售金额同比呈上行趋势，由-9.3% 上涨至 55.9%，销售面积同比从-9.2% 上涨至 36.5%。2016.05-至今销售面积及金额同比进入下行通道，2019 年 2 月销售额同比转负，但在经历 3、4 月份的楼市“小阳春”之后，5 月销面增速自 2015 年 4 月至今首次转负，同比为-3.92%，创下行周期新低，现仍处于销售筑底阶段。

房价变动整体呈现上涨趋势，销售均价由周期初 6069 元/平上涨至 2019 年 3 月 8956 元/平，涨幅达 47.47%。2015 年 3 月至 2016 年 12 月 70 城住宅价格指数同比快速上升，从-6.25% 上升至 10.65%，2017-2018 年增速小幅回落后再拉高，至今已达 11.3%。2017、2018 年分别经历了两次土地热潮，2017 年 2 月土地购置面积同比转正，增速一路上行至 15.8%，18 年一季度土地市场季节性回温后，同比增速再次冲高至 15.7%，19 年出现断崖式下降，同比下降 34.1%。随着新开工面积于 2016 年 2 月同比转正，开发投资额随之增加，之后受拿地与新开工双重影响，投资额震荡上行，5 月拐点出现。库存量小幅上涨后持续回落，由 2016 年 73931 万平下降至 2019 年 6 月的 50162 万平，目前同比仍处于-8.9% 的低位。

销售需求率先释放，房价、投资持续走高。销售长尾特征明显，随着限购、限贷政策放松，前期累积的购房需求迅速释放，楼市销售一路向好，房价快速上涨后政策重新收紧，销售增速逐步回落。出于补库存的需求，土地购置、新开工节奏加快，带动开发投资额持续增长，一二三线城市分化致使不同能级的城市投资增速结构性错位，趋势叠加下总量仍处上行区间。房地产开发投资变动由建安费用、土地购置费共同作用。一方面受土地支付价款大幅滑落影响，土地购置费将在未来半年左右随之下行，另一方面新开工面积增长动力不足，建安费用上涨空间有限。我们预计今年内后续开发投资增速将缓慢下行。低库存致使房地产供求关系较为紧张，需求小幅增加也会刺激价格上涨，在此情况下稳定房价困难较大。

图 54 2015-至今销售情况走势

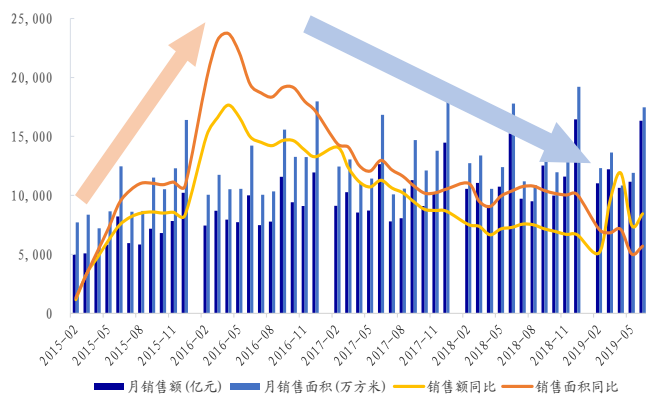
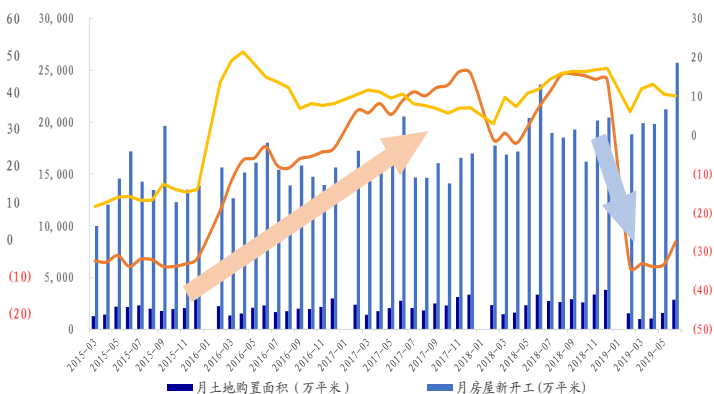


图 55 2015-至今土地购置及新开工走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 56 2015-至今开发投资走势

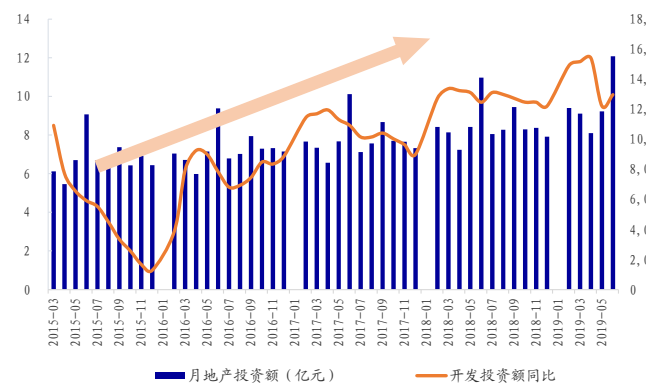
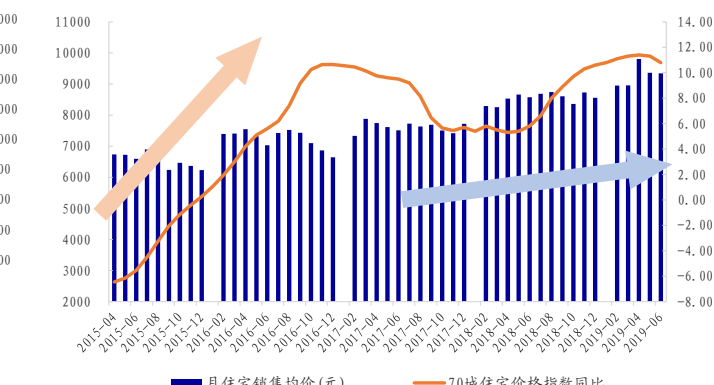


图 57 2015-至今房价变动走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 58 2015-至今库存情况走势

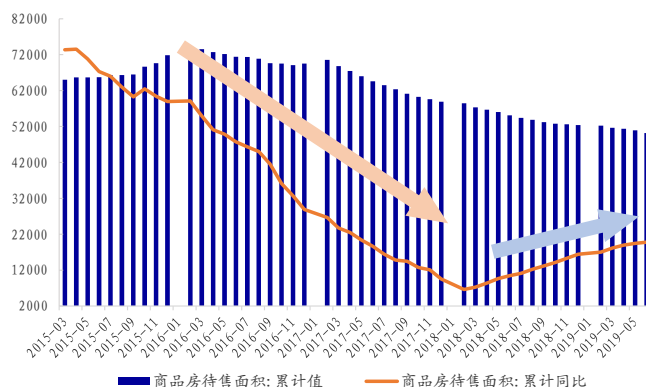
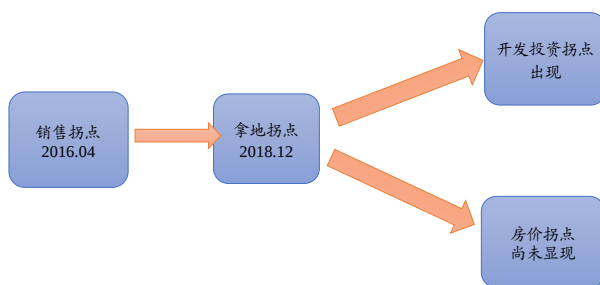


图 59 2015-至今指标先行情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

板块估值方面，申万房地产行业指数走势随上证综指同趋势变动，波动幅度更大。2015 年受政策放松刺激，板块估值向上抬升，2011 年以来 PE 首次突破 30 倍，直到 2016 年末，房地产板块估值在 20-25 倍之间震荡，相对稳定。2017 年起随销售增速放缓、房价快速上涨下调控政策出台，板块估值逐步下行，PE 回落至 15 倍左右。2018 年受 A 股整体走势影响，申万房地产行业指数大幅下降，从年初 5750 点滑落至年末 3470 点。与此同时，销售面积同比增速降至 0 附近，基本面对板块估值支撑力度较弱，PE 降至历史冰点，仅为 8.75 倍。2019 年上半年受重大政策调控和 A 股整体走势影响，申万房地产行业指数呈现先涨后跌趋势。2019 年 1 月至 4 月中旬，在政策和流动性相对宽松的环境下，申万房地产行业指数从 3469 点上涨到 4785 点，2019 年 4 月 19 日政治局会议重申房住不炒定位，各地政策风向转而收紧，融资层面大幅收紧，SW 房地产行业指数大幅下降，从 4 月 19 日的 4785 点至 6 月 4 日最低点 4032 点，此后一直在 4200 左右小幅度徘徊。

板块收益方面，申万房地产板块绝对收益及相对沪深 300 收益在周期内均呈现为先高位波动、后逐步下行趋势，与估值走势相吻合。2015-2016 年板块实现 40%以上的高收益，比沪深 300 基准收益率上浮 20%左右。2017 年以来随着板块指数下降速度快于大盘，绝对收益率收窄至 0 以下，相对收益最低跌至-22.65%。2016 年初，房价同比由负转正后，增速在一年内攀升至 10%附近，随后维持在 6%-12%高位区间，楼市火爆下政策调控预期逐步加强，房地产行业估值开始逐步下降，相对正收益随着收窄，2017 年“房住不炒”的政策定位加深了市场的悲观预期，相对收益转负且与沪深 300 的差距不断扩大。2018 年至 2019 年年中，相对收益保持负位，2018 年初至 2018 年 10 月相对收益持续下跌，最低跌至-22.65%，随后呈现小幅振动回调趋势，2019 年 1 月至 4 月由于政策调控放松出现较明显上涨，4 月以来政策调控收紧，上涨趋势被打断，随后保持在-16%至-12%之间小幅波动。

图 60 2015-至今房地产行业板块走势及估值情况

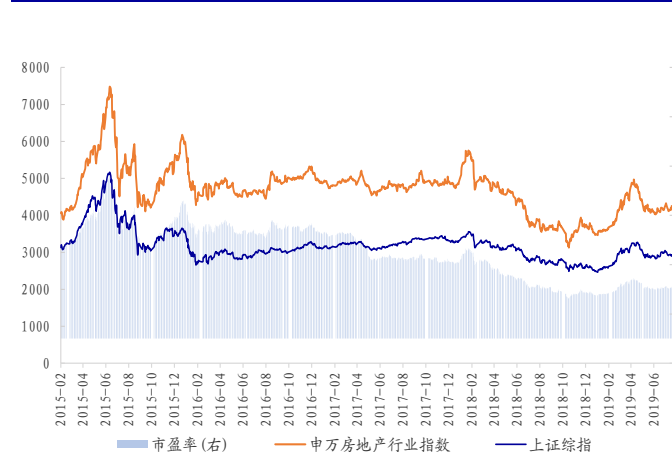


图 61 2015-至今房地产行业收益变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）政策回顾：供给侧改革成主线，房住不炒、因城施策促进健康发展

2015 年以来，中国经济的结构性分化趋于明显，迫切需要改善供给侧环境、优化供给侧机制，房地产作为高库存行业成为改革重点之一。城市能级分化显现，三四线城市去库存、一二线城市控房价，因城施策主导市场。

1、宏观政策调控：供给侧改革下，房地产去库存成主线

改革开放三十多年间中国经济高速增长，但随着人口红利的衰减、中等收入陷阱风险的累积、国际经济环境的调整等内因、外因的共同作用下，经济发展开始进入新常态。2015年后，GDP增速持续下行、CPI低位运行，消费上升投资下降等问题凸显，“供给侧改革”成为推动经济持续发展的重点。2016年中央经济工作会议定调供给侧改革的五大任务：“三补一去一降”，房地产作为最大的高库存行业，成为改革的重点行业之一。通过加快农民工市民化、改革就业地落户政策、调节交易税费等一系列政策措施扩大有效需求，打通供需通道，消化房地产库存。“棚改货币化”也为主要抓手，2015年起每年实际棚改数量均在600万套以上，棚改财政支出也增加至1700亿元。去库存政策效果明显。2015年起房地产去化周期进入下行区间，三线城市去化周期由24个月下降至14个月、二线城市由17个月下降至7个月，一线城市由10个月下降至5个月，后随成交量下滑，去化周期逐渐稳定。

图 62 2015-2018GDP 及 CPI 同比变动

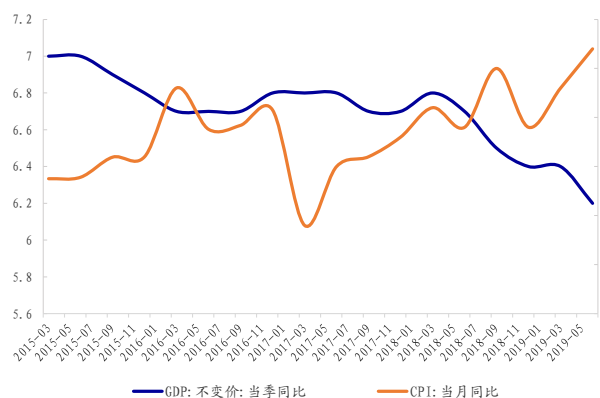
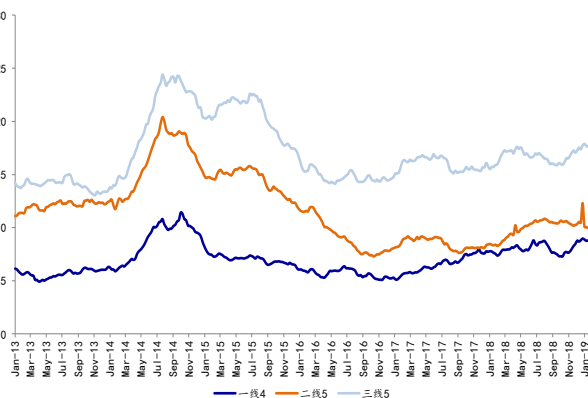


图 63 2015-至今去化周期变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 64 棚户区改造全国财政支出



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、中央行业政策调控：贯彻实施“房住不炒”定位，推进建设长效机制

2015年，经济稳增长下，政策放松，楼市逐步回温。2015年3月全国人大会议透露房地产利好消息，经济稳增长下房地产作为支柱产业必将受益。在金融服务实体经济的指引下，融

资环境宽松；公积金首付比例降至两成，二套房贷款首付比例降至四成。2月-10月间央行多次降息降准，房企开发资金来源快速增长。8月取消对境外个人在国内购买住房的限制条件；二套公积金首付比例下降至08-09年水平。宽松政策刺激下，70城住宅价格指数同比由负转正，增速从年初-5.85%回升至0.25%，房价上涨苗头初现。

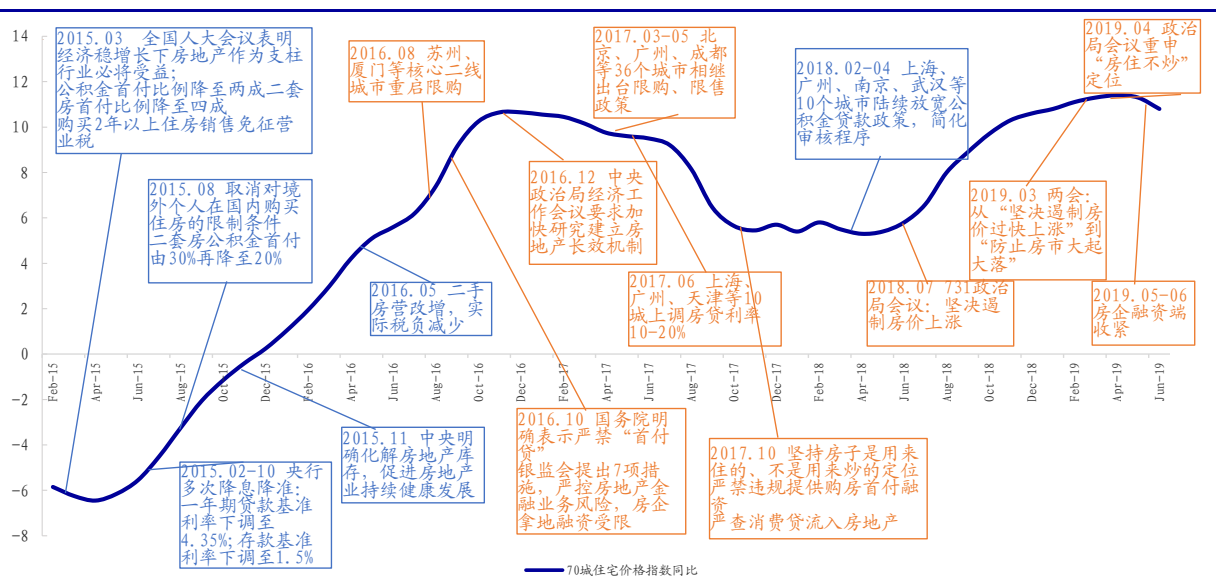
2016年，房价快速上涨，加快建立房地产长效机制。2月央行下调首套房首付比，非限购城市最低可降至20%；5月二手房营改增，房地产业适用税率实际下降，年初的宽松政策为楼市火爆提供空间，房价快速上涨，同比增速在11月达到峰值10.65%。8月苏州、厦门等核心二线城市重启限购，地方政策开始收紧。10月起调控政策密集出台，北京、深圳、天津等18个热点一二线城市限购限贷政策升级；银监会严格执行房地产贷款业务制度要求与调控政策，上交所明确房企公司债券募资不得用于购置土地，房企融资受限。12月中央经济工作会议首次提出“房住不炒”，建立房地产发展长效机制，强调抑制房地产泡沫。

2017年，房价上涨趋势不变、增速放缓，调控政策再升级。全年月均住宅销售均价由6644元/平方米上涨至7721元/平方米，房价涨幅达16.21%，70城房价同比增速由10%回落至5.7%，调控政策效果逐步显现。3-5月内北京、广州、天津、杭州、南京、成都、西安等36个城市相继出台限购、限售政策；6月北京、上海、广州、天津等10城上调房贷利率，上浮10%-20%不等；10月坚持“房住不炒”定位，严查消费贷流入房地产、严禁违规提供购房首付融资；11月实行分类调控、因城施策，一二线城市满足首套刚需，遏制投机炒房，三四线城市继续化解库存。

2018年，楼市降温之下，地方政策显现松动迹象，中央调控依然从紧。年初房价涨势趋稳，面对房地产销售下滑，部分城市政策松动，2-4月，上海、广州、南京、武汉等10个城市陆续放宽公积金贷款政策，房价同比增速再次上扬，4月增速见底后快速反弹。6月北京、上海、深圳、重庆等10个城市重出限售、限购政策；7月731政治局经济会议提出“整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”目标。中美贸易战下，经济下行压力加大，11月合肥、廊坊、苏州等地限购、人才政策放松，19年2月，山东菏泽市率先取消商品房价格限制，湖南衡阳、广州、北京等地相继取消或暂停限价政策，房地产调控权力逐渐下移至地方，政策调控逐步见顶。

2019年，楼市在年初小规模回春后，中央调控大幅收紧，地方政策随之从紧。年初一季度至4月初，政策环境边际宽松，楼市小幅回暖，城市房价环比普遍上涨，一季度人民币新增贷款达到有记录以来的单季新增贷款新高，在此背景下，4月19日中央政治局会议重申“房住不炒”定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。随后合肥、济南、北京等全国多地相继出台政策规范商品房销售，打击炒房现象，政策风向转为收紧。5月和7月，银保监会和发改委分别发布有关文件，收紧房地产融资信托端和海外债端，全国城市住房按揭贷款利率基本上浮，对房企和购房者带来资金压力。7月，中央出台措施，以中央财政支持16城住房租赁市场发展试点，各地出台措施规范住房租赁市场，住房租赁市场在商品房开发销售遇冷情况下迎来长期利好局面。7月31日，中央政治局会议定调房地产不作为短期刺激经济手段，政策维持收紧，下一阶段继续强调因城施策。

图 65 中央坚持“房住不炒”定位



资料来源: Wind, 公开资料整理, 中国银河证券研究院整理

表 6 2015-2018 房地产调控政策一览

时间	名称	内容
2015 年 3 月	《不动产登记暂行条例》正式施行	成都、青岛等 15 个城市居民的“房产证”将陆续换发成“不动产证”
	全国人大会议总理透露房地产利好信号	经济稳增长下房地产作为支柱产业必将受益; 金融服务实体经济, 融资环境宽松可期; 楼市政策有望延续市场化风格; 支持改善型住房需求
	《关于调整住房公积金个人住房贷款购房最低首付比例的通知》放宽二套房首及公积金门槛	公积金首付比例降至两成, 二套房贷款首付比例降至四成。已拥有一套房且已经结清贷款, 再次申请公积金贷款, 最低首付 30%。
	财政部《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》	购买 2 年以上普通住房销售免征营业税
2015 年 2 月-10 月	央行多次降息降准	一年期贷款基准利率下调至 4.35%; 存款基准利率下调至 1.5%
2015 年 8 月	取消外资购房限制	取消对外国个人在国内购买住房的限制条件
	二套房公积金首付再降	最低首付比例由 30% 降低至 20%, 回到 08-09 年水平
2015 年 9 月	调整不限购城市首套房首付	不限购城市首套房首付不低于 25%
2015 年 11 月	中央定调化解房地产库存	中央明确化解房地产库存, 促进房地产业持续健康发展
2016 年 2 月	央行下调首套房首付比	非限购城市首套房首付比例最低可 20%
	《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》	除北上广深一线城市以外, 买二套房契税从 3% 降至 1%, 两年以上住房出售全部免征营业税。
2016 年 5 月	二手房营改增	建筑业和房地产业适用 11% 税率, 二手房税率仍按 5%, 实际税负减少。
	调整住房公积金缴存比例	调整住房公积金缴存比例, 不得高于 12%
2016 年 8 月	核心二线城市重启限购	苏州、厦门等核心二线城市重启限购
2016 年 10 月	热点一二线城市限购限贷升级	北京、深圳、天津等 18 个热点一二线城市限购限贷政策升级

	整治首付贷	国务院明确表示严禁“首付贷”
	房企拿地融资受限	银监会提出 7 项措施，严控房地产金融业务风险，严格执行房地产贷款业务制度要求与调控政策
	房地产企业发债收紧	上交所明确地产公司债分类监管标准，发公司债募资不得用于购置土地
2016 年 12 月	加快研究建立房地产长效机制	中央政治局 17 年经济工作会议提出“房住不炒”，要求加快研究符合国情、适应市场规律的地产发展长效机制，并对楼市平稳发展提八个要求
2017 年 2 月	各地陆续出台人才政策	2017 年，各地人才新政陆续出台，吸引高端人才落户。
2017 年 3 月-5 月	多城相继出台限购、限售政策	连续三月内，北京、广州、天津、杭州、南京、成都、西安等 36 个城市相继出台限购、限售政策
2017 年 5 月	国务院制定棚改新计划	2018 至 2020 年将再改造各类棚户区 1500 万套
2017 年 6 月	多城上调房贷利率	北京、上海、广州、天津等 10 城上调房贷利率，上浮 10%-20%不等
2017 年 8 月	多地集体建设用地建设租赁住房试点	确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 13 个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。
2017 年 9 月	限售、限购、限价全面加码	9 城陆续推出限售政策，西安、青岛相继推出限价政策
2017 年 10 月	限售范围再次扩大	三亚、海口、昆明等地陆续出台限售政策（10 月-12 月）
	房住不炒	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。
	严查消费贷流入房地产	将消费信贷流入房地产市场情况作为监管检查重点，加大违规行为问责力度。
	严禁违规提供购房首付融资	严禁房地产开发企业、房地产中介违规提供购房首付融资等要求，并加大了实质性的惩处力度。
2017 年 11 月	土地承包法修正案草案提请	草案对农村土地所有权、承包权、经营权三权分置，土地经营入股、维护进城务工和落户农民的土地承包权益作了规定。
	坚持房住不炒定位	坚持“房子是用来住的”定位，实行分类调控、因城施策，建立房地产多元化供地机制。做好不动产统一登记工作；推进农村“房地一体”的宅基地和集体建设用地确权登记发证工作；推进建设用地使用权转让、出租、抵押二级市场试点。
2017 年 12 月	房企融资收紧	明确机构开展银信类业务不得将信托资金违规投向房地产等限制或禁止领域。
	支持刚改	2018 年我国要抓好房地产市场分类调控，针对各类需求实行差别化调控政策，满足首套刚需、支持改善需求、遏制投机炒房。库存仍然较多的部分三四线城市和县城要继续做好去库存工作。
2018 年 1 月	人才新政再扩大覆盖范围	2018 年 1 月，以广州、天津、南京为首的 6 个城市陆续出台人才新政
	宅基地三权分置	我国将探索宅基地所有权、资格权、使用权“三权分置”，落实宅基地集体所有权，保障宅基地农户资格权，适度放活宅基地使用权。
2018 年 2 月	公积金贷款政策放宽	2018 年 2 月-4 月，上海、广州、南京、武汉等 10 个城市陆续放宽公积金贷款政策，简化审核程序
	完善房地产金融体系	提出了 2018 年主要工作任务，包括 2018 年将加强房地产金融等的宏观审慎管理，完善住房金融体系，建立健全住房租赁金融支持体系。
2018 年 6 月	一、二线城市再出台人才新政	北京、上海、广州、深圳及厦门、杭州等热点城市陆续出台人才新政，对高端人才给予补贴、资助
	限售限购政策密集出台	北京、上海、深圳、重庆等 10 个城市陆续出台限售、限购政策
2018 年 7 月	731 政治局会议：坚决遏制房价上涨	2018 年 7 月 31 日，年中政治局经济会议提出“整治市场秩序，坚决遏制房价

		上涨”经济政策目标。
2018 年 11 月	合肥、廊坊、苏州等地限购、人才政策放松	合肥对年龄不足 40 岁、拥有本科学历的外地人群以及合肥“四县一市”的人群限购有所放松；廊坊针对廊坊工业园区中产业工人的限购略有放松；苏州 A-E 类人才购买首套自住住房，可不受户籍、个税和社保缴纳时限等限制。
2018 年 12 月	政治局会议再次强调稳中求进总基调，“六稳”和“提振市场信心”的诉求也隐含房地产行业稳定。	中央政治局会议指出：坚持稳中求进工作总基调，落实高质量发展要求，有效应对外部环境深刻变化。
2019 年 3 月	两会：防止房地产市场大起大落	2019 年 3 月 12 日，住建部部长在全国两会“部长通道”上表示，近年要保持房地产市场政策连续性和稳定性，防止大起大落。
2019 年 4 月	419 政治局会议：坚持房住不炒定位	2019 年 4 月 19 日，中央政治局会议重申，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。
2019 年 5 月	房企融资信托端收紧	5 月 17 日，银保监会发布《关于开展“巩固治乱成果 促进合规建设”工作的通知》并约谈部分业务增长过快过量的信托企业
2019 年 7 月	地方楼市调控政策密集	7 月份以来，地方楼市调控政策再现密集之势，苏州、洛阳、呼和浩特等地楼市政策持续收紧，为过热城市楼市降温
	全国城市住房按揭贷款利率上浮	7 月份以来，全国城市的住房按揭贷款利率基本上处于上浮的状态。成都、福州、合肥、杭州等地的首套房、二套房按揭利率均有不同程度的上调，且部分银行出现额度紧张、放款周期变长的迹象。
	房企融资海外债端收紧	7 月，国家发改委出台《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，首次将外债限制进一步细化到房地产行业。
	中央财政支持 16 城住房租赁市场发展试点	财政部、住建部决定，中央财政 134 亿支持住房租赁市场发展试点，对确定的 16 座示范城市给予奖补资金支持，试点示范期为 3 年
	730 政治局会议：定调房地产不作为短期刺激手段	7 月 30 日召开的中共中央政治局会议要求，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

3、地方行业政策调控：城市区域分化下，因城施策影响显著

自 2016 年《政府工作报告》中提出的“完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存”以来，各能级城市根据房地产市场发展状况实施差异化的调控政策，致使一二三线房地产市场分化显现。

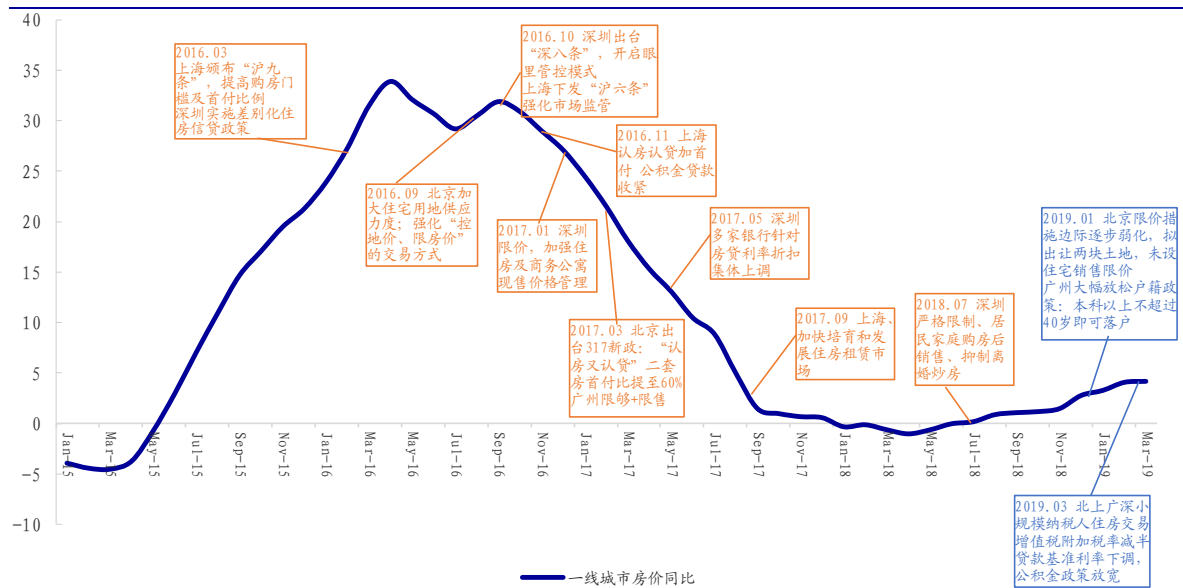
一线城市政策持续收紧，控房价效果显著。2016 年面对一线楼市高烧不退、房价节节攀升的情况，北上广深纷纷采取限购、限售、限价等多种政策，不断加大楼市调控力度。北京强化“控地价、限房价”的交易方式，完善差别化住房信贷政策；上海“沪九条”、“沪六条”相继出台，二套普通房首付不低于五成，公积金贷款收紧；深圳“深八条”开启严厉监管模式，贷款首付比例低 4 成，非深圳户口社保 1 年提高至 3 年；广州实施“限购+限售”，本地户籍单身限一套，家庭限两套，房产证满 2 年才能交易。打压房价上涨政策调控效果显著，一线房价同比自 2016 年 9 月达到峰值 31.9% 后开始回落。2017、2018 年政策继续收紧，顺应中央“租购并举”的政策导向，一线城市加快培育和发展住房租赁市场，以形成多主体参与、多品种供应、规范化管理的住房租赁市场体系，优化住宅供应结构。2018 年一线房价增速下降并维持在 0 附近，进入 19 年后北京、广州、上海均出现政策边际放松的倾向，但仍未取消限购、销售政策。19 年上半年，一线城市小规模纳税人住房交易增值税附加税率减半，贷款基准利率

下调，公积金政策放宽，各市继续出台政策鼓励人才落户，增加保障性住房和人才公寓，并且陆续出台政策租赁市场。

二线城市整体调控稳房价，人才引进政策主导宽松。二线城市房价前期变动走势与一线城市较为一致，上涨趋势显著。2016 年苏州率先重启限购限贷，抑制房价涨幅；南京发布“严限涨令”，首套房认房又认贷；武汉下调公积金贷款额度，提高贷款首付比例；厦门、杭州、成都出台限购政策，暂停向部分家庭销售商品房。政策调控下，房价增速放缓，同比由 14.2% 回落至 5% 附近。2017 年下半年起，二线城市重点建设创新创业人才高地，积极引进领军人才，提供购房补贴，政策松动下，二线城市房价同比再次上行，与一线城市相比分化显现。2018 年“房住不炒”再次成为政策调控重点内容，昆明、长春、长沙、宁波等多个城市密集出台限售限购政策。2019 年上半年，各城市调控略有放松，3 月济南房价限价取消，无锡下调首套房首付比例，但 4 月下旬后政策转向收紧，如南京首套房贷利率上浮回 15%。在人才引进政策方面，19 年持续了政策宽松风向，2 月-7 月多地放宽人才落户条件，提供购房租房优惠。同时房地产调控力度与中央调控力度保持一致，继续收紧，如大连明确要求商品住房不能涨价、只能降价。

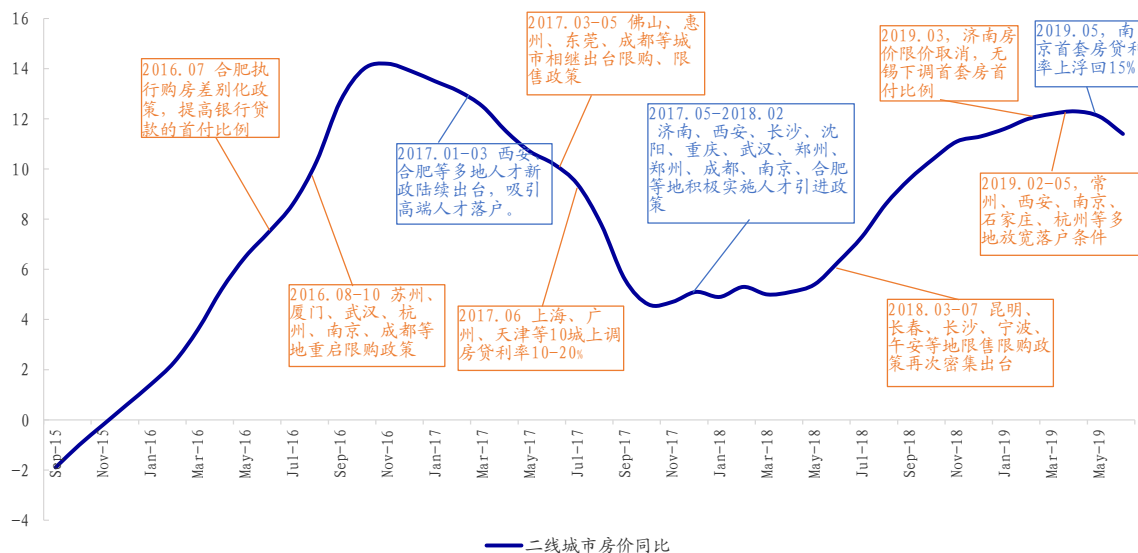
三四线城市政策重点去库存，房价上涨趋势较平缓。2016 年，三线城市以化解房地产库存为主要政策目标，通过推进棚户区改造、减少购房套数限制、提供购房补贴，支持农业人口落户、提高公积金贷款额度、降低贷款利率等多途径推动房地产市场发展。2017 年，三线城市房价同比增速不断上升至 9%，已超越同期一二线房价增速，在此情况下江门、莆田、绍兴等城市率先出台调控政策，提高公积金首付比例、降低贷款最高额度，随后各城市相继出台限购、限售、限价政策，全方位调控房价。以莆田市为例，2017 年共有 26 条政策疯狂出击，房价疯狂上涨势头得到抑制，市场也不断走向低迷。2018 年，三线城市政策出现分化：芜湖、蚌埠、湘潭、镇江等城市纷纷出台人才引进政策，降低落户门槛、提供购房及租房补贴，房地产市场有所放松；同时泉州、莆田、江门、湘潭等地继续加大房地产调控力度，控房价仍为主要政策目的“因城施策”理念得以凸显。2019 年，三线城市政策维持去年态势，海口、芜湖、佛山、合肥等地相继出台人才引进政策，降低落户门槛，给予购房租房补贴。

图 66 一线城市政策持续收紧



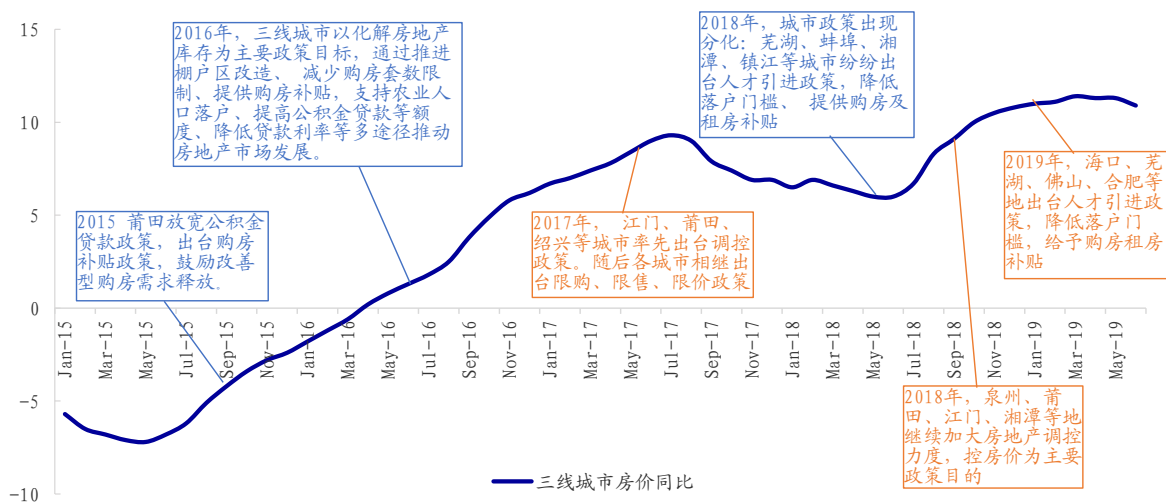
资料来源: Wind, 公开资料整理, 中国银河证券研究院整理

图 67 二线城市调控政策



资料来源: Wind, 公开资料整理, 中国银河证券研究院整理

图 68 三线城市调控政策



资料来源: Wind, 公开资料整理, 中国银河证券研究院整理

表 7 一线城市房地产调控政策

时间	城市	政策
2016/3/25	上海	"沪九条"颁发, 非上海户籍居民购房需连续缴纳个税及社保满 5 年及以上, 拥有 1 套住房居民家庭再买自住房首付款比例不低于 50%, 购房人在申请贷款时应承诺首付款为自有资金
2016/3/25	深圳	差别化住房信贷政策, 非深户社保购房从 1 年社保改为 3 年; 名下有 1 套房且房贷已结清的, 再次购房首付增加为 4 成; 名下有房贷未结清的, 首付继续执行 7 成。
2016/6/4	深圳	招、中、北京银行执行二手房贷利率 8.8 折
2016/9/30	北京	加大住宅用地供应力度; 强化"控地价、限房价"的交易方式; 进一步完善差别化住房信贷政策
2016/10/4	深圳	"深八条"出台, 开启严厉管控模式, 进一步打击投机炒作, 防控资产泡沫, 稳定房地产市场
2016/10/8	上海	市住建委、规土局联合下发"沪六条", 进一步强化市场监管, 加大执法力度, 规范市场秩序, 坚决遏制房价过快上涨态势, 确保上海市房地产市场平稳健康发展
2016/11/8	上海	上海市税务局称将于 12 月 31 日前缴纳 2016 年度个人住房房产税税款
2016/11/28	上海	认房认贷加首付, 公积金贷款收紧: 首套房首付比例不低于 35%, 二套房不低于 50%, 三套房不低于 70%
2017/1/19	深圳	限价: 出台了有关《商品住房和商务公寓预现售价格管理操作细则》的通告
2017/2/10	上海	加强住房公积金提取审核 违规最高罚所得款 50%
2017/3/17	北京	317 新政: "认房又认贷"二套房首付比例提至 60%
2017/3/30	广州	本地户籍单身限一套, 家庭限两套, 房产证满 2 年才能交易
2017/3/24	北京	3.24 新政: 离婚一年内贷款买房一律算二套
2017/4/7	北京	《北京市 2017-2021 年及 2017 年度国有建筑用地供应计划》, 明确未来 5 年内将建立租购并举的住房制度, 优化住宅供应结构
2017/4/11	上海	首推宅地招挂复合 引入房企评分制, 宅地土拍明显进入了低溢价时代
2017/5/4	上海	规范开发商的开盘行为, 要求新开盘商品住房采取由公证机构主持的摇号方式公开销售; 严格落实购房实名制; 不得以任何名义收取价外价
2017/5/22	深圳	多家银行针对房贷利率折扣集体上调。其中, 建行直接取消房贷利率折扣, 实现 4.9%的基准利率, 招商、平安等银行也开始执行基准利率
2017/5/23	北京	二环内将禁止新增建设用地, 四环内严控新增建设用地
2017/6/1	上海	出台二手房交易新规, 在二手房交易环节增加身份信息检验环节, 确保交易真实, 稳定二手房市场价格
2017/9/13	上海	加快培育和发展住房租赁市场, 形成多主体参与、多品种供应、规范化管理的住房租赁市场体系
2017/10/18	深圳	出台的《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》, 除了针对城市中租赁一项, 同时还制定了将已建成并空置的商业建筑以宗地为单位按规定改建为租赁住房。
2017/11/14	深圳	上调住房公积金, 职工提取住房公积金用于支付房租的, 每月可提取的公积金由申请当月公积金应缴存额的 50%上调为 65%
2018/2/6	广州	广州关于维护住房公积金缴存职工购房贷款权益的通知
2018/3/26	深圳	深圳市住房和建设局关于征求《关于加强棚户区改造工作的实施意见(征求意见稿)》意见的通告
2018/3/28	深圳	实施成交价、评估价以及网签价"三价合一", 坚决遏制"阴阳合同"和"高评高贷"现象, 确保房地产市场平稳健康发展
2018/5/18	北京	北京市人民政府办公厅印发《关于加强直管公房管理的意见》的通知
2018/6/5	深圳	深圳市人民政府关于深化住房制度改革加快建立多主体供给多渠道保障租购并举的住房供应与保障体系的意见
2018/7/31	深圳	严格限制企事业单位购房、商务公寓买卖、居民家庭购房后销售、抑制离婚炒房等

2018/9/13	北京	关于调整住房公积金个人住房贷款政策的通知：实施差别化贷款政策
2019/1/10	北京	限价措施边际逐步弱化，拟出让两块土地，未设住宅销售限价
2019/1/11	广州	大幅放松户籍政策：本科以上不超过 40 岁即可落户（原为 35 岁）
2019/1/31	上海	上海市房产税原值减除比例由 20%提高至 30%
2019/2/13	上海	确保新增保障性住房 6 万套，中心城区二级旧里改造 50 万平方米
2019/3/4	深圳	中信、北京银行下调深圳二手房贷利率，首套最低上浮 8%
2019/3/8	北上 广深	小规模纳税人住房交易增值税附加税率减半（北上广适用个人）
2019/3/8	深圳	多家银行房贷利率继续下调，首套房贷基准利率上浮 5%，二套上浮 10%
2019/3/14	北京	公积金政策放宽，在京无购房提取记录，公积金可用于津冀购房。除户口所在地及其省会外，公积金异地提取范围放宽至天津、河北两地
2019/4/2	北京	北京市教委：共有产权住房与商品房入学政策一致
2019/5/23	北京	东、西城区共有产权住房项目开放申购
2019/6/26	上海	首个集体土地入市建设租赁住房项目开工，打造 825 套青年科创人才公寓
2019/6/27	广州	出台新规防范以租代售风险，住房租赁合同期限不得超过二十年
2019/7/4	深圳	个人房屋租赁登记备案，不在政府平台备案将追溯应缴税款；租金不高于租金指导价格的采取综合征收方式征税
2019/7/8	北京	不得改变房屋内部结构分割出租，每个房间居住人数不得超过 2 人，拟出台新规规范互联网住房租赁信息发布
2019/7/15	广州	推出 2550 套公租房，接受各单位整体申请
2019/7/15	深圳	不再公布官方楼市成交均价，深圳市住建局回应因其不能很好反应市场真实情况
2019/7/19	北上 广深	入选中央财政支持鼓励租赁市场发展的试点城市
2019/8/7	上海	上海自贸区新片区调成购房资格吸引国内外人才

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

表 8 二线城市房地产调控政策

时间	城市	政策
2016/7/1	合肥	执行购房贷款差别化政策；提高银行贷款的首付比例
2016/8/12	苏州	苏州重启限购限贷限购政策：以居民家庭为单位第一套房的首付 20%；二套住房首付 30%、50%
2016/8/31	厦门	重启限购政策，暂停向拥有两套及以上住房的本市户籍居民家庭销售 144 平方米及以下的普通商品住房
2016/8/31	武汉	实行限贷政策，二套房居民家庭，再次申请个人住房贷款购买商品住房，贷款最低首付比例为 40%。
2016/9/18	杭州	住房限购，暂停向拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭出售住房
2016/9/25	南京	出台限购政策：非本市户籍居民家庭限购 1 套房；暂停向拥有 2 套及以上住房的本市户籍居民家庭出售新建商品住房
2016/10/1	成都	实施区域性住房限购，严格执行住房限购地区信贷政策
2017/1/22	西安	《进一步吸引人才放宽我市部分户籍准入条件的意见》
2017/3/1	合肥	《合肥市人民政府关于进一步推进户籍制度改革的实施意见》
2017/3/24	佛山	部分地区限购、本地户籍限购两套，外地户籍限购一套
2017/4/9	惠州	出台限售政策，商品房满 3 年方可转让

2017/4/10	东莞	所有户籍限购 2 套新房，房产证满 2 年才能交易
2017/5/27	济南	《关于深化人才发展体制机制改革促进人才创新创业的实施意见》
2017/6/1	西安	本科学历人员落户年龄限制，由 35 周岁，调整至 45 周岁；硕士研究生及以上学历人员不设年龄限制
2017/6/30	长沙	《长沙市建设创新创业人才高地的若干措施》、《长沙市高校毕业生落户实施办法》
2017/8/27	沈阳	《沈阳市建设创新创业人才高地的若干政策措施》
2017/8/28	重庆	《重庆市公安局服务民营经济发展 30 条新举措》
2017/10/11	武汉	《进一步放宽留汉大学毕业生落户试行政策》
2017/11/23	郑州	《郑州市人才落户政策实施办法（暂行）》
2017/11/28	成都	《成都市户籍迁入登记管理办法（试行）》
2018/1/5	兰州	西固区、九州开发区等部分地区取消限购；对城关区、七里河区等范围内住房实施限售
2018/1/11	合肥	满足合肥市落户条件的外市人员，可以凭中专以上毕业证书、无房证明、户口本及身份证等在任何一个派出所落户
2018/2/1	西安	1、开辟在校大学生落户绿色通道；2、放宽单位社区集体户的家属随迁限制；3、放宽投靠直系亲属限制
2018/2/1	南京	《南京市户籍准入管理办法》、《南京市积分落户实施办法》
2018/2/12	济南	济南市既有住宅增设电梯财政补助资金实施细则
2018/3/1	昆明	限售：二环路以内，购买的新建商品住宅满三年方可交易限公积金贷款：下调最高额度，再次使用住房公积金的首付比例不低于 50%，利率不低于贷款利率 1.1 倍
2018/3/27	长沙	大连人民政府关于促进房地产市场平稳健康发展的通知
2018/4/24	长春	限售：三环区域内新购非家庭唯一住房的，2 年内不得上市交易
2018/5/19	宁波	奉化区和杭州湾新区要求新购住房须取得不动产权属证书满 2 年后方可转让
2018/6/5	福州	关于进一步吸引引进人才和高校毕业生来榕落户的五条措施的通知
2018/6/26	佛山	佛山市开展共有产权住房政策探索试点工作方案的起草说明
2018/6/29	武汉	武汉市刚需无房家庭首次购买新建商品住房优先选房操作规程（试行）
2018/7/4	西双版纳	西双版纳州人民政府关于进一步整顿规范房地产市场秩序的通知
2018/7/5	昆明	昆明市关于举报非法转租公租房的倡议书
2018/8/5	苏州	关于印发《打击侵害群众利益违法违规行为规范房地产市场秩序专项行动实施方案》的通知
2018/8/16	合肥	合肥市新落户人才租房补贴发放实施细则
2018/8/27	长沙	《关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》
2018/9/7	哈尔滨	哈尔滨市人民政府关于稳定商品房价格的意见
2018/9/10	武汉	武汉市刚需无房家庭首次购买新建商品住房优先选房公证摇号规则指引（试行）
2018/12/24	佛山	购房入户并入积分制
2018/12/27	合肥	传购房社保要求放宽（无官方文件）
2018/12/28	西安	2019 年起行政区内新建住宅推行全装修成品交房
2018/12/29	长沙	住房公积金政策调整（存缴时限由 6 个月提升至 12 个月）
2019/1/1	重庆	上调个人新购住房房产税起征点至 17630 元/平方米（上调 14.1%）
2019/1/2	成都	传成都多家银行差异化执行 9 折房贷（未确认）
2019/1/3	青岛	青岛高新区暂停执行公正摇号售房
2019/1/13	东莞	楼盘认购两天可无理由退定
2019/1/18	大连	新市区转主城区有合法稳定住所即可落户（原落户新市区满 5 年），社保满 6 个月可参加积分落户
2019/1/29	成都	公积金认房又认贷，月还款额不得超收入 50%，3.15 起实施

2019/2/11	常州	放宽落户条件，取消高校毕业生缴纳社保年限，配偶可入户
2019/2/14	西安	放宽户籍准入条件，全国在校大学生均可迁入落户
2019/2/15	南京	修订积分落户实施办法，房产面积每满1平米计1分
2019/2/20	合肥	12家银行房贷利率上浮比例有变，贷款结清可按首套房贷款利率执行
2019/2/20	佛山	非限购区购买首套房且无房贷记录，最低首付2成
2019/2/28	保定	三部门联合发文严禁违规提供购房融资、首付分期等
2019/2/28	杭州	主城区土地挂牌溢价率达30%时锁定限价竞自持/配建（原50%）
2019/3/4	无锡	工商银行无锡分行 下调首套房首付比例至最低30%
2019/3/4	天津	外地缴存公积金职工在津购房首付最低六成，6.1起实施
2019/3/12	东莞	二手房交易中个税可选择差额20%或全额2%征收
2019/3/15	天津	部分银行日前已将首套房贷利率从基准利率上浮10%下调到上浮5%
2019/3/18	石家庄	放开城区、城镇落户迁入条件限制，仅凭身份证、户口簿即可申请
2019/3/20	济南	房价限价取消 ，限购仍在实施
2019/4/2	石家庄	统一暂停发放住房公积金异地贷款
2019/4/4	杭州	放宽落户条件，大专及以上学历人才即可落户
2019/4/10	佛山	公积金贷款最高可贷额升至50万元、可贷款两次
2019/4/22	长沙	停止第二套改善性住房优惠契税
2019/5/11	苏州	调控升级，对工业园区全域、高新区部分重点区域的新建商品住房实施限制转让措施
2019/5/13	南京	实施博士安居工程，给予人才购房贷款优惠利率，租赁政府提供的人才公寓
2019/5/13	西安	启动住房公积金“资金流动性风险防控一级响应”
2019/5/25	南京	首套房贷利率上浮回15%
2019/6/26	长沙	发布骗提骗贷公积金行为处理方法
2019/7/19	杭州	再次放宽公租房申请家庭收入标准
2019/7/19	南京杭州 郑州武汉 长沙重庆	入选中央财政支持鼓励租赁市场发展的试点城市
2019/8/1	大连	出台《关于加强房地产市场调控工作的通知》，明确要求商品住房不能涨价、只能降价

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

表9 三线城市房地产调控政策

时间	城市	政策
2015/9/1	莆田	公积金二套房首付比例降至20%，公积金贷款政策再放宽，进一步鼓励改善型购房需求的释放
2015.11-2016.2	莆田	莆田市秀屿区、荔城区、城厢区、涵江区先后出台购房补贴政策
2016/4/5	湘潭	积极化解商品房库存：推进棚户区改造、鼓励征拆户购置商品房、支持农业转移人口进城购房、鼓励各类专业人才在湘潭落户购房、加大金融信贷和住房公积金对购房需求的支持力度
2016/4/21	镇江	实施房地产去库存政策，人才购房不受购房套数限制，均享受政府性补贴；本市市民、农村人口及外市群众购房也享受政府性补贴政策
2016/4/29	岳阳	进一步推进户籍制度改革：引导农业转移人口落户城镇的预期和选择，岳阳市城区落户条件
2016/5/1	泉州	鲤城区、泉港区、丰泽区等区域自2016年2月起陆续出台购房补贴政策
2016/5/8	莆田	“莆六条”出炉，从房贷首付比例、支持农民工进城购房、拆迁户安置等多方面为莆田楼市去库存提出支持意见

2016/6/1	江门	符合条件的个人可将商业性个人住房贷款转为住房公积金个人住房贷款。
2016/6/20	泰安	加强城镇棚户区改造工作：2016、2017 年全市完成棚户区改造 5.8 万户，货币化安置率达 50%以上
2016/8/1	江门	普通住房实际成交价格低于 2016 年上半年住房平均交易价格的 1.44 倍以下，及上限调至 8660 元/平
2016/8/1	蚌埠	楼市去库存，蚌埠实行宽松的购房政策：首付执行最低标准 20%，创新购房信贷产品，鼓励农民进城，支持新市民住房消费等政策
2016/8/28	绍兴	促进非住宅商品房去库存，鼓励人才创业
2016/10/17	江门	江门版楼市调控政策出台：住建局明确要对 9 种不正当经营行为依法严厉查处，并发布“七项楼市稳控措施”，以求“控房价、稳市场、去库存、防风险”
2016/11/14	襄阳	引导和鼓励农民进城购房，从金融、住房公积金、户籍、教育、就业等方面鼓励农民到城市安家落户
2017/1/23	莆田	莆田公积金最低首付提至 30%，高额度降至 55 万
2017/2/8	绍兴	公积金贷款调整，最高贷款限额从 80 万元调整为 60 万元
2017/3/20	湘潭	鼓励进城农业转移人口到市城区购买新建商品住房，给予 200 元/m ² 的购房补贴，每户最高不超过 2 万元
2017/3/30	湘潭	湘潭经济技术开发区关于鼓励高校、中职在校生和毕业生购房，给予 300 元/m ² 的购房奖励，每户最高金额不超过 3 万元
2017/4/8	常州	限售政策出台：常州新购买商品住房（包括二手住房）的，取得产权证后满 2 年才可上市交易
2017/4/9	常州	新购买商品住房（包括二手住房）的，取得产权证后满 2 年才能上市交易
2017/4/20	莆田	限价令升级，同一地块项目分期销售均价涨幅不超过该楼盘上年度商品住房网签均价的 5%
2017/4/22	江门	楼市限购新政：外地人限购 2 套需半年个税或社保
2017/5/8	芜湖	在湖新购买的商品住房（含新建商品住房和二手住房）须取得不动产权证书满 2 年方可转让
2017/6/8	绍兴	越城区楼市调控出台，新领预售证的楼盘均价超过万元需指导定价
2017/8/17	泰安	加强房地产市场调控工作，探索采取“限地价、竞房价”“限房价、竞地价”“限地价、竞配建”“竞自持面积”等方式，严防高价地扰乱市场预期
2017/9/28	湘潭	停止执行农业转移人口、外来人口、其他本地居民“3 类购房人”相关购房奖励补贴政策
2017/10/1	蚌埠	住房公积金贷款首付比例从提升至 50%、贷款额度调整为 20 万元(此前最高 30 万元)
2017/10/13	绍兴	在绍兴市区（越城区、柯桥区、上虞区、袍江开发区、滨海新城）新购买的住房须取得不动产权证书满 2 年后方可转让
2017/10/23	岳阳	满足广大市民合理的住房需求，加速推进市中心城区棚户（旧城）区改造
2017/11/13	泉州	非泉州市户籍家庭购买的商品住房须取得不动产权证书满 5 年方可转让
2017/12/29	岳阳	加强房地产市场监管，整治房地产开发、销售违法违规行为，促进房地产市场规范健康发展
2018/1/3	芜湖	发布七条新规加强房地产市场监管
2018/1/8	莆田	严格控制新开楼盘销售价位，精装不得超过 3000 元/m ² ，公证摇号选房
2018/1/30	芜湖	房补贴再现，本科学历最高补贴 2 万元
2018/2/1	泉州	泉港区加入“最严”调控 1、“双限住房”均价定价原则 2、住宅可配售车位、车库纳入预售价格调控 3、一房一价，公开信息 4、跨区域限售 5、土地出让时采取“限房价、竞地价”“限地价、竞房价”“限地价、竞配建”等方式竞拍
2018/2/12	莆田	精准调控商品房价格，7 层以上（含 7 层）商品住房单套最高价不得超过均价的 15%；3.5 层至 6 层商品住房单套最高价不得超过均价的 10%
2018/4/1	泉州	泉州中心市区公开摇号售卖商品房时，开发商需保留 60%房源留给刚需住户家庭，以满足首套刚需、支持改善需求、遏制投机炒房
2018/4/12	江门	房贷利率上调，首套一手住宅普遍上浮 25%，二套一手住宅普遍上浮 30%。
2018/4/26	蚌埠	出台“养人新政”，40 岁下本科生落户就可直接买房，同时根据不同的人才类别在三年内每月分别发放 3000 元、

		2000 元生活补贴
2018/5/4	湘潭	湘潭市莲城人才行动计划, 买房一次性最高给予 100 万补贴
2018/5/24	江门	江门蓬江区新建商品房备案价高于 12500 元/平, 江海区备案价高于 11500 元/平的高价单元实行调节网签节奏。
2018/6/5	芜湖	加快人才引进: 按购房款的 80%给予购房补贴(补贴额度最高分别不超过 200 万元、150 万元), 并分别给予 50 万元、30 万元安家费补助。
2018/7/2	莆田	实施片区精准调控, 明确 2018 年每一片区类别商品住房最高均价和土地出让最高楼面地价具体管控目标; 同时还明确 2018-2020 年度商品住房均价管控目标
2018/8/1	湘潭	公积金个人住房贷款政策调整, 二套房首付不低于 40%
2018/8/1	泉州	以控房价为主旋律, 将精细化调控落地, 要求按照“总体有目标, 片区有控价, 楼盘有系数”的工作思路, 形成“低端有保障、中端有支持、高端有市场”的供给体系
2018/8/16	湘潭	从稳控新建商品住房价格、强化住房建设规划引领、保障住房刚性需求、整顿房地产市场秩序、加强舆论引导和预期管理、切实履行主体责任等 6 个方面, 全面引导湘潭市房地产市场平稳有序发展。
2018/8/20	江门	市国土资源局 5 年来首次调整基准地价, 商服、住宅、工业三类地价均上涨
2018/9/18	湘潭	发布《湘潭市人才购房和租房补贴实施办法》, 实现人才新政实现了落地, 调动全市引才聚才的积极性
2018/9/21	莆田	打击房地产开发企业违法违规行为: 禁首付分期、拿证前不得收取诚意金
2018/10/1	蚌埠	贷款利率的持续收紧, 行开始认贷又认房
2018/10/10	镇江	降低高校毕业生落户门槛, 本科以上学历毕业生来镇就业创业 5 年内, 购买首套自住房可享受缴纳契税补贴; 硕士以上毕业生, 公积金贷款额度可上浮 50%
2018/11/12	江门	人才新政意见: 顶尖人才、领军人才全职来江门工作, 免费提供 1 套住房, 工作满 5 年后赠予个人
2018/12/29	汕头	住房公积金政策调整(存缴时限由 6 个月提升至 12 个月)
2019/2/12	海口	颁布引进人才住房租赁、购房补贴细则, 每年最高 6 万购房补贴
2019/2/21	阜阳	2019 年之后所挂出土地出让公告均取消限价条款
2019/3/6	赣州	赣州市赣县区停止特价房销售, 要求价格不低于 2 月同类型成交均价
2019/3/11	芜湖	出台人才新政, 市区购买首套房且本市参加社保, 给予安家、契税补贴

资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究院整理

六、本轮小周期特点及未来发展趋势

(一) 本轮小周期特点总结

1、市场“冰火两重天”推动因城施策出台

2015 年“3·30 政策”大力刺激楼市后, 宽信用、降首付、加杠杆、减税费等政策密集出台, 旨在消化一些城市的高库存, 但政策的一刀切造成了一二线与三四线市场“冰火两重天”的行情分化。一线城市由于人口不断涌入、土地资源稀缺, 长期处于供给难以满足需求的不平衡状态, 政策放松之下改善型需求与投机需求同时释放, 市场非理性炒作推动房价快速上涨。与此同时, 三四线城市收到经济转型、人口结构等因素影响, 存在供给大于需求, 面临较大的去库存压力。面对一线楼市发烧的现象, 房地产企业受逐利特性的驱使, 快速将资金从三四线抽离, 涌入一线城市, 进一步推动大型城市房价暴涨, 三四线城市库存仍处高位。

在此背景下, 2016 年全国人大政府工作报告强调“因城施策化解房地产库存”。李克强

总理强调：“中国国土面积辽阔，有特大城市、中小城市和小城镇，情况各异，所以我们要求强化地方政府合理调控房地产市场的责任，因地制宜，分城施策”。目的在于将调控楼市的主动权放给了地方政府，让地方根据楼市的实际采取有针对性的举措，做到精准调控，以求实效，重视城市“差异性”，化解三、四线城市的楼市高库存，同时稳定一、二线城市健康发展，为经济的可持续发展扫清障碍。反过来看，“因城施策、分类调控”政策的实施反过来又会造成不同城市的楼市变动呈现差异化，一二线与三四线基本面走势错位、同一能级的不同城市之间分化也逐步显现，在一定程度上造成了本轮房地产周期特点的异质性。

2、周期性结构错位，分化叠加下长尾效应突出

自 2005 年以来，我国房地产市场已度过三个完整周期，现正处于第四个周期的后半段。与前几轮周期明显不同的一点在于 2015 年以来，房价变动在经历快速上行阶段后，并没有明显出现下行态势，短暂回调后仍处于横盘震荡当中。从前几轮周期的时间跨度来看，一轮周期跨度大约在 3 年左右，但本轮周期到目前已历时 54 个月，其中上行周期与前两轮相近，均为一年加一个季度左右，本轮周期的后半段则呈现显著的长尾效应，现已拉长 1 年的时间，且仍未表现出明显的周期触底信号。

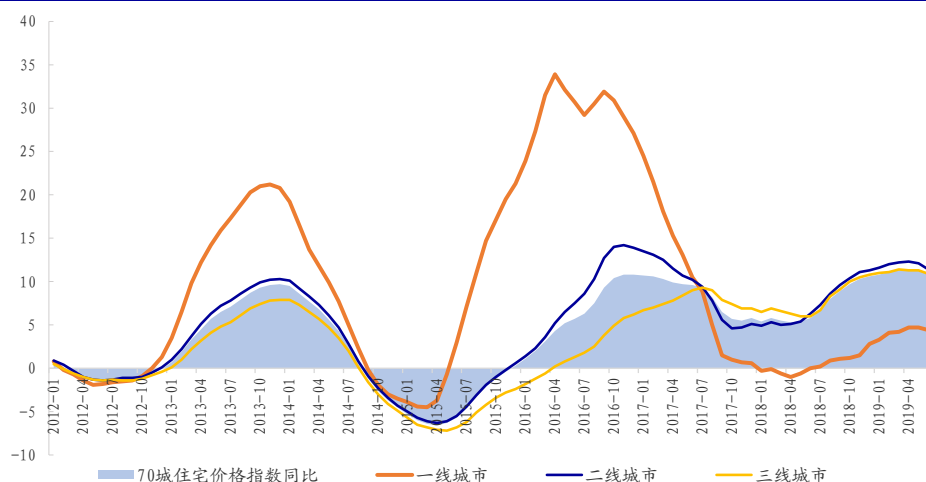
表 10 周期时长统计

	周期长度（月）	上行周期（月）	下行周期（月）
05-08 小周期	31	21	10
08-11 小周期	40	15	25
12-14 小周期	38	14	24
15-至今小周期	54	14	40

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

本轮周期拉长的主要原因在于各地城市分化显著，一二三线城市周期结构错位、依此轮动，总体走势受区域效果叠加的影响，变动趋势放缓。过去几轮周期中，一二三线基本同时、同向运动，仅体现出涨跌幅度大小的差别，本轮周期则是一线城市先行发力，之后二线、三线城市依次轮动，一线城市楼市降温与二三线城市加速上行并存，作用效果相互抵消之下平滑整体趋势，必然拉长周期。一线城市房价变动对二三线城市存在预期引领作用，一线房价暴涨之后限购限售政策出台抑制市场需求，此时二线城市的人才引进政策、三四线城市的棚改货币化政策促使房企布局地区下沉，将一线市场热度扩散开，面对一线房价高涨的情况，二三线购房者纷纷预期价格上涨，扩大需求。

图 69 城市周期分化下长尾效应显著

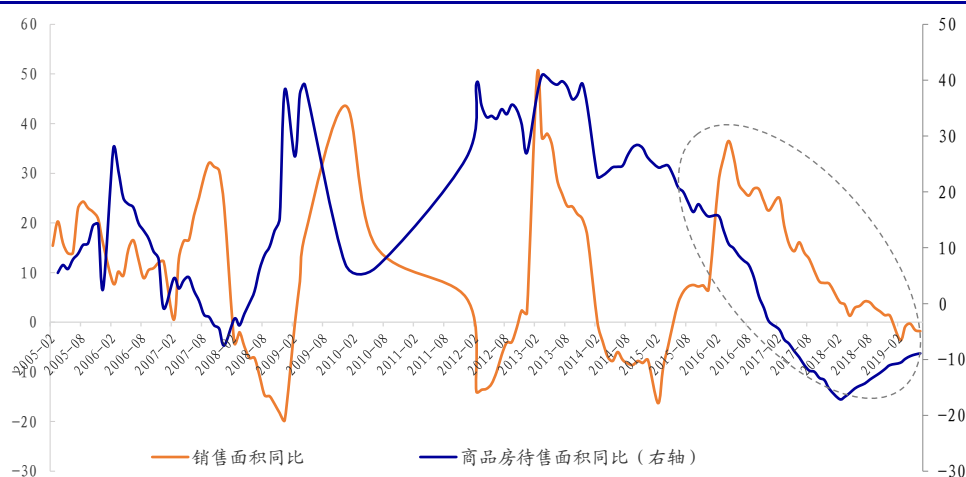


资料来源：Wind，公开资料整理，中国银河证券研究院整理

3、销售放缓与库存下滑并存，政策打压下补库存意愿不减

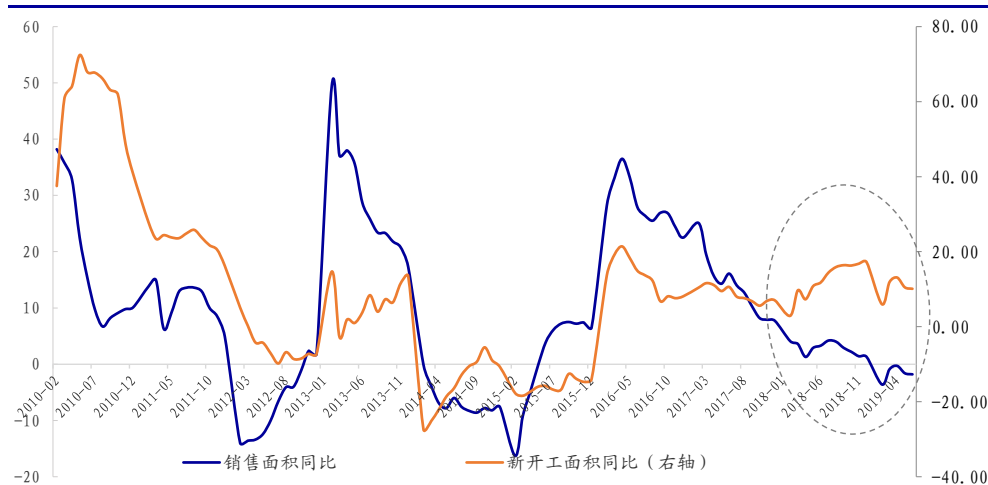
在过去的小周期中，通常表现为房地产调控收紧之后，商品房销售面积及金额增速逐步回落，市场降温下库存会积累，此时房地产开发商对未来的预期较为悲观，补库存意愿减弱，表现为新开工面积同比下滑。但在本轮周期的政策实施过程中，销售增速在限购限售限价政策的严厉调控下持续回落，但商品房库存同比增速在棚改货币化政策的作用下，与销售同向变动，2017年后呈现出负增长态势，库存绝对量不断下降。这使得房企短期内表现谨慎，新开工意愿不强，但长期来看，房地产开发商为保证适当的可售面积以应对下一轮的上升周期，在销售持续走弱的情况下，补库存意愿不降反升，新开工面积同比增速与销售面积同比增速走势呈现背离趋势。

图 70 销售与库存同向变动



资料来源：Wind，公开资料整理，中国银河证券研究院整理

图 71 销售与新开工背离

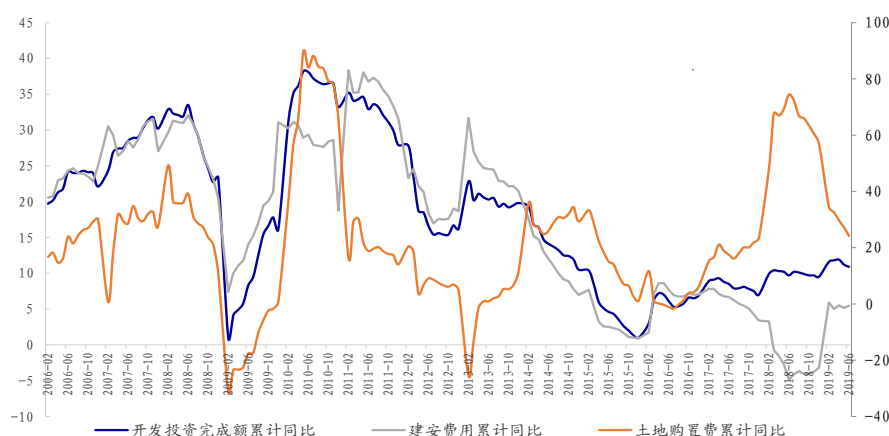


资料来源：Wind，公开资料整理，中国银河证券研究院整理

4、建安费用与土地购置相互抵补，房地产投资长期保持韧性

从房地产开发投资额同比增速的历史走势来看，增速上行时期较短，通常仅维持一年左右的时间，且涨幅较大，下行时期持续时间较长且变动幅度平缓。但本轮周期开发投资额拐点已经出现，但仍处在高位，自周期开始以来一直处于上行区间，韧性较强。由于房地产开发投资额主要由土地购置费和建安费用构成，两者在整个周期走势表现为反向变动，对开发投资的作用力度相互抵补，共同作用下使得房地产投资稳步上行。土地购置费前期快速上涨的原因在于土地供给有所增加，房企拿地后土地成交价分期计入土地购置费，同比增速表现为上行。建安费用后期受新开工面积拉动逐步企稳回升，对冲了土地购置费增速放缓的影响，继续支撑房地产开发投资额的增长。

图 72 开发投资长期保持韧性



资料来源：Wind，公开资料整理，中国银河证券研究院整理

（二）销售同比为政策调控的先行指标

通过梳理政策调控拐点与行业各基本面指标周期位置的对应关系，可以看出销售面积、销

售金额以及住房价格指数同比增速与政策变动的关系较为紧密，土地购置面积、新开工面积以及开发投资额除了收到政策调控的影响，还取决于房企自身对未来的预期判断，相比之下与政策的关联度较小。具体来看，销售面积及金额同比增速达到峰值及之后一个季度内，政策通常由宽松转为收紧调控，反之，当销售同比转负后两个月内，为刺激房地产市场发展，政策开始逐步放松。

表 11 政策信号总结

时间	政策拐点	销售面积同比	销售金额同比	土地购置同比	新开工面积同比	开发投资额同比	房价指数同比
2005.03	紧	20.30%	35.30%	3.90%	9.30%	26.70%	-
		峰值	峰值后一月	同比转正	上行区间	顶部	-
2008.03	松	-4.20%	1.10%	29.70%	25.90%	32.30%	11.40%
		转负一月	转负一月	峰值后一月	峰值后一月	顶部	高位
2009.12	紧	43.60%	75.50%	-18.90%	12.50%	16.10%	9.1%
		峰值后一月	峰值后一月	负增长末期	转正后两月	上行区间	上行区间
2012.02	松 地方、央行	-14.00%	-20.90%	-0.48%	5.10%	27.70%	0.15%
		转负当月	转负当月	转负当月	转负前两月	下行区间	转负前一月
2013.02	紧	49.50%	77.60%	-18.60%	-2.70%	22.80%	1.80%
		峰值	峰值	负增长底部	负增长末期	顶部	转正后两月
2014.04	松	-6.90%	-7.80%	-7.90%	-22.10%	16.40%	6.60%
		转负两个月	转负两个月	转负后二月	转负后三月	下行区间	峰值后四月
2016.08	紧	25.50%	38.70%	-8.50%	12.20%	5.40%	7.40%
		峰值后四月	峰值后四月	负增长后期	震荡区间	上行区间	上行区间

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）本轮周期预测及政策展望

1、房地产市场总体展望

销售增速有望见底。房贷利率与商品房销售面积整体呈现负相关关系，首套房平均房贷利率已于 2018 年 11 月见顶，截至到 2019 年 6 月从 5.71% 回落至 5.42%，房贷利率的下调意味着市场需求的提升，有助于销售量企稳，而近期部分热点二线城市房贷利率有所上调，意在控房价。2019 年商品房销售在经历 3、4 月份的“小阳春”之后重拾跌势，目前处于筑底阶段，预计后续一二线与三四线城市将继续分化，受政策边际收紧的影响，一二线市场将回归平稳，三四线城市受前期需求透支的影响，下行压力仍在。但总体来看，房地产市场成交量不会由明显回升，因为三四线小城市占据总体较高比例的市场份额，小城市降温对整体的影响较大，而一二线城市的复苏表现将会相对温和，在“房住不炒”的政策基调之下，难以重现 2009、2015 年的高增长态势，2019 年市场成交量与 2018 年相比不会明显提升。我们预计在一城一策，各城市周期分化的情形下，销售同比降幅将逐步收窄，全年销售面积同比-2%到-3%。

图 73 房贷利率影响销售变动



资料来源: Wind, 公开资料整理, 中国银河证券研究院整理

开发投资增速预期缓步下行。一方面，土地成交价款作为先行指标，2019 年下行趋势明显，随着 18 年大规模拿地的价款支付完结，19 年房企拿地热情衰退，土地成交量下降会逐渐带动土地购置费用增速回落，进入下行区间。另一方面，随着 19 年土地市场遇冷，房企拿地意愿不强，土地储备将逐渐减少，新开工面积增长空间有限，建安费用难以长期支撑投资上行。今年内开发投资增速将呈现高开低走趋势，超预期增加难以为继，下半年开发投资增速将缓慢下行。我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响，预计房地产投资增速将缓慢下滑，全年增速预计为 8%-10%。

土地市场短期承压，长期有望回温，但增速有限。前期大量拿地致使房企持有的土地储备丰富，可以满足未来一段时间的销售预期，土地购置的需要不强。前期一二线市场回暖预期增强带动部分重点城市土地市场有所回温，土地溢价率处在高位，随之而来的就是收紧房企信托和海外债融资政策的出台，在前端融资收紧的环境下，房企拿地节奏将继续减慢，拿地意愿短期难有改善，下半年土地市场难言乐观。长期来看，在低库存情况下，房企出于补库存的需求，有望增加土地购置，同比负增长将逐步收窄。

房价同比增速将表现为总体稳定、小幅震荡。一二线市场交易量的增长促使房价上扬趋势重现，致使本轮周期房价同比变化难以同前几轮小周期一样，以增速下跌转负标志周期结束。在政策高度管控情况下，一二线控增长、三四线防下跌将成为调控重点内容，整体房价变动幅度有限，价格周期将继续延续小幅波动的趋势，通过拉长时间逐步化解前期房价大幅上涨带来的风险。我们预计整体房价涨幅 1%。

政策矛盾点初步浮现，未来“一城一策”分化凸显。一方面，房地产行业作为国民经济的支柱，本轮周期销售提前透支，导致下行区间拉长影响宏观经济走势。另一方面，本轮周期中房价增速一直为正，价格上涨趋势未能完全控制，731 政治局会议重申“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”，稳房价的政策目标一时难以松动。回顾本轮调控情况，政策的长周期为最大特征，维持房价稳定成为整个周期的主旋律，“因城施策”在平衡房价与城镇化进程、人才引进、都市圈发展中

发挥了重要作用。因此，在未来经济增长与房地产调控目标相冲突的情况下，进一步推进“一城一策”的实施，适应城市差异化发展进程将成为未来政策发力的重点。

2、各城市能级下周期变化预测

一线城市迎来新周期。从销售看，一线城市在 2017、2018 年连续两年处于市场底部，同比在相当一段时间内处于-30%的负增长状态，严格的调控政策致使目前市场累积了部分需求。一线楼市转好预期之下，新开工面积和房地产开发投资额均已触底反弹，房企主动加库存迎接上行周期的到来。从房价来看，一线城市是唯一一个同比增速出现过负增长的城市能级，房价已经历近两年的实质性调整，市场风险得以释放。一线正处于新一轮房地产复苏的开端，政策边际放松的可能性较高，但在“房住不炒”的基调下房价管控仍将作为政策的重点目标，一线复苏将会表现温和。从成交量看，一线城市自年初以来成交量同比由负转正，在经历 3 月“小阳春”的高增长之后，单月成交增速从 60.2%下滑至 7 月的 0.3%。预计未来一线成交量及销量增速会小幅回落，维持低位增长态势，土地购置面积及新开工面积将保持稳增长，开发投资继续处于上行区间。

二线城市市场回暖，具有韧性。除一线城市显现上行趋势外，重点二线城市也开始回暖，具有相当的普遍性。二线城市基本面变动与一线城市相比幅度较小，销售面积同比在维持一年多横盘状态后开始回温，商品房成交量累计同比增速已有年初-8.6%持续攀升至 14.7%。销售拐点的显现提升房企加库存意愿。年初以来，部分重点城市已出台下调房贷利率、放松限价、放宽落户条件等政策，政策调整的主要原因在于调控使的价格下行、销售遇冷，在经济下行压力较大时，土地出让收入减少，导致地方财政收入减少，政府压力增大。在“房住不炒”的基调下，政策虽有所收紧，但二线城市仍具有韧性。此外，二线城市之间的“抢人大战”仍未结束，新增人口的上涨扩大了对住房的需求量，人才引进政策下租房、购房补贴的支持推动楼市逐步回暖。同时在一线城市上涨空间有限的情况下，二线将承接一线的溢出效应，预期未来二线城市将普遍向好。

三四线城市进入回调期。三线城市整个周期中销售增速呈现缓慢下调，商品房成交量增速转入负增长区间，土地购置面积与开发投资额较一二线城市均已出现高峰，房价同比仅经历小幅下降，总体仍表现为上行态势。前期棚改货币化政策下掀起了去库存浪潮，大量购房需求提前透支，面对棚改逐步退出，三四线楼市缺乏支撑点，将步入回调期。销售增速将保持在负增长区间，土地市场寒冬期逐渐到来，房企的布局重点将向上回迁，房价大幅上涨可能性不大，同比增速回落。政策在前期仍将表现为调控房价上涨，渡过转折点后，三四线城市政策将普遍松动。同时，由于前期三四线房价涨幅较大，销售火爆下居民杠杆增长较高，未来楼市降温之下预防价格下跌风险、防止房价大起大落将成为政策重点。

图 74 一二线销售面积变动情况

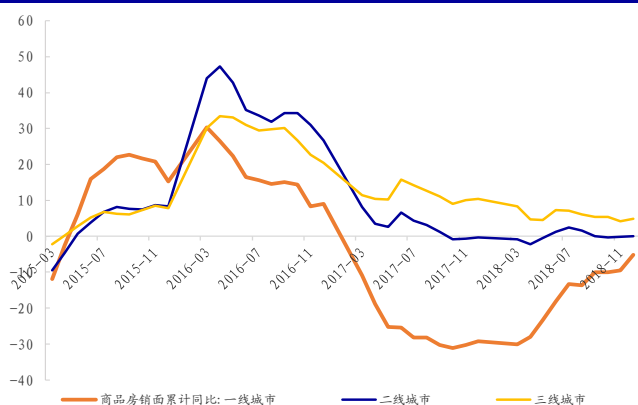
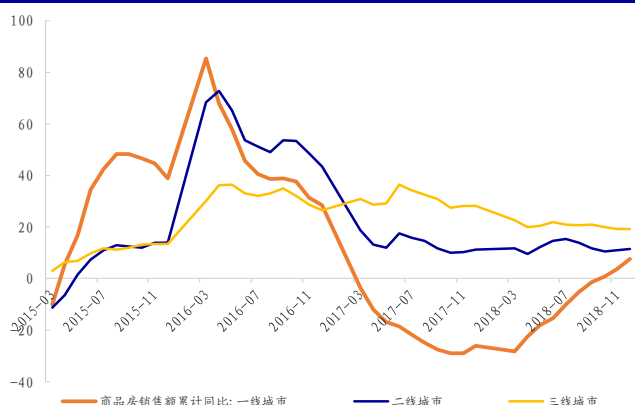


图 75 一二三线销售额变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 76 一二三线土地购置变动情况

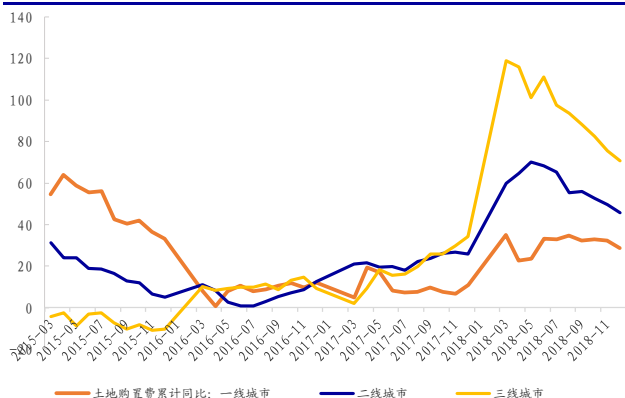
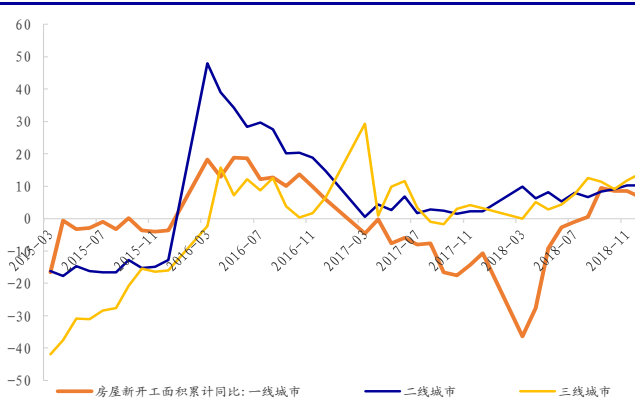


图 77 一二三线新开工变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 78 一二三线开发投资额变动情况

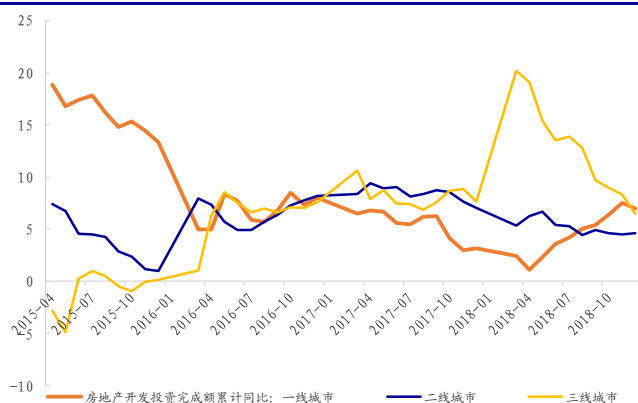
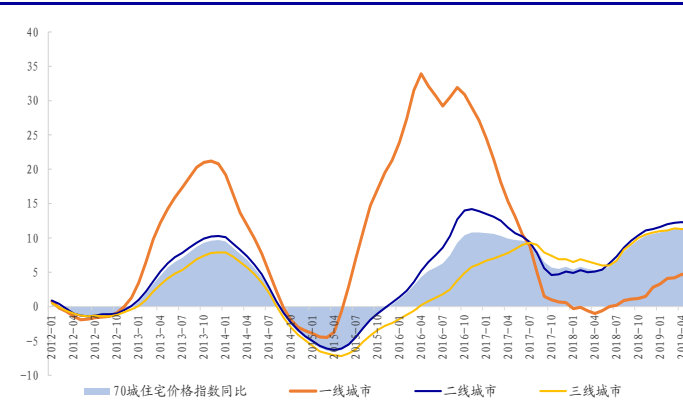


图 79 一二三线房价同比变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

七、投资建议

本轮周期市场总量的周期性减弱,城市能级的周期性增强。总体来看,预计销售有望见底,开发投资增速缓步下行,土地市场短期承压、长期有望回温但增速有限,房价同比增速将表现为总体稳定、小幅震荡。城市层面, **一线城市迎来新周期**, 预计未来一线成交量及销量增速会小幅回落,维持低位增长态势,土地购置面积及新开工面积将保持稳增长,开发投资继续处于上行区间; **二线城市市场回暖,具有韧性**,在一线城市上涨空间有限的情况下,二线将承接一线的溢出效应,预期未来二线城市将普遍向好; **三四线城市进入回调期**,销售增速将保持在负增长区间,土地市场寒冬期逐渐到来,房企的布局重点将向上回迁,房价大幅上涨可能性不大,同比增速回落。我们认为 2019 年行业基本面大概率下行但勿需过度悲观: 预计整体房价涨幅 1%; 全年销售面积增速预计为-2%到-3%之间; 销售金额同比增速 2%到 4%; 投资层面,我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响,预计房地产投资增速将缓慢下滑,全年增速预计为 8%-10%。

回顾本轮调控情况,政策的长周期为最大特征,维持房价稳定成为整个周期的主旋律,“因城施策”在平衡房价与城镇化进程、人才引进、都市圈发展中发挥了重要作用。因此,未来进一步推进“一城一策”的实施,适应城市差异化发展进程将成为未来政策发力的重点。在不同城市能级周期分化的环境下,精准布局一二线城市、享有融资优势的房企具有中长期配置价值。我们推荐业绩确定性强、资源优势明显、市占率有较大提升空间的万科 A(000002)、保利地产(600048)、招商蛇口(001979),低估值、高股息、周转能力较强的金地集团(600383),销售增速高于行业平均,业绩释放较充分的阳光城(000671)。

八、风险提示

市场销售超预期下行,政策调控加码的风险。

插图目录

图 1 中国人口增速放缓.....	3
图 2 出生人口及出生率变动情况.....	3
图 3 劳动力人口结构变化情况.....	4
图 4 人口年龄结构变化.....	4
图 5 中国城镇化进程.....	5
图 6 主要国家城市化率对比（2018 年）.....	5
图 7 住宅价格指数出现区域分化.....	5
图 8 一线、三线城市常住人口变化趋势.....	5
图 9 城镇居民人均可支配收入增速放缓.....	6
图 10 居民部门杠杆率提升.....	6
图 11 房地产周期随经济周期波动.....	7
图 12 房地产行业受流动性影响.....	7
图 13 房地产行业周期性显著.....	8
图 14 从交易面积看周期变动.....	9
图 15 从交易金额看周期变动.....	9
图 16 申万房地产行业指数及估值变动.....	10
图 17 房地产板块收益情况.....	10
图 18 政策调控推动房地产行业周期形成.....	11
图 19 2005-2008 销售情况走势.....	12
图 20 2005-2008 土地购置及新开工走势.....	12
图 21 2005-2008 开发投资走势.....	12
图 22 2005-2008 房价变动走势.....	12
图 23 2005-2008 销售情况走势.....	13
图 24 2005-2008 土地购置及新开工走势.....	13
图 25 2005-2008 房地产行业板块走势及估值情况.....	13
图 26 2005-2008 房地产行业收益变动.....	13
图 27 2005-2008GDP 及 CPI 同比变动.....	14
图 28 外汇储备不断攀升.....	14
图 29 政策调控效果不明显，房价短暂稳定后报复性上涨.....	16
图 30 2008-2011 销售情况走势.....	18
图 31 2008-2011 土地购置及新开工走势.....	18
图 32 2008-2011 开发投资走势.....	19
图 33 2008-2011 房价变动走势.....	19
图 34 2008-2011 库存情况走势.....	19
图 35 2008-2011 指标先行情况.....	19
图 36 2008-2011 房地产行业板块走势及估值情况.....	20
图 37 2008-2011 房地产行业收益变动.....	20
图 38 2008-2011GDP 及 CPI 同比变动.....	21
图 39 净出口受金融危机影响.....	21

图 40 “四万亿”资金投向	21
图 41 贷款及货币供应量增加	21
图 42 政策调控先于房价变动，地方与中央出现博弈	22
图 43 2012-2014 销售情况走势	25
图 44 2012-2014 土地购置及新开工走势	25
图 45 2012-2014 开发投资走势	25
图 46 2012-2014 房价变动走势	25
图 47 2012-2014 库存情况走势	25
图 48 2012-2014 指标先行情况（几个周期对比一下并说明）	25
图 49 2012-2014 房地产行业板块走势及估值情况	26
图 50 2012-2014 房地产行业收益变动	26
图 51 2012-2014GDP 及 CPI 同比变动	27
图 52 贷款余额和社融规模适度增长	27
图 53 中央坚持房地产调控基调，地方政策微调	28
图 54 2015-至今销售情况走势	31
图 55 2015-至今土地购置及新开工走势	31
图 56 2015-至今开发投资走势	31
图 57 2015-至今房价变动走势	31
图 58 2015-至今库存情况走势	31
图 59 2015-至今指标先行情况	31
图 60 2015-至今房地产行业板块走势及估值情况	32
图 61 2015-至今房地产行业收益变动	32
图 62 2015-2018GDP 及 CPI 同比变动	33
图 63 2015-至今去化周期变动情况	33
图 64 棚户区改造全国财政支出	33
图 65 中央坚持“房住不炒”定位	35
图 66 一线城市政策持续收紧	38
图 67 二线城市调控政策	39
图 68 三线城市调控政策	39
图 69 城市周期分化下长尾效应显著	47
图 70 销售与库存同向变动	47
图 71 销售与新开工背离	48
图 72 开发投资长期保持韧性	48
图 73 房贷利率影响销售变动	50
图 74 一二线销售面积变动情况	52
图 75 一二三线销售额变动情况	52
图 76 一二三线土地购置变动情况	52
图 77 一二三线新开工变动情况	52
图 78 一二三线开发投资额变动情况	52
图 79 一二三线房价同比变动情况	52

表格目录

表 1 基准利率及法准调整情况	14
表 2 2008-2011 房地产调控政策一览	22
表 3 地方政策叫停情况汇总	27
表 4 2015-2018 房地产调控政策一览	35
表 5 一线城市房地产调控政策	40
表 6 二线城市房地产调控政策	41
表 7 三线城市房地产调控政策	43
表 8 周期时长统计	46
表 9 政策信号总结	49

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn