



房地产

2022-05-16

行业周报

看好/维持

房地产

非常时期有哪些非常之策？——回望 2008 年宏观调控的心路历程

报告摘要

2022 年 5 月 14 日，新华社发布李克强总理 2022 年 4 月 25 日《在国务院第五次廉政工作会议上的讲话》，讲话提到：“这些年，我国发展面临的国内外环境极其复杂严峻，特别是 2020 年遭遇新冠肺炎疫情严重冲击，经济增速一度大幅下滑。如何实施宏观调控，面临不少两难多难选择。如果仅仅依靠扩大投资、上大项目，不仅要花时间论证审批、见效慢，还会导致资金分配不科学、不公平；或者直接给居民发钱、拉动消费，这看似公平有效，但我们还是发展中国家，难以做到，做了也不可持续，而且地区之间发展不平衡、消费水平不一样，也会产生不公平。我们贯彻新发展理念，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，而是创新宏观调控方式，把宏观政策着力点聚焦到市场主体这个经济发展的根基上，持续实施大规模减税降费。实践证明，减税降费直接有效，公平普惠，把肥施到了根上。我们创设中央财政资金直达机制，“一竿子插到底”，过去资金层层下达到基层，平均用时超过 120 天，现在最快只用 7 天，不仅提高了效率、解了市场主体燃眉之急，也有效防止了资金“长途跋涉”中跑冒滴漏和腐败等问题。我们还大力发展具有直达性质的普惠金融，道理是一样的，促进了金融资源更加有效下沉，缓解市场主体特别是中小微企业、个体工商户的融资难题。这些都是制度性安排，减少了政府部门自由裁量权和寻租腐败。”

从李克强总理的讲话中可以看出，在面对科学防疫、5.5%、不大水漫灌等目标的多难取舍时，不太可能重复 2008 年大水漫灌拉动投资的思路，也不太可能学习美国直接给居民发钱。

不过今天（2022 年 5 月 15 日）央行将首套房贷款利率下限下调了 20bp，让人联想到了 2008 年房贷利率下限调整为基准的 7 折的历史。从底线思维的角度出发，回顾 2008 年的历史有助于加深我们对极端情况下政策工具箱中还有哪些储备的认识。

2008 年宏观政策基调并不是一开始就大幅宽松的，而是随着宏观经济形势的不段恶化而逐步转变的

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050001

2022年5月14日，新华社发布李克强总理2022年4月25日《在国务院第五次廉政工作会议上的讲话》，讲话提到：“这些年，我国发展面临的国内外环境极其复杂严峻，特别是2020年遭遇新冠肺炎疫情严重冲击，经济增速一度大幅下滑。如何实施宏观调控，面临不少两难多难选择。如果**仅仅依靠扩大投资、上大项目**，不仅要花时间论证审批、见效慢，还会导致**资金分配不科学、不公平**；或者**直接给居民发钱、拉动消费**，这看似公平有效，但我们还是发展中国家，**难以做到，做了也不可持续，而且地区之间发展不平衡、消费水平不一样，也会产生不公平**。我们贯彻新发展理念，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，而是创新宏观调控方式，把宏观政策**着力点聚焦到市场主体这个经济发展的根基上**，持续实施大规模减税降费。**实践证明，减税降费直接有效，公平普惠**，把肥施到了根上。我们创设中央财政资金直达机制，“一竿子插到底”，过去资金层层下达到基层，平均用时超过120天，现在最快只用7天，不仅提高了效率、解了市场主体燃眉之急，也有效防止了资金“长途跋涉”中跑冒滴漏和腐败等问题。我们还大力发展具有直达性质的普惠金融，道理是一样的，促进了金融资源更加有效下沉，缓解市场主体特别是中小微企业、个体工商户的融资难题。这些都是制度性安排，减少了政府部门自由裁量权和寻租腐败。”

从李克强总理的讲话中可以看出，在面对科学防疫、5.5%、不大水漫灌等目标的多难取舍时，不太可能重复2008年大水漫灌拉动投资的思路，也不太可能学习美国直接给居民发钱。

不过今天（2022年5月15日）央行将首套房贷款利率下限下调了20bp，让人联想到了2008年房贷利率下限调整为基准的7折的历史。从底线思维的角度出发，回顾2008年的历史有助于加深我们对极端情况下政策工具箱中还有哪些储备的认识。

2008年宏观政策基调并不是一开始就大幅宽松的，而是随着宏观经济形势的不段恶化而逐步转变的。在2007年底2008年初的时候，美国次贷危机风险并没有引起决策层足够的重视。2007年12月5日的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，2008年10月17日国务院常务会议总理提出要采取“**灵活审慎**”的经济政策，保持国民经济平稳较快发展，实际上已经是“保”字优先了，但仍在**强调加强金融监管，防范金融风险**。事实上当时银监会还在**收紧房地产信托政策**，2008年10月28日，银监会办公厅又发布《关于加强信托公司房地产、证券业务监管有关问题的通知》，除了重申“四证”齐全、35%以上资本金比例之外，还**严禁以投资附加回购承诺等方式间接发放房地产贷款，相当于禁止了“明股实债”操作**。

但随着国际金融危机形势不断恶化，到2008年11月5日的时候，“四万亿”一揽子刺激政策就出台了，并取消了对商业银行的信贷规模限制。12月8-10日中央经济工作会议提出要**实施积极的财政政策和适度宽松的货币**

政策，随后国务院又出台了家电下乡、汽车下乡、十大产业振兴计划等刺激政策。

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、加快棚户区改造以拉动投资。

实际上从 2008 年 5 月沈阳开始，6 月成都，7 月长沙，8 月厦门、福州、重庆、河南，9 月西安、辽宁、芜湖、常州、南京，10 月北京、宿迁、杭州、上海等地都相继出台了当地不同力度的房地产刺激政策。但是中央层面迟迟没有正式表态，直到 2008 年 10 月 18 日（总理国务院常务会议提出“灵活审慎”的第二天）全国各地 69 位市长齐聚深圳参加“中国市长论坛”，住房和城乡建设部副部长仇保兴在论坛上表示：“应该给各城市政府一定的自由度，各地的政府应该说有能力、也有责任，作出一些政策上的选择。每个城市有不同的特点，房地产业的形势也不同，因此可能会出台不同的政策，我们相信每个城市政府会作出明智的选择。有许多事情只能先试一步，下一步再规范，改革开放就是这样过来的。住房和城乡建设部正在密切观察，并评估各种措施的效应。哪些应该继续发扬，哪些应该终止，适当的时候会拿出规范的意见。如果有什么问题再纠正，还来得及。”

随后，中央层面也开始出台针对房地产的刺激政策。

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 12 月 4 日，银监会发布《银行与信托公司业务合作指引》，首次正式提出要促进银信合作健康、有序发展，打开了银行理财资金借助信托通道支持实体经济的口子。

2008 年 12 月 10 日中央经济工作会议结束后，2008 年 12 月 13 日，国务院办公厅发布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》，提出要全面清理银行信贷政策、法规、办法和指引，根据当前特殊时期需要，对《贷款通则》等有关规定和要求做适当调整。正确处理好金融促进经济发展与防范金融风险的关系，在经济下行时避免盲目惜贷。

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，《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》**还提出支持房地产开发企业合理的融资需求**，标志着房企融资政策终于开始松动，此后又出台了更多支持房企融资的政策。

2009年2月4日，银监会发布《关于修改《信托公司集合资金信托计划管理办法》的决定》，将“向他人提供贷款不得超过其管理的所有信托计划实收余额的30%”，修改为：“向他人提供贷款不得超过其管理的所有信托计划实收余额的30%，但中国银行业监督管理委员会另有规定的除外”。**相当于暂时取消了信托资金向实体经济发放贷款的额度限制。**

2009年3月23日，央行、银监会联合发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，文件指出要**进一步加大对中低价位、中小套型普通商品住房建设、特别是在建项目的信贷支持力度**。做好对有实力、有信誉的房地产开发企业兼并重组有关企业或项目的融资支持和配套金融服务。支持资信条件较好的房地产企业发行企业债券和开展房地产投资信托基金试点，**拓宽房地产企业融资渠道**。加大对自住型和改善型住房消费的信贷支持力度，鼓励普通商品住房消费。

2009年3月25日，银监会发布《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》，首次提出最近一年监管评级为2C级（含）以上且经营稳健的信托公司可向**仅取得“三证”（土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证）的房地产开发项目发放贷款**（此前要求“四证”齐全）。且重新允许信托公司以**投资附加回购承诺方式**对房地产开发项目进行间接融资（但也要符合“三证”齐全等要求），**又打开了“名股实债”的口子**。一直到**2010年2月11日，房地产信托贷款条件才重新恢复为“四证齐全”**。（2010年2月11日银监会办公厅发布《关于加强信托公司房地产业务监管有关问题的通知》，通知要求停止执行监管评级2C级（含）以上且经营稳健的信托公司向仅取得三证的房地产项目发放贷款的规定，重新要求信托公司发放贷款的所有房地产项目都必须满足“四三二”条件。同时要求结构化房地产集合资金信托的优先和劣后受益权配比比例不得高于3:1）

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**普通商品住房项目最低20%**，其他房地产开发项目最低30%”。

土地政策方面，当时实际上并没有出台特别明确的政策变动，但是事后我们可以看出，为了配合宏观调控需要，土地政策在“应急状态”下是进行

了大幅灵活变通的。比如 2011 年 3 月 2 日，国家土地副总督察甘藏春在作“保发展保红线工程 2011 年行动”动员部署讲话时指出，从 2011 年开始，我国土地政策将从土地供应要保证扩内需、大量项目上马的“应急状态”退出，回归国家土地管理常态。再比如根据自然资源部官方网站的《2009 年中国土地资源形势回顾与展望》，**国土资源部在 2009 年为应对全球金融危机影响**，加快审批速度，通过缩短审批时间、简化审批程序、**允许先行用地来保证扩内需项目及时落地；灵活安排土地利用计划**，与中央的宏观经济政策保持一致。全国共批准新增建设用地 50.73 万公顷，同比增加 27%。2010 年，为配合抑制房价过快上涨的宏观调控，土地供应继续大幅增长，住房供地实际完成 12.54 万公顷，同比增长 64.1%。

附录：2008 年金融危机前后中国宏观调控政策的背景梳理（房地产调控政策可参考正文，这里不再重复）

2008 年 9 月 15 日，雷曼破产，国际金融危机全面爆发。**同日中国人民银行宣布“双降”**，一年期贷款基准利率下调 0.27 个百分点（其他期限档次按照短期多调，长期少调的原则相应调整），存款基准利率不变，存款准备金率下调 1 个百分点（中农工建交五大行和邮储除外）。

2008 年 9 月 22 日，主席应约同美国总统布什通电话。双方就中美关系及美国经济金融形势等问题交换了意见。主席表示，**中方愿同美方继续共同努力，加强对话、交流、合作，妥善处理彼此利益和重大关切，特别是要妥善处理台湾问题，推动中美建设性合作关系持续稳定向前发展。**

2008 年 10 月 4 日至 5 日，总理在广西考察期间指出，采取**灵活审慎**的经济政策，妥善应对各种复杂局面，保持国民经济平稳较快发展。2008 年 10 月 8 日，美联储、欧央行、英国、瑞士、加拿大、瑞典等六大央行联手降息 50bp，**同日中国人民银行再次宣布“双降”**，存贷款基准利率均下调 0.27 个百分点，存款准备金率下调 0.5 个百分点。

2008 年 10 月 11 日，七国集团（不包括中国）财长会议确定要举办 G20（包括中国）峰会。

2008 年 10 月 17 日，总理主持召开国务院常务会议，安排部署四季度经济工作。会议指出要采取**灵活审慎**的宏观经济政策，尽快出台有针对性的财税、信贷、外贸等政策措施，继续保持经济平稳较快增长。同时会议也在强调加强金融监管，防范金融风险。

2008 年 10 月 21 日，**主席应约同美国总统布什通电话时强调：中国政府将继续以对中国人民和各国人民负责的态度，同国际社会密切合作，共同维护世界经济金融稳定。**

2008 年 10 月 29 日，中国人民银行再次宣布降低存贷款基准利率 0.27 个百

分点。

2008年11月5日，国务院常务会议推出进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，为此到2010年底将投资**4万亿元**。会议要求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，合理扩大信贷规模。

2008年11月14-15日，**主席在华盛顿G20金融峰会上以负责任大国的姿态介绍了四万亿计划的主要内容**，并强调“中国作为国际社会负责责任的成员，始终积极参与应对国际金融危机的国际合作，显示了中国坚持对外开放、推动恢复世界经济增长的坚定态度。”

2008年12月8-10日，中央经济工作会议在京召开。会议指出要实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。要较大幅度增加公共支出，保障重点领域和重点建设支出。

2008年12月9日，总理9日主持召开国务院常务会议，研究完善促进消费的若干政策措施。提出加大“家电下乡”、“汽车下乡”等补贴力度。

2008年12月13日，国务院办公厅发布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》，鼓励银行业金融机构在风险可控前提下，对基本面比较好、信用记录较好、有竞争力、有市场、有订单但暂时出现经营或财务困难的企业给予信贷支持。全面清理银行信贷政策、法规、办法和指引，根据当前特殊时期需要，对《贷款通则》等有关规定和要求做适当调整。正确处理**好金融促进经济发展与防范金融风险的关系**，在经济下行时避免盲目惜贷。

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》**提出要支持房地产开发企业合理的融资需求**。

2008年12月23日，中国人民银行再次宣布“双降”，下调存贷款基准利率**0.27个百分点**，存款准备金率**0.5个百分点**。

2009年1月19日，总理主持召开国务院第二次全体会议，讨论即将提请十一届全国人大二次会议审议的《政府工作报告（征求意见稿）》。会议提出加快制定和实施重点产业调整振兴规划。此后，汽车、钢铁、电子信息、物流、纺织、装备制造、有色金属、轻工、石化、船舶等十大重点产业调整和振兴规划相继出台。

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%。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。但决策层并没有急于退出刺激政策，2009年8月22-24日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”。

风险提示

政策收紧超预期，销售下滑超预期

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。