

房地产首席研究员：夏磊

联系人：郑南宏

联系人：庞欣

陈雨田对本文有重要贡献

#### 相关研究：

1. 中国住房制度：回顾、成就、反思与改革  
2019-07-11
2. 国际宜居大都市和美丽乡村如何建成？英国经验  
2019-06-28
3. 控制供地+货币超发=高房价——英国住房制度启示录  
2019-06-27
4. 日本房地产市场大起大落的终极逻辑——日本住房制度启示录  
2019-04-02
5. 发达经济体房地产税怎么收？  
2019-03-18
6. 60年房地产大牛市的巅峰繁荣与骤然落幕——美国住房制度启示录  
2019-03-01
7. 传统周期延续，还是长效机制破局？——2019年房地产市场展望  
2018-12-26
8. 高房价之困——香港住房制度反思  
2018-11-07
9. 新加坡如何实现“居者有其屋”？——新加坡住房制度启示录  
2018-09-21
10. 全面解码德国房价长期稳定之谜——德国住房制度启示录  
2018-08-20

#### 导读：

房地产是周期之母，事关国计民生。住房制度则是一国之重器。有因必有果，有什么样的政策和制度，就有什么样的房地产市场运行结果，住房制度是深植于一国房地产市场的基因密码。

纵观 70 年中国住房制度变迁与房地产市场演变，每个历史阶段的房地产市场问题，很大程度上都跟我国基本住房制度有关。促进市场平稳健康发展，根本上取决于住房制度改革和长效机制建设。

中国住房制度形成于 1949-2019 年的一系列改革。从解放之初的福利公房，到改革开放后的提租改革，从 1994 年出售公房，到 1998 年商品房改革。70 年制度变迁，是每一个追求美好生活的中国人共同创造的辉煌历史，也是发挥中央、地方两个积极性，不断的摸着石头过河，以政策激活市场、以市场积累经验、以政策总结教训的过程。

中国，一个 14 亿人口的大国，占世界 18.8% 的人口，在 1949 年解放之初，人均居住面积仅 4.5 平米，到如今城镇人均住宅建筑面积超 30 平，市场的力量创造着奇迹，因为房改，充分调动了每个社会成员的积极性，充分相信每个人都对改善住房条件有持久的动力，蕴含其中的改革哲学，奠定着成功的基石。

新时代，新思路，新住房制度。

住房制度的要义就是解决住房问题，维持平稳发展的房地产市场。

当前，城镇化率仅 59.6%，住房自有率 79.2%，经济发展水平从 1998 年房改时的人均 GDP6860 元、经济总量世界第八，到 2018 年人均 GDP64644 元、世界第二大经济体。对住房制度的认识，当随着发展阶段而逐渐深化。

#### 摘要：

##### • 什么是好的房地产市场？

综观全球，各经济体房地产市场表现各异，有的实现了房价近半个世纪的稳定；有的经历过 60 年不衰的房地产大牛市的巅峰繁荣，却引爆了全球金融危机，进而黯然落幕；有的历经两次房地产危机，痛苦地度过了“失去的二十年”。一个好的房地产市场，理应做到住房供求平衡、房价长期稳定、居住质量高。

##### • 我国有着怎样的房地产市场？

单一指标无法准确描述一个住房市场的真实状况，因此我们试图用“量、价、质”等维度来刻画。其中，“量”对应着供给风险，包括套户比等指标；

“价”对应着价格风险，包含房价增速、房价收入比等指标；“质”是指住房质量，用人均居住面积、住房成套率等指标来衡量。

从“量”上看，供需较为均衡，2017年城镇住房套户比1.07，从国际看，当前美国、日本、德国和英国分别为1.15、1.16、1.02和1.03，中国城镇住房套户比尚低于1.1，既解决了住房短缺问题，又不存在明显过剩。从“价”上看，房价绝对涨幅高，相对涨幅低。1998-2018年中国名义房价上涨4倍，年均涨8%，高于美国、日本、英国等主要发达经济体，但同期城镇居民人均可支配收入上涨6倍，名义房价涨幅/人均收入涨幅仅为0.6，低于OECD平均值1.1。2018年全国房价收入比7.3，为1998年以来最低25%分位，尚处于较安全的水平。从“质”上看，整体居住水平较好，2016年城镇人均住房建筑面积为36.6平/人，折算成人均居住面积为29.3平/人，已达到部分发达经济体的水平，如香港、日本、新加坡人均居住面积分别为16.0、22.3、27.6平方米；住房设施方面，估算2015年城镇住房成套率（同时拥有独立厨房和卫生间的住房占比）达85.7%，相比2000年68.0%明显提升，但相比发达经济体接近1的水平还有改善空间。

#### • 二十年房地产周期回顾

中国房地产经历了二十年长景气周期，由城镇化和经济增长驱动。

1998-2018年，中国城镇化率从33.4%上升至59.6%，年均提升1.3个百分点；同期，中国城镇人均可支配收入年均增长11%，居民住房购买力大幅提升。由城镇化和经济增长驱动，中国房价经历了二十年趋势性、大幅度上涨。1998-2018年，商品住宅均价从1740元/平方米上涨至8544元/平方米，累计上涨4倍，年均上涨8%。涨幅高于多数发达国家，如英国、美国、德国、日本同期分别上涨2.2、1.3、0.4、-0.3倍，年均上涨6%、4%、2%、-2%。

二十年长景气周期中包含六轮小周期。

中国房地产市场维持上行趋势的同时，经历了6轮小周期波动，平均每轮历时3年，周期峰值（以商品房销售额同比、商品住宅销售均价同比为指标）依次为2003、2005、2007、2010、2013和2016年。小周期上行阶段房价上涨8%至54%，下行阶段房价增速-4%至15%，每轮小周期结束房价累计增速-2%至54%。伴随房地产小周期波动，中国共出台6轮房地产调控政策，其中2轮刺激，包括2008-2009年、2014-2016年9月；4轮收紧，包括2002-2004年、2005-2007年、2010-2013年、2016年9月至今。

风险提示：政策推动不及预期等

## 目录

1	70年住房制度变迁与房地产市场演变	4
1.1	1949-1978：福利公房时代	4
1.1.1	时代背景：重工业优先战略，“先生产，后生活”	4
1.1.2	住房制度：统一管理、统一分配、以租养房的福利性低租公房分配制度	5
1.1.3	市场表现：住房供给效率低	7
1.2	1978-1994：提租改革时期	8
1.2.1	时代背景：邓小平是住房制度改革的总设计师	8
1.2.2	政策实践：提高公房租金；土地、商品房预售等基本制度确立	10
1.2.3	市场表现：房地产市场过热初现	12
1.3	1994-1998：出售公房改革时期	14
1.3.1	时代背景：市场经济确立，各项改革全面提速	14
1.3.1	政策实践：出售公房、建立公积金制度	16
1.3.2	市场表现：房改进程提速，地方民营房企崛起	16
1.4	1998-2018：商品房时代	17
1.4.1	时代背景：亚洲金融危机，房地产成为新的经济增长点	17
1.4.2	政策实践：住房实物分配终结	18
1.4.3	市场表现：启动房地产市场	20
2	中国住房制度评价	21
2.1	房地产市场发展阶段：从大建设阶段转向提质降速阶段	21
2.2	房地产市场风险评估	27
2.2.1	房价泡沫风险：不存在全局性风险	27
2.2.2	流动性风险：居民、企业加杠杆放缓	28
2.2.3	供给过剩风险：住房基本充足，但不存在过剩	30
2.3	住房需求：住房领域经历三轮消费升级	31
2.4	住房供给：集中度提升，行业从粗放到成熟	31

# 1 70年住房制度变迁与房地产市场演变

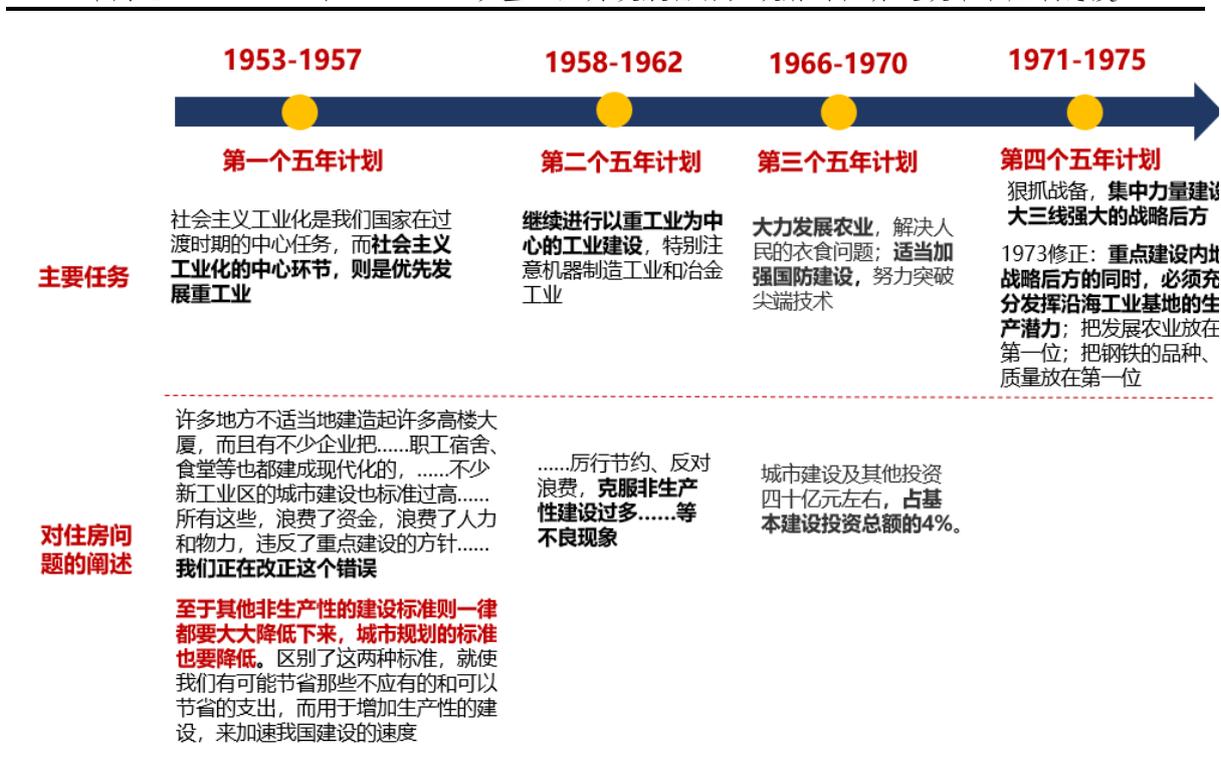
## 1.1 1949-1978：福利公房时代

### 1.1.1 时代背景：重工业优先战略，“先生产，后生活”

(1) 宏观定调：重工业优先，住房建设被界定为“非生产性建设”。1955年一五计划提出优先发展重工业，并要求降低包括住房建设在内的非生产性建设的标准，“先生产、后生活”成为城市建设的纲领。

(2) 经济图景：经济增长高波动、低工资制、城镇化停滞。1978年以前经济增长大起大落，1958年GDP同比增速高至21.3%，1961年则降至-27.3%；同期政府推行低工资制，1953-1978年<sup>1</sup>，职工年平均工资累计仅增长24%；同时1958年户口登记制度建立，叠加“上山下乡”人口逆流动，1960-1977年城镇化率由19.8%下降至17.6%。低工资制决定政府需为居民提供维持基本生活的实物补贴，住房是其中之一；控制城镇化延缓城市居住矛盾的暴露，是福利公房制度能够推行20余年的重要背景。

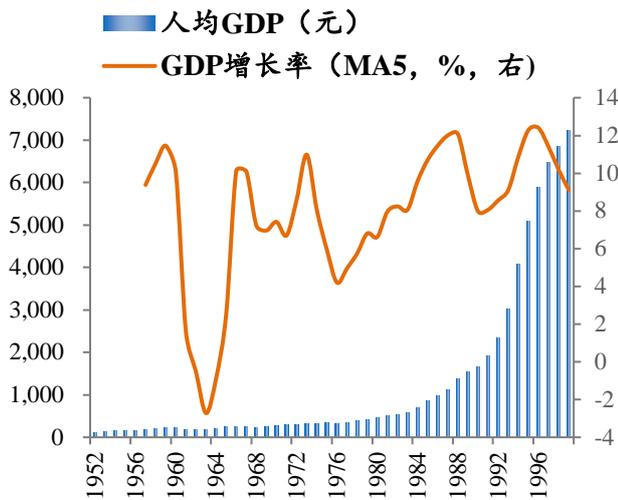
图表1：“一五”到“四五”：以重工业为发展目标，政府对住房建设采取压制态度



资料来源：《关于发展国民经济的第一个五年计划的报告》等，恒大研究院

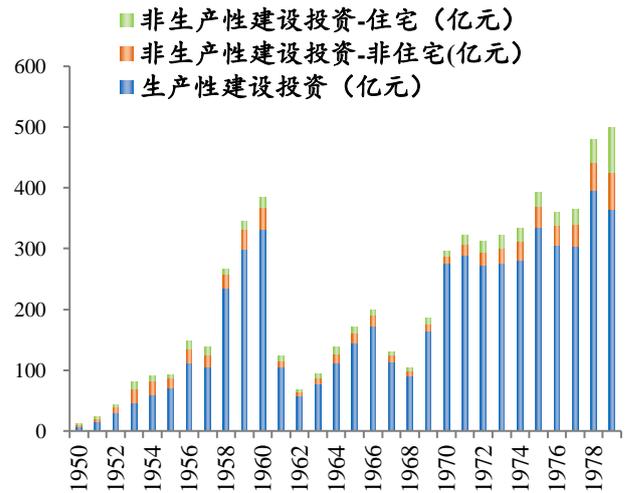
<sup>1</sup> 《中国统计年鉴1978》、《中国统计年鉴2010》

图表2：1978年以前经济增长高波动



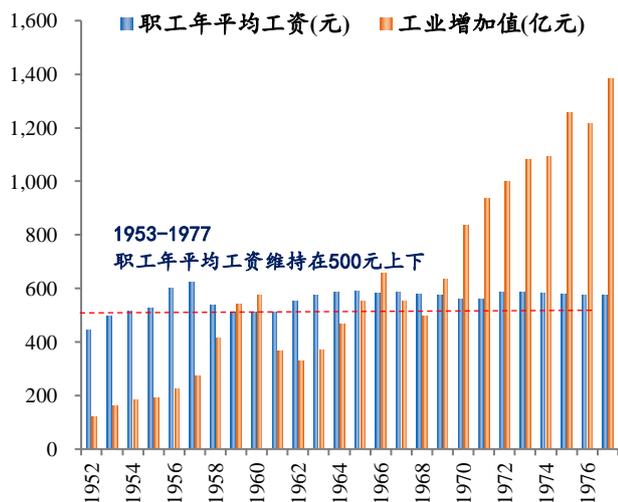
资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：1978年以前住宅投资让位于生产性投资



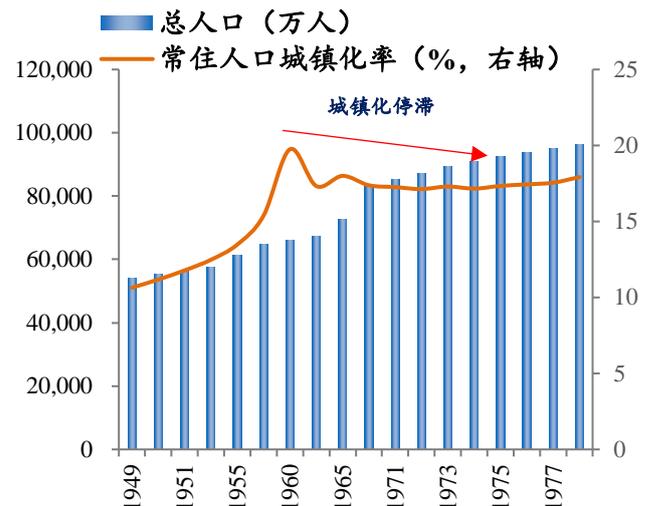
资料来源：中国统计年鉴1981-1993，恒大研究院

图表4：配合重工业建设，政府采取低工资策略



资料来源：中国统计年鉴，恒大研究院

图表5：配合重工业建设，控制人口流入城市



资料来源：中国统计年鉴，恒大研究院

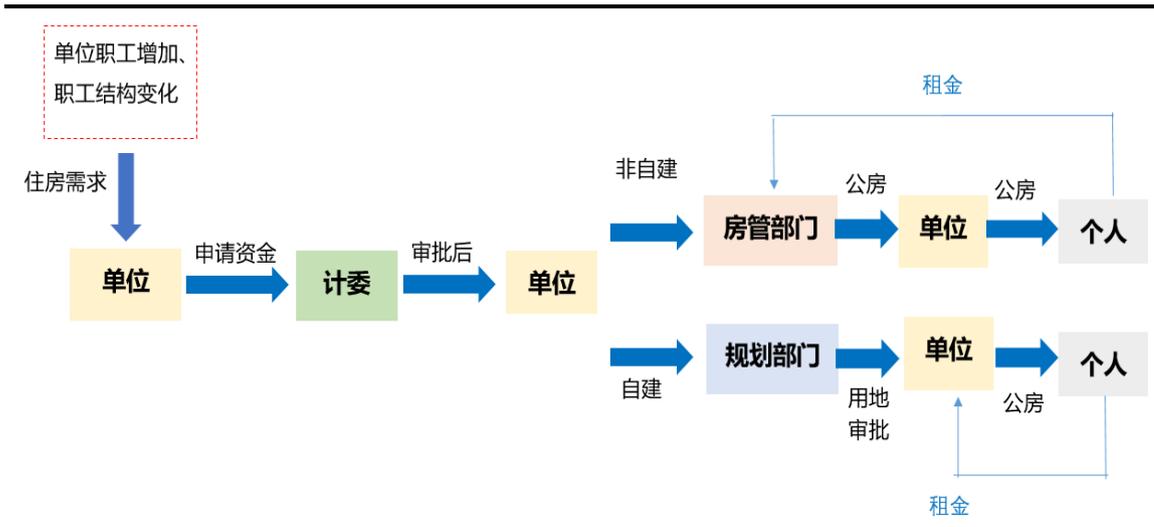
### 1.1.2 住房制度：统一管理、统一分配、以租养房的福利性低租公租房分配制度

住房建设、分配由单位、政府主导。需房单位的建房计划经批准后，由政府无偿、无期限划拨土地，由政府或需房单位出资建设公房<sup>2</sup>。公房建成后依据单位等级、职工职级等分配，存在分配不公的弊端。例如1995年北京工人家庭人均居住面积4.51平方米，比干部家庭低20.3%<sup>3</sup>。

<sup>2</sup> 包宗华，《中国房改30年》

<sup>3</sup> 温梓森，《北京旧居住区典型调查》，《建筑学报》，1956

图表6：低租公租房建设、分配流程：单位/政府主导



资料来源：恒大研究院

图表7：公房分配：不同单位、职工获取住房能力不同



资料来源：恒大研究院

房屋设计小户型、低配套，居住条件差。1959 年建工部召开住宅标准座谈会，要求公房居住面积采用人均 4-6 平方米标准。以江苏省为例<sup>4</sup>，60-70 年代住房户均使用面积仅 21-28 平方米，户型多为一居室，没有阳台、需共用厨房和卫生间。

<sup>4</sup> 《江苏地方志（房地产卷）》

图表8：老公房：小户型、低配套



资料来源：房天下，恒大研究院

**建设资金高度依靠财政拨款，财政负担重。**90%以上的城镇住房建设投资依靠中央和地方政府，少量靠单位自筹。以1975年为例，政府投入住宅建设投资22.9亿元、公房维护投资5.8亿元（估算），两项共占财政支出的3.0%，相当于财政赤字的459.2%。

图表9：低租公房制度下政府财政负担估算

年份	住宅建设投资 (亿)	公房维护投资(亿元)		住宅投资占财政 支出的比重(%)	住宅投资占财政 赤字的比重(%)***
		存量公房居住面 积(亿平)*	公房维护投资 (亿元)**		
1950	1.25	1.94	0.54	2.64	30.51
1955	6.16	2.55	0.72	2.62	51.08
1960	15.7	3.94	1.10	2.61	23.54
1965	9.43	3.84	1.08	2.28	-
1970	7.62	4.15	1.16	1.35	-
1975	22.94	4.51	1.26	2.95	459.24
1980	107.76	5.23	1.46	8.89	158.20

资料来源：《中国统计年鉴》(1981-2000)等，恒大研究院

测算说明：\*存量公房居住面积=城市人均居住面积\*城镇人口\*70%；\*\*公房维护投资=存量公房居住面积\*0.28元/平米\*12；\*\*\*数据空表示所在年份财政盈余

**以租养房，但租难养房。**公房后期维护依赖职工缴纳的租金，但公房租金极低，根据1955年国务院颁布的《中央国家机关工作人员住用公房宿舍收租暂行办法》，每平方米租金仅0.12元。根据1956年职工家庭收支调查<sup>5</sup>，职工平均每户每月负担房租2.1元，占家庭收入的2.4%，只达租金成本的1/3到1/2左右，低租金制带来租不养房的问题。

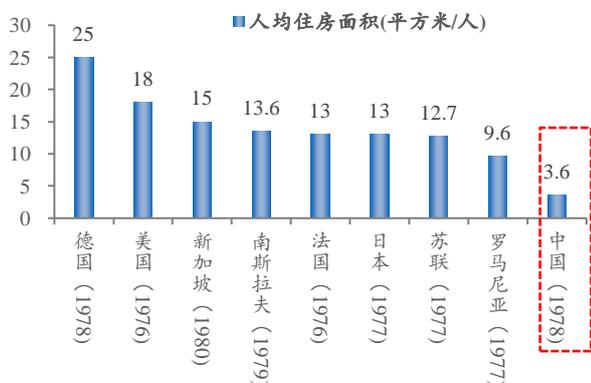
### 1.1.3 市场表现：住房供给效率低

计划体制下住房供给效率低，居民居住水平下降。在“多建多赔、少建少赔、不建不赔”的情况下，单位供给意愿低。1950-1978住房建设投资占基本建设投资的比重仅5.9%，住房供给严重不足。另据国家建委1977

<sup>5</sup> 周恩来(1957)，《关于劳动工资和劳保福利问题的报告》

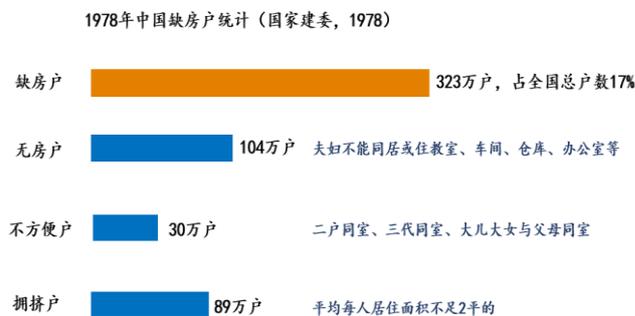
年底的统计<sup>6</sup>，全国 190 个城市平均每人居住面积仅为 3.6 平方米，比解放初期的 4.5 平方米下降 0.9 平方米。同时缺房问题严峻，截至 1978 年全国共有缺房户共 323 万户，占居民总户数的 17%。

图表10：1978 年前后各国人均居住面积对比



资料来源：武力(2010)，恒大研究院

图表11：1978 年缺房户占全国总户数的 17%



资料来源：国家建委 (1978)，恒大研究院

## 1.2 1978-1994：提租改革时期

### 1.2.1 时代背景：邓小平是住房制度改革的总设计师

(1) 改革契机：邓小平首提住房制度改革。1978 年 9 月城市住宅建设会议，传达了邓小平的指示：“解决住房问题能不能路子宽些，譬如允许私人建房、私建公助、分期付款……”；1980 年 4 月 2 日，邓小平同胡耀邦、万里等谈长期规划问题，发表了颇具影响力的 642 字谈话：“城镇居民个人可以购买房屋，也可以自己盖。不但新房子可以出售，老房子也可以出……”、“要改变一个观念，就是建筑业是赔钱的”，为住房为非生产性建设、房子只租不售思想解绑，住房制度改革拉开序幕。

图表12：邓小平是住房制度改革的总设计师



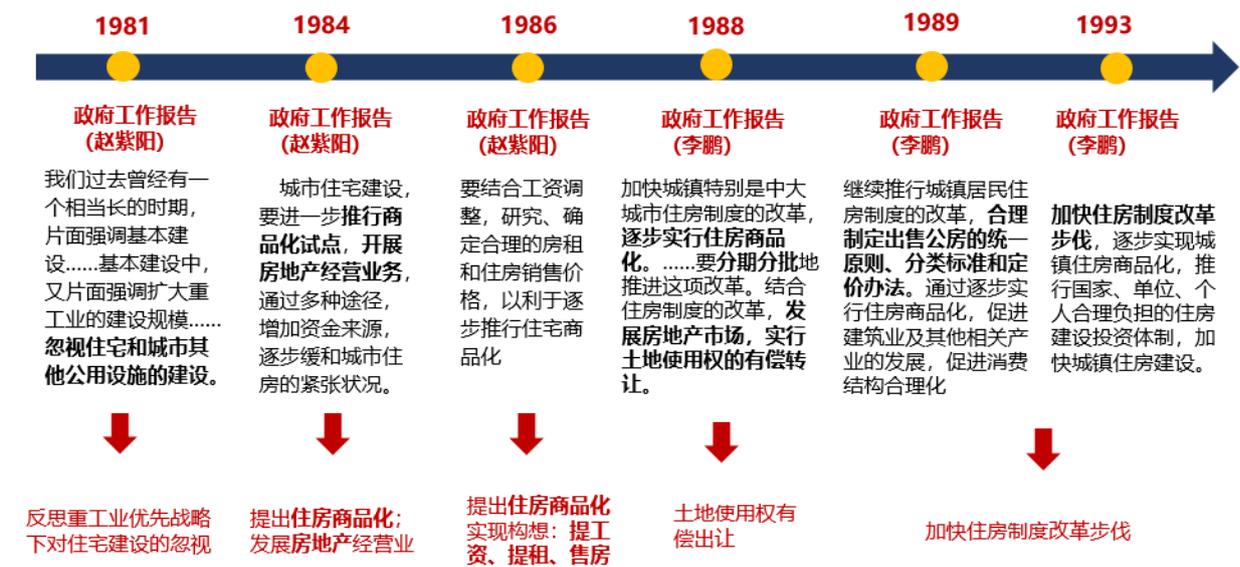
资料来源：《邓小平文选》等，恒大研究院

<sup>6</sup> 国家建委《国务院批转国家建委关于加快城市住宅建设的报告》，1978

(2) 政府定调：中央对住房问题的态度从“非生产性建设”扭转。1981年赵紫阳在政府工作报告指出，“我们过去曾经有一个相当长的时期，片面强调基本建设，忽视人民生活……忽视住宅和城市其他公用设施建设”，此后1982年“六五”计划提出“五年内建成住宅3.1亿平”、“七五”计划提高至6.5亿平、“八五”计划提高至12亿平。

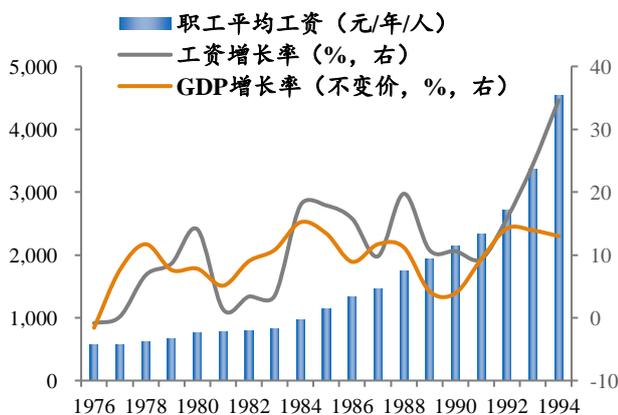
(3) 宏观图景：经济增长、居民收入与人口流动新局面。改革开放后经济平稳增长，1978-1994年GDP实际增长率年均10.1%，全国职工年平均工资年均增13.3%。同时城乡人口流动壁垒松动，“农转非”放宽，1978-1994城镇化率由17.9%增至28.5%，年均增0.64%，城市居住矛盾开始凸显。

图表13：1980-1994 政府工作报告：布局多项住房领域重要改革



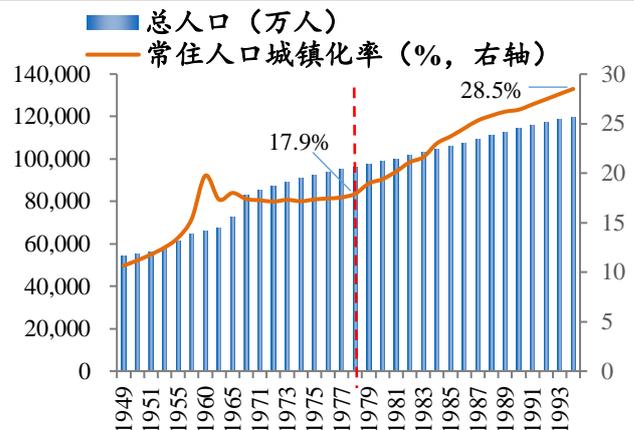
资料来源：1980-1994 政府工作报告全文，恒大研究院

图表14：经济平稳增长，居民收入快速提升



资料来源：中国统计年鉴，恒大研究院

图表15：城镇化率相比改革开放前明显推进



资料来源：Wind，恒大研究院

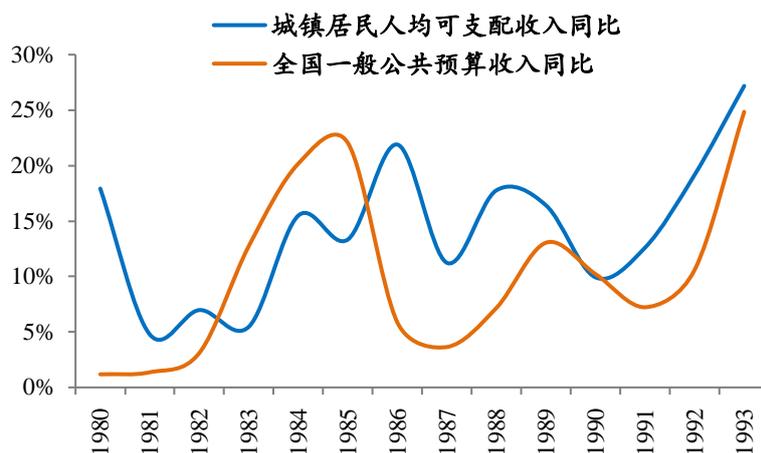
## 1.2.2 政策实践：提高公房租金；土地、商品房预售等基本制度确立

### (1) 住房商品化改革启动。

1980-1988年，地方试点，从售公房到提租+补贴。国家先后进行全价售公房试点（1979-1981）和“三三制”补贴售公房（1982-1985）试点，由于低租金下居民购房意愿低，试点失败。此后改革转向以提高租金为切入点（1986-1988），1986年3月，国务院确定在烟台、唐山、蚌埠试点提租改革。其中烟台的提租+补贴方案取得了较好效果。

1988-1991年，全国推广提租+补贴，“提补持平”。1988年2月，住房制度改革领导小组发布《关于全国城镇分期分批进行住房制度改革的实施方案》，提出提租（提至1元以上）、发补贴券（发券总额与提租总额相等，即“提补持平”）、建住房基金等改革措施。但该方案实施效果不佳，原因是误判收入分配趋势，80年代以来伴随经济体制改革，居民收入快速增长，1986-1992年，城镇居民人均可支配收入年均增16%，但全国一般预算收入年均仅增8%，“提补持平”下房租在居民支出中的占比未明显提高、同时财政支出压力不减反增。

图表16：80年代初居民收入快速增长



资料来源：Wind，恒大研究院

1991-1994年，“提补持平”到“多提少补”。1991年国务院先后发布《关于继续积极稳妥地进行城镇住房制度改革的通知》、《关于全面推进城镇住房制度改革的意见》，提出“租（提租）、售（售公房）、建（支持集资建房）”并举等措施。其中1991年的房改方案对“提补持平”进行了矫正：提租补贴改为“多提少补”或小步提租“不补”。

但提租改革落实不佳，在“稳定压倒一切”的中央指示下，地方以“能多补就多补，补不起就不动”<sup>7</sup>为原则，1988-1993年全国平均应交房租从3.19元/平米提高到6.54元/平米，实交房租仍停留在0.13元/平米。

<sup>7</sup> 对我国房改思路的分析 傅斌

图表17：1988-1992 改革效果不佳：实交租金仍停留在 0.13 元/平米，资金缺口日益放大

年份	1978	1988	1992
公房使用面积（亿平）	4.3	13.0	16.0
应交租金（元/平米）	0.78	3.19	6.54
<b>实交租金（元/平米）</b>	<b>0.13</b>	<b>0.13</b>	<b>0.13</b>
租金缺口（元/平米）	0.65	3.06	6.32
资金缺口（亿元）	2.8	39.8	101.1

资料来源：应交和实交租金来自侯浙珉（1994），公房使用面积=人均居住面积\*城镇总人口\*70%估算

### （2）两权分离的土地制度确立。

1979-1986 年，深圳率先征收“土地使用费”。1980 年深圳特区成立，但资金缺乏下特区建设举步维艰。1982 年 1 月《深圳经济特区土地管理暂行规定》出台，将土地分为工业、商业、商住等六类收取不同等级的土地使用费。1982-1987 年特区土地使用费占财政收入的 1.5%<sup>8</sup>，“土地财政”萌芽。

1986-1988 年，宪法修改，两权分离制度确立。1986 年上海、广州两市制定了有偿转让土地的办法。1987 年 9 月，深圳市首次以协议方式出让一幅职工宿舍用地，12 月借鉴香港，首次以拍卖形式出让土地。深圳“第一拍”推动宪法修改，1988 年 4 月 12 日，七届全国人大一次会议通过《宪法修正草案》，删除土地不得出租的规定，并补充规定“土地使用权可以依照法律规定转让”。1988 年 12 月 29 日《土地管理法》修改，明确“国家依法实行国有土地有偿使用制度”。

图表18：深圳东晓花园（第一块拍卖土地建成）



资料来源：搜房网，恒大研究院

图表19：深圳中航北苑（第一块协议出让土地建成）



资料来源：搜房网，恒大研究院

### （3）引入商品房预售制度。

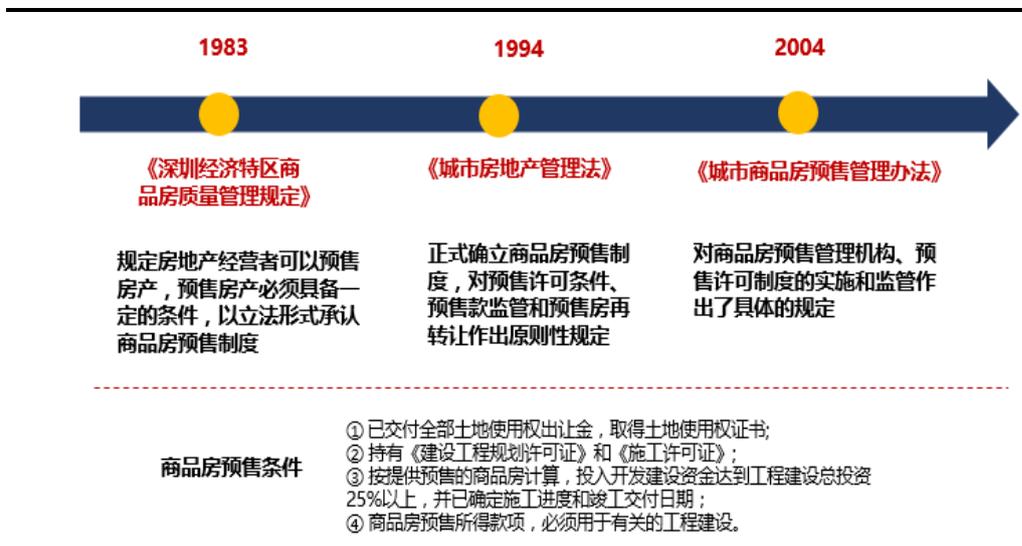
中国预售证制度学习于香港，1994 年确立。为缓解房地产开发企业资金紧张，借鉴香港经验，1983 年深圳率先引入商品房预售制度、并通过《深圳经济特区商品房质量管理规定》进行规范；1994 年《城市房地产管理法》、《城市商品房预售管理办法》正式确立商品房预售制度。

商品房预售制度实质是开发企业的重要融资手段，有助于企业合理运用杠杆加快项目开发进度、提高资金使用效率。在住房短缺时代，对于

<sup>8</sup> 数据来自《深圳住房政策实践与住房制度创新》

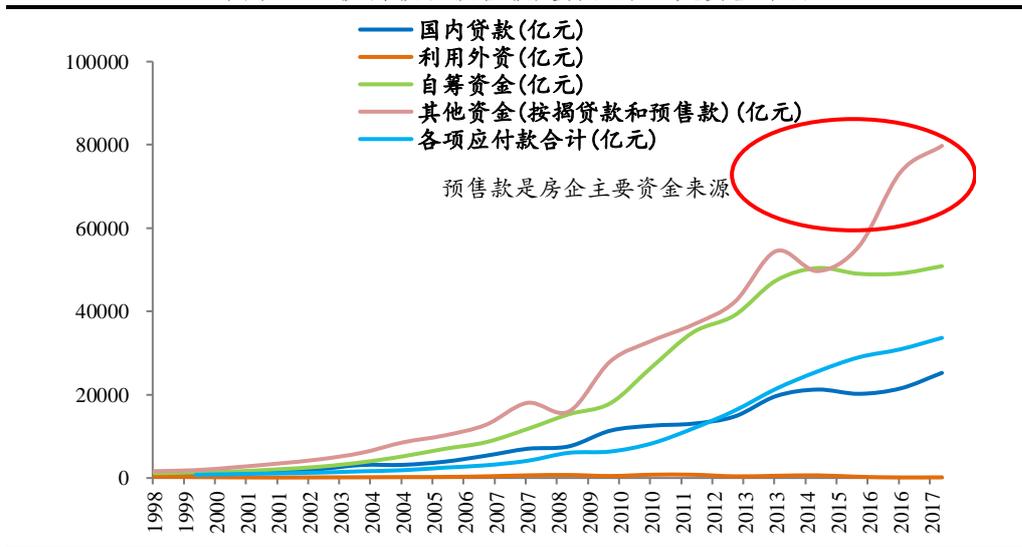
提高住房供给效率功不可没。按揭贷款和预售款一直是开发资金第一大来源，比重维持在40%左右。但也出现了工程烂尾、违规销售等乱象，以及加剧了行业的高杠杆效应。未来加强资金监管、因城施策调整预售条件是主要的改革方向。

图表20：商品房预售制度：企业加杠杆的重要方式



资料来源：《城市商品房预售管理办法》等，恒大研究院

图表21：按揭款和预售款是房企第一大资金来源



资料来源：Wind, 恒大研究院

### 1.2.3 市场表现：房地产市场过热初现

房地产行业萌芽。1980年1月8日，深圳市房管局组建深圳经济特区房地产公司，是中国第一家房地产企业。同年，原国家建筑工程总局和建设银行总行联合筹办中国房屋建设开发公司，是中国第一家全国性房地产企业。截至1981年底，有100余城市的房管部门组建了房地产公司<sup>9</sup>，“国家队”构成了中国最早的一批房地产企业。这一时期中房集团垄断

<sup>9</sup> 卜凡中，2010

程度最高，1986-1994年中房及下属点企业年开发房屋面积1200-2100万平<sup>10</sup>，约占全国商品房开发面积的20%。

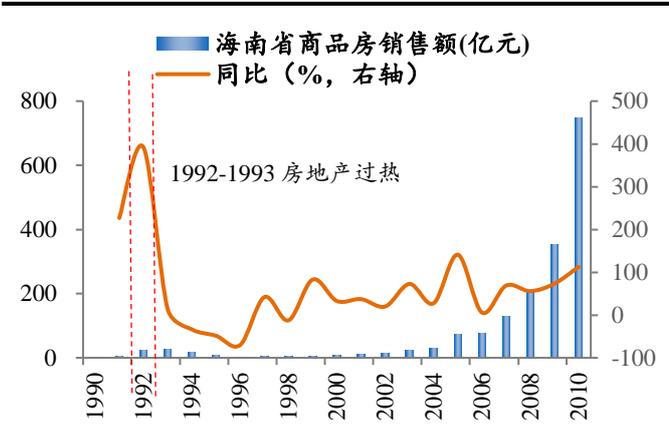
图表22：中国最早一批房地产公司由各城市房改部门组建

时间	组建部门	公司初始名称	公司现状
1980.1	深圳市房管局	深圳经济特区房地产公司	深房集团（上市主体为“深深房A”）
1980.9	北京市建委统建办公室	北京市城市建设开发总公司	2005年重组入首开集团
1980.10	“六统一”办公室	宁波房地产总公司	2009年重组入宁波富达
1981.1	国家建筑工程总局和建设银行	中国房屋建设开发公司	中房集团
1981.5	厦门市政府	厦门经济特区工程建设公司	2006年重组入厦门市住宅建设总公司
1981.9	天津市住宅统一建设办公室	天津市建设开发公司	天房集团（上市主体“天房发展”）
1981.11	南京市政府	南京市城市建设开发公司	南京城开地产集团

资料来源：恒大研究院

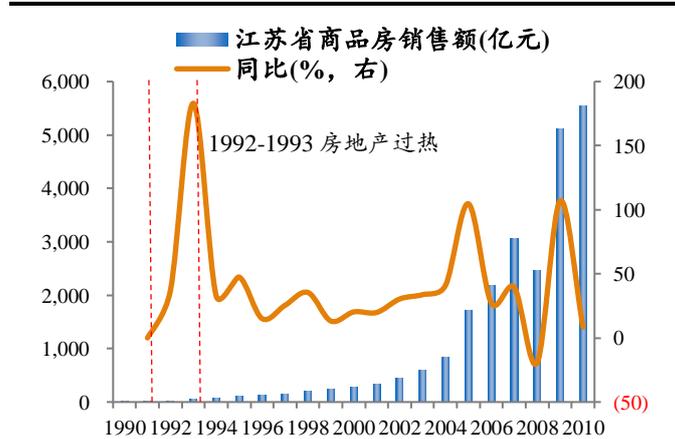
1992年前后出现房地产投资过热。1992年的房地产热始于海南，并在广东、福建、江苏、上海等南方省份蔓延。1991年全国商品房销售额仅237.9亿，1992陡增至426.6亿，增0.8倍，1993年再增1倍。为应对房地产过热，1993年6月23日朱镕基发表讲话，宣布终止房地产公司上市，控制银行资金进入房地产。6月24日国务院发布《关于当前经济情况和加强宏观调控的意见》，提出控制信贷规模、制止乱集资、控制新开工项目等十六条调控措施，房地产过热获得一定控制。

图表23：海南1992年商品房销售额增长4倍



资料来源：搜房网，恒大研究院

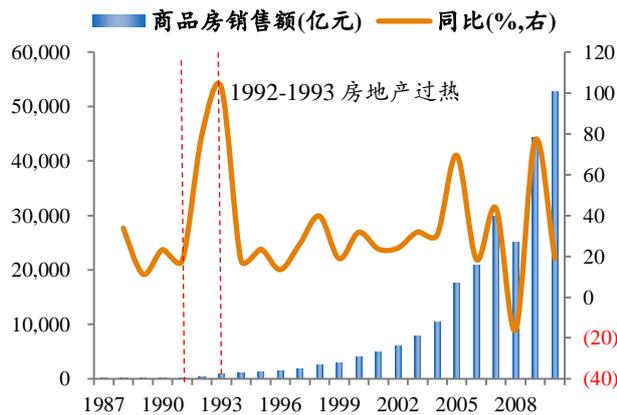
图表24：江苏1993年商品房销售额增长1.8倍



资料来源：搜房网，恒大研究院

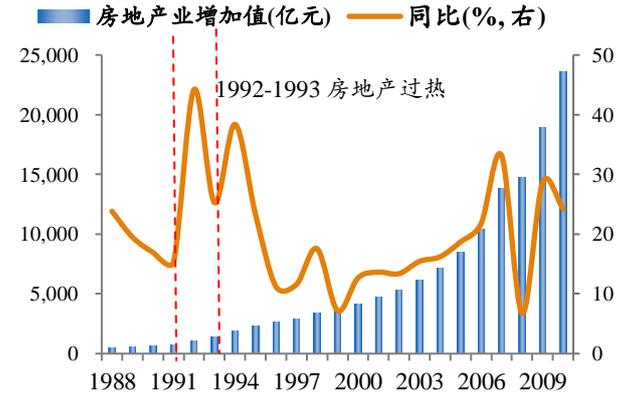
<sup>10</sup> 中房集团官网

图表25: 全国 93 年商品房销售额为 91 年的 3.6 倍



资料来源: 中国统计年鉴, 恒大研究院

图表26: 全国 92-94 房地产产值维持 25%以上增速



资料来源: 中国统计年鉴, 恒大研究院

### 1.3 1994-1998: 出售公房改革时期

#### 1.3.1 时代背景: 市场经济确立, 各项改革全面提速

(1) **宏观定调:** 1992 年邓小平南方谈话和 1993 年 11 月十四届三中全会通过《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》, 明确建立社会主义市场经济, 推动 1993、1994 年成为改革大年: 财税、金融、外汇、外贸、房地产均在此期间推出重大改革举措。

(2) **宏观图景:** 市场经济确立, 经济增长、城镇化加速。1994-1998 年 GDP 实际增长率年均 6.9%, 相比于过去 5 年年均 2.4% 大幅改观; 1993 年后城镇化率以每年 1.2% 的速率推进, 平均每年有 2000 万人进入城镇。住房紧张问题愈发突出, 住房商品化改革必须提速。

图表27: 1994 年前后财税、金融、外汇、外贸、住房领域相继推出重大改革举措



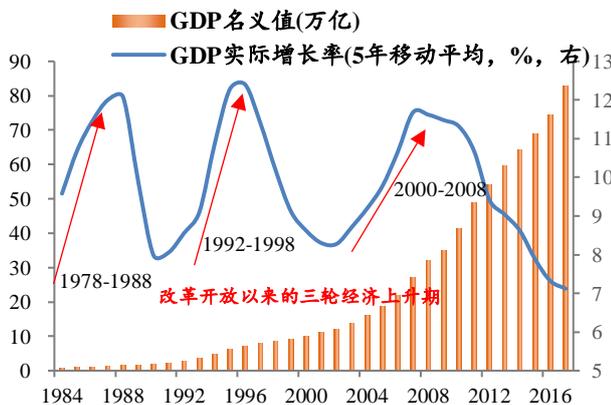
资料来源: 政府文件, 恒大研究院

图表28：1994-1997 政府工作报告：频繁提及加快住房制度改革



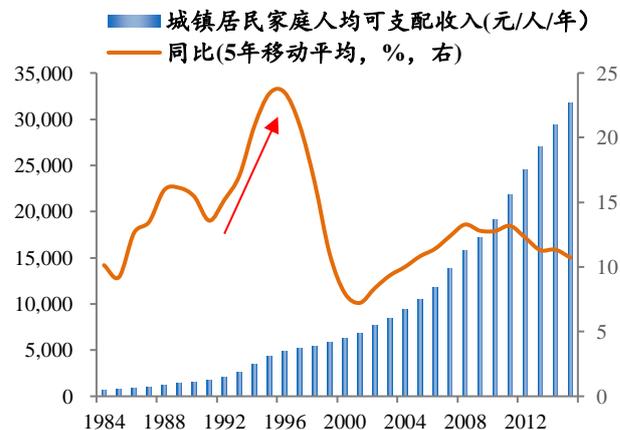
资料来源：1994-1997 政府工作报告全文，恒大研究院

图表29：1992 南方谈话开启新一轮经济上升周期



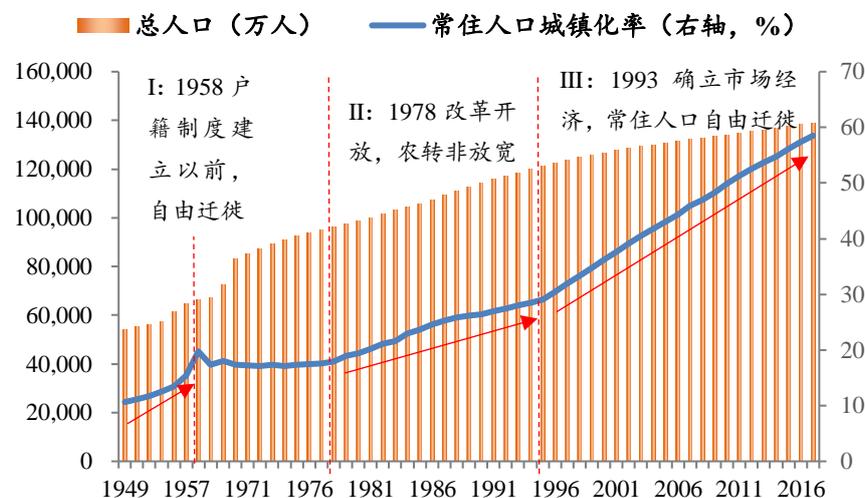
资料来源：Wind，恒大研究院

图表30：90 年代初居民收入快速增长



资料来源：Wind，恒大研究院

图表31：建国以来的三波城镇化浪潮



资料来源：Wind，恒大研究院



### 1.3.1 政策实践：出售公房、建立公积金制度

住房制度改革重回“产权改革”方向。住房制度改革有两种思路：价格改革和产权改革。1980年改革初期的全价售房和“三三制”售房直接动用产权改革，但因脱离居民收入基本面而失败；1988年转向价格改革，希望通过提租渐进推动售房，但由于落实不力以及对居民收入趋势误判，改革收效缓慢；1994年7月，国务院发布《关于深化城镇住房制度改革的决定》(43号文)，将房改侧重点转移到售公房上，重回产权改革方向，改革提速。

43号文在出售公房和公积金制度上有历史性突破。43号文确立了四大改革任务：全面推行公积金制度、提租(改为“多提不补”)、出售公房、建经济适用房。其中出售公房和推行公积金制度上有较大突破：(1)公房出售价格、产权方面的规定更细化，提出“三价出售”和差别产权方案，可操作性更强；(2)公积金制度确立“个人存储、单位资助、统一管理、专项使用”<sup>11</sup>原则，确定单位和个人的缴交率为5%。公积金制度事实上是一种住房补贴，为1998年停止住房实物分配做了关键准备。

图表32：1994年房改方案中公房出售“三价”和差别产权方案

类别	规定	产权
市场价	向高收入职工家庭出售公有住房实行市场价。	完全产权
成本价	向中低收入职工家庭出售公有住房实行成本价。 成本价包括七项因素(征地和拆迁补偿费、勘察设计和前期工程费、建安工程费、住宅小区基础设施建设费、管理费、贷款利息和税金)；旧房的成本价按售房当年新房的成本价成新折扣(折旧年限一般为50年)计算，使用年限超过30年的，以30年计算	完全产权，但5年后方可出售
标准价	确有困难的市(县)实行标准价。 标准价按负担价和抵交价之和测定。一套56平建筑面积标准新房的负担价，1994年一般应为所在地双职工年平均工资的3倍。抵交价按双职工65年(男职工35年，女职工30年)内积累的由单位资助的住房公积金贴现值的80%计算。	部分产权，产权比例按售房当年标准价占成本价的比重确定； 5年后可出售，单位和政府有优先购买权。

资料来源：国务院(1994)《关于深化城镇住房制度改革的决定》，恒大研究院

### 1.3.2 市场表现：房改进程提速，地方民营房企崛起

房改进程提速。出售公房方面，1998年全国80%左右的公房已经出售<sup>12</sup>；提租方面，1995年租金支出占职工家庭收入的比重提高到5%左右，相比1992年的0.36%-1.94%大幅改善<sup>13</sup>；公积金制度方面，1998年底公积金已覆盖231个地级市和437个县级市，缴存总额达到1231亿元<sup>14</sup>。

地方民营房企崛起。随着住房商品化改革推进，20世纪90年代一大批民营房企成立。如“华南五虎”恒大(1996年)、碧桂园(1992年)、富力(1992年)、合生创展(1992年)、雅居乐(1992年)。这一时期房企业务主要局限于地方市场，东南沿海地区的房企受益于率先开放发展最快，代表龙头是“华南五虎”和万科。

<sup>11</sup> 1998年这一原则变为“房委会决策，中心运作，银行专户，财政监督”

<sup>12</sup> 陈学斌 90年代中期住房制度改革

<sup>13</sup> 侯渐珉 九五期间房改策略问题的研究

<sup>14</sup> 葛扬、徐晓明、贾春梅：《我国住房公积金制度演化的回顾与展望》，《华东经济管理》2015年第3期。

图表33：重点房企成立时间及重要战略时点

	公司	创立时间	创立地点	企业性质	重要战略时点
华南五虎	恒大	1996	广州	民营企业	2006年布局全国，2009年香港上市，2015年多元发展
	碧桂园	1992	顺德	民营企业	1999年进军广州，2006年布局全国，2007年香港上市，2011年进入海外市场
	富力地产	1992	广州	民营企业	2002年进军北京，2005年香港上市
	合生创展	1992	广州	民营企业	1998年香港上市
	雅居乐	1992	中山	民营企业	2005年香港上市，2007年布局全国，2014年布局海外
招宝万金	招商	1984	深圳	央企	1993年A股上市，2002年布局全国
	万科	1984	深圳	公众企业	1988年进军房地产业，1991年深交所上市，2000年布局全国
	保利	1992	广州	央企	2002年全国扩张，2007年A股上市
	金地集团	1988	深圳	公众企业	2001年A股上市，2001年进军全国
-	龙湖	1993	重庆	民营企业	2002年涉足商业地产，2005年布局全国，2009年香港上市
-	绿地	1992	上海	地方国企	2001年布局全国，2008年涉足能源行业
-	金科	1998	重庆	民营企业	2007年开始全国性扩张，2011年深交所上市，2014年进军产业地产
-	中海	1979	香港	央企	1992年香港上市，1998年业务转向内地，2002年布局全国

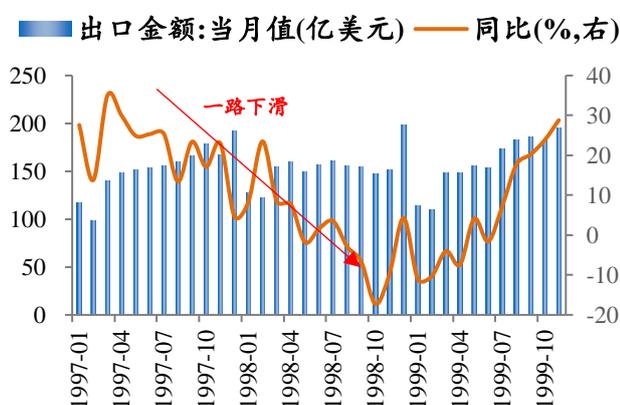
资料来源：恒大研究院

## 1.4 1998-2018：商品房时代

### 1.4.1 时代背景：亚洲金融危机，房地产成为新的经济增长点

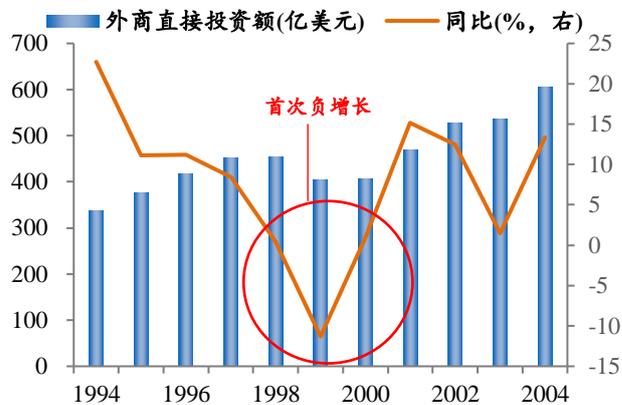
1997年亚洲金融危机爆发，中国的进出口、外商投资等都受到冲击。出口金额同比从1997年1月的27.6%下降到1998年10月的-17.3%；1999年外商直接投资额首次出现负增长，同比增速-11.3%。1996年-1998年，国务院总理朱镕基在多次谈话中，提出了“加快住宅建设，使之成为新的经济增长点和消费热点”的要求。

图表34：1998-1999 出口受经济危机影响下降



资料来源：Wind，恒大研究院

图表35：1998-1999 FDI 受经济危机影响下降



资料来源：wind，恒大研究院

图表36：朱镕基多次强调推进住房制度改革、将房地产作为对抗金融危机突破口

**1996年7月（时任国务院副总理，分管房改工作）听取房改小组汇报时指出：**

- “当前有可能形成消费热点的是住宅”
- “发展住宅建设，不仅能满足老百姓的住房需求，还可以刺激钢铁、建材、轻工、电子、化工、装饰材料等相关行业的发展” → **提出房地产可刺激经济**

**1997年12月 九届全国人大一次会议确定朱镕基为国务院总理，会后记者发布会：**

- “本届政府要干的几件事情概括为‘一个确保、三个到位、五项改革’”，其中五个改革包含住房制度改革
- “住房建设将要成为中国经济新的增长点，但是我们必须把现行的福利分房政策改为货币化、商品化的住房政策，让人民群众自己买房子。整个房改方案已酝酿3年多，我们准备今年下半年出台新的政策，停止福利分房，住房分配改为商品化。” → **住房制度改革是新一届政府的重要任务**

**1998年3月 组织召开会议听取《关于大力发展住宅建设的若干意见》的汇报：**

- “我们极不愿意看到明年经济增长速度低于8%。会影响国家信心和香港信心……，新的经济增长点，往哪儿培养？看不准！看得准的一是住房建设……压这一宝，往住房建设中投，加大住房建设。侯捷、俞正声，你们要回答我建了房子会不会也卖不掉……” → **将房地产作为对抗亚洲金融危机突破口**
- 整体的思路是这样的：明年七月一日开始，再也不搞福利分房，把福利分房砍掉了。取消基建费，都纳入到增加的工资、增加的住房补贴中。让大家贷款分期付款买房子，展开大规模的住宅建设，带动国民经济的发展。 → **住房改革方案部署**

资料来源：《朱镕基答记者问》、谢家瑾（2009），恒大研究院

## 1.4.2 政策实践：住房实物分配终结

**强力叫停住房实物分配，启动商品房市场。**1998年7月3日，国务院下发《关于进一步深化城镇住房制度改革、加快住房建设的通知》（23号文），指出“1998年下半年开始停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化”。这一举措启动了商品房市场。

**推行住房分类供应制度。**23号文提出，“高收入家庭购买或租赁商品房、中低收入家庭购买经济适用房、低收入家庭租赁廉租房。”这是一个住房商品化、适度的住房社会保障与加强调控管理相结合的住房制度<sup>15</sup>，符合“高收入靠市场，中等收入靠支持，低收入靠保障”价值取向，在今天看来仍具先进性。

<sup>15</sup> 包宗华，《中国房改30年》

图表37：1998年房改方案：强制推行住房分配货币化

<b>指导思想</b>	<b>实现住房商品化、社会化</b> <b>促使住宅成为新的经济增长点</b>
<b>改革目标</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>① <b>实行住房分配货币化</b></li> <li>② <b>以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系</b></li> <li>③ <b>发展住房金融，培育和规范住房交易市场</b></li> </ol>
<b>主要措施</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li style="background-color: #FFD700; padding: 5px;">① <b>货币化分配</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 1998年下半年开始停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化；</li> <li>• 完善公积金制度：“房委会决策，中心运作，银行专户，财政监督”</li> </ul> </li> <li style="background-color: #FFD700; padding: 5px;">② <b>住房供应体系</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 低收入家庭租赁由政府或单位提供的廉租住房；</li> <li>• 中低收入家庭购买经济适用住房；</li> <li>• 高收入家庭购买、租赁市场价商品住房</li> </ul> </li> <li style="background-color: #FFD700; padding: 5px;">③ <b>规范交易</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 1998年下半年起出售现有公有住房，原则上实行成本价，并与经济适用住房房价相衔接。</li> </ul> </li> <li style="background-color: #FFD700; padding: 5px;">④ <b>发展住房金融</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 所有商业银行在所有城镇均可发放个人住房贷款。取消对个人住房贷款的规模限制</li> </ul> </li> <li style="background-color: #FFD700; padding: 5px;">⑤ <b>加强物业管理</b></li> </ol>

资料来源：国务院（1998），《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，恒大研究院

2003年确立房地产支柱产业地位。2003年8月12日，国务院下发《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》（国发〔2003〕18号），明确指出“房地产业关联度高，带动力强，已经成为国民经济的支柱产业”。同时要求“调整住房供应结构，逐步实现多数家庭购买或承租普通商品住房”。

土地、金融、财税等基础政策获完善。主要包括：1999年房贷放宽（1999年4月央行发文降首付比例至20%，9月发文延长最高贷款年限至30年，利率在原有优惠利率基础上下调10%）、2001年税费减免（1998年6月30日以前建成的商品住房、商业用房、写字楼出售免征营业税、契税）、2002年推行土地“招拍挂”（国土资源部11号令，要求经营性用地必须以“招拍挂”方式出让）。

图表38：1999-2003：土地、金融、财税政策改革

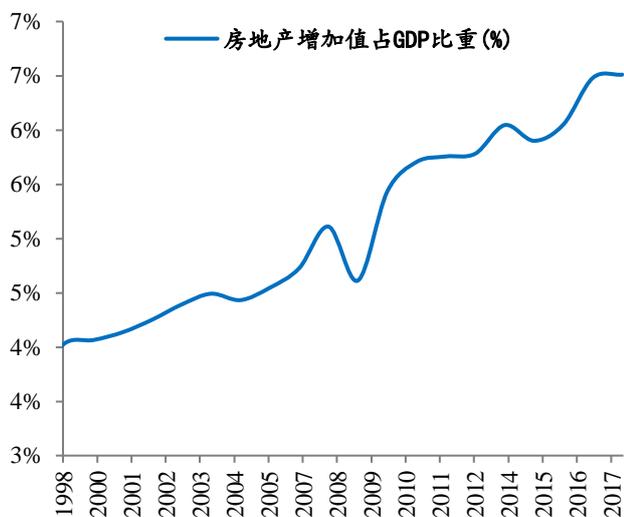
时间	政策	主要内容
金融	1998. 7 《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》	所有商业银行在所有城镇均可发放个人住房贷款
	1999. 4 《关于鼓励消费贷款的若干意见》	首付比例由 30%降至 20%
	1999. 9 中国人民银行通知	个人住房贷款最长期限从 20 年延长到 <b>30 年</b> ，并将个人住房贷款利率在原有的优惠基础上进一步下调 10%
土地	2001. 4 《关于加强国有土地资产管理的通知》（国发(2001)15 号）	除法律规定可以采用划拨方式提供用地外，其他建设需要使用国有土地的，必须依法实行有偿使用；大力推行土地使用权招标、拍卖出让
	2002. 5 《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规定》国土资源部 11 号	商业、旅游、娱乐和商品住宅等各类经营性用地，必须以招标、拍卖或者挂牌方式出让
财税	1999. 7 《关于调整房地产市场若干税收政策的通知》	对个人购买并居住超过 1 年的普通住宅，销售时免征营业税；个人自建自用住房，销售时免征营业税；个人购买自用普通住宅，暂减半征收契税。
	2001. 4 《关于对消化空置商品房有关税费政策的通知》	1998 年 6 月 30 日以前建成的商品住房、商业用房、写字楼，至 2002 年 12 月 31 日之前免征营业税、契税。

资料来源：恒大研究院

### 1.4.3 市场表现：启动房地产市场

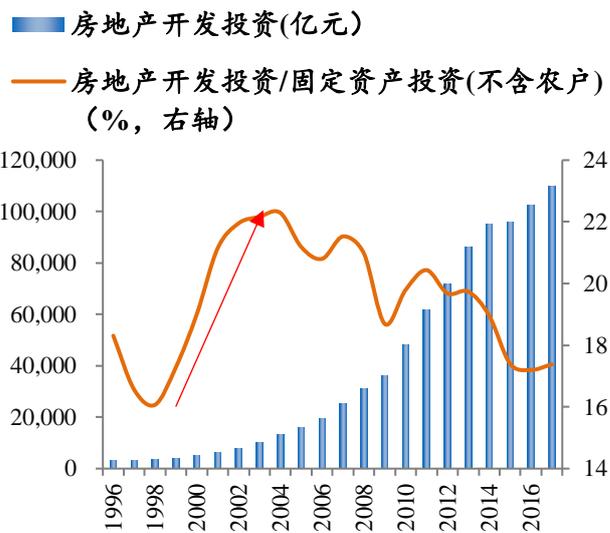
房地产业成为国民经济支柱产业，住房供给效率提高。一方面，房地产业迅速发展为支柱产业，对国民经济产生了巨大的带动作用，1998-2017 年房地产增加值占 GDP 的比重由 4.0%增至 6.5%，房地产开发投资占全社会固定资产投资的比重由 12.7%增至 17.1%；另一方面，住房供应效率提高，居民住房条件获改善：1998 年城市人均住房建筑面积为 18.7 平米，2016 年提高到 36.6 平米（统计局口径），翻了一番。商品住宅供应提速，1998 年全国商品房销售额仅 2513.3 亿元，2017 年提高到 13.4 万亿，增长了 52.2 倍。

图表39：房地产成为支柱产业（增加值/GDP）



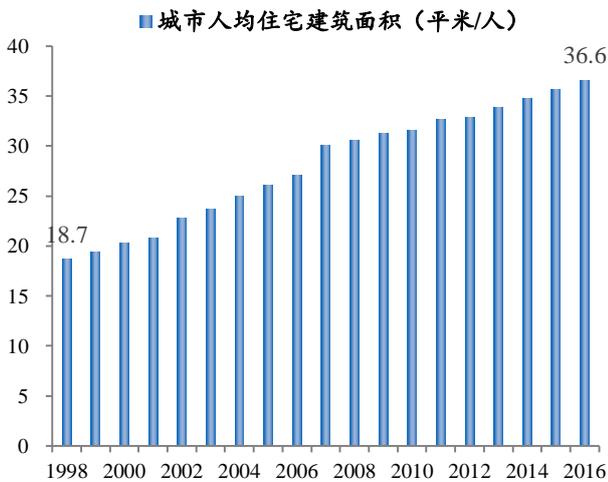
资料来源：Wind, 恒大研究院

图表40：房地产成为支柱产业（投资占比）



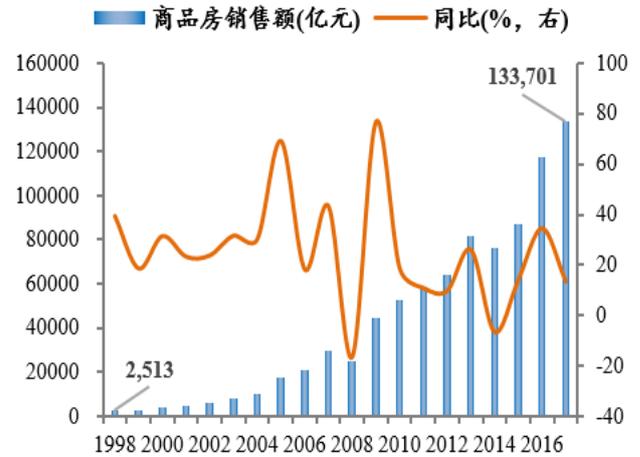
资料来源：Wind, 恒大研究院

图41: 人均住宅面积持续提高(户籍口径)



资料来源: Wind, 恒大研究院

图42: 1998年后商品房市场启动



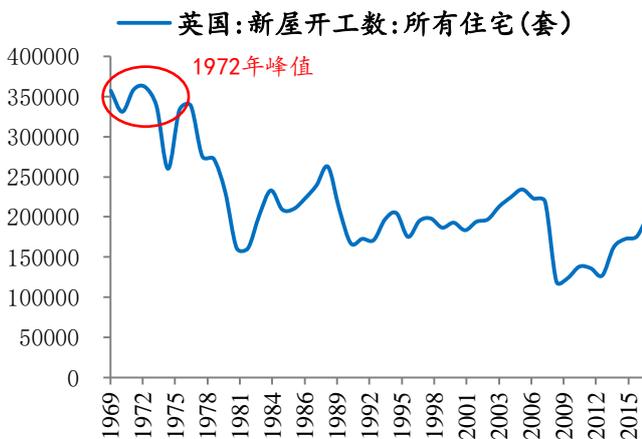
资料来源: Wind, 恒大研究院

## 2 中国住房制度评价

### 2.1 房地产市场发展阶段: 从大建设阶段转向提质降速阶段

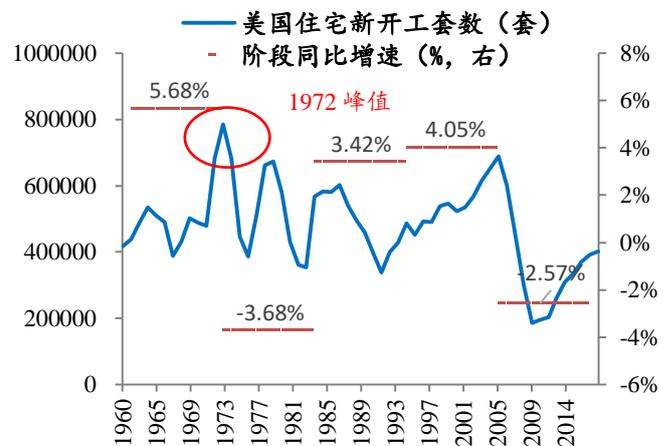
发达国家房地产市场发展经历三个阶段。(1) 大建设阶段, 为战后20-40年, 英国、美国、日本、德国此阶段新开工年均增速分别达4.6%、6.6%、12.5%、6.1%; (2) 提质降速阶段, 70-90年代, 发达国家普遍出现新开工峰值, 如英国1972年、美国1972年、日本1973年、德国1994年, 此后住房建设增速换挡, 四国新开工增速降至-0.4%、0.1%、-1.0%、-2.1%。(3) 存量房阶段, 二手房成为主要交易品种, 如2017年美国、日本(首都圈)二手房交易占比分别达80.7%、58.7%。市场演变的根本原因是人口年龄结构、城镇化与经济增长的变化。

图43: 英国新开工峰值出现在1972年



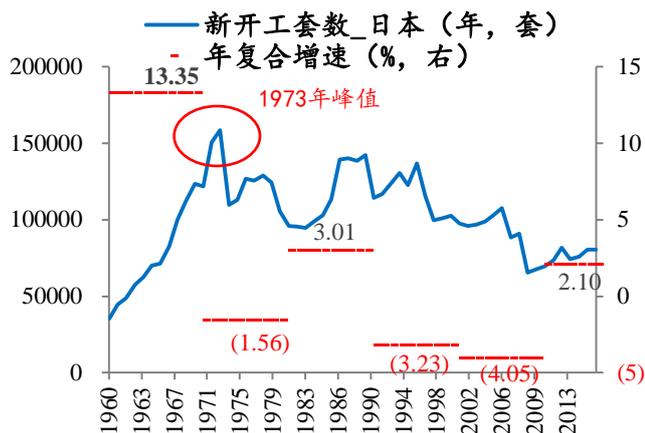
资料来源: Wind, 恒大研究院

图44: 美国新开工峰值出现在1972年



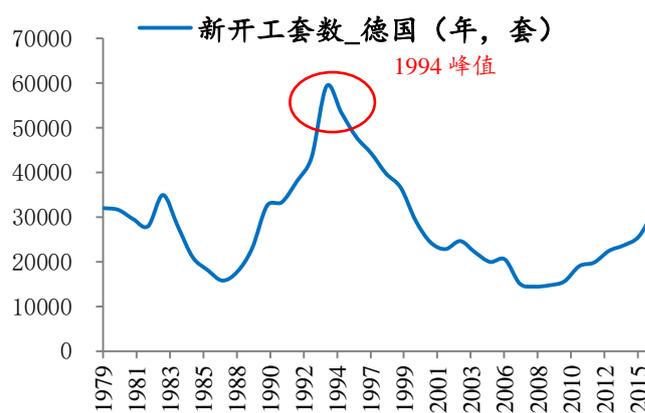
资料来源: FRED, 恒大研究院

图表45：日本新开工峰值出现在1973年



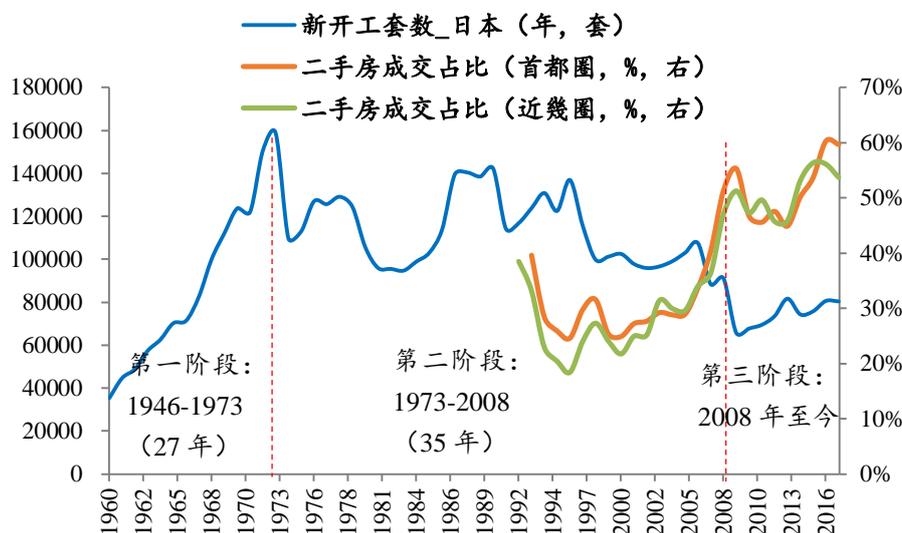
资料来源：FRED, 恒大研究院

图表46：德国新开工峰值出现在1994年



资料来源：FRED, 恒大研究院

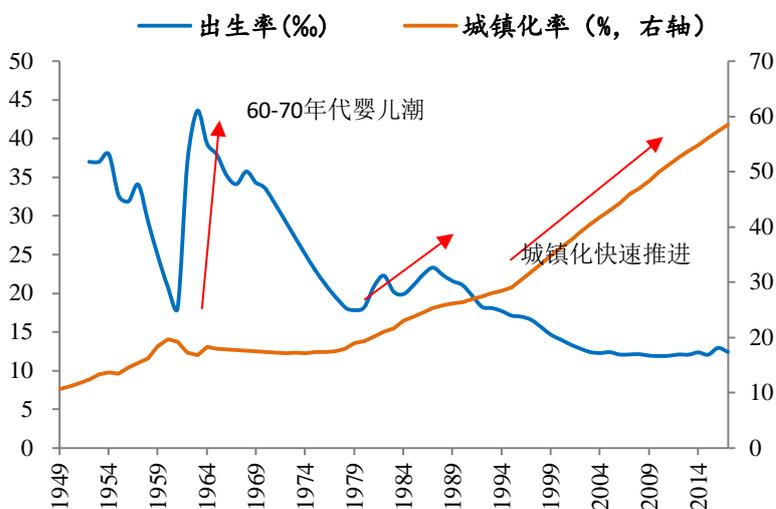
图表47：日本房地产市场的三个发展阶段



资料来源：FRED, Wind, 恒大研究院

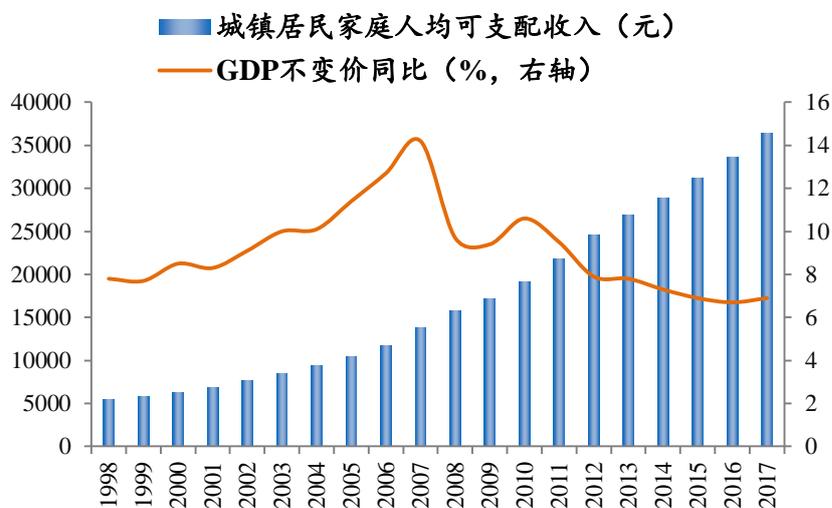
中国房地产市场步入第二阶段。1998-2013，是中国房地产“大建设”的十五年：60-70年代婴儿潮先后进入首置期、城镇化大幅推进、经济高速增长，住宅新开工年复合增速16.8%，住房短缺大获改善。2013年，全国商品住宅新开工出现峰值，此前的2011年土地购置面积也出现峰值。意味着中国房地产市场已逐步进入第二阶段，住房建设由高速转向中高速，逐渐向第三阶段过渡。

图表48：房地产黄金时代：婴儿潮置业需求兑现、城镇化快速推进



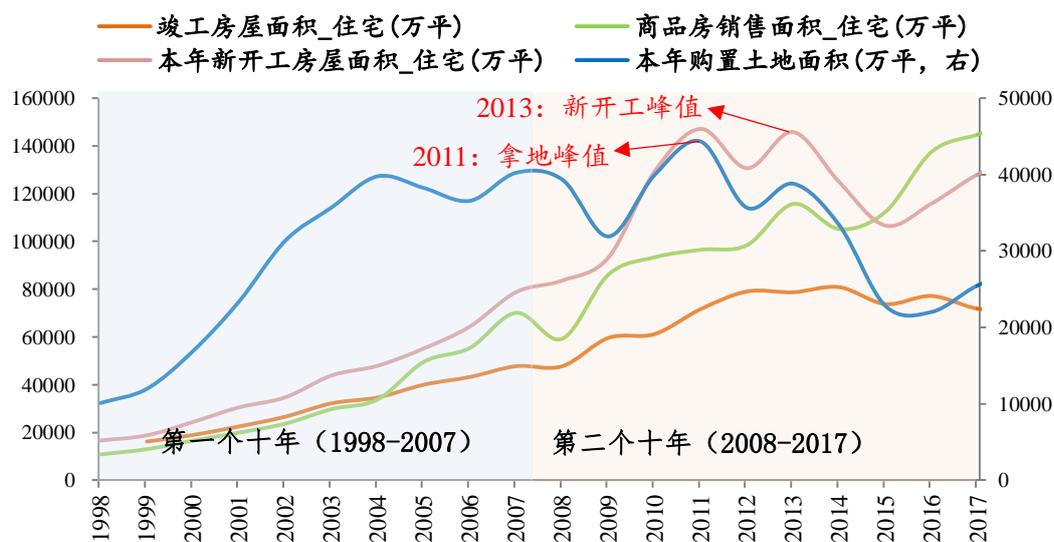
资料来源：Wind, 恒大研究院

图表49：房地产黄金时代：经济高速增长、居民收入大幅提升



资料来源：Wind, 恒大研究院

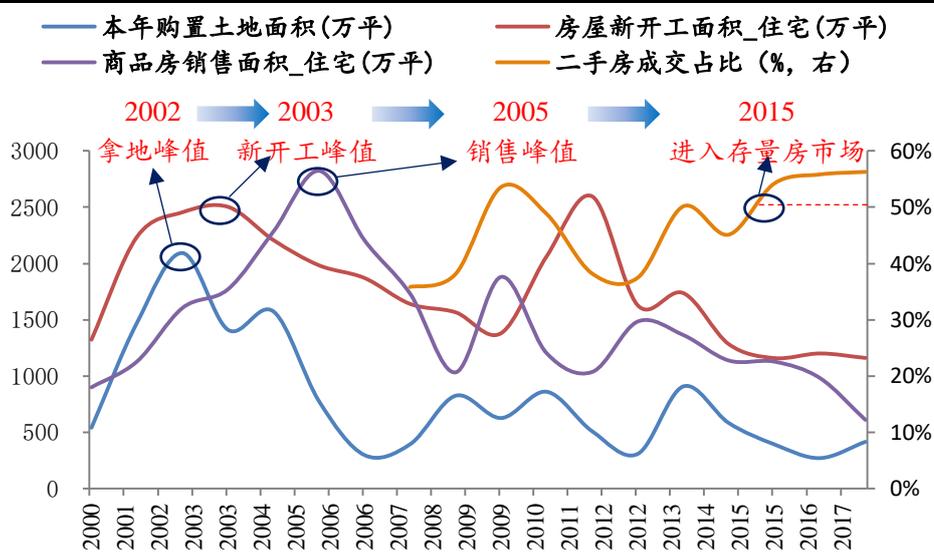
图表50：全国新开工峰值出现在 2013 年



资料来源：Wind, 恒大研究院

热点城市房地产市场发展节奏更快。分城市来看，热点城市市场发展进程更快，且基本遵循拿地峰值-新开工峰值-销售峰值-存量房市场的演化路径，以三个一线城市为例，2002-2003年，北京、深圳、上海先后出现土地购置面积峰值、2003-2004年先后出现住宅新开工峰值、2005-2007年先后出现住宅销售峰值、2011-2015年先后进入存量房市场。

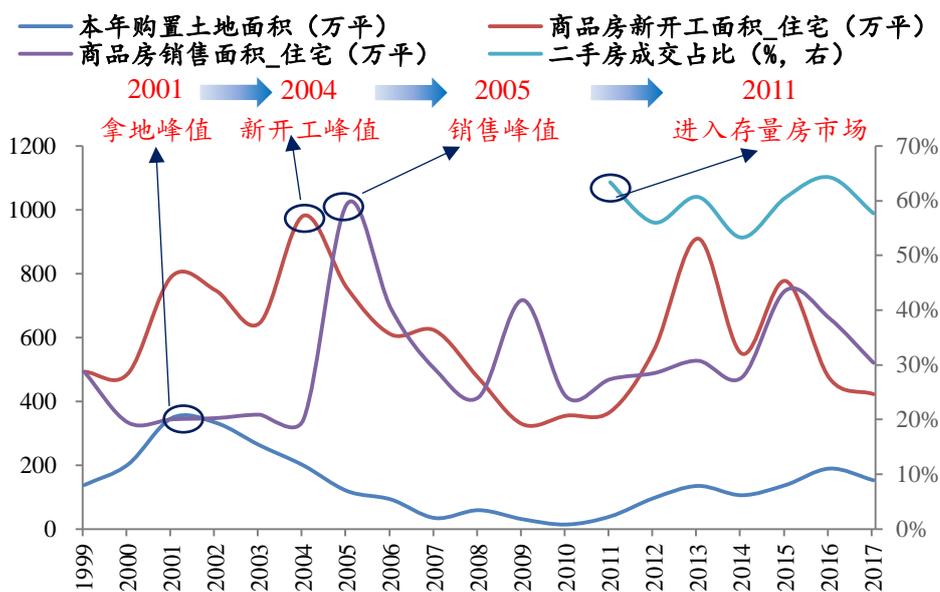
图表51：北京房地产市场演变路径



资料来源：Wind, 恒大研究院

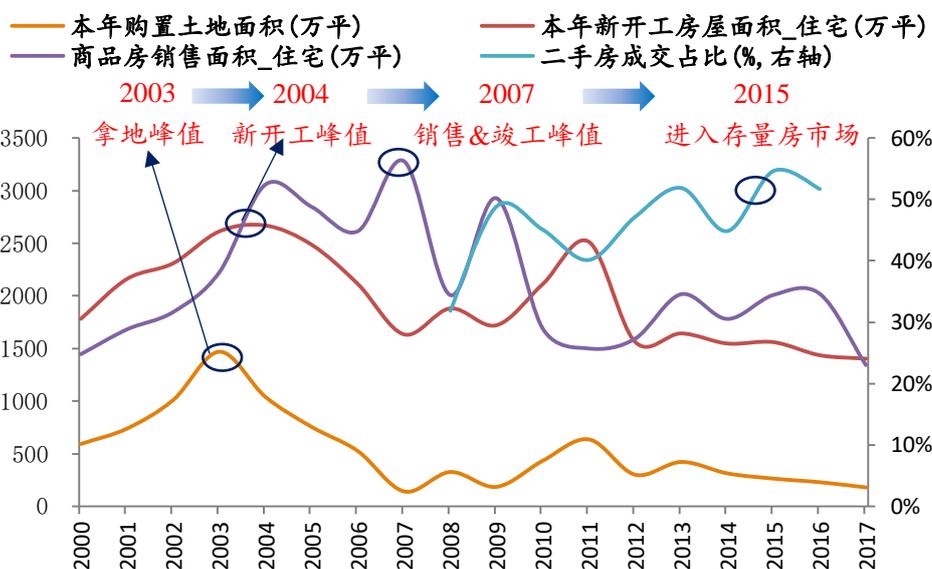
备注：北京 2011 年新开工面积出现跳增，但迅速回落，并非趋势峰值。如做 5 年移动平均，可更清楚的看到 2003 年为新开工趋势峰值。

图表52: 深圳房地产市场演变路径



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表53: 上海房地产市场演变路径



资料来源: Wind, 恒大研究院

以 33 个样本省会及直辖市为样本, 发现市场演进规律基本一致: 即拿地峰值后 1-2 年出现新开工峰值, 再过 2-4 年出现销售峰值, 再过 3-10 年进入存量房市场。目前 33 个样本城市已全部出现拿地峰值、29 个出现新开工峰值、19 个出现销售峰值、5 个已进入存量房市场。

距离全局进入存量房阶段尚有一段距离。以过去三年二手房成交占比平均值作为判别指标, 目前仅 5 个城市深圳 (61%)、北京 (55%)、大连 (51%)、厦门 (50%)、上海 (50%) 进入存量房市场、4 个城市已较接近。发达国家第二到第三阶段的过渡时间为 10-30 年, 中国已进入存量房市

场的城市过渡时间为 3-10 年，预计全国普遍迈入存量房市场尚需 10-20 年时间，新房市场尚有较大发展空间。

图表54：主要城市房地产市场成熟度（用新开工峰值出现时间作为指标）



资料来源：Wind，恒大研究院

图表55：主要城市二手房成交占比



资料来源：Wind，恒大研究院

## 2.2 房地产市场风险评估

图表56：房地产市场三类风险

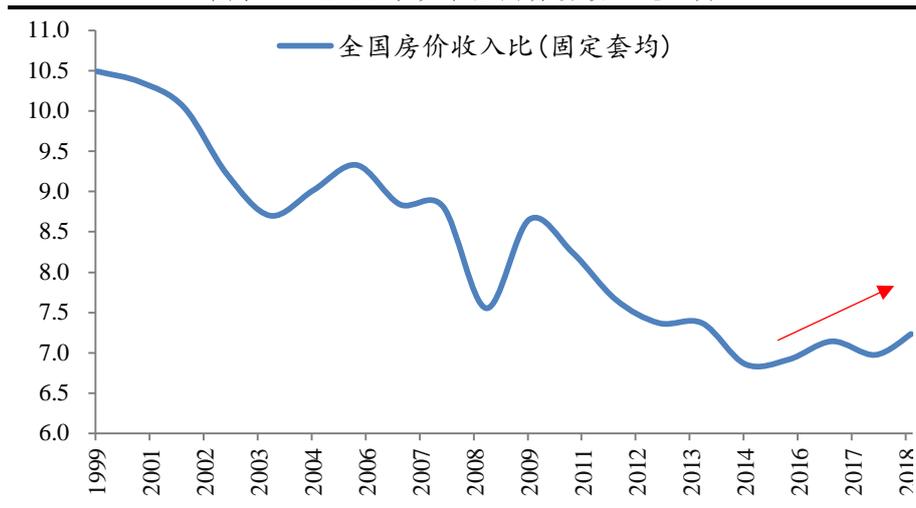
类别	指标	评价	
房价泡沫风险	房价涨幅	14Q3-18Q 为 41.4%，排名全球第六；18Q3 涨幅普遍回归平稳。	
	绝对房价	北、上、深居世界前十，多数非一线城市与发展中国家的非一线城市水平相近。	
	房价收入比	2018Q3 为 7.2，居历史中值之下。	
	租金回报率	2018Q3 为 2.7%，比上年回升 0.2 个百分点。	
流动性风险	居民	住房贷款余额/GDP	2017 年为 33.7%，低于发达国家 50.9% 的均值。
		住房贷款发放额/住房成交金额	2017 年为 48.7%，比上年回落 1.2 个百分点。
		住房贷款余额/居民可支配收入	2017 年为 51.4%，低于样本国家 68% 均值
		住房贷款余额/居民负债余额	2017 年为 72%，和法国、德国、美国等相当。
		贷款不良率	商业个贷不良率 0.4% 以内，公积金个贷不良率 0.02% 以内。
	房企	真实负债率	2018H1 为 55.3%，回落 0.6 个百分点
		净负债率	2018H1 为 86.4%，增幅收窄至 1 个百分点
		短长期债务比	2018H1 为 45.1%，回落 2.5 个百分点
		速动比率	2018H1 为 57.6%，较 2014 年明显提升
		现金短债比	2018H1 为 112.3%，较 2014 年明显提升
供给过剩风险	人均住房面积	34.2 平方米	
	套户比	1.07	
	房地产市值/GDP	2017 年为 2.8，全球平均为 3.6。	
	住房质量	商品房仅占 40%；房改以前修建的住房占 39%；居住设施不完善住房占 31%。	

资料来源：统计局，央行，恒大研究院

### 2.2.1 房价泡沫风险：不存在全局性风险

当前全国房价收入比 7.2，相当于 2012 年的水平、处于历史最低 20% 分位，处于安全区间。三类城市房价收入比偏高：城市群核心城市，如深圳（31.3）、上海（26.7）、厦门（19.9）；发达城市群次核心城市，如南京（14.3）、珠海（13.5）、天津（12.3）；过去两年房价大幅上涨，但收入仍然较低的三四线城市，如廊坊（11.6）、沧州（11.6）、汕头（10.4）。第三类在市场全局降温、去库存政策退出后存在一定风险。

图表57：2014年以来全国房价收入比回升



资料来源：统计局，恒大研究院

备注：房价收入比=（全国商品住宅平均售价\*100）/（城镇居民人均可支配收入\*3）；18年城镇居民人均可支配收入=17年人均可支配收入\*（1+18年前3季度人均可支配收入累计同比）；

图表58：2017年全球主要地区房价收入比所处历史分位

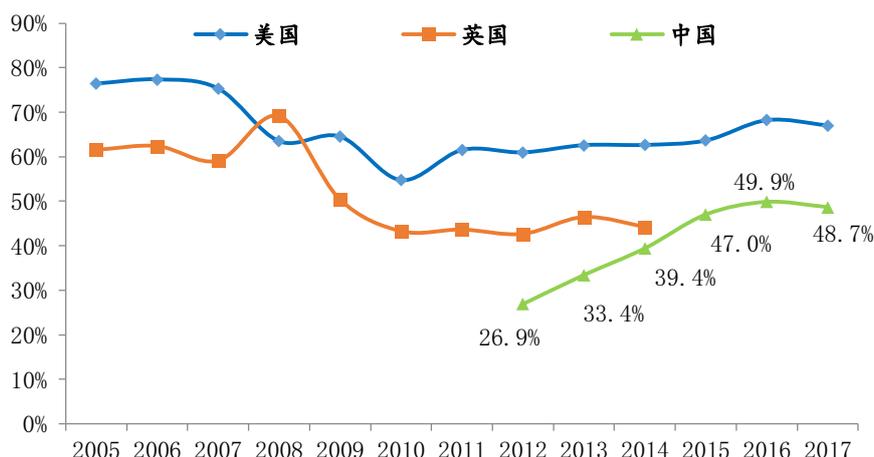


资料来源：OECD、中国统计局，恒大研究院

### 2.2.2 流动性风险：居民、企业加杠杆放缓

**居民加杠杆增速放缓，存量杠杆仍有空间。**2017年，新增商业个贷杠杆率回落4.2个百分点；住房贷款余额/GDP为33.7%，低于发达国家50.9%的均值。居民杠杆安全边际充足，2017年房贷收入比51.4%，低于样本国家68%的均值，商业个贷不良率一直维持在0.4%以内。

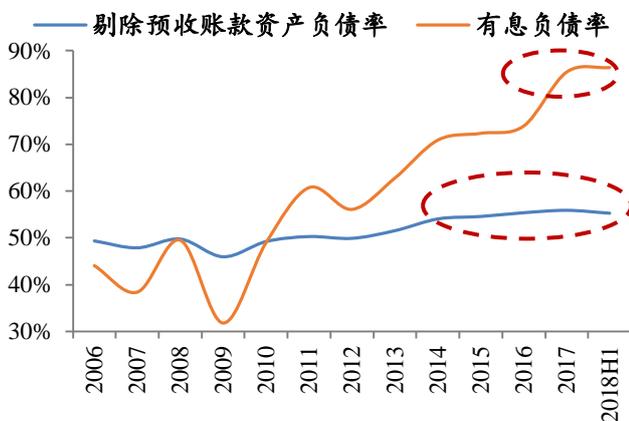
图表59：中美英三国住房抵押贷款发放额/住房成交金额



资料来源：Wind, NAR, MBA, CML, 英国统计局, 恒大研究院

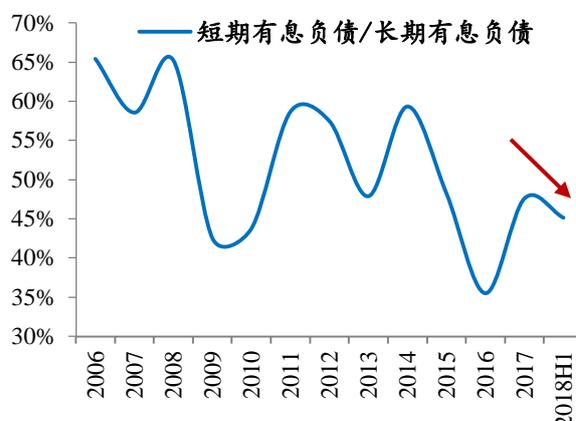
企业加杠杆节奏明显放缓，龙头房企风险最低。A+H上市房企真实负债率 2018H1 为 55.3%，较去年底小幅回落 0.6 个百分点；净负债率增幅明显收窄，仅较 2017 年上涨 1 个百分点。房企债务结构趋于合理，2018H1 短长期债务比为 45.1%，较 2017 年明显下降 2.5 个百分点；速动比率和现金短债比分别从 2014 年的 46.5%、81.6% 提升至 2018H1 的 57.6%、112.3%。当前龙头房企杠杆水平最低、短期偿债能力最好且债务结构合理，发生风险可能性最小；小房企杠杆水平最高、短期偿债压力最大且高度依赖短期债务，财务稳健性最弱。

图表60：A+H 房企从“加杠杆”步入“稳杠杆”时



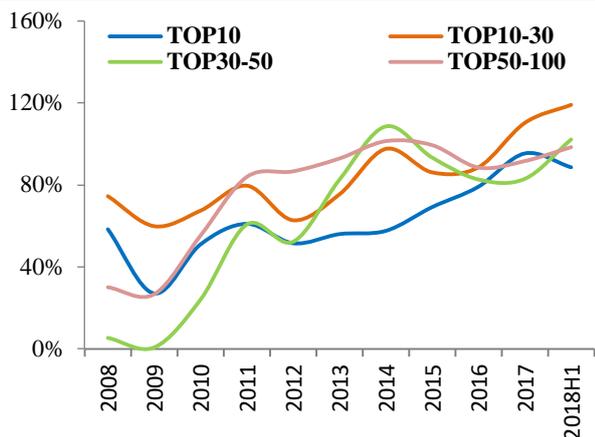
资料来源：公司公告, 恒大研究院

图表61：房企近年来债务结构趋于合理



资料来源：公司公告, 恒大研究院

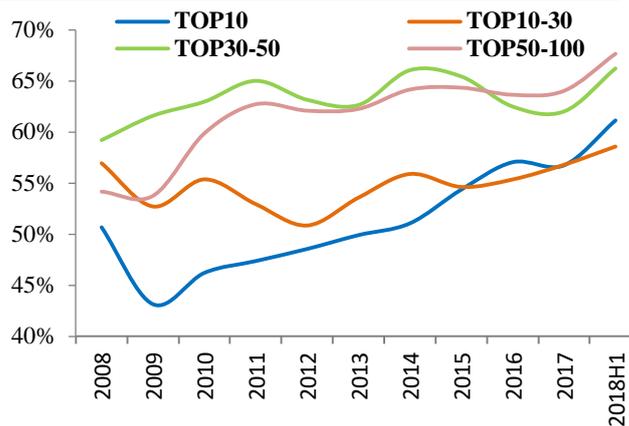
图表62: A+H 房企从“加杠杆”步入“稳杠杆”时代



资料来源: 公司公告, 恒大研究院

注: 剔除未上市公司, TOP10 房企 10 家, TOP10-30 房企 17 家, TOP30-50 房企 12 家, TOP50-100 房企 18 家

图表63: 房企近年来债务结构趋于合理



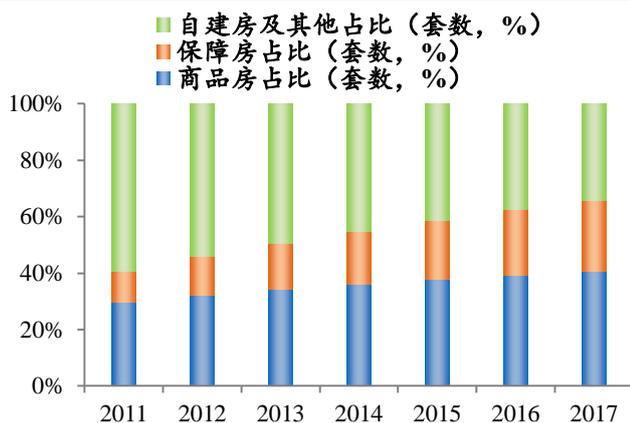
资料来源: 公司公告, 恒大研究院

注: 剔除未上市公司, TOP10 房企 10 家, TOP10-30 房企 17 家, TOP30-50 房企 12 家, TOP50-100 房企 18 家

### 2.2.3 供给过剩风险: 住房基本充足, 但不存在过剩

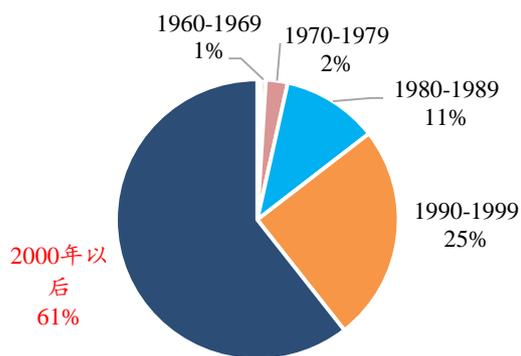
2017 年城镇共有 267 亿平住宅、人均住房建筑面积 34.2 平方米、套户比达到 1.07。根据恒大研究院《中国住房存量: 过剩还是短缺》测算, 2017 年中国城镇住房存量达到 2.9 亿套、对应面积 267 亿平, 人均住房建筑面积 34.2 平方米, 基本达到合理水平。但存量住房的结构还有较大的改善空间, 存量住房中商品房占比仅 40%, 高达 34.4% 的住房为自建房或已出售的老公房; 2000 年以前修建的住房占 39%; 居住设施不完善住房占 31% (无独立抽水马桶或厨房)。

图表64: 存量住宅性质占比



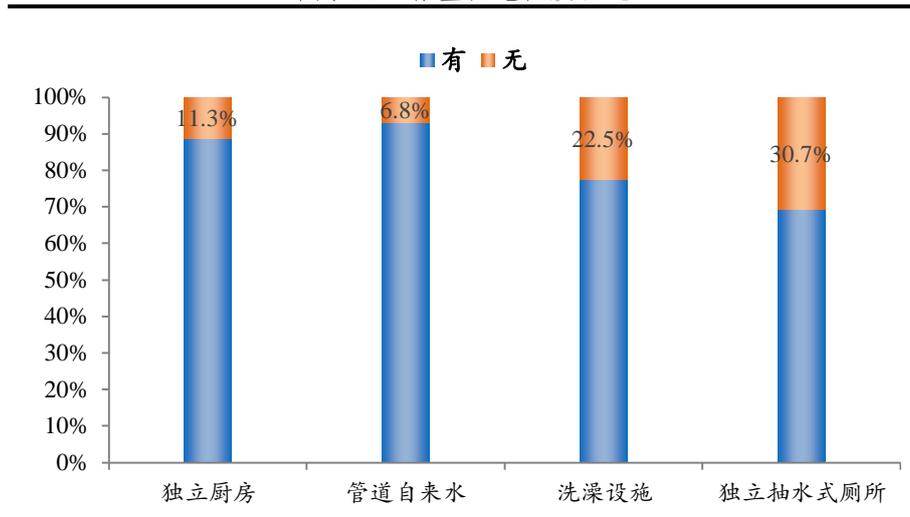
资料来源: 第六次人口普查等, 恒大研究院

图表65: 存量住宅房龄占比



资料来源: 第六次人口普查等, 恒大研究院

图表66：存量住宅性质占比



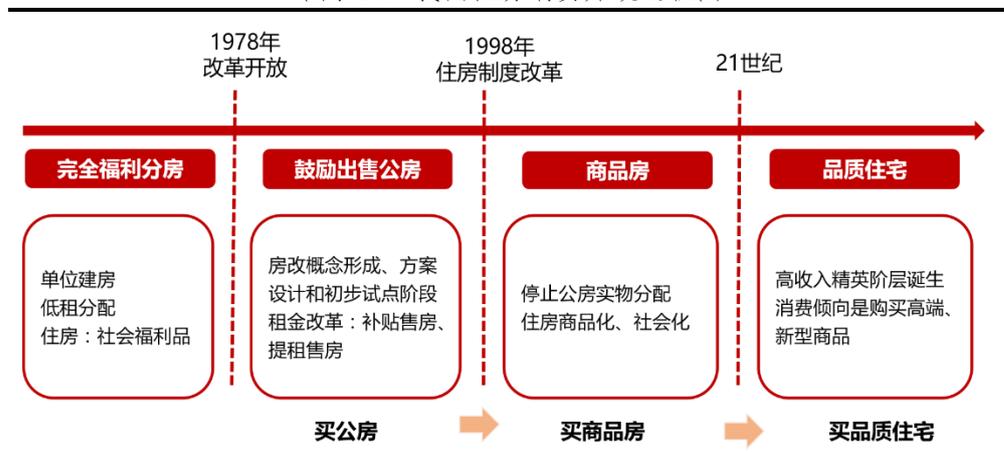
资料来源：第六次人口普查等，恒大研究院

### 2.3 住房需求：住房领域经历三轮消费升级

伴随住房制度改革，中国居民经历了住房领域的三轮“消费升级”。

(1) 第一轮是买公房，解决“有房住”的问题，此时消费者的观念是有房就行，多数公房没有成熟规范的小区；(2) 第二轮是买商品房，购买“带小区的商品房”，实现对便民化居住服务的需求。物业管理行业也从无到有、逐渐发展成熟；(3) 第三轮是买品质住宅，购买“品质开发商的商品房”，对园林绿化、建材品质、一体化装修等提出高要求，追求更有视野的生活理念，实现“住好房”。

图表67：我国住房消费升级进程图



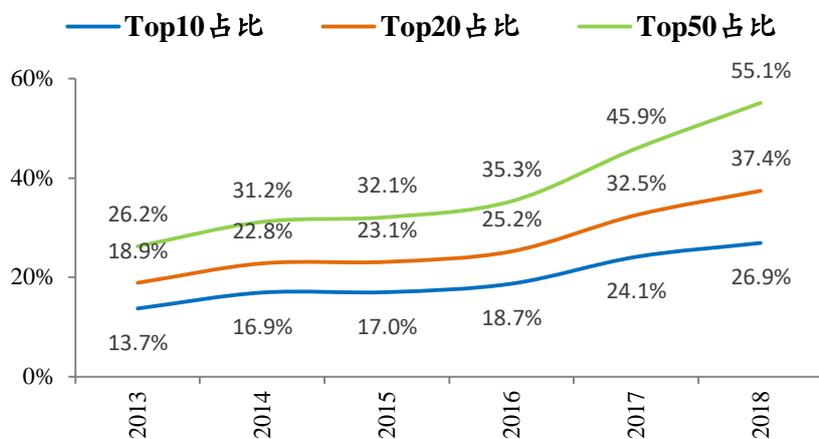
资料来源：恒大研究院

### 2.4 住房供给：集中度提升，行业从粗放到成熟

伴随住房制度改革，中国的房地产行业从无到有，从国企垄断到民企崛起，从群雄争霸到三足鼎立。2015-2018年间，前10强房企市占率从17%提升至26.9%，年增幅分别为0.1、1.7、5.4和2.8个百分点。前20强房企市占率从23.1%提升至37.4%，年增幅分别为0.3、2.1、7.3、4.9个百分点。前50强房企市占率从32.1%提升至55.1%，年增幅分别为1.0、3.2、10.6、9.2个百分点。行业集中度从2016年开始加速提升，

主要在于此轮周期中地价快速上涨、出让门槛提高、限制条件增加，中小房企独立拿地并开发获利的难度大幅提升。

图表68：行业集中度从2016年起加速提升



资料来源：克而瑞，恒大研究院

图表69：房地产行业演变历程及优势企业



资料来源：Wind，恒大研究院

## 恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

## 免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

## 行业投资评级的说明：

- 推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

## 联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com