

房地产

地产债专题 004：宏观调控视角下的房地产政策周期——20 年房地产调控史全复盘（下）

证券研究报告
2019 年 01 月 09 日

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

徐超 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070007
xuchao@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:降准有望改善行业资金面,销售下滑板块有望迎衰退型收益——房地产销售周报 0103》2019-01-07
- 2 《房地产-行业研究周报:供应上升,成交下降,地价持续低迷——房地产土地周报 20190106》2019-01-07
- 3 《房地产-行业点评:降准将改善行业资金面、继续看好地产板块相对收益》2019-01-05

自 2005 年第一轮真正意义上的房地产调控以来,随着宏观经济形势不断变化,房地产政策作为重要的宏观调控工具也经历了 4 轮完整的“收紧-放松”的周期。

第一轮收紧(2005 年-2008 年金融危机前): 受益于“外贸+内需”双引擎增长模式,2005-2007 年初,经济呈现高增长、低通胀的良好态势,直到 2007 年下半年通胀才开始抬头。外汇储备过度增长导致货币被动扩张,股市、房市均出现快速上涨。国务院先后发布“老国八条”、“新国八条”、“国六条”等房地产调控政策,按揭贷款首付比例和利率、房屋交易环节税费首次成为房地产调控工具。

第一轮放松(2008 年金融危机-2009 年): 2008 年为对冲国际金融危机对中国经济带来的负面影响,政府先后采取了降低首付比例和按揭贷款利率、减免交易环节税负、调低房地产开发项目的最低资本金比例等措施刺激房地产行业。

第二轮收紧(2009 年底-2011 年底): 2009 年随着四万亿及一揽子刺激政策推出后,宏观经济 V 形反转,通胀和经济过热风险提升,房价也出现快速上涨,2009 年底“国四条”的提出标志着房地产调控政策正式转向收紧。2010 年到 2011 年,宏观调控政策陷入“稳增长和防通胀”两难,为抑制房价过快上涨,房地产调控分四波不断收紧。

第二轮放松(2011 年底-2012 年): 受美债和欧债危机拖累,叠加前期为控制通胀而采取的较为紧缩的货币政策的滞后效应,经济增速快速下滑。稳增长压力下,2011 年底部分地方政府开始微调房地产政策。主要做法包括上调普通住宅标准、放松公积金贷款上限、上调限价等。对于多数微调,中央政府并没有制止,此后的 2012 年先后有 30 多个城市微调楼市政策鼓励合理需求。但触及限购等根本性调控措施的政策被叫停,如 2011 年 10 月 11 日,佛山试图放松限购,但被紧急叫停;2012 年芜湖、上海、珠海、河南等地放松调控政策也被叫停。

第三轮收紧(2013 年): 2013 年虽然经济增速不断下行,但习近平总书记提出“三期叠加”重要判断,新任政府对经济增速的预期逐渐由“高速”向“中高速”过渡。而房价从 2012 年 6 月开始持续反弹,热点城市不断涌现“地王”。2013 年 2 月国务院办公厅发布“国五条”,要求已实施限购且房价上涨压力较大的城市,要进一步从严调整限购措施。但各地落实力度不一,多数城市并没有在“国五条”出台后立即进一步收紧限购,提高二套房首付比例。直到年底房价控制目标完成压力较大的时候各地才纷纷进一步实质性收紧调控政策。

第三轮放松(2014-2016 年初): 2014-2015 年,“新常态”下经济增速不断下台阶,稳增长压力不断加大,房地产库存快速累积,部分城市房价有下行压力。稳增长和去库存双重压力下二三线城市陆续放松限购政策,中央最终也放松限贷政策,出台降低首付比例和交易环节税负等措施。

第四轮收紧(2016-2018 年上半年): 经济增速长期稳定在 6.7%-6.9%之间,供给侧改革和金融防风险成为宏观政策的主线。核心一二线城市房价出现快速上涨的现象,中央重新收紧房地产政策。本轮调控收紧强调“因城施策”,各地纷纷出台限购、限贷、限价、限售、限离婚、限商住、限土拍等措施,调控力度之严、调控手段之丰富空前。

第四轮放松(2018 年底至今): 随着中美贸易战不断升级,叠加前期金融去杠杆的影响,经济下行压力不断加大。“因城施策”的政策基调下,部分城市开始对限购、限售等政策进行松动。

总结: 纵观 2005 年以来的四轮地产政策放松周期,我们发现每一次地产政策松动都是在经济下行压力较大,宏观政策以“稳增长”为核心任务的时期。四次中有多次伴随着较为严重的外部冲击(第一次为国际金融危机,第二次为欧债危机,第四次为中美贸易战),第三次虽然没有外部冲击,但经济增速连续两年没能达到政府工作报告的目标中枢(在 1998 年后仅此两次)。除 2008 年应对国际金融危机之外,每一次“稳增长”,中央政府都没有将放松地产作为首选,而是先选择降准降息、加大基础设施建设力度拉动投资等其他措施稳定经济,观察政策效果后如果发现经济下行压力依然较大才考虑动用房地产政策工具。但是在这个过程中,部分地方政府可能会率先出台放松房地产的政策。

纵观 2005 年以来的四轮地产政策收紧周期,我们发现除了第二轮收紧的宏观政策背景是“抑制经济过热”之外,其他三次收紧都不是为了抑制经济过热,第一轮收紧的背景是“外贸+内需”双引擎下引领下经济呈现高增长低通胀的良好态势,第三轮收紧的背景是新任政府对经济增速的预期由“高速”下调为“中高速”,第四轮收紧则是经济增速长期稳定在 6.7%-6.9%之间,宏观政策以供给侧改革和金融防风险为主线。但三次房地产调控政策收紧有一个共同背景,那就是房价持续快速上涨。与放松周期中地方政府往往先行先试不同的是,前两轮政策收紧周期中各地方政府在落实中央政策的过程中可能会出现一些落实力度不一的情况。但随着大力反腐和因城施策,这种情况在 2016-2018 年的这一轮收紧周期中大为改观。

风险提示: 政策变化超预期;经济下滑超预期,商品房销售下滑超预期

内容目录

摘要:	5
(1) 第一轮收紧 (2005 年-2008 年金融危机前): “外贸+内需” 双引擎引领经济增长, 外汇储备过度增长导致货币被动扩张, 股市、房市均出现快速上涨	6
(2) 第一轮放松 (2008 年底-2009 年上半年): 刺激房地产对冲金融危机影响	6
(3) 第二轮收紧 (2009 年下半年-2011 年底): 抑制经济过热, “保增长” 与 “防通胀” 的矛盾开始凸显, 房地产政策分四波不断收紧	6
(4) 第二轮放松 (2011 年底-2012 年): 稳增长背景下央行表态支持首套房贷款需求, 地方政府纷纷微调地产政策但不能触及限购	7
(5) 第三轮收紧 (2013 年): 新任政府调低经济增速预期, “地王” 频出背景下出台 “国五条” 重新收紧房地产调控	7
(6) 第三轮放松 (2014-2015 年): “新常态” 下经济增速不断下行, 稳增长、去库存双重压力下放松地产政策	8
(7) 第四轮收紧 (2016-2018 年上半年): 经济企稳, 供给侧改革和金融防风险成为宏观政策主线, “房住不炒” “因城施策” 进行调控	8
(8) 第四轮放松 (2018 年下半年至今): 贸易战背景下经济下行压力加大, 部分城市开始放松地产政策	9
(9) 总结: 政策什么时候会放松? 什么时候会收紧?	9
政策什么时候会放松?	9
政策什么时候会收紧?	10
1. 2005 年-2008 年金融危机前: “外贸+内需” 双引擎引领经济增长, 外汇储备过度增长导致货币被动扩张, 股市、房市均出现快速上涨	10
1.1. 宏观经济形势和宏观调控政策: “外贸+内需” 双引擎引领经济增长, 外汇储备过度增长导致货币被动扩张, 股市、房市均出现快速上涨	10
1.2. 房地产政策: 首付比例、按揭贷款利率、房屋交易环节税费首次成为调控手段	12
2. 2008 年金融危机-2009 年上半年: 刺激房地产对冲金融危机影响	14
2.1. 宏观经济形势和宏观调控政策: 国际金融危机拖累全球经济, 中国推出 4 万亿刺激政策后经济 V 形反转	14
2.1.1. 国际形势: 国际金融危机爆发, 全球经济进入全面衰退	14
2.1.2. 国内形势: 四万亿出台后经济增速 V 形反转	14
2.2. 房地产政策: 降低首付和交易环节税费刺激地产, 对冲金融危机影响	15
3. 2009 年下半年-2011 年底: 抑制经济过热, “保增长” 与 “防通胀” 的矛盾开始凸显, 房地产调控分四波不断收紧	17
3.1. 宏观经济形势和宏观调控政策	17
3.1.1. 国际形势: 美债与欧债拖累全球经济, 美日等发达国家相继推出量化宽松	17
3.1.2. 国内形势: 抑制经济过热, “保增长” 与 “防通胀” 的矛盾开始凸显	17
3.2. 房地产政策: 分四波不断收紧	19
4. 2011 年底-2012 年: 稳增长背景下央行表态支持首套房贷款需求, 地方政府纷纷微调地产政策但不能触及限购	22
4.1. 宏观经济形势和宏观调控政策: 经济增速下行, 通胀回落, 宏观政策向稳增长倾斜	22
4.1.1. 国际形势: 美联储推出第三轮量化宽松	22
4.1.2. 国内形势: 宏观政策向稳增长倾斜	22
4.2. 房地产政策: 稳增长背景下首套房贷政策松动, 地方政府微调地产政策但不能触	

及限购	22
5. 2013 年：新任政府调低经济增速预期，“地王”频出背景下重新收紧房地产调控23	
5.1. 宏观经济形势和宏观调控政策：新任政府调低经济增速预期.....23	
5.2. 房地产政策：“地王”频出背景下重新收紧房地产调控.....23	
6. 2014 年-2015 年 “新常态”下经济增速不断下行，稳增长、去库存双重压力下放松地产政策24	
6.1. 宏观经济形势和宏观调控政策：新常态下经济增速不断下行.....24	
6.1.1. 国际经济形势：美联储退出 QE3，金融危机后首次加息.....24	
6.1.2. 国内经济形势：GDP 增速连续两年没有达到目标中枢，稳增长力度加大.24	
6.2. 房地产政策：新任住建部长定调“去库存”，二三线城市放松限购限贷27	
7. 2016 年-2018 年上半年：经济企稳，供给侧改革和金融防风险成为宏观政策主线，“房住不炒”“因城施策”进行调控29	
7.1. 宏观经济形势与宏观调控政策：经济增速稳定，供给侧改革成为政策主线.....29	
7.2. 房地产政策：房价快速上涨因城施策进行调控32	
8. 2018 年下半年至今：贸易战背景下经济下行压力加大，部分城市开始放松地产政策 34	
8.1. 宏观经济形势：贸易战背景下经济运行稳中有变.....34	
8.2. 房地产政策：部分城市开始放松地产政策.....35	
9. 总结：政策什么时候会放松？什么时候会收紧？35	
9.1. 政策什么时候会放松？.....36	
9.2. 政策什么时候会收紧？.....36	

图表目录

图 1：GDP 与 CPI 增速.....	11
图 2：存贷款基准利率.....	11
图 3：存款准备金率.....	11
图 4：M1 及 M2 走势.....	12
图 5：商品房销售面积增速.....	13
图 6：商品房销售金额增速.....	13
图 7：新开工增速.....	13
图 8：房地产投资增速.....	13
图 9：70 大中城市新房价格同比.....	13
图 10：70 大中城市新房价格环比.....	13
图 11：GDP 与 CPI 增速.....	15
图 12：存贷款基准利率.....	15
图 13：存款准备金率.....	15
图 14：M1 及 M2 走势.....	15
图 15：商品房销售面积增速.....	16
图 16：商品房销售金额增速.....	16
图 17：新开工增速.....	16
图 18：房地产投资增速.....	16
图 19：70 大中城市新房价格同比.....	17

图 20: 70 大中城市新房价格环比	17
图 21: GDP 与 CPI 增速	18
图 22: 存贷款基准利率	18
图 23: 存款准备金率	18
图 24: M1 及 M2 走势	19
图 25: 商品房销售面积增速	21
图 26: 商品房销售金额增速	21
图 27: 新开工增速	21
图 28: 房地产投资增速	21
图 29: 70 大中城市新房价格同比	21
图 30: 70 大中城市新房价格环比	21
图 31: GDP 与 CPI 增速	26
图 32: 存贷款基准利率	26
图 33: 存款准备金率	26
图 34: M1 及 M2 走势	26
图 35: 商品房销售面积增速	28
图 36: 商品房销售金额增速	28
图 37: 新开工增速	29
图 38: 房地产投资增速	29
图 39: 70 大中城市新房价格同比	29
图 40: 70 大中城市新房价格环比	29
图 41: GDP 与 CPI 增速	31
图 42: 存贷款基准利率	31
图 43: 存款准备金率	31
图 44: M1 及 M2 走势	32
图 45: 商品房销售面积增速	33
图 46: 商品房销售金额增速	33
图 47: 新开工增速	34
图 48: 房地产投资增速	34
图 49: 70 大中城市新房价格同比	34
图 50: 70 大中城市新房价格环比	34
表 1: 4 轮政策周期对比	5

摘要:

自 2005 年第一轮真正意义上的房地产调控以来，随着宏观经济形势不断变化，房地产政策作为重要的宏观调控工具也经历了 4 轮完整的“收紧-放松”的周期。

表 1: 4 轮政策周期对比

时间段	房地产政策	宏观经济形势	宏观调控政策	主要房地产政策	房地产调控手段
2005 年-2008 年金融危机前	第一轮 收紧	2005-2007 年初, 经济呈现高增长、低通胀的良好态势, 直到 2007 年下半年通胀才开始抬头。外汇储备过度增长导致货币被动扩张, 股市、房市均出现快速上涨	为对冲外汇储备过度扩张影响、回收流动性, 央行发行央票并连续提准。2007 年通胀抬头后, 又连续 6 次加息。此外, 汇率政策方面, “7·21 汇改”后央行允许本币适度升值; 财政政策方面 2007 年财政收支出现罕见盈余	“老国八条”、“新国八条”、“国六条”等	首付比例和按揭利率、房屋交易环节税费首次成为房地产调控工具
2008 年金融危机-2009 年上半年	第一轮 放松	国际金融危机爆发, 拖累全球经济进入全面衰退, 中国经济增速也快速下滑	实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策。央行 4 次降准, 5 次降息, 国务院相继推出 4 万亿投资计划和振兴十大产业计划、家电下乡等一揽子刺激措施	国务院办公厅、央行、财政部、国税总局等部委出台一系列文件	(1) 降低首付比例和按揭利率、减免交易环节税负等手段刺激需求 (2) 调低项目最低资本金比例、支持房企合理融资
2009 年下半年-2011 年底	第二轮 收紧	“四万亿”刺激政策推出后, 宏观经济 V 形反转, 通胀和经济过热风险提升, 房价也出现快速上涨	宏观政策向防通胀倾斜, 央行 5 次加息, 11 次提准, 稳定物价 16 项措施, 清理地方政府融资平台, 加大淘汰落后产能力度	分四轮逐步收紧 (1) “国四条”、“国十一条”、“国十条” (2) 2010 年 9 月底“二次调控” (3) “新国八条” (4) 2011 年 7 月要求房价上涨过快的二三线城市限购	(1) 限购 首次成为调控工具。(2) 首付比例、交易环节税费等传统工具在调控过程中多次上调。(3) 2011 年 1 月 28 日, 上海、重庆宣布进行房产税改革试点
2011 年底-2012 年	第二轮 放松	受美债和欧债危机拖累, 叠加前期为控制通胀而采取的较为紧缩的货币政策的滞后效应, 经济增速快速下滑, 稳增长压力较大	宏观政策向“稳增长”倾斜, 央行 3 次降准, 2 次降息, 加大铁路、机场等基础设施建设和保障房建设力度拉动投资	央行对首套房合理需求表示支持, 部分地方政府微调放松地产政策, 但触及限购等核心调控措施的地方政策被中央叫停	上调普通住宅标准、放松公积金贷款上限、上调限价等
2013 年	第三轮 收紧	新任政府对经济增速的预期逐渐由“高速”向“中高速”过渡。而房价从 2012 年 6 月开始持续反弹, 热点城市不断涌现“地王”	货币政策以稳为主, 央行全年没有调整存贷款利率和准备金率, 财政政策方面对小微企业减免增值税和营业税, 同时加大加大对棚户区改造、节能环保、公共服务、城市基础设施等方面的投入	2013 年 2 月 26 日“国五条”	“国五条”要求进一步从严限购, 进一步提高二套房首付比例和贷款利率, 但各地落实力度不一, 多数城市直到年底才纷纷进一步实质性收紧调控政策
2014-2015 年	第三轮 放松	2014-2015 年, “新常态”下经济增速不断下台阶, 14-15 两年 GDP 增长目标中枢都没有达到, 这在 1998 年亚洲金融危机以来仅此两次。房地产库存快速累积, 稳增长和去库存压力都很大	央行 5 次降准, 6 次降息。小微企业减税、加快推进水利、中西部铁路、棚改、城市地下管廊等 11 大工程建设	2014 年 3 月, 政府工作报告中明确提出“分类调控”, 2014 年 7 月新任住建部长陈政高力推“去库存”。此后中央层面的政策包括 2014 年“930”新政, 2015 年“330 新政”、新“930 新政”以及 2016 年 2 月新政	(1) 二三线城市陆续放松限购, 但一线城市没有 (2) 中央层面不断降低首付比例和交易环节税费; (3) 棚改货币化安置成为去库存重要手段
2016-2018 年上半年	第四轮 收紧	经济增速长期稳定在 6.7%-6.9% 之间, 供给侧改革	供给侧改革 (“三去一降一补”为核心任务) 和金融防风险成为政	本轮调控强调“因城施策”, 分三轮逐步推进 (1) 2016	各地纷纷出台限购、限贷、限价、限售、限离婚、限商

		和金融防风险成为宏观政策的主线。	策主线，货币政策以稳为主，仅在 2018 年 4 月 25 日降准一次	年核心一二线热点城市重启或升级限购限贷（2）2017 年上半年，一线城市联动周边三四线城市协同调控（3）2017 年下半年-2018 年上半年，调控政策继续向其他三四线城市和欠发达区域扩散	住、限土拍等措施，调控力度之严、调控手段之丰富空前。
2018 年下半年至今	第四轮放松	连续两年的“去杠杆”和“金融防风险”工作使得部分企业融资困难，信用违约频发。随着中美贸易战不断升级，三季度 GDP 增速 6.5%，跌破近三年来的稳定区间。	央行三次降准，一次定向降准 2018 年底的中央经济工作会议提出“宏观政策要强化逆周期调节”	2018 年底中央经济工作会议继续强调“因城施策”	2018 年年底，广州、菏泽、珠海等地先后放松房地产调控政策

资料来源：新华网，国务院、央行、住建部等政府官网，wind，天风证券研究所整理

（1）第一轮收紧（2005 年-2008 年金融危机前）：“外贸+内需”双引擎引领经济增长，外汇储备过度增长导致货币被动扩张，股市、房市均出现快速上涨

受益于“外贸+内需”双引擎增长模式，2005-2007 年初，经济总体呈现低通胀、高增长的良好态势，直到 2007 年下半年通胀才开始抬头。在经济高速景气的同时，由于国际收支顺差失衡明显，外汇储备过度增长推动货币被动扩张，各类资产价格开始出现快速上涨势头。股市、房市均出现快速上涨势头。

为对冲外汇储备过度扩张的影响、回收流动性，央行采取了发行央票并连续提高存准率等措施。2007 年通胀开始抬头后，央行又连续 6 次加息。此外，汇率政策方面，央行允许本币适度升值，同时对宏观经济过热和顺差失衡起到调控作用。2005 年“7·21 汇改”后人民币兑美元中间价由 2005 年 7 月 21 日的 8.2765 一路升值到 2008 年 9 月初国际金融危机爆发前夕的 6.8320。财政政策也朝紧缩方向调整，2007 年财政收支罕见出现盈余。

2005-2007 年，为应对房价快速上涨的局面，国务院先后发布“老国八条”、“新国八条”、“国六条”等一系列政策，按揭贷款首付比例和利率、房屋交易环节税费首次成为房地产调控工具。

（2）第一轮放松（2008 年底-2009 年上半年）：刺激房地产对冲金融危机影响

2008 年国际金融危机爆发后，为对冲金融危机对中国经济带来的负面影响，中央及时调整了宏观调控思路，除了实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策之外，对房地产行业的政策取向也由限制转为刺激，先后采取了降低首套房、二套房首付比例、降低房贷利率、减免交易环节税负等手段刺激需求，调低房地产开发项目的最低资本金比例、支持房地产开发企业合理的融资需求等措施稳定供给，同时加快建设保障性安居工程、加快棚户区改造以拉动投资。

（3）第二轮收紧（2009 年下半年-2011 年底）：抑制经济过热，“保增长”与“防通胀”的矛盾开始凸显，房地产政策分四波不断收紧

2009 年“四万亿”等超常规政策带来的经济 V 形复苏很快走向过热。2009 年底到 2010 年初决策层推出包括提准在内的一系列调控政策，试图使经济降温。抑制经济过热的政策使得 2010 年二季度经济增速大幅下滑，同时受 2009 年货币信贷大量投放的影响，通胀压力已经开始显现，“保增长”和“防通胀”之间的矛盾开始凸显。2010 年三季度决策层一度放缓了抑制经济过热的步伐，但到 2010 年四季度通胀开始出现失控的苗头，稳定物价

成为首要任务，决策层连续加息提准并采取稳定物价 16 项措施。2011 年央行 3 次加息、5 次提准，经过一年多努力，一直到 2011 年 11 月，CPI 同比增速才控制到 5% 以内，但防通胀政策措施的滞后效应也使得 2011 年下半年 GDP 增速连续大幅下滑，到 2011 年四季度 GDP 增速已下滑至 8.8%。

在 2009 年房价快速上涨的背景下，2009 年 12 月 14 日温家宝总理提出“国四条”，标志着房地产调控政策正式转向收紧。此后，决策层分四波逐步收紧调控政策：**(1) 第一波是“国四条”推出后不久，2010 年 1 月 7 日“国十一条”将二套房首付比例提高到 40%；随后 2010 年 4 月 17 日“国十条”将 90 平米以上二套房首付比例提高到 50%，并开始要求地方政府限制购房套数。(2) 第二波是 2010 年 9 月底推出的“二次调控”，进一步贯彻落实“国十条”。首套房最低首付比例调整为 30%，二套房调整为 50%，三套及以上暂停发放贷款。对出售自有住房并在 1 年内重新购房的纳税人不再减免个人所得税。(3) 第三波是 2011 年 1 月 26 日推出的“新国八条”，要求直辖市、省会城市、计划单列市限购，同时将二套房首付比例进一步提升至 60%。2011 年 1 月 28 日，上海、重庆宣布进行房产税改革试点。(4) 第四波是 2011 年 7 月 12 日国务院召开常务会议要求房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施。但在落实层面，部分房价上涨较快的三线城市出台了限价措施而非限购措施，如烟台、常德等地。**

(4) 第二轮放松 (2011 年底-2012 年): 稳增长背景下央行表态支持首套房贷款需求，地方政府纷纷微调地产政策但不能触及限购

2011 年下半年到 2012 年，随着美债和欧债危机导致国际经济形势动荡，出口增速逐步回落，叠加前期为控制通胀而采取的较为紧缩的货币政策的滞后效应，经济增速快速下滑。宏观政策对经济增长的支持力度逐步加大，中央多次要求扩大内需，央行连续降准。

虽然中央多次强调坚持房地产调控政策不放松，但对首套房合理需求表示支持，2012 年 3 月，央行就“货币政策及金融改革”答记者问时表示要全面落实差别化的住房信贷政策，满足首套房贷款需求。

2011 年底部分地方政府开始微调房地产政策。如南京等地方政府纷纷微调政策，主要做法包括上调普通住宅标准、放松公积金贷款上限、上调限价等。对于多数微调政策，中央政府并没有制止，此后的 2012 年先后有 30 多个城市微调楼市政策鼓励合理需求。

但触及限购等根本性调控措施的政策被叫停，如 2011 年 10 月 11 日，佛山试图放松限购，但被紧急叫停；2012 年芜湖、上海、珠海、河南等地的放松调控政策也被叫停。

(5) 第三轮收紧 (2013 年): 新任政府调低经济增速预期，“地王”频出背景下出台“国五条”重新收紧房地产调控

2013 年上半年，习近平总书记作出了我国正处在“三期叠加阶段”的重要判断，标志着决策层调低了经济增速预期，由“高速”向“中高速”过渡。

虽然经济增速不断下行，但从 2012 年 6 月开始，房价结束连续下跌态势，持续反弹；土地市场持续升温，广州、北京等热点城市不断涌现“地王”。在此背景下，2013 年 2 月 26 日，国务院办公厅发布《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》(“国五条”)，要求已实施限购且房价上涨压力较大的城市，要进一步从严调整限购措施，进一步提高二套房贷款首付比例和贷款利率。

但除北京、广州、沈阳外的多数城市并没有在“国五条”出台后立即按要求进一步收紧限购、提高二套房首付比例。多数城市选择加强新房预售价格监管，或者收紧公积金贷款等政策。

直到年底房价控制目标完成压力较大的时候各地才纷纷进一步实质性收紧调控政策。

（6）第三轮放松（2014-2015年）：“新常态”下经济增速不断下行，稳增长、去库存双重压力下放松地产政策

2014-2015年，经济增速快速下台阶。从2013年四季度的7.7%一路下行至2015年四季度的6.8%，是经济增速“L形”走势“竖”的那一部分。14-15两年政府工作报告中GDP增长任务目标中枢都没有达到，这在1998年亚洲金融危机以来仅此两次。这两年的稳增长政策力度也是2013年新一届政府上任以来最大的两年。

2014年3月，李克强总理在政府工作报告中明确表示“针对不同城市情况分类调控”。2014年3月6日住建部副部长齐骥就住建部部长姜伟新提出的“双向调控”做出了权威解释：所谓双向调控亦可称分类指导，即对一线城市继续增加供应，抑制、遏制投资投机性需求，限购政策不退出。而对于库存量比较大的城市，要控制供地结构、供应结构。

此后，部分二三线城市开始陆续放松限购。2014年4月，南宁市率先定向放松限购：从2014年4月25日起，广西北部湾经济区内的北海、防城港、钦州、玉林、崇左市户籍居民家庭可参照南宁市户籍居民家庭政策在南宁市购房。2014年6月呼和浩特成为第一个全面放开限购的城市。

2014年7月11日新任住建部长陈政高提出要“千方百计地消化库存”，标志着“去库存”正式成为房地产政策的主线。随后各地纷纷放松限购政策，到年底，除北京、上海、广州、深圳、三亚之外的绝大多数城市均对限购限贷政策进行了松动。

2014年9月，中央层面最终也出台政策，放松“限贷”。二套房认定标准由“认房又认贷”改为“认贷不认房”。首套房利率下限下调为基准利率的0.7倍。

2015年随着主要经济指标进一步下滑，稳增长工作提前展开，2015年3月底央行、住建部、银监会等联合发文将二套房最低首付比例降至40%，财政部、国税总局联合发文降低交易环节税负。

棚改货币化安置成为重要的去库存手段，2015年6月30日，国务院发文首次明确提出“积极推进棚改货币化安置”。同时，央行为国开行提供PSL作为推行货币化安置的重要资金来源。

随着经济增速不断下行，各部委进一步从降低首付比例和提高公积金贷款额度等方面对房地产进行刺激。2015年9月30日，央行、银监会发文，在不实施“限购”措施的城市，将首套房最低首付比例降至25%。

2015年底的中央经济工作会议提出供给侧改革五大任务“三去一降一补”：去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。会议将“化解房地产库存”提升到供给侧改革五大任务的高度。随后，非限购城市首套房最低首付比例进一步降低到20%，交易环节税负进一步降低。

（7）第四轮收紧（2016-2018年上半年）：经济企稳，供给侧改革和金融防风险成为宏观政策主线，“房住不炒”“因城施策”进行调控

随着经济增速逐步稳定在6.7%-6.9%之间，供给侧改革成为2016年宏观调控政策的主线。2015年底的中央经济工作会议指出：“2016年是推进结构性改革的攻坚之年”，“去产能”是供给侧改革五大任务之首，重点是煤炭和钢铁。2016年底中央经济工作会议强调“要把防控金融风险放到更加重要的位置”，金融防风险成为2017年宏观调控工作的主线，2017年两会后，一行三会密集出台监管政策。2017年7月全国金融工作会议设立国务院金融稳定发展委员会，2017年10月十九大报告明确提出要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，防风险位列三大攻坚战之首。2018年4月，资管新规正式落地，成为大资管领域跨行业的纲领性文件，随后各细分领域的细则及配套政策陆续推出。

随着核心一二线城市房价出现快速上涨的现象，中央对房地产政策的基调也开始发生变化。

2016年7月26日，习近平主持召开中央政治局会议首提“抑制资产泡沫”，2016年10月28日政治局会议再次提出“注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险”，2016年12月中

央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，提出加快研究建立长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。

部分房价上涨较快城市在 2016 年上半年就已经开始收紧调控政策。

2016 年 3 月，上海、深圳升级限购限贷政策，其中上海对外地户籍人员在上海购房所要求的连续缴纳社保年限由 2 年提高到 5 年，深圳由 1 年提高到 3 年。

到 2016 年 9 月，核心一二线城市大面积出台限购限贷等调控政策，标志着调控政策正式进入新一轮紧缩周期。

2017 年 3 月，北京、广州、天津、郑州、成都、杭州、厦门、福州、南昌、廊坊、佛山、嘉兴等城市进一步升级限购限贷，长沙、青岛、石家庄、保定、沧州、崇礼、赣州、镇江等城市重启限购限贷，此后调控政策继续向三四线城市扩散。

在这一轮调控中，2017 年 3 月厦门率先出台“限售”政策，此后为多地效仿。

2017 年 10 月 18 日十九大报告再次强调“房子是用来住的，不是用来炒的”，提出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。

2018 年上半年，又有大连、沈阳、长春、哈尔滨、云南、海南、河北等省市出台或升级调控政策。

(8) 第四轮放松(2018 年下半年至今): 贸易战背景下经济下行压力加大, 部分城市开始放松地产政策

连续两年的“去杠杆”和“金融防风险”工作使得部分企业融资难度加大。前期政策宽松时期那些大量融资、负债扩张较为激进的公司，在严监管的背景下已无法复制过去的扩张模式，债务到期时现金流压力较大，发生违约的可能性大幅提高。2018 年信用违约频发，是自 2014 年首次出现债券违约以来违约规模最大的一年。

2018 年 7 月 31 日，政治局会议表示防范化解金融风险取得初步成效，要把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来。同时提出当前经济运行“稳中有变”，要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。“稳就业”成为“六稳”之首，标志着决策层已经开始意识到金融防风险对实体经济带来一定的抑制作用，宏观调控政策的主线逐渐由供给侧改革和金融防风险为主过渡到“防风险”与“稳增长”并重。2018 年 6 月 25 日央行宣布降准，但宽货币到宽信用的传导并不顺畅。

随着中美贸易战不断升级，2018 年三季度 GDP 增速 6.5%，跌破了近三年来 6.7%-6.9% 的稳定区间。2018 年 10 月 31 日，政治局会议提出“经济下行压力有所加大”。

2018 年底的中央经济工作会议提出“宏观政策要强化逆周期调节”，这在 2013 年之后是首次。货币政策基调维持“稳健”，但去掉“中性”两字，强调要松紧适度，保持流动性合理充裕，财政政策方面要求实施更大规模的减税降费，并较大幅度增加地方政府专项债规模。2019 年 1 月 4 日，央行再度降准。

房地产政策方面，中央经济工作会议继续强调“因城施策”。2018 年年底，广州、菏泽、珠海等地先后放松房地产调控政策，但长沙仍然在收紧公积金政策。

(9) 总结：政策什么时候会放松？什么时候会收紧？

政策什么时候会放松？

纵观 2005 年以来的四轮地产政策放松周期，我们发现每一次地产政策松动都是在经济下行压力较大，宏观政策以“稳增长”为核心任务的时期。四次中有三次伴随着较为严重的外部冲击（第一次为国际金融危机，第二次为欧债危机，第四次为中美贸易战），第三次虽然没有外部冲击，但经济增速连续两年没能达到政府工作报告的目标中枢（在 1998 年后仅此两次）。

除了 2008 年应对国际金融危机之外，每一次“稳增长”，中央政府都没有将放松地产作为

首选，而是先选择降准降息、加大基础设施建设力度拉动投资等其他措施稳定经济，观察政策效果后如果发现经济下行压力依然较大才考虑用房地产政策工具。但是在这个过程中，部分地方政府可能会率先出台放松房地产的政策。我们认为政府在考虑是否放松房地产政策的时候主要关注三个点：

(1) 保增长。若经济下滑压力持续加大，房地产投资本身以及房地产所带动的上下游产业链将成为重要的托底工具。由于房地产产业链较长，而且刺激的过程不需要政府加杠杆，因此刺激效果要比基建更好。

(2) 防止房价下跌带来系统性金融风险。由于个人按揭贷款是用房产抵押，而房地产企业开发贷是用土地抵押，很多其他企业贷款也用企业主的房产抵押，因此房价若大幅下跌可能会导致“弃房断供”及其他贷款违约风险集中爆发，导致系统性金融风险。

(3) 地方政府财政承受能力。土地出让金是地方政府财政收入的重要组成部分，若房地产市场持续低迷，土地市场流拍现象进一步加剧，地方政府的财政压力将大幅加剧。叠加对地方政府和城投平台融资的限制性政策，可能会导致部分地方政府的日常运转出现困难，或触发地方债务违约风险。

政策什么时候会收紧？

纵观 2005 年以来的四轮地产政策收紧周期，我们发现除了第一轮收紧的宏观政策背景是“抑制经济过热”之外，其他两次收紧都不是为了抑制经济过热，第二轮收紧的背景是新任政府对经济增速的预期由“高速”逐步过渡为“中高速”，第三轮收紧则是经济增速长期稳定在 6.7%-6.9% 之间，宏观政策以供给侧改革和金融防风险为主线。但三次调控收紧出台有一个共同背景，那就是房价持续快速上涨。防止房价上涨过快，一方面是为了保障民生，另一方面是为了防止出现房地产泡沫，担心泡沫过后房价下跌的过程中会发生系统性金融风险。与放松周期中地方政府往往先行先试不同的是，前两轮政策收紧周期中地方政府在落实中央的收紧政策的过程中可能会出现一些落实进度和力度较弱的情况，但随着大力反腐和因城施策，政策不再一刀切，这种情况在 2016-2018 的这一轮收紧周期中大为改观。

1. 2005 年-2008 年金融危机前：“外贸+内需”双引擎引领经济增长，外汇储备过度增长导致货币被动扩张，股市、房市均出现快速上涨

1.1. 宏观经济形势和宏观调控政策：“外贸+内需”双引擎引领经济增长，外汇储备过度增长导致货币被动扩张，股市、房市均出现快速上涨

经过 2004 年的密集调控政策，2005 年通胀得到有效控制，CPI 同比增速从 2004 最高时候的 5.3% 回落到 2005 年 9 月最低时的 0.9%，但全年 GDP 增速仍在 11% 以上。2005-2007 年初，经济总体呈现低通胀、高增长的良好态势。2006 和 2007 年全年的 GDP 实际增长率分别为 12.7% 与 14.2%，这两年累计增幅是除 1992-1993 和 1984-1985 之外的第三个峰值。2005 年 3 月到 2007 年 2 月的时间里，CPI 同比增速一直没有超过 3%。

但此后经济出现过热迹象，CPI 同比增速一路上行，到 2008 年 4 月达到 8.5%，高于 2004 年达到的 5.3% 最高值。2007-2008 年的这轮通胀突出表现是农产品价格，特别是猪肉价格上涨较快，2007 年八月，猪肉价格同比增幅达到 80.9% (CPI 子项数据)。

该轮经济景气主要受益于“外贸+内需”双引擎增长模式。中国于 2001 年底正式加入 WTO，此后中国开启“外贸+内需”双引擎增长模式。2005-2007 年，入世红利开始更为明显的体现出来，国际收支顺差失衡更趋明显，年度顺差额从 2005 年的 1021 亿美元，快速上升到 2006 年的 1775 亿美元与 2007 年的 2620 亿美元。此外，“奥运经济”也是这轮经济景气的推动因素之一。2001 年 7 月 13 日，北京当选为 2008 年奥运会举办城市。随后北京宣布计划投入 2800 亿元用于基础设施和场馆建设，“奥运经济”对 2005-2008 年宏观景

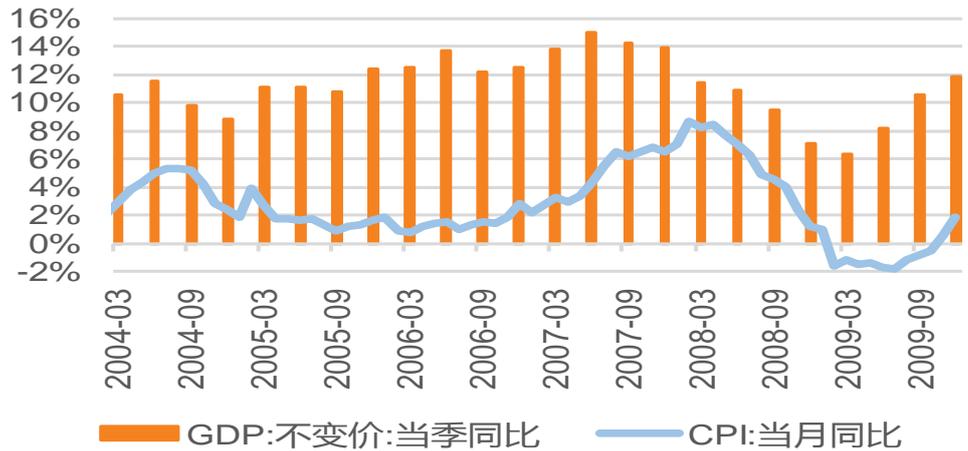
气上扬也起到了重要拉动作用。

在经济高速景气的同时，由于国际收支顺差失衡明显，外汇储备过度增长推动货币被动扩张，各类资产价格开始出现快速上涨势头，股权分置改革后，上证指数从 2005 年 6 月的 998 点飙升到 2007 年 10 月的 6124 点峰值。房价也开始出现快速上涨势头，2015 年 11 月 70 大中城市房价同比增速达到 8.3%，2007 年 11 月更是达到 12.2%，房价上涨区域从上海、深圳、温州等城市快速扩张到其他一二线城市。

为对冲外汇储备过度扩张的影响、回收流动性，央行采取了发行央票并连续提高存准率等措施。2007 年通胀开始抬头后，央行又连续 6 次加息。此外，汇率政策方面，央行允许本币适度升值，同时对宏观经济过热和顺差失衡起到调控作用。2005 年“7·21 汇改”央行放弃盯住美元，宣布人民币汇率形成机制实行市场供求为基础的、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制，汇率每天可在千分之三的幅度内上下浮动。此后人民币兑美元中间价由 2005 年 7 月 21 日的 8.2765 一路升值到 2008 年 9 月初国际金融危机爆发前夕的 6.8320。

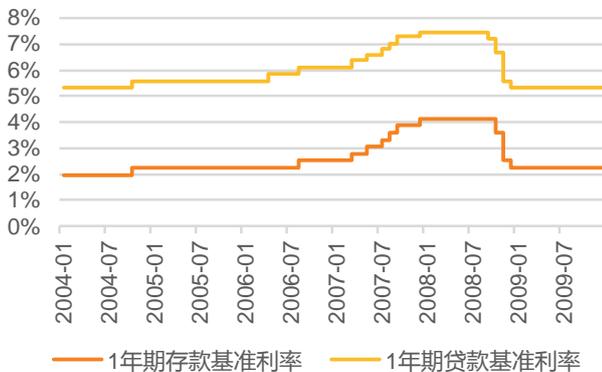
财政政策也朝紧缩方向调整，2007 年财政收支罕见出现盈余。

图 1: GDP 与 CPI 增速



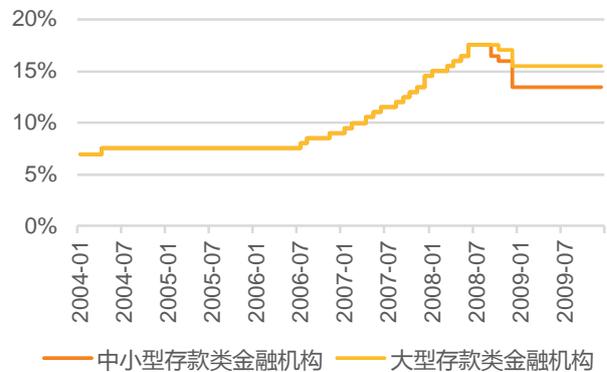
资料来源: wind、天风证券研究所

图 2: 存贷款基准利率



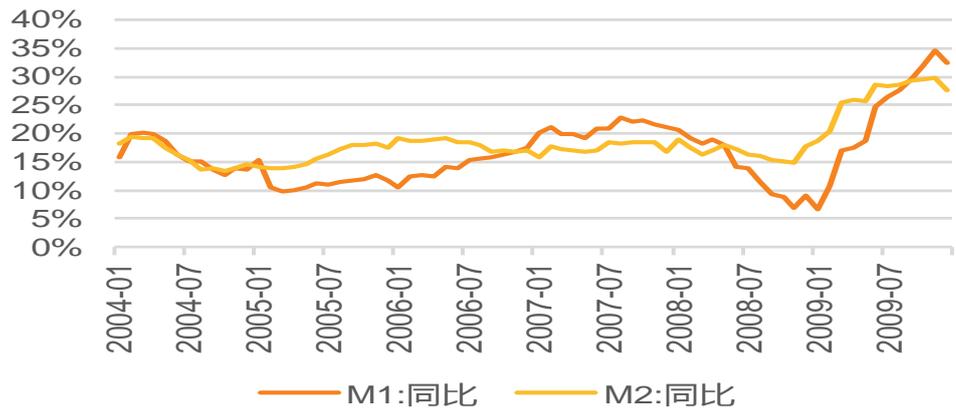
资料来源: wind、天风证券研究所

图 3: 存款准备金率



资料来源: wind、天风证券研究所

图 4：M1 及 M2 走势



资料来源：wind、天风证券研究所

1.2. 房地产政策：首付比例、按揭贷款利率、房屋交易环节税费首次成为调控手段

为应对房价快速上涨的局面，国务院先后发布“老国八条”、“新国八条”、“国六条”等政策，有针对性的从信贷、税收、土地和住房供应结构等多个方面进行综合的宏观调控。**提高首付比例、按揭贷款利率、房屋交易环节税费开始成为房地产调控手段。**

2005年3月26日，国务院办公厅发布《关于切实稳定住房价格的通知》（“老国八条”），要求各地区、各部门采取有效措施，抑制住房价格过快上涨。要求加大控制投资性购房需求的力度。要坚决制止城镇建设和房屋拆迁中存在的急功近利、盲目攀比的大拆大建行为，**避免拆迁带来的被动性住房需求过快增长**，进一步减轻市场压力。2005年城镇房屋拆迁总量要控制在去年水平之内。着力**增加普通商品住房、经济适用住房和廉租住房供给**，提高其在市场供应中的比例。

2005年5月9日，国务院办公厅转发建设部等部门《关于做好稳定住房价格工作意见的通知》（“新国八条”）。通知要求加大对投机性和投资购房等房地产交易行为的调控力度。自2005年6月1日起，对个人购买住房**不足2年转手交易的**，销售时按取得的售房收入**全额征收营业税**；个人购买普通住房超过2年（含2年）转手交易的，销售时免征营业税；对个人购买非普通住房超过2年（含2年）转手交易的，销售时按其售房收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税。通知再次强调住房价格上涨过快、中低价位普通商品住房和经济适用住房供应不足的地方，住房建设要以中低价位普通商品住房和经济适用住房项目为主。

2006年5月24日，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》。通知要求自2006年6月1日起，凡新审批、新开工的商品住房建设，套型建筑面积90平方米以下住房（含经济适用住房）面积所占比重，必须达到开发建设总面积的70%以上（**9070政策**）。为进一步抑制投机和投资性购房需求，从2006年6月1日起，对购买住房**不足5年转手交易的**，销售时按其取得的售房收入**全额征收营业税**；个人购买普通住房超过5年（含5年）转手交易的，销售时免征营业税；个人购买非普通住房超过5年（含5年）转手交易的，销售时按其售房收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税。从2006年6月1日起，**个人住房按揭贷款首付款比例不得低于30%**。考虑到中低收入群众的住房需求，对购买自住住房且套型建筑面积90平方米以下的仍执行首付款比例20%的规定。各地要按照《国务院办公厅关于控制城镇房屋拆迁规模严格拆迁管理的通知》的要求，加强拆迁计划管理，合理控制城市房屋拆迁规模和进度，减缓被动性住房需求的过快增长，严禁大拆大建，在没有落实拆迁安置房源和补偿政策不到位的情况下，不得实施拆迁。

2007年9月27日，央行和银监会发布《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》，实施差

异性房贷政策，购房首付比例和利率水平随购房套数增加大幅提高。要求商业银行只能对购买主体结构已封顶住房的个人发放住房贷款。对购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以下的，贷款首付款比例不得低于 20%；对购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的，贷款首付款比例不得低于 30%；对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套(含)以上住房的，贷款首付款比例不得低于 40%，贷款利率不得低于中国人民银行公布的同期同档次基准利率的 1.1 倍，而且贷款首付款比例和利率水平应随套数增加而大幅度提高，借款人偿还住房贷款的月支出不得高于其月收入的 50%。对以“商住两用房”名义申请贷款的，首付款比例不得低于 45%，期限不得超过 10 年。

图 5：商品房销售面积增速



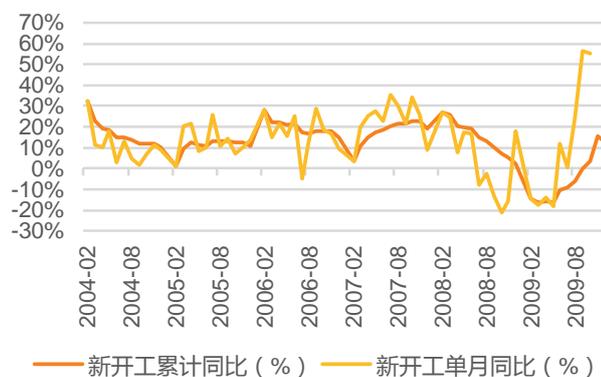
资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：商品房销售金额增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：新开工增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：房地产投资增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 9：70 大中城市新房价格同比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 10：70 大中城市新房价格环比



资料来源：wind、天风证券研究所

2. 2008 年金融危机-2009 年上半年：刺激房地产对冲金融危机影响

2.1. 宏观经济形势和宏观调控政策：国际金融危机拖累全球经济，中国推出 4 万亿刺激政策后经济 V 形反转

2.1.1. 国际形势：国际金融危机爆发，全球经济进入全面衰退

2007 年，美国次贷危机爆发。受美联储连续加息影响，美国家庭部门发生大面积的债务违约，作为抵押品的房屋被银行处置，导致房地产价格大幅下跌。以按揭贷款为基础的 MBS 及其衍生品价格大跌，拖累重仓持有这些证券的金融机构。2007 年 4 月，全美第二大次级抵押贷款机构新世纪金融公司申请破产，拉开了次贷危机的序幕。

2008 年，美国次贷危机升级为国际金融危机。2008 年 3 月美国第五大投资银行——贝尔斯登因濒临破产被摩根大通收购，2008 年 9 月，美国财政部宣布接管房利美和房地美；2008 年 9 月 15 日，美国第四大投资银行雷曼兄弟宣布申请破产，标志着国际金融危机正式爆发；2008 年 9 月 30 日美国三大股指暴跌，其中纳斯达克指数创下历史最大单日跌幅，道琼斯指数创下最大单日下跌点数。之后，金融危机迅速蔓延到整个金融市场和实体经济领域，大量金融机构破产清算和被收购，进一步影响消费和投资信心，拖累全球经济进入全面衰退。

2.1.2. 国内形势：四万亿出台后经济增速 V 形反转

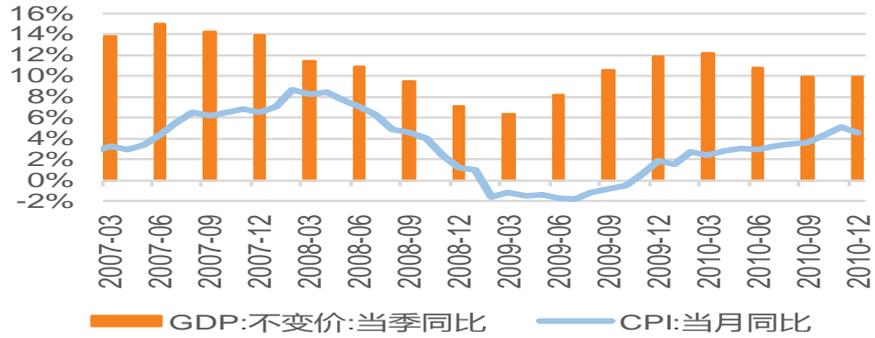
2008 年中国宏观政策基调随经济形势的变化不断调整，2007 年底中央经济工作会议给出的政策基调是“两防”，2008 年中变为“一保一控”，国际金融危机爆发后，2008 年 10 月 19 日政策基调变为“灵活审慎”，最终演变为 2008 年 11 月 5 日的 4 万亿和 2009 年初推出的“一揽子”刺激政策。

2007 年底到 2008 年初，美国次贷危机风险还没有传导到中国。2007 年 12 月 5 日中央经济工作会议提出宏观调控的首要任务是“防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”（“双防”）。2008 年 6 月 15 日和 6 月 25 日央行连续两次上调存款准备金率。随着二季度 GDP 增速放缓、CPI 增速见顶回落，2008 年 7 月 25 日，中共中央政治局会议将宏观调控的首要任务调整为“保持经济平稳较快发展，控制物价过快上涨”（“一保一控”）。

国际金融危机爆发后，中国经济增速也迅速下滑，决策层迅速采取措施，央行连续降准降息。2008 年 10 月 19 日，国务院常务会议部署四季度十点宏观调控任务，决定“实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。2008 年 11 月 5 日，国务院常务会议制定 4 万亿投资计划。此后，2009 年年初国务院又密集推出振兴十大产业计划，出台家电下乡等一揽子刺激措施。2009 年上半年，新增人民币贷款超过 7 万亿元，其中有 4 个月的月度信贷投放都在 1 万亿元以上，M2 同比增幅超过 28%，货币信贷环境极为宽松。

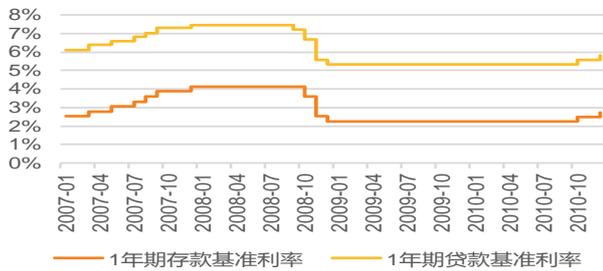
一揽子刺激政策推出后，中国经济增速 V 形反转，2009 年二季度 GDP 增速回升至 8.2%。但决策层并没有急于退出刺激政策，2009 年 8 月 22-24 日温家宝总理在浙江考察时强调“经济回升的基础还不稳定、不巩固、不平衡，决不能盲目乐观”。2009 年底中央经济工作会议要求“保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性”。

图 11: GDP 与 CPI 增速



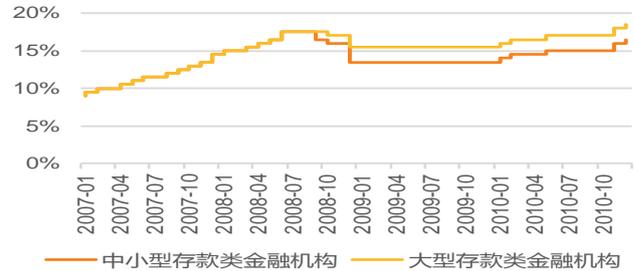
资料来源: wind、天风证券研究所

图 12: 存贷款基准利率



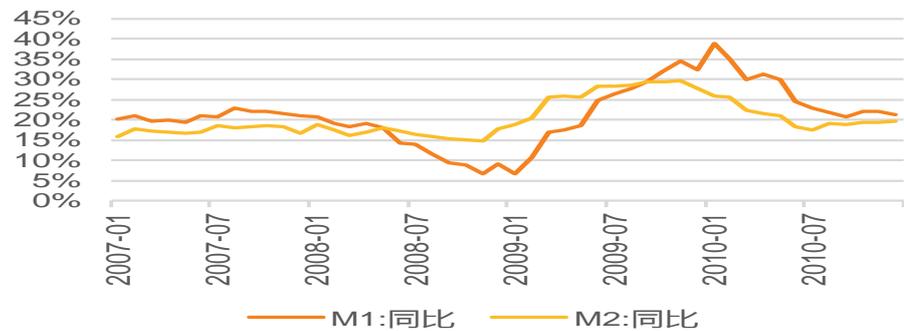
资料来源: wind、天风证券研究所

图 13: 存款准备金率



资料来源: wind、天风证券研究所

图 14: M1 及 M2 走势



资料来源: wind、天风证券研究所

2.2. 房地产政策：降低首付和交易环节税费刺激地产，对冲金融危机影响

国际金融危机爆发后，为对冲金融危机对中国经济带来的负面影响，中央及时调整了宏观调控思路，除了实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策之外，对房地产行业的政策取向也由限制转为刺激，先后采取了降低购买首套房、二套房首付比例、降低房贷利率、减免交易环节税负等手段刺激需求，调低房地产开发项目的最低资本金比例、支持房地产开发企业合理的融资需求等措施稳定供给，同时加快建设保障性安居工程以拉动投资。

2008 年 10 月 22 日中国人民银行宣布将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍；购买首套普通自住房最低首付款比例调整为 20%。

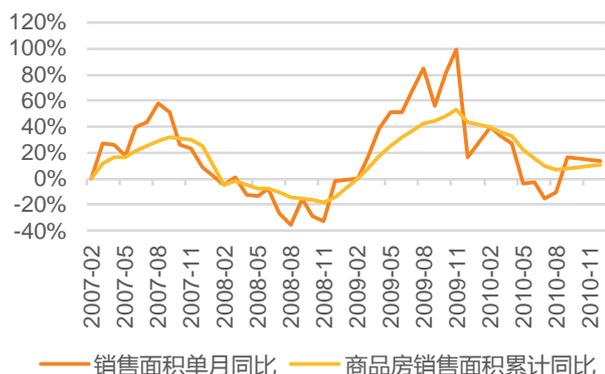
2008年10月22日财政部、国家税务总局发布《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》，对个人首次购买90平方米及以下普通住房的，契税税率暂统一下调到1%，对个人销售或购买住房暂免征收印花税，对个人销售住房暂免征收土地增值税。

2008年11月5日国务院常务会议确定了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。会议决定加大金融对经济增长的支持力度，取消对商业银行的信贷规模限制。同时要求加快建设保障性安居工程，加大对廉租住房建设支持力度，加快棚户区改造。

2008年12月20日国务院办公厅发布《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》放宽二套房首付比例限制，人均住房面积低于当地平均水平的家庭购买二套普通自住住房贷款首付比例可参照首套标准执行。意见还决定降低交易环节税负，对住房转让环节营业税根据购房者不同情况实行不同程度的减免，时效暂定一年。除了需求侧的刺激外，供给侧方面意见还提出支持房地产开发企业合理的融资需求、将部分住房公积金闲置资金补充用于经济适用住房建设等政策。

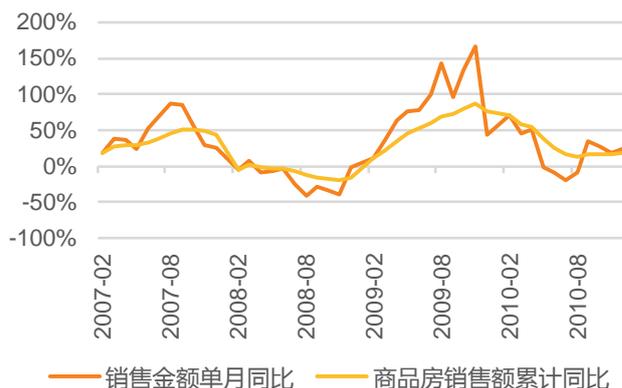
2009年5月25日，国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》，将房地产开发商在项目开发中最低资本金比例由之前的35%调整为“保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为30%”，进一步刺激房地产投资。

图 15：商品房销售面积增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 16：商品房销售金额增速



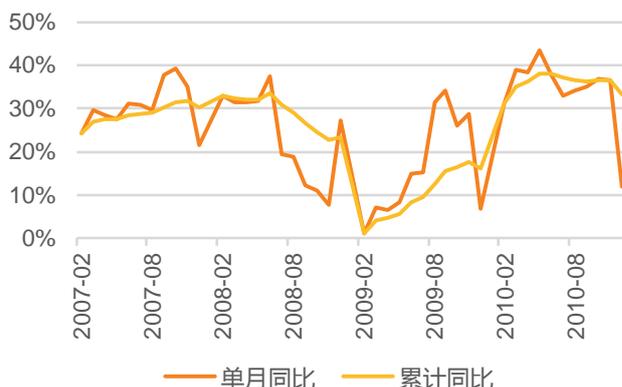
资料来源：wind、天风证券研究所

图 17：新开工增速



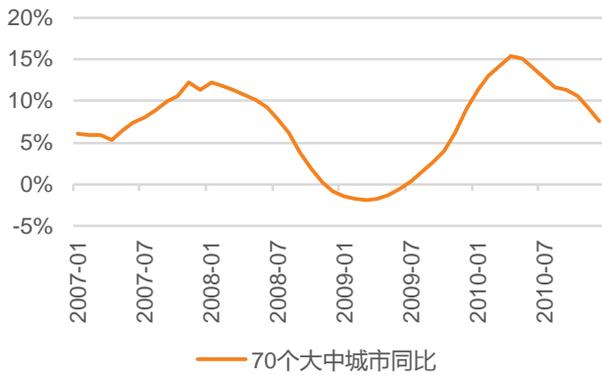
资料来源：wind、天风证券研究所

图 18：房地产投资增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 19：70 大中城市新房价格同比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 20：70 大中城市新房价格环比



资料来源：wind、天风证券研究所

3. 2009 年下半年-2011 年底：抑制经济过热，“保增长”与“防通胀”的矛盾开始凸显，房地产调控分四波不断收紧

3.1. 宏观经济形势和宏观调控政策

3.1.1. 国际形势：美债与欧债拖累全球经济，美日等发达国家相继推出量化宽松

2009 年底，希腊债务危机爆发。此后，欧债危机向葡萄牙、爱尔兰、意大利和西班牙等国蔓延。2011 年 5 月 16 日美国国债达到法定上限之后，美国国会两党围绕提高债务上限和削减财政赤字问题展开了旷日持久的讨论，美国国债一度处于违约边缘。

2010 年四季度开始，日本和美国等发达国家相继推出新的量化宽松货币政策。2010 年 11 月，美联储宣布推出 QE2，到 2011 年 6 月底以前连续八个月每月购买 750 亿国债，合计 6000 亿美元，以进一步刺激美国经济复苏。2010 年 10 月 5 日，日本央行时隔四年多重启零利率政策，将银行间无担保隔夜拆息利率降至 0 到 0.1%，并推出了总额 5 万亿日元的资产购买计划。

3.1.2. 国内形势：抑制经济过热，“保增长”与“防通胀”的矛盾开始凸显

2009 年“四万亿”等超常规政策带来的经济 V 形复苏很快走向过热，2009 年四季度和 2010 年一季度 GDP 增速分别达到 11.9%和 12.2%。通胀也开始抬头，CPI 同比增速从 2009 年底开始迅速上升，2010 年 2 月份回升至 2.7%。

防通胀和抑制经济过热成为重要的工作，2009 年 10 月 21 日召开的国务院常务会议明确指出“要把正确处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系作为宏观调控的重点”。管理通胀预期上升至与保增长、调结构同等重要的位置。随后政府推出一系列调控政策，试图使经济降温。

货币信贷政策早在 2009 年夏季就开始边际调整，2009 年 6 月 30 日央行重启 91 天正回购，2009 年 7 月 9 日央行重启一年期央票。2010 年 2 月开始到 12 月，央行连续五次降准，2010 年 6 月人民币汇率再次回归有管理浮动制，此后到年底人民币对美元不断升值。

除了收缩货币政策外，政府还出台了多项调控政策，主要包括：

(1) 重启房地产调控。从 2009 年底开始，国务院先后出台“国四条”、“国十一条”、“国十条”等政策，限购限贷遏制房价过快上涨势头。

(2) 清理地方政府融资平台。2010 年 6 月 10 日，国务院下发《关于加强地方政府融资

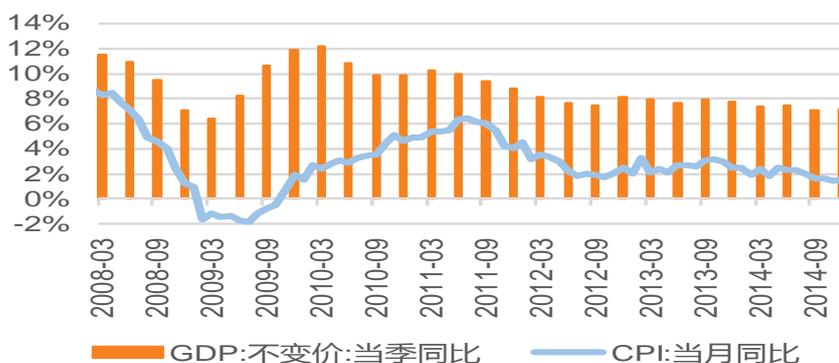
平台公司管理有关问题的通知》，开始着手解决地方政府违规举债问题。

(3) 加快产业结构调整：一方面加大淘汰落后产能力度，严控高耗能、高排放行业过快增长。另一方面扶持民间投资，加快培育战略性新兴产业。

一系列调控政策出台后，经济增速迅速回落，2010 年二季度 GDP 增速 10.8%，较一季度回落了 1.4 个百分点；2010 年三季度开始决策层重提“保增长”，2010 年 7 月温总理明确表示：“无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行”。但此时受 2009 年货币信贷大量投放的影响，通胀压力已经开始显现，2010 年 7 月份 CPI 同比增速达到 3.3%。在保增长和防通胀的“两难”矛盾之中，2010 年三季度央行暂停了上半年回收流动性的步伐，此外国务院还出台了多项刺激内需政策。在促进投资方面，宣布开工西部 23 项重大工程，不断督促各地加快保障房建设，要求各地加快完成“四万亿”项目、提早谋划“十二五”投资规划等。在促进消费方面，出台新能源汽车补贴政策等。2010 年三季度 GDP 增速进一步回落到 9.9%，四季度经济增速企稳，维持在 9.9%的水平，此后的 2011 年一、二季度经济增速反弹，分别达到 10.2%和 10.0%。

但 2010 年四季度通胀开始快速攀升，2010 年 10 月 CPI 同比增速达到 4.4%，以大蒜、绿豆为代表的农产品价格出现大幅上涨，“蒜你狠”、“豆你玩”成为流行词汇。宏观政策开始转向，稳定物价成为首要任务，央行于 2010 年 10 月加息（金融危机后首次），11 月两次上调存款准备金率，2010 年 11 月 20 日，国务院办公厅发文推出稳定物价 16 项措施。2010 年年底中央经济工作会议提出“要实施稳健的货币政策”取代“适度宽松的货币政策”表述。但稳定物价的政策见效没有那么快，11 月 CPI 同比增速加速上行达到 5.1%，创年内新高，2010 年 12 月央行再次提准加息。在一系列调控政策作用下，虽然 2010 年 12 月 CPI 增速略有回落，但转入 2011 年后，通胀不断创 08 年金融危机后新高，2011 年 7 月 CPI 同比增速达到 6.5%。为了防止出现恶性通胀，央行继续加息提准，大力收缩货币政策，2011 年央行共出台 3 次加息，5 次提准。一直到 2011 年 11 月，CPI 同比增速才控制到 5%以内。

图 21: GDP 与 CPI 增速



资料来源: wind、天风证券研究所

图 22: 存贷款基准利率



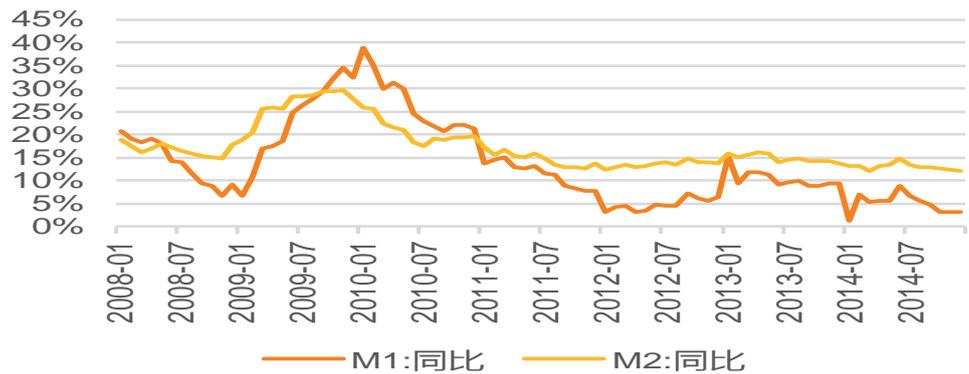
资料来源: wind、天风证券研究所

图 23: 存款准备金率



资料来源: wind、天风证券研究所

图 24: M1 及 M2 走势



资料来源: wind、天风证券研究所

3.2. 房地产政策：分四波不断收紧

随着四万亿及一揽子刺激政策推出后，宏观经济 V 形反转，同时通胀和过量信用扩张风险提升，房价也出现快速上涨，促使房地产调控政策的取向也开始发生微妙的变化。银监会、国土资源部等部门开始微调房地产相关政策。

2009 年 6 月 19 日银监会发文要求“严格遵守第二套房贷的有关政策不动摇”“不得以任何手段变相降低首付款的比例成数”。2009 年 11 月，国土资源部逐渐加强对于土地市场的监督管理，严厉打击开发商的炒地、囤地行为，明确土地款分期缴纳期限原则上不得超过一年，首次缴纳比例不得低于 50%。

2009 年四季度 GDP 同比增速达到 11.9%，2009 年 12 月，70 大中城市新建住宅价格指数同比涨幅攀升至 9.1%，经济过热、房价过快上涨的势头较为明显。

第一轮：2009 年底 2010 年初的“国四条”、“国十一条”、“国十条”

2009 年 12 月 14 日温家宝总理在国务院常务会议上提出的“国四条”标志着房地产调控政策正式转向收紧。“国四条”提出：（1）增加普通商品住房的有效供给（2）支持自住和改善，抑制投机，加大差别化信贷政策执行力度（3）整顿市场秩序，加强市场监管和房地产信贷风险管理（4）推进保障房建设。

随后，国务院办公厅出台了具体落实“国四条”的“国十一条”：2010 年 1 月 7 日国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求加大差异房贷管制，明确将居民购买第二套房的首付比例提高到 40%，同时要求增加住房建设用地有效供应，对已批未建、已建未售的普通商品住房项目，要采取促开工、促上市措施。

为抑制地价过快上涨，国土资源部于 2010 年 3 月发布《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》，规定土地竞买保证金不得低于出让最低价的 20%，并强调土地出让合同签订后 1 个月内必须缴纳出让价款 50% 的首付款，余款要按合同约定及时缴纳，最迟付款时间不得超过一年。

但房价仍然在快速上涨，到 2010 年 4 月份，70 大中城市新建住宅价格指数同比涨幅攀升至 15.4%，环比涨幅连续 6 个月在 1% 以上。

于是国务院于 2010 年 4 月 17 日发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（“国十条”），要求实行更为严格的“限贷”政策，并要求地方政府根据实际情况采取“限购”措施。通知要求 90 平米以上的二套房首付比例不得低于 50%，房价上涨过快地区停发三套及以上贷款。对不能提供 1 年以上当地纳税或社保缴纳证明的非本地居民暂停发放房贷。地方政府可根据实际情况在一定时期内限定购房套数。4 月 30 日，北京出台限购政策。

“国十条”出台后，房市在 5 月和 6 月短暂调整，但进入 7 月和 8 月后逐步反弹、价量齐升。房地产投资活动并未受调控影响，仍旧保持较快增长。

第二轮：2010 年 9 月底，二次调控进一步贯彻落实“国十条”

虽然 2010 年三季度决策层重提“保增长”并出台了一系列刺激内需政策，但为了控制房价过快上涨势头，并没有放松房地产调控，反而在 2010 年 9 月底推出“二次调控”，进一步贯彻落实“国十条”。

2010 年 9 月 29 日，人民银行、银监会发布《关于完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》。首套房最低首付比例调整为 30%，二套房调整为 50%，三套及以上暂停发放贷款。同日，财政部、国税总局、住建部发布《关于调整房地产交易环节契税个人所得税优惠政策的通知》，对出售自有住房并在 1 年内重新购房的纳税人不再减免个人所得税。

同日，住建部、国土资源部、监察部联合发布《关于进一步贯彻落实国发〔2010〕10 号文件的通知》，要求各地进一步贯彻落实“国十条”，再次强调房价过高、上涨过快、供应紧张的城市，要在一定时间内限定居民家庭购房套数。对政策落实不到位、工作不得力的，要进行约谈，直至追究责任。随后，上海、广州等地陆续出台限购政策。

2010 年 11 月 2 日，住建部、财政部、央行、银监会等四部委联合发布《关于规范住房公积金个人住房贷款政策有关问题的通知》，第二套住房公积金个人住房贷款首付款比例不得低于 50%，贷款利率不得低于同期首套住房公积金个人住房贷款利率的 1.1 倍，停止三套及以上住房的公积金贷款。

第三轮：2011 年初的“新国八条”要求直辖市、省会城市、计划单列市限购

2011 年 1 月 26 日，国务院办公厅发布《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》（“新国八条”），要求各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内从严制定和执行住房限购措施。原则上对已拥有 1 套住房的当地户籍居民家庭、能够提供当地一定年限纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，限购 1 套住房；对已拥有 2 套及以上住房的当地户籍居民家庭、拥有 1 套及以上住房的非当地户籍居民家庭、无法提供一定年限当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，要暂停在本行政区域内向其售房。同时强化差别化住房信贷政策，对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍。

其后除重庆和拉萨之外的省会城市和计划单列市相继限购。北京将非户籍人口限购期限定为交纳 5 年社保或个税；上海、广州、宁波要求“1 年以上社保或税收”是近两年内累计交纳的；而成都只要有社保或纳税证明即可购房，贵阳限购范围仅为中心城区一环以内。

2011 年 1 月 28 日，上海、重庆宣布进行房产税改革试点。

第四轮：调控扩散到三线城市

2011 年 7 月 12 日，国务院召开常务会议，提出了加强和改善房地产市场调控的五点意见，要求已实施住房限购措施的城市要继续严格执行相关政策，房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施。

此后，部分房价上涨较快的三线城市出台了限价措施而非限购措施。2011 年 8 月 2 日烟台市发布《关于进一步规范商品房预售价格和合同备案管理的通知》，将新建商品住宅价格涨幅限在 5% 以内。2011 年 8 月 19 日，常德市发布《关于进一步做好房地产市场调控工作的通知》明确表示实施商品住房限价销售措施。秦皇岛、香河、廊坊等城市也有类似措施。

图 25：商品房销售面积增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 26：商品房销售金额增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 27：新开工增速



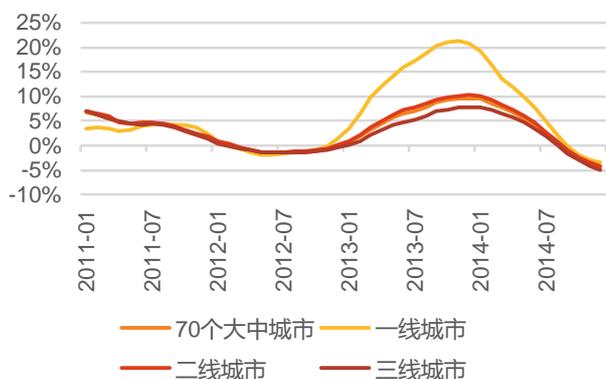
资料来源：wind、天风证券研究所

图 28：房地产投资增速



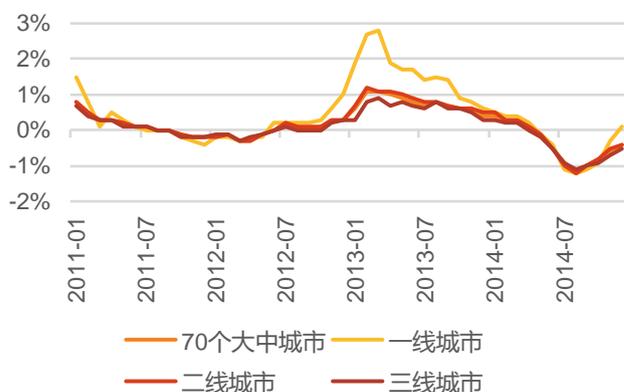
资料来源：wind、天风证券研究所

图 29：70 大中城市新房价格同比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 30：70 大中城市新房价格环比



资料来源：wind、天风证券研究所

4. 2011 年底-2012 年：稳增长背景下央行表态支持首套房贷款需求，地方政府纷纷微调地产政策但不能触及限购

4.1. 宏观经济形势和宏观调控政策：经济增速下行，通胀回落，宏观政策向稳增长倾斜

4.1.1. 国际形势：美联储推出第三轮量化宽松

2012 年 9 月，美联储宣布推出 QE3，每月购入资产 400 亿美元。

4.1.2. 国内形势：宏观政策向稳增长倾斜

2011 年下半年，随着美债和欧债危机导致国际经济形势动荡，出口增速逐步回落，叠加前期为控制通胀而采取的较为紧缩的货币政策的滞后效应，经济增速快速下滑，到 2011 年四季度 GDP 增速已大幅回落到 8.8%。

宏观政策对经济增长的支持力度逐步加大，中央多次要求扩大内需，特别是加大水利、公路、铁路投资力度。2011 年 7 月上旬，中央水利工作会议召开，要求各地区、各部门切实加大水利投入，加快水利建设投资。10 月 8 日，国务院常务会议要求扩大内需。2011 年 10 月 9 日，交通部召开会议，要求全力保交通基础设施建设。2011 年 10 月份，财政部对企业购买铁道部债券出台税收优惠政策，发改委等牵头为铁路融资 2000 亿元。

2012 年 3 月，CPI 同比增速回落至 3.6%，决策层对通胀的担忧逐步缓解；同时，经济增速仍在下滑，2012 年一季度 GDP 同比增速进一步下滑到 8.1%。**宏观政策重心进一步向“稳增长”倾斜。**2012 年 4 月 13 日，国务院常务会议提出，政策要及时预调微调，着力扩大内需，保持适度的投资规模，有序推进“十二五”规划重大项目按期实施。此后，国家发改委加快了项目审批进度，兰州、广州地铁规划相继获批。央行分别于 2012 年 2 月 24 日和 2012 年 5 月 18 日降低存款准备金率。房地产调控有所松动。虽然中央多次强调坚持房地产调控政策不放松，但对首套房合理需求表示支持，同时继续大力推进保障房建设。地方政府纷纷微调政策，主要做法包括上调普通住宅标准、放松公积金贷款上限、上调限价等。对此，中央政府并没有制止。

2012 年 5 月 23 日，国务院常务会议提出，要把稳增长放在更加重要的位置，根据形势变化加大预调微调力度，积极采取扩大需求的政策措施。**促进消费方面**，2012 年 5 月财政部、发改委、工信部联合下发了节能产品惠民工程高效节能家用电冰箱、洗衣机、热水器的推广实施细则等一系列政策，以期促进电视、电冰箱、洗衣机、空调、热水器等节能家电和节能汽车的消费。**促进投资方面**，铁路、机场等基础设施建设和保障房建设是重要的抓手，2012 年 6 月，国务委员兼国务院秘书长马凯到山东、河北调研铁路建设工作时明确表示要科学有序地继续加快铁路建设。6 月 29 日，李克强在全国保障性安居工程工作会议上督促加快推进保障房建设。2012 年 7 月，温总理在江苏调研时明确提出要把稳增长与调结构、淘汰落后和过剩产能结合起来。各地方政府也陆续提出了稳增长、促投资的政策措施。财政政策方面，2012 年 10 月 17 日国务院常务会议要求“落实好结构性减税政策，稳步推进营业税改征增值税试点”，营改增试点范围不断扩大。

随着美国和日本等经济继续复苏，以及扩大内需的刺激政策逐步见效，2012 年三季度 GDP 同比增速见底(7.5%)，2012 年四季度 GDP 增速反弹至 8.1%。同时通胀压力明显缓解，2012 年 7 月 CPI 同比增速时隔 30 个月后再次回落至 2%以内，此后趋于稳定。

4.2. 房地产政策：稳增长背景下首套房贷政策松动，地方政府微调地产政策但不能触及限购

虽然中央多次强调坚持房地产调控政策不放松，但对首套房合理需求表示支持，2012 年 3 月，央行就“货币政策及金融改革”答记者问时表示要全面落实差别化的住房信贷政策，满足首套房贷款需求。

2011 年底开始部分地方政府开始微调地产政策。如南京等地方政府纷纷微调政策，主要做法包括上调普通住宅标准、放松公积金贷款上限、上调限价等。对于多数微调政策中央并没有制止，此后的 2012 年先后有 30 多个城市微调楼市政策鼓励合理需求。

2011 年 10 月 21 日，南京市公积金管理中心宣布将个人住房公积金最高可贷款额度由 20 万元恢复至 30 万元，同时还对公积金二次贷款申请条件也予以一定程度的放松。2011 年 10 月 17 日，北京市放松普通住宅标准，让更多购房者享受契税税率优惠。

但触及限购等根本性调控措施的政策被叫停，如 2011 年 10 月 11 日，佛山试图放松限购，但被紧急叫停；2012 年芜湖、上海、珠海、河南等地的放松调控政策也被叫停。扬州提出自 2012 年 7 月 1 日起，对购买精装修房进行补贴，江苏省住建厅随后表示，正在研究扬州政策是否违背国家房地产调控精神。

5. 2013 年：新任政府调低经济增速预期，“地王”频出背景下重新收紧房地产调控

5.1. 宏观经济形势和宏观调控政策：新任政府调低经济增速预期

2013 年上半年政治局讨论经济形势会上，习近平总书记作出了“我国经济社会发展基本面长期趋好，但正处在从高速到中高速增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期‘三期叠加’阶段”的重要判断，标志着决策层调低了经济增速预期，从“高速”向“中高速”过渡。

2013 年两会政府工作报告提出的全年 GDP 增速目标是 7.5%左右。2013 年一季度 GDP 增速下行至 7.9%，较 2012 年四季度回落 0.2 个百分点。但决策层认为经济增速仍运行在合理区间，4 月 17 日国务院常务会议认为经济增长速度、城镇新增就业等主要指标稳定在合理区间。6 月 8 日，李克强召开环渤海省份经济工作座谈会时表示，“今年以来我国经济形势总体平稳，经济增速仍处于较高合理区间，特别是就业保持稳定”，并提出要“创新宏观调控方式，激发市场活力”。

随着主要经济指标逐月下行，到 6 月份，国务院开始对经济进行“微刺激”，主要思路是将稳增长和调结构相结合。加大棚户区改造力度，提出后 5 年再改造各类棚户区 1000 万户，其中 2013 年改造 304 万户。货币政策以稳为主，存贷款基准利率和存款准备金率 2013 年全年都没有调整，央行对部分分支行安排增加再贴现额度 120 亿元，支持金融机构扩大对小微企业和“三农”的信贷投放。财政政策方面，2013 年 7 月 3 日，国务院常务会议研究激活财政存量资金，加大对棚户区改造、节能环保、公共服务业、城市基础设施和促进消费等方面的投入。7 月 24 日，国务院常务会议决定对小微企业减免增值税和营业税。

2013 年全年来看，政府在没有出台大规模刺激政策(6 月份有微刺激)的情况下，成功完成了 7.5%的增长目标。而且调结构的目标得到较好实现，第三产业占 GDP 比重首次超过第二产业。

5.2. 房地产政策：“地王”频出背景下重新收紧房地产调控

虽然经济增速不断下行，但从 2012 年 6 月开始，房价结束连续下跌态势，持续反弹；土地市场持续升温，广州、北京等热点城市不断涌现“地王”。在此背景下，2013 年 2 月 26 日，国务院办公厅发布《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》(“国五条”)，要求已实施限购且房价上涨压力较大的城市，要进一步从严调整限购措施；可进一步提高二套房贷款首付比例和贷款利率。“国五条”还要求“各直辖市、计划单列市和省会城市(除拉萨外)，要按照保持房价基本稳定的原则，制定本地区年度新建商品住房价格控制目标，并于一季度向社会公布。

此后各地纷纷响应“国五条”，但落实力度不一。南京、杭州、厦门、长沙、武汉、成都、西安、大连等 21 个城市仅公布了本年度的房价控制目标，北京、上海、广州、深圳、天津、重庆等 14 个城市除了房价控制目标外还公布了落实“国五条”的具体措施。

多数城市提出的房价控制目标是新建商品住房价格增幅低于当地城镇居民家庭人均可支配收入实际增幅，北京较为严格，要求与 2012 年价格相比保持稳定。

除北京、广州、沈阳外的多数城市并没有在“国五条”出台后立即按要求进一步收紧限购，提高二套房首付比例。多数城市选择加强新房预售价格监管，或者收紧公积金贷款政策。

直到年底房价控制目标完成压力较大的时候各地才纷纷进一步实质性收紧调控政策，2013 年 10 月深圳、北京出台“深八条”、“京七条”，11 月上海和广州出台“沪七条”和“穗五条”，其余二线城市也纷纷跟进。深圳、广州、武汉、厦门、南京、杭州、南昌将二套房首付比例提升至 70%，沈阳、长沙将二套房贷首付比例提升至 65%。武汉、沈阳、厦门、南昌、福州、郑州等地延长了外地户籍人员购房所需缴纳社保或个税的年限。

6. 2014 年-2015 年 “新常态”下经济增速不断下行，稳增长、去库存双重压力下放松地产政策

6.1. 宏观经济形势和宏观调控政策：新常态下经济增速不断下行

6.1.1. 国际经济形势：美联储退出 QE3，金融危机后首次加息

2014 年 1 月开始美联储逐月缩减量化宽松购买资产的规模。2014 年 10 月 29 日，美联储宣布正式退出 QE3。2015 年 12 月，美国在次贷危机后首次进行加息。

6.1.2. 国内经济形势：GDP 增速连续两年没有达到目标中枢，稳增长力度加大

2014-2015 年，经济增速快速下台阶。从 2013 年四季度的 7.7%一路下行至 2015 年四季度的 6.8%，是经济增速“L 形”走势“竖”的那一部分。14-15 两年政府工作报告中 GDP 增长任务目标中枢都没有达到，这在 1998 年亚洲金融危机以来仅此两次。

决策层对经济增速的预期也由“高速”逐渐向“中高速”过渡。2014 年 5 月习近平总书记在河南调研时，正式提出要“适应新常态”。“新常态”的基本特征是“从高速增长转为中高速增长”、“经济结构不断优化升级”、“从要素驱动、投资驱动转向创新驱动”。“新常态”的提出标志着决策层已经承认中国经济潜在增速逐渐由“高速”下降至“中高速”，在就业稳定和不发生系统性金融风险的前提下，不希望进行大规模的刺激，而是希望能为经济结构优化升级创造良好的环境。

但决策层对完成全年 7.5%的经济增长目标十分重视，2014 年 7 月 29 日政治局会议表示“我国发展必须保持一定速度，不然很多问题难以解决”，同日习近平总书记表示“必须坚持底线思维，做好应对各种新挑战的准备”。2014 年 8 月 1 日，国务院主办的经济日报刊文表示“经济增长不能强行推高，也不能任其失速。没有一定的速度，就业和收入就上不去，深化改革、调整结构的力度就会受到影响。从这个角度说，完成今年经济增长 7.5%左右的目标，十分重要，是各级政府的重要职责”。

2014 年一季度，GDP 同比增速下行至 7.4%，为金融危机后首次跌破 7.5%，也低于政府工作报告提出的 GDP 增长 7.5%左右的目标中枢。决策层开始稳增长，2014 年 4 月 2 日，国务院常务会议提出要“有效扩大内需”，并推出小微企业减税、加快棚改和中西部铁路建设等 3 项稳增长措施。2014 年 6 月，李克强在多次讲话中提出“定向调控”的宏观调控思想，强调要精准发力。此后央行两次开展“定向降准”，又加大再贴现额度，针对“三农”和小微企业进行定向输血。

在一系列稳增长政策的作用下，2014 年二季度 GDP 同比增速小幅回升至 7.5%，但七八月份主要经济指标继续下行，2014 年 8 月，固定资产投资同比增长 13.8%，较 7 月大幅回落 1.9 个百分点，创 2003 年以来月度投资增速最低值。制造业投资、房地产开发投资和基建投资增速均明显回落。商品房库存不断堆积，8 月末，商品房待售面积 56160 万平方米，环比增长 1.7%，同比增长 26.6%，房地产企业投资意愿不强。

7 月份各部委继续出台稳增长措施，特别是在稳投资方面，交通部、住建部等部委相继要求加大交通运输、道路桥梁等基础设施建设力度。7 月 21 日，国办发要求进一步加

大棚户区改造工作力度，力争超额完成 2014 年目标任务。7 月 31 日，发改委表示要加快重点领域建设和促进重点区域投资，特别加快推进“一带一路”、京津冀、长江经济带等重点区域基础设施建设。

为了防止楼市硬着陆，稳定房地产投资，不少地方 8 月开始逐步放松限购，对此中央并没有制止。到 9 月底，中央政府也开始放松地产政策，央行等部委联合发文放松限贷，10 月初住建部等部委放松公积金贷款政策。

但稳增长政策并未即时见效，2014 年三季度 GDP 增速降至 7.1%。为进一步稳定投资，2014 年 11 月底和 12 月初，国家发改委推出了七大工程包，包括：信息电网油气等重大网络、健康养老服务、生态环保、清洁能源、粮食水利、交通、油气及矿产资源保障。2014 年 11 月国务院发文要求建立健全 PPP 机制，引入社会资本，稳定有效投资，增强公共产品供给能力。此外，2014 年 11 月 19 日国务院常务会议还提出了缓解企业融资成本高等问题的十项措施。

2014 年四季度 GDP 增速同比增长 7.2%，较三季度略有回升。但全年 GDP 增速仅为 7.3%，没有达到政府工作报告的 GDP 增速目标中枢 7.5%，这在 1998 年亚洲金融危机以来是首次。2015 年全年 GDP 增速继续下行，2015 年三季度更是跌破 7%，这在 2008 年金融危机以来是首次。制造业和房地产投资持续低迷，决策层出台了较大力度的稳增长政策，最终全年就业形势保持了基本稳定，但 GDP 增速再次没有达到年初政府工作报告提出的目标中枢。

由于 2015 年 1-2 月投资、零售、工业等主要经济指标就开始明显减速，经济下行压力很大，2015 年稳增长工作较往年提前，2 月起各部委就相继出台稳增长措施。**货币政策**方面，央行连续降准降息，银监会发文要求加大“三农”信贷投放力度。8 月 11 日，央行调整人民币兑美元汇率中间价形成机制，此后人民币兑美元汇率逐步贬值，对出口起到支持作用。**财政政策**方面政府工作报告安排 2015 年财政赤字 1.62 万亿元，赤字率 2.3%，较 2014 年有所增加。**产业结构升级**方面，2015 年政府工作报告提出要实施“中国制造 2025”，2015 年 3 月 25 日，国务院常务会议部署加快推进实施“中国制造 2025”，实现制造业升级。重点发展新一代信息技术等 10 大领域，提升制造业层次和核心竞争力。2015 年 3 月 2 日，国务院办公厅印发《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》，鼓励科技人员和大学生创业，打造经济发展新引擎。

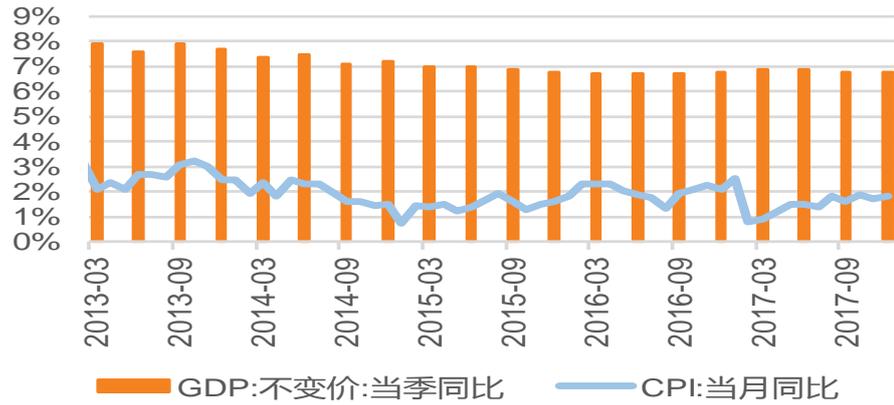
投资方面力度非常大，李克强总理多次强调要加快推进水利、中西部铁路、棚改、城市地下管廊等重大项目建设。除加快推进 2014 年底发改委推出的 7 大工程包外，2015 年 6 月和 7 月发改委又公布了 4 大工程包，包括城市轨道交通、现代物流、新兴产业、增强制造业核心竞争力。

除了推出重大工程包外，政府还采取多种措施解决项目融资问题：

PPP 模式由局部试点进入大规模推广阶段。2015 年 5 月国务院办公厅转发财政部、发改委、央行文件，在公共服务领域推广 PPP 模式。财政部于 2014 年 11 月和 2015 年 9 月分别推出了第一批和第二批 PPP 示范项目，发改委于 2015 年 5 月和 12 月分别推出第一批和第二批 PPP 推介项目。

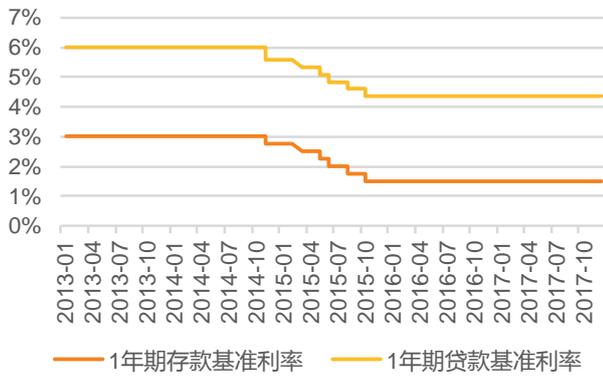
此外，2015 年 1 月，证监会颁布《公司债券发行与交易管理办法》，将发行主体范围由境内外上市公司扩大为所有公司制法人。低利率环境下，2015 年公司债发行规模快速增长。2015 年 5 月，财政部、人民银行、银监会发文解决新预算法下地方平台在建项目融资问题，发改委发文放宽企业债发行条件，支持重点项目建设。2015 年 6 月，国开行设立 PSL 作为推行棚改货币化安置的重要资金来源。国务院要求抓紧筹建中国保险投资基金，利用险资支持中长期建设。2015 年 7 月，国家发改委协调国开行、农发行向邮储银行定向发行专项建设债券。2015 年 8 月银监会和发改委发文要求银行业做好重大项目金融服务。2015 年 9 月，国务院印发《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，下调多类固定资产投资项目最低资本金比例要求。

图 31: GDP 与 CPI 增速



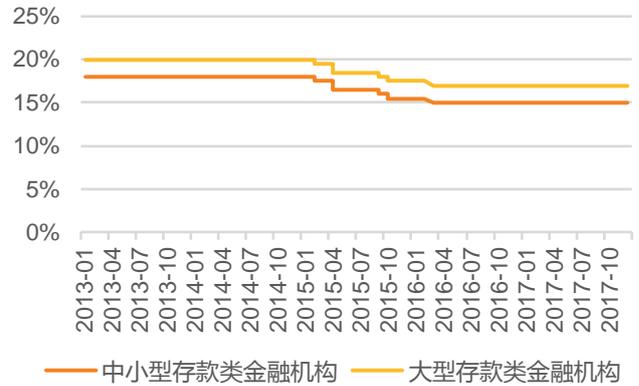
资料来源: wind、天风证券研究所

图 32: 存贷款基准利率



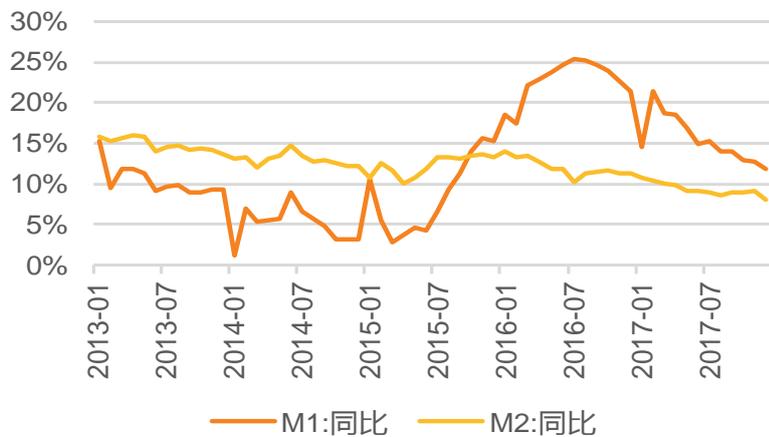
资料来源: wind、天风证券研究所

图 33: 存款准备金率



资料来源: wind、天风证券研究所

图 34: M1 及 M2 走势



资料来源: wind、天风证券研究所

6.2. 房地产政策：新任住建部长定调“去库存”，二三线城市放松限购限贷

2014-2015年，在经济增速不断下台阶，稳增长压力不断加大，房地产库存快速累积，部分城市房价存在下行压力的背景下，中央逐步放松了对房地产市场的调控政策。

2013年底开始，针对一二线和三四线城市房地产市场情况的分化，中央在调控政策上不再“一刀切”。2013年底住建部召开全国住房城乡建设工作会议，姜伟新部长提出调控“差异化”原则，北、上、广、深等房价上涨过快的城市要从严落实各项房地产市场调控政策和措施，增加住房用地和住房有效供应；而库存较高的城市要注重消化存量，控制新开发总量。

2014年3月，李克强总理在政府工作报告中明确表示“针对不同城市情况分类调控”。2014年3月6日住建部副部长齐骥就住建部部长姜伟新提出的“双向调控”做出了权威解释：所谓双向调控亦可称分类指导，即对一线城市继续增加供应，抑制、遏制投资投机性需求，限购政策不退出。而对于库存量比较大的城市，要控制供地结构、供应结构。所谓高库存是指库存量高于月销售量的12-15倍，高过1年到1年半的销售量的，就是高库存。

2014年3月底，证监会时隔四年后首次批准房企股票再融资申请，绿地集团、中茵股份、天保基建等多家房企股票再融资申请获批。

此后，部分二三线城市开始陆续放松限购。2014年4月，南宁市率先定向放松限购：从2014年4月25日起，广西北部湾经济区内的北海、防城港、钦州、玉林、崇左市户籍居民家庭可参照南宁市户籍居民家庭政策在南宁市购房。2014年6月呼和浩特成为第一个全面放开限购的城市。

2014年5月12日，中国人民银行副行长刘士余召开住房金融服务专题座谈会，再次强调“满足首套自住住房贷款者需求”。

2014年7月11日全国住房城乡建设工作会议座谈会在北京召开。刚履新不久的新任住建部长陈政高提出要“千方百计地消化库存”，“各地可以根据当地实际出台平稳房地产的相关政策，其中库存量较大的地方要千方百计消化商品房待售面积”。**新任住建部部长讲话标志着“去库存”正式成为房地产政策的主线。**

随后各地纷纷放松限购政策。2014年7月，济南、海口、温州、石家庄、苏州、武汉、西安、无锡、杭州、青岛等城市对限购政策进行松动，此后各主要二三线城市均陆续放开限购，到年底，除北京、上海、广州、深圳、三亚之外的绝大多数城市均对限购限贷政策进行了松动。

2014年9月，中央层面最终也出台政策，放松“限贷”。2014年9月29日，央行、银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（“930新政”），对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。二套房认定标准由“认房又认贷”改为“认贷不认房”。此外，对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为30%，贷款利率下限下调为基准利率的0.7倍。2014年11月，央行重启降息。

2015年随着主要经济指标进一步下滑，稳增长工作提前展开，2015年3月底央行、住建部、银监会等联合发文将二套房最低首付比例降至40%，财政部、国税总局联合发文降低交易环节税负：

2015年3月30日，央行、住建部、银监会联合发布，《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》（“330新政”），通知规定，对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房，最低首付比例调整为不低于40%。公积金贷款首套最低首付比例20%，对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的缴存职工家庭，为改善居住条件再次申请公积金贷款购买普通自住房的，最低首付款比例为30%。

同日，财政部、国家税务总局发布《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，规定个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买2年以上（含2

年)的非普通住房对外销售的,按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税;个人将购买2年以上(含2年)的普通住房对外销售的,免征营业税。

降低首付比例直接提高了居民加杠杆的空间,营业税减免优惠刺激了居民换房需求释放。

棚改货币化安置成为重要的去库存手段,2015年6月30日,国务院发布的《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》中,首次明确提出“积极推进棚改货币化安置”、“缩短安置周期”。同时,央行为国开行提供PSL作为推行货币化安置的重要资金来源。

随着经济增速不断下行,各部委进一步从降低首付比例和提高公积金贷款额度等方面对房地产进行刺激。

2015年8月31日,住建部、财政部、央行发布《关于调整住房公积金个人住房贷款购房最低首付款比例的通知》,对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的居民家庭,为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买住房的,最低首付款比例由30%降低至20%。

2015年9月30日,央行、银监会发布《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》,在不实施“限购”措施的城市,对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款,最低首付款比例调整为不低于25%。

2015年9月30日,住建部、财政部、央行发布《关于切实提高住房公积金使用效率的通知》,通知要求2015年8月末住房公积金资金运用率低于85%的设区城市提高住房公积金个人住房贷款实际额度。月还款额与月收入比上限控制在50%-60%。贷款偿还期限可延至借款人法定退休年龄后5年,最长贷款期限为30年。全面推行异地贷款业务。

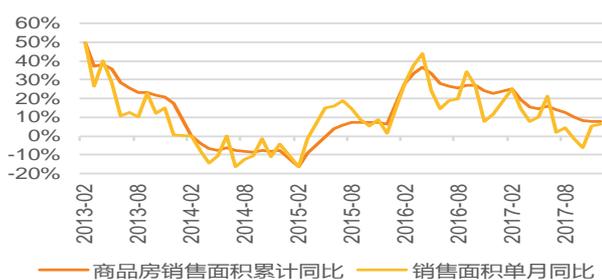
2015年底的中央经济工作会议提出供给侧改革五大任务“三去一降一补”:去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。会议将“化解房地产库存”提升到供给侧改革五大任务的高度。

随后,非限购城市首套房最低首付比例进一步降低到20%,交易环节税负进一步降低。

2016年2月1日,央行、银监会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》,在不实施“限购”措施的城市,居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款,原则上最低首付比例为25%,各地可向下浮动5个百分点。对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭,为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房,最低首付款比例调整为不低于30%。

2016年2月17日,财政部、国税总局、住建部联合发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策通知》,规定对个人购买家庭唯一住房,面积为90平方米及以下的,减按1%的税率征收契税;面积为90平方米以上的,减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房,面积为90平方米及以下的,减按1%的税率征收契税;面积为90平方米以上的,减按2%的税率征收契税。

图 35: 商品房销售面积增速



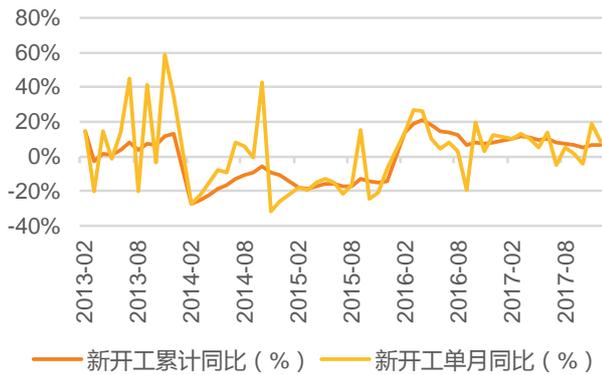
资料来源: wind、天风证券研究所

图 36: 商品房销售金额增速



资料来源: wind、天风证券研究所

图 37：新开工增速



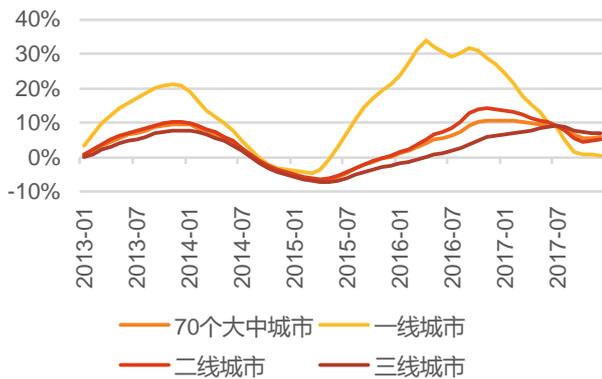
资料来源：wind、天风证券研究所

图 38：房地产投资增速



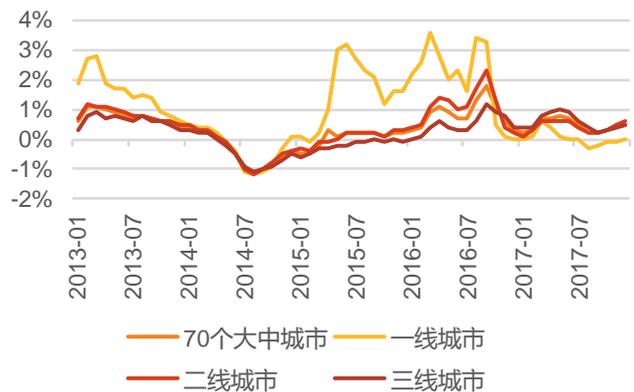
资料来源：wind、天风证券研究所

图 39：70 大中城市新房价格同比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 40：70 大中城市新房价格环比



资料来源：wind、天风证券研究所

7. 2016 年-2018 年上半年：经济企稳，供给侧改革和金融防风险成为宏观政策主线，“房住不炒”“因城施策”进行调控

7.1. 宏观经济形势与宏观调控政策：经济增速稳定，供给侧改革成为政策主线

(1) 国际经济形势：美国重启加息周期，新兴市场国家货币面临贬值压力

2016 年 6 月 24 日，英国通过全民公投，宣布退出欧盟。2016 年 12 月 15 日，美联储时隔一年后再次加息，这是金融危机后第二次加息。随后美国正式重启加息周期，2017 年美联储分别于 3 月、6 月、12 月共加息三次。在美国加息压力下，加拿大、英国、韩国等经济体相继加息。其中英国为金融危机以来首次加息，加拿大是 7 年来首次加息，韩国是 6 年来首次加息。发达经济体集体加息标志着全球货币政策正式从金融危机后的宽松状态回归正常化。

2018 年美国加息周期继续，全年共加息四次，国际资本回流美国。新兴市场国家货币面临较大贬值压力，阿根廷、土耳其、巴西等国家货币先后大幅贬值，引发市场对新兴市

场货币危机的担忧。

(2) 国内经济形势：经济增速稳定，供给侧改革和金融防风险成为政策主线

2016 年一季度国民经济开局良好，GDP 同比增长 6.7%，符合 2016 年政府工作报告提出的 6.5%-7% 的目标区间。此后一直到 2018 年二季度，经济增速一直稳定在 6.7%-6.9% 之间。2016 年 5 月 9 日，人民日报发表文章《开局首季问大势——权威人士谈当前中国经济》。“权威人士”综合判断，我国经济运行是 L 型的走势。这个 L 型是一个阶段，不是一两年能过去的。

随着经济下行压力有所缓解，推动“三去一降一补”等供给侧结构性改革的工作力度明显加大。2015 年底的中央经济工作会议指出：“2016 年是推进结构性改革的攻坚之年”，“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革”，“主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务”。2016 年宏观调控政策从需求侧管理为主转向供给侧和需求侧管理并重。

“去产能”是供给侧改革五大任务之首，重点是煤炭和钢铁，国务院要求从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1-1.5 亿吨，用 3 至 5 年时间再退出煤炭产能 5 亿吨左右。此外还涉及建材（水泥、玻璃）和有色（电解铝）等行业，但没有提出具体的量化目标。

“去杠杆”方面，金融监管部门加大了防风险工作力度，央行开展 MPA 考核，开展互联网金融专项整治；银监会加强理财业务监管，整顿票据业务；证监会出台“新八条底线”，限制资管产品的杠杆率水平。2016 年 10 月 10 日，国务院正式公布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，提出推进兼并重组、完善自我约束、盘活存量资产、优化债务结构、有序开展银行债转股、依法实施破产清算、发展股权融资等七条积极稳妥降低企业杠杆率的主要途径。2016 年 10 月 26 日，国务院办公厅发文同意建立积极稳妥降低企业杠杆率工作部际联席会议制度，以国家发改委为牵头单位。

“去库存方面”，中央的主要抓手是棚改货币化，2016 年 3 月 21 日，张高丽召开全国棚户区改造工作电视电话会议指出，商品住房库存量大的地方，货币化安置比例应更高一些。地方政策层面，各地纷纷鼓励农民进城买房，并给予财政补贴（如广西、山东等）。部分省份提出回购商品房作为保障房（新疆、甘肃等），福建允许部分商业办公用地可转为商住用地。从去库存效果来看，商品房待售面积在 2016 年 2 月达到峰值后，开始见顶回落，到 2016 年底较峰值回落接近 6%。

但市场分化严重，一线城市和部分二线城市房地产市场过热，房价持续快速上涨。而多数三四线城市楼市依然供过于求，中央政策开始调整，在要求一线城市和二线城市打击炒作、稳定房价的同时，让三四线城市继续去库存。

补短板方面，习近平和李克强都多次提到发展新经济，以大众创业、万众创新为抓手，促进新动力成长，带动传统产业改造提升，加速新旧动能转换，培育新的经济结构。

2016 年底中央经济工作会议强调“要把防控金融风险放到更加重要的位置”，金融防风险成为 2017 年宏观调控工作的主线。

2017 年 2 月 17 日，央行在 2016 年第四季度货币政策执行报告中指出要平衡稳增长、调结构、抑泡沫和防风险之间的关系，防止资金“脱实向虚”。2017 年 4 月 23 日政治局会议强调要高度重视防控金融风险，加强金融服务实体经济。

2017 年两会后，一行三会密集出台监管政策。

3 月 28 日-4 月 6 日，银监会办公厅先后发布 45 号文、46 号文、53 号文，重点整治银行业“三违反、三套利、四不当”等乱象，4 月 10 日-13 日，银监会又先后发布 6 号文、7 号文、5 号文，明确了银行业风险防控的重要领域，从严监管关联交易，组织全国银行业集中整治十方面的市场乱象。5 月 24 日，银监会表示，银监会相关部门 4 月中旬制定印发了《2017 年信托公司现场检查要点》，供具体检查时参考。

4月20日和23日保监会也先后发布34号和35号文，加强保险业风险防控力度。5月27日，证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，从减持数量、减持方式以及信息披露等方面对上市公司股东的减持行为作出了要求。

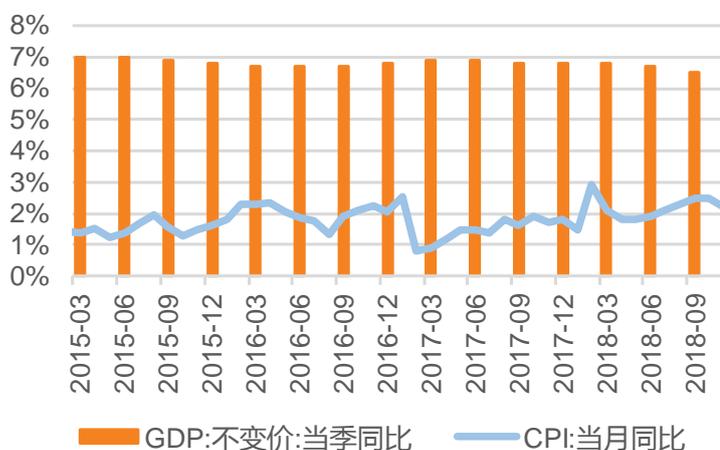
5月3日，财政部、发改委、司法部、人民银行、银监会、证监会六部门联合发布《进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，约束地方政府及平台杠杆融资。

2017年7月全国金融工作会议设立国务院金融稳定发展委员会，强化宏观审慎和系统性风险防范责任。

2017年10月十九大报告明确提出要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，防风险位列三大攻坚战之首。

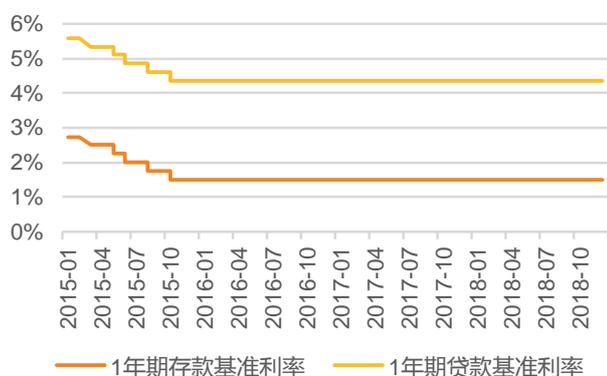
2018年4月，资管新规正式落地，成为大资管领域跨行业的纲领性文件，随后各细分领域的细则及配套政策陆续推出。

图 41: GDP 与 CPI 增速



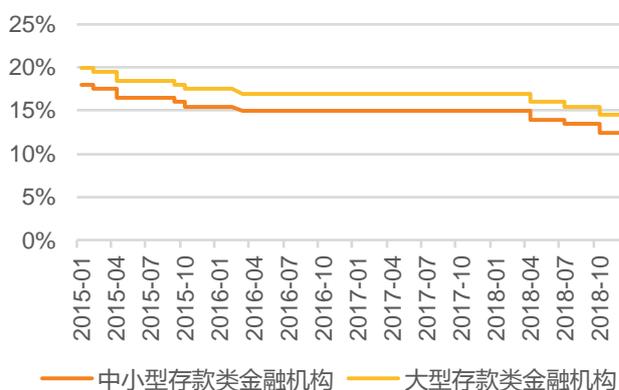
资料来源: wind、天风证券研究所

图 42: 存贷款基准利率



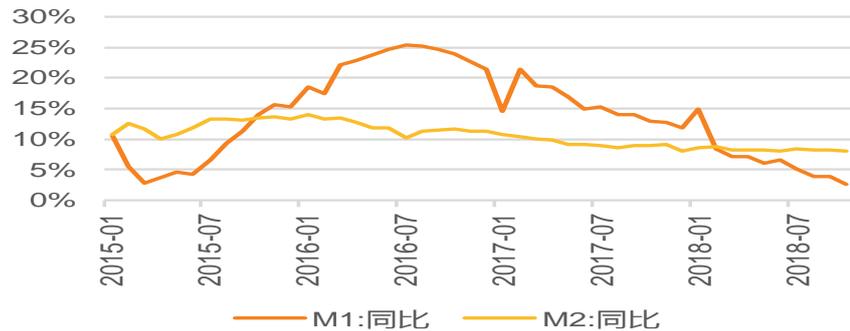
资料来源: wind、天风证券研究所

图 43: 存款准备金率



资料来源: wind、天风证券研究所

图 44：M1 及 M2 走势



资料来源：wind、天风证券研究所

7.2. 房地产政策：房价快速上涨因城施策进行调控

2016 年初，各地方政府还在积极出台各类措施推动去库存，鼓励农民进城买房，并给予财政补贴（如广西、山东等）。部分省份提出回购商品房作为保障房（新疆、甘肃等），福建允许部分商业办公用地可转为商住用地，山东支持各地各部门收购或长期租用符合条件的商业房、写字楼，改造为中小学、幼儿园、养老院用房。

从 2014 年开始的去库存，至此已经进行了两年。不同城市市场表现分化加剧，热点一二线城市库存已经较低，房价出现快速上涨势头；而三四线城市去库存压力依然较大。

随着核心一二线城市房价出现快速上涨的现象，中央对房地产政策的基调开始发生变化。2016 年 7 月 26 日，习近平主持召开中央政治局会议首提“抑制资产泡沫”，2016 年 10 月 28 日政治局会议再次提出“注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险”，2016 年 12 月中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，提出加快研究建立长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。此后多次政治局会议强调加快建立“长效机制”。2017 年 10 月 18 日十九大报告再次强调“房子是用来住的，不是用来炒的”，提出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。

具体调控措施分三轮逐步推进：

第一轮：2016 年核心一二线热点城市重启或升级限购限贷

部分房价上涨较快的城市早在 2016 年上半年就已经开始收紧调控政策。

2016 年 3 月 25 日上海、深圳同日限购升级，上海将非上海户籍居民家庭购房需缴纳个税或社保的年限，从“3 年内累计 2 年”调整为“连续 5 年”，并将二套“非普通住宅”首付比例提高至 70%；深圳则将个税或社保年限由 1 年提高至“连续 3 年”，二套房首付比例提高至 40%。而且深圳市在二套房认定方面创新性地提出了“认房又认贷款记录”的方式，购房人家庭名下在深圳无房但近 2 年内有住房贷款记录的，首付比例也按二套标准执行。2016 年 5 月北京市通州区将商住型产品也纳入限购范围，非京籍需要连续五年社保才能购买。

随后合肥限贷，廊坊限购，南京、苏州、厦门、天津、杭州限购限贷，其他城市也出台了加强市场监管的政策。

十一前后，北京、深圳、广州、天津等 22 个城市密集出台新一轮调控政策，通过提高购房门槛、调整贷款首付比例等加码调控遏制投资投机性需求。嘉兴、怀来等一线城市周边三四线城市也加入限购行列。核心一二线城市大面积出台限购限贷等调控政策，标志着调控政策正式进入新一轮紧缩周期。

此外，随着金融防风险成为宏观调控政策的主线，各部委相继出台政策收紧地产融资政策。2016 年 10 月 27 日，国务院办公厅发布《关于印发互联网金融风险专项整治工作

实施方案的通知》，限制房企违规进行 P2P 融资。2016 年 11 月 11 日，发改委发布《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》，严格限制房地产开发企业发行企业债券融资用于商业性房地产项目。

第二轮：2017 年上半年，一线城市联动周边三四线城市协同调控

2017 年两会政府工作报告继续强调因城施策，加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，三四线城市房地产库存仍然较多。棚改货币化仍然是三四线去库存的重要抓手，报告强调 2017 年再完成棚户区住房改造 600 万套，因地制宜提高货币化安置比例。

2017 年 3 月，北京市连续出台一系列调控政策，3 月 17 日，北京市住建委等五部门联合发布《关于完善商品住房销售和差别化信贷政策的通知》（“317 新政”）。按揭贷款二套房认定标准采取“认房又认贷款记录”的政策，同时二套房最低首付比例大幅提高，普通二套房首付比例不低于 60%，非普通二套房首付比例不低于 80%。3 月 22 日，北京地税局和住建委联合发布公告，将非京籍购房者所需要缴纳个税的年限从 5 年改成连续 60 个月，限购进一步收紧。3 月 24 日，央行北京营管部等四部门联合发布《关于加强北京地区住房信贷业务风险管理的通知》，要求针对离婚一年内的房贷申请人，商业银行应参照二套房信贷政策执行；申请住房公积金贷款的，按二套住房公积金贷款政策执行。该政策主要针对为享受首套房政策优惠而“假离婚”的人群。3 月 26 日，北京市住建委等五部门联合发布《关于进一步加强商业、办公类项目管理的公告》，规定在建或在售商住类项目只能出售给企事业单位、社会组织，不能出售给个人。

此后北京、广州、天津、郑州、成都、杭州、厦门、福州、南昌等热点城市也进一步升级限购限贷政策，长沙、青岛、石家庄等城市重启限购限贷。在这一轮调控中，**厦门创新性推出“限售”政策，此后为多地效仿。**

此外，本轮调控还有一个新的特点，就是以城市群为主体，中心城市联动周边三四线城市协同调控。

北京出台调控政策后，环京卫星城也陆续出台调控措施。2017 年 4 月 1 日，中共中央、国务院决定设立河北雄安新区，规划范围涉及河北省雄县、容城、安新 3 县及周边部分地区。新区三县随即冻结全部房产过户，周边市县也相继出台限购限贷等政策。河北省针对环雄安新区和环首都重点地区，非当地户籍居民购房需提供当地 3 年及以上社保或个税缴纳证明。此外，长三角、珠三角城市群内三四线城市也纷纷在 2017 年上半年出台调控策。

除了在需求侧进一步加强限购、限贷、限售、限离婚、限商住外，供给侧也出台了土地供应的动态调节机制。2017 年 4 月 1 日，住建部、国土资源部联合印发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，提出各地要根据商品住房库存消化周期，对消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36-18 个月的，要减少供地；12-6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。

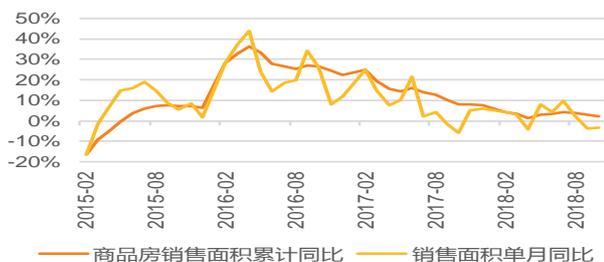
第三轮：2017 年下半年-2018 年上半年，调控政策继续向其他三四线城市和欠发达区域扩散

2017 年下半年，调控继续向其他三四线城市扩散，山东半岛城市群、海西城市群、安徽中部及中西部地区重点城市周边的三四线城市也陆续出台调控政策。

2018 年上半年，又有东北地区（大连、沈阳、长春、哈尔滨）、中西部地区（太原、成都、兰州、昆明）、海南省等地区出台或升级调控政策。

图 45：商品房销售面积增速

图 46：商品房销售金额增速



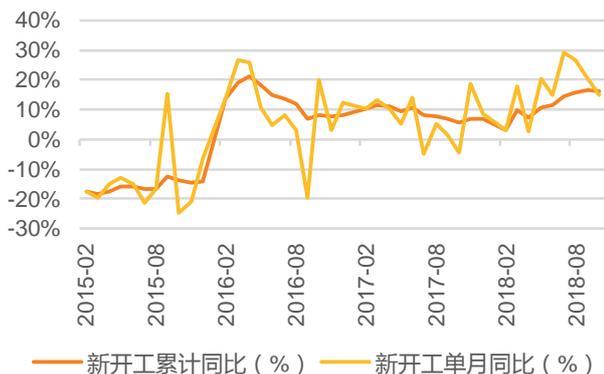
资料来源: wind、天风证券研究所

图 47: 新开工增速



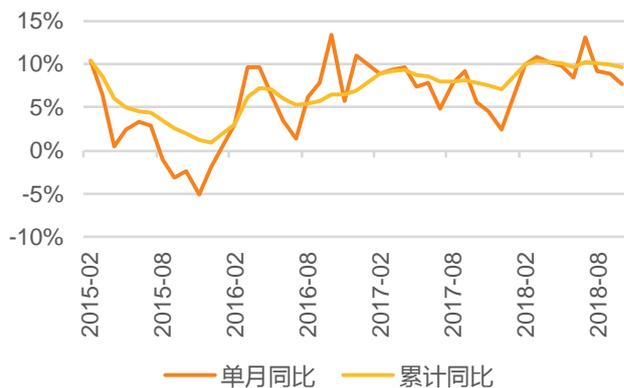
资料来源: wind、天风证券研究所

图 48: 房地产投资增速



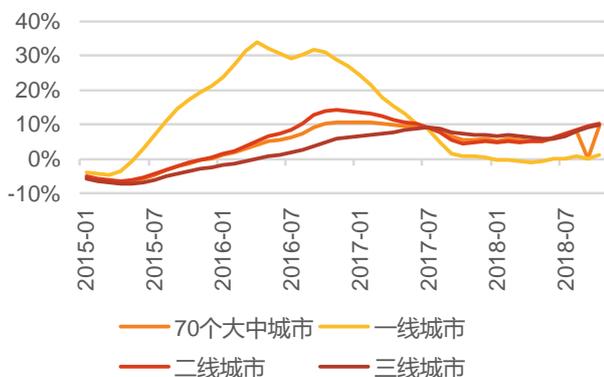
资料来源: wind、天风证券研究所

图 49: 70 大中城市新房价格同比

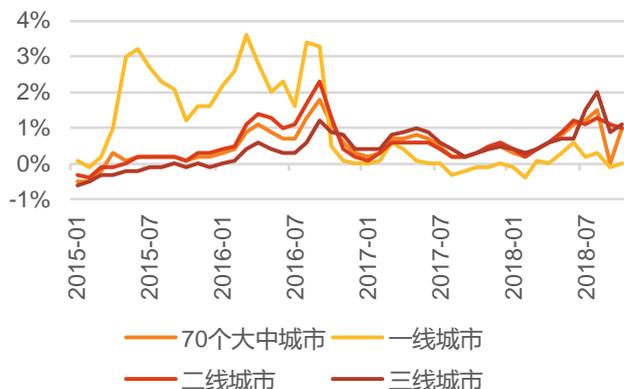


资料来源: wind、天风证券研究所

图 50: 70 大中城市新房价格环比



资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

8. 2018 年下半年至今：贸易战背景下经济下行压力加大，部分城市开始放松地产政策

8.1. 宏观经济形势：贸易战背景下经济运行稳中有变

(1) 国际经济形势：中美贸易战不断升级

2017 年 1 月，特朗普就任美国总统以来，中美贸易摩擦不断，并逐步升级为贸易战。

前兆：2017 年 8 月 14 日，美国总统特朗普签署行政备忘录授权贸易代表对中国开展 301 调查。2017 年美国货物贸易逆差达到 8074.95 亿美元，为 09 年以来的最大逆差，其中对华货物贸易逆差更是达到 3755.76 亿美元。2018 年 3 月 1 日，特朗普宣布对钢铁、铝

分别征收 25%和 10%的进口关税，引发市场对全球性贸易战的担忧，全球股市集体下跌。

第一轮博弈：2018 年 3 月 22 日，美国正式将矛头对准中国，特朗普签署备忘录，将根据“301 条款”调查的结果，对价值 600 亿美元的中国进口商品征收关税，涉及商品种类包括航天军工、信息通讯和机械设备等高科技产品，同时限制中国对美投资并购。2018 年 3 月 23 日中方迅速反击，商务部发布了中止减让产品清单并征求公众意见，拟对自美进口部分产品加征关税，以平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中方利益造成的损失。

第二轮博弈：2018 年 6 月 15 日，美国政府发布了加征关税的商品清单，将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25%的关税，其中对约 340 亿美元商品自今年 7 月 6 号起实施加征关税措施。次日，中国国务院关税税则委员会发布公告，决定对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25%的关税，其中 545 项约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税，涉及农产品、汽车、水产品等，对美进口汽车关税涨至 40%。**至此，中美贸易战正式打响。**2018 年 8 月 23 日，美国宣布对中国额外的 160 亿美元进口商品征收 25%关税，中国当天也宣布对美国 160 亿美元商品征收 25%关税。

第三轮博弈：2018 年 9 月 18 日，特朗普指示美国贸易代表(USTR)针对大约 2000 亿美元的中国进口商品征收额外关税，关税于 2018 年 9 月 24 日生效，2018 年年底前为 10%，2019 年 1 月 1 日起将增至 25%。同日，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 5207 个税目、约 600 亿美元商品，加征 5%-10%不等的关税，自 2018 年 9 月 24 日 12 时 01 分起实施。

转机：12 月 1 日两国元首在布宜诺斯艾利斯举行会晤，双方同意延缓对中 2000 亿美元产品加征 25%关税，并就知识产权保护等问题以及向美国购买农产品、能源、工业品展开协商。

(2) 国内经济形势及调控政策：

连续两年的“去杠杆”和“金融防风险”工作对实体经济还是带来了一定的影响。前期政策宽松时期那些大量融资、负债扩张较为激进的公司，在严监管的背景下已无法复制过去的扩张模式，债务到期时现金流压力较大，发生违约的可能性大幅提高。2018 年信用违约频发，根据 Wind 数据，2018 年违约债券 165 只，如果按发行规模统计，债券违约规模达到 1572 亿元，是 2014 年出现债券违约以来违约规模最大的一年。

2018 年 7 月 31 日，政治局会议表示防范化解金融风险取得初步成效，要把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来。同时提出当前经济运行“稳中有变”，要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。“稳就业”成为“六稳”之首，标志着决策层已经开始意识到金融防风险对实体经济带来一定的抑制作用，宏观调控政策的主线逐渐由供给侧改革和金融防风险为主过渡到“防风险”与“稳增长”并重。

2018 年 6 月 25 日央行宣布降准，但宽货币到宽信用的传导并不顺畅。随着中美贸易战不断升级，2018 年三季度 GDP 增速 6.5%，跌破了近三年来 6.7%-6.9%的稳定区间。2018 年 10 月 31 日，政治局会议提出“经济下行压力有所加大”。

2018 年底的中央经济工作会议提出“宏观政策要强化逆周期调节”，这在 2013 年之后是首次。货币政策基调维持“稳健”，但去掉“中性”两字，强调要松紧适度，保持流动性合理充裕，财政政策方面要求实施更大规模的减税降费，并较大幅度增加地方政府专项债规模。2019 年 1 月 4 日，央行再度降准。

8.2. 房地产政策：部分城市开始放松地产政策

2018 年 10 月份政治局会议没有提房地产，但提出要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。2018 年底中央经济工作会议继续强调“因城施策”。2018 年年底，广州、菏泽、珠海等地先后放松房地产调控政策，但长沙仍然在收紧公积金政策。

9. 总结：政策什么时候会放松？什么时候会收紧？

9.1. 政策什么时候会放松？

纵观 2005 年以来的四轮地产政策放松周期，我们发现每一次地产政策松动都是在经济下行压力较大，宏观政策以“稳增长”为核心任务的时期。四次中有三次伴随着较为严重的外部冲击（第一次为国际金融危机，第二次为欧债危机，第四次为中美贸易战），第三次虽然没有外部冲击，但经济增速连续两年没能达到政府工作报告的目标中枢（在 1998 年后仅此两次）。

除了 2008 年应对国际金融危机之外，每一次“稳增长”，中央政府都没有将放松地产作为首选，而是先选择降准降息、加大基础设施建设力度拉动投资等其他措施稳定经济，观察政策效果后如果发现经济下行压力依然较大才考虑动用房地产政策工具。但是在这个过程中，部分地方政府可能会率先出台放松房地产的政策。我们认为政府在考虑是否放松房地产政策的时候主要关注三个点：

（1）保增长，最终目的是稳就业。若经济下滑压力持续加大，房地产投资本身以及房地产所带动的上下游产业链将成为重要的托底工具。由于房地产产业链较长，而且刺激的过程不需要政府加杠杆，因此刺激效果要比基建更好。

（2）防止房价下跌带来系统性金融风险。由于个人按揭贷款是用房产抵押，而房地产企业开发贷是用土地抵押，很多其他企业贷款也用企业主的房产抵押，因此房价若大幅下跌可能会导致“弃房断供”及其他贷款违约风险集中爆发，导致系统性金融风险。

（3）地方政府财政承受能力。土地出让金是地方政府财政收入的重要组成部分，若房地产市场持续低迷，土地市场流拍现象进一步加剧，地方政府的财政压力将大幅加剧。叠加对地方政府和城投平台融资的限制性政策，可能会导致部分地方政府的日常运转出现困难，或触发地方债务违约风险。

9.2. 政策什么时候会收紧？

纵观 2005 年以来的四轮地产政策收紧周期，我们发现除了第二轮收紧的宏观政策背景是“抑制经济过热”之外，其他三次收紧都不是为了抑制经济过热，第一轮是“外贸+内需”双引擎下引领下经济呈现高增长低通胀的良好态势，第三轮收紧的背景是新任政府对经济增速的预期由“高速”逐渐向“中高速”过渡，第四轮收紧则是经济增速长期稳定在 6.7%-6.9%之间，宏观政策以供给侧改革和金融防风险为主线。

但三次房地产调控政策收紧有一个共同背景，那就是房价持续快速上涨。防止房价上涨过快，一方面是为了保障民生，另一方面是为了防止出现房地产泡沫，担心泡沫破裂后房价下跌的过程中会发生系统性金融风险。与放松周期中地方政府往往先行先试不同的是，前两轮政策收紧周期中地方政府在落实中央政策的过程中可能会出现一些落实力度不一的情况。但随着大力反腐和因城施策，这种情况在 2016-2018 年的这一轮收紧周期中大为改观。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com