

研究所

证券分析师：夏磊 S0350521090004  
010-88576950 xial@ghzq.com.cn

## 历次房地产调控调整回顾

最近一年走势



2016年“930”政策以来，为了抑制过热的房地产市场，各地不断加码房地产调控，穷尽限购、限价等行政手段，以及限贷等金融手段，最终使房地产市场运行趋于平稳。

2022年以来，受内外部因素影响，房地产市场遇冷，土地流拍、房企债务危机此起彼伏。2022年4月29日，政治局会议明确提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”。各地根据市场情况，及时调整房地产政策，势在必行。

这次会有什么不一样的政策调整路径？本文回顾过去历次房地产政策的调整及效果，以资借鉴。

相关报告

- 《稳增长四大基建发力点 \*夏磊》——2022-05-06
- 《稳增长的专项债进度如何？\*夏磊》——2022-03-22
- 《从政策松到市场稳要多久？\*夏磊》——2022-03-13
- 《服务新市民能否成为经济增长点？\*夏磊》——2022-03-07
- 《开年看地产：三四线城市房地产市场韧性如何 \*夏磊》——2022-02-14
- 《开年看地产：一线城市房地产市场韧性如何 \*夏磊》——2022-02-12
- 《开年看地产：二线城市房地产市场韧性如何 \*夏磊》——2022-02-08
- 《投资篇：稳增长靠什么？进度如何？ \*夏磊》——2022-01-17
- 《稳增长的“两新一重”》——2021-12-31
- 《预售资金如何才能良性循环\*夏磊》——2021-12-20
- 《释放消费潜力的四大路径\*夏磊》——2021-12-17
- 《中央经济工作会议的六大政策内涵 \*夏磊》——2021-12-11
- 《发展保障性租赁住房对投资有多大拉动？ \*夏磊》——2021-12-11

### ■ 2008年地产大放松：对冲“金融危机”影响

**2008年国际金融危机爆发，为保经济增长、避免房地产市场下滑，政策开始转向刺激住房消费，推出信贷支持、增加保障房供应和税收减免政策。**2008年11月5日，国务院常务会议决定在未來2年内投资四万亿元以刺激经济；2008年10月27日，央行出台新政，贷款利率下限下调为0.7倍，首付比例下调为20%；2008年12月国务院发布《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，从信贷支持、税收优惠等方面鼓励住房消费。

**效果上看，经济企稳，房价大涨。**2008年和2009年GDP增长率分别为9.6%和9.2%，保增长目的达到，大量资金流向房地产，市场触底复苏，2009年全国商品房销售均价同比上涨23.2%。

### ■ 2014年“930”地产放松：“去库存”压力下刺激房地产

**经济下行，房地产库存快速增加。**2014年经济再度面临压力，GDP同比增速7.3%，同比下滑0.6个百分点。2014年全国商品房销售面积和金额同比增速连月为负，5月首次出现70大中城市新建商品住宅价格环比下跌。销售走弱带来库存快速累积，压力显现。

**放松限购限贷。**2014年6月呼和浩特是第一个正式发文全面放开限购的城市，此后限购取消呈“多米诺骨牌效应”，到9月底仅有北上广深和三亚五个城市未取消。除放开限购外，各地还出台了房贷优惠、公积金异地使用、落户放宽等其他优惠政策，非一线城市的紧急

磊》——2021-12-08

《开发的落寞，物业的崛起——房地产行业年度策略报告 \*夏磊》——2021-11-30

《房地产市场下行，地方政府怎么办？ \*夏磊》——2021-11-09

《房地产税有什么征收效果？——国际版本研究 \*夏磊》——2021-11-01

《房地产税征收会有什么影响？——首批房产税试点效果回顾 \*夏磊》——2021-10-24

《房地产税要推出了吗？ \*夏磊》——2021-10-17

《实现共同富裕的房地产路径 \*夏磊》——2021-10-10

《房企债务周期形成及演化 \*夏磊》——2021-09-23

救市全面展开。

**“930”新政开启全国性放松。**2014年9月30日央行和银监会发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，提出二套房认定标准由“认房又认贷”改为“认贷不认房”；商贷首套最低首付比30%，利率下限为基准利率0.7倍；支持房企在银行间市场进行债务融资。

**货币宽松，放开房企融资。**(1)2014年11月21日央行重启降息，2015年2月5日重启降；(2)2014年10月住建部等三部委发文将公积金贷款申请条件放宽至连续缴存6个月；(3)2015年1月公司债新规出台，发债主体从上市公司扩大到非上市公司，同时推出私募债等备案发行品种，房企发债门槛大幅降低。

**效果上看，一线城市房地产市场率先复苏。**“930”新政和降息后，货币宽松的红利首先涌向供需比低的一线城市，一线城市房市率先复苏，并带动全国商品房销售触底回升。但二三线城市销售仍未改善，库存继续累积，2015年3月二三线城市商品房销售面积同比增速继续下滑至-9.6%、-2.2%低位。

## ■ 2015年“330”加码放松：加强前期政策效果

**房地产投资继续下行，拖累经济。**伴随经济的“L”型走势，2015年房地产市场再度走弱，主要体现在投资。房地产投资同比增速在2015年3月至2016年2月期间持续低于GDP增速，拖累经济。

**“330”新政，五部委联合救市。**2015年3月30日，央行、住建部和银监会发布通知，降低商贷二套房首付比例至40%；同时财政部、国税总局也宣布房屋对外销售的营业税免征年限由5年缩短至2年。“五部委”联合救市，力度超市场预期。

**放松限贷，连续降息降准。**2015年8月31日，住建部、财政部、央行联合发布通知，规定对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的居民家庭，公积金贷款最低首付款比例降至20%；2015年“330”至2015年“930”前夕，央行累计降息3次，全面降准2次。

**棚改货币化安置比例大幅提升。**2015年8月住建部、国开行发文要求各地按照原则不低于50%的比例确定棚改货币化安置目标，并对货币化安置项目加大贷款支持。棚改货币化安置成为后续三四线城市库存消化的重要推力。

**效果上看，2015年“330”后房地产全面复苏。**2015年9月，一、二、三线城市商品房销售面积同比增速分别为22.8%、7.7%和6.0%，房价同比涨幅分别为12.0%、-1.6%、-3.5%，相比于2015年3月大幅改观。

## ■ 2015年“930”再度加码：全面宽松，金融刺激再发力

**高层定调“去库存”。**2015年11月总书记在中央财经领导小组会议上提出“要化解房地产库存，促进房地产持续发展”；此后“去库存”在中央经济工作会议、全国住房城乡建设会议等反复提及，成为调控主基调。

**“930”政策超预期放松。**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》，明确在不实施限购的城市，首套房最低首付比例由不低于30%调整为不低于25%。同时住建部、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》，要求提高公积金贷款额度、全面推行异地贷款业务等。四部委连发两项新政，救市力度再升级。

**房地产金融宽松再度跟进。一是限贷再放松。**2016年2月央行、银监会发文降非限购城市首套商贷首付比例至20%、二套商贷首付比例至30%（二套认定“认贷不认房”）。**二是降息降准。**2015年10月央行再度降息降准各一次，中长期贷款基准利率下降至4.9%的历史低位。低首付叠加低利率，信贷处于空前宽松状态。

**“217”契税优惠。**2016年2月17日，财政部、国家税务总局、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的通知》，规定“购买90平方米以下住房契税减至1%，90平方米以上首套房、二套房分别减至1.5%和2%”。

**效果看，全国房地产市场火热。**2015年“330”到2016年“217”，是政策宽松力度最强的一段时期，其中调控又以金融政策为绝对主力。在棚改货币化安置、宽货币政策等措施下，一直低迷的非热点二三线城市也开始回暖。

- **风险提示** 经济下行超预期，房地产调控政策调整不及预期，新冠疫情超预期等。

## 内容目录

1、 2008 年地产大放松：对冲“金融危机”影响 .....	6
1.1、 调控背景：次贷危机全球经济衰退，国内四万亿投资刺激 .....	6
1.2、 调控政策：以保增长为目的，刺激房地产 .....	6
1.3、 调控效果：销量价格大涨 .....	8
2、 2014 年“930”地产放松：“去库存”压力下刺激房地产 .....	8
2.1、 调控背景：“稳增长+去库存”诉求凸显 .....	8
2.2、 调控政策：放松限购限贷，货币宽松 .....	10
2.3、 调控效果：一线城市率先复苏 .....	12
3、 2015 年“330”加码放松：加强前期政策效果 .....	13
3.1、 调控背景：地产投资拖累经济 .....	13
3.2、 调控政策：放松限贷+宽货币，推行棚改货币化安置 .....	14
3.3、 调控效果：开始全面复苏 .....	15
4、 2015 年“930”再度加码：全面宽松，金融刺激再发力 .....	17
4.1、 调控背景：中央定调“去库存” .....	17
4.2、 调控政策：限贷再放松，降息降准继续推进 .....	17
4.3、 调控效果：一线城市泡沫初现 .....	18
5、 2022 年： 房地产因城施策迎来政策调整 .....	18
6、 风险提示 .....	19

## 图表目录

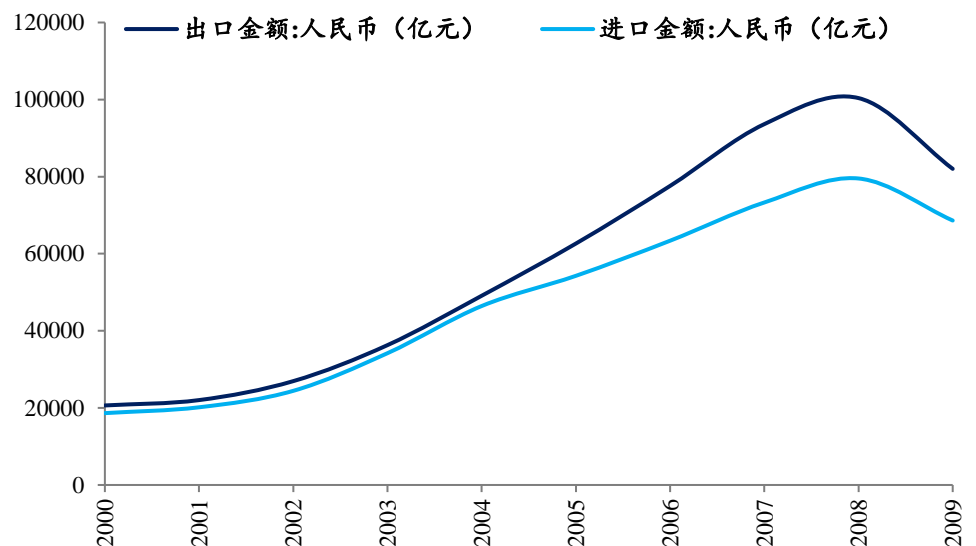
图 1: 进出口额在 2008 年增速放缓, 2009 年大幅下降 .....	6
图 2: 2009 年房地产反弹明显 .....	8
图 3: 2014 年经济下行压力加大 .....	9
图 4: 2014 年房地产销售市场明显转弱 .....	9
图 5: 2014 年开始全国商品房库存快速增加 .....	10
图 6: 2014 年“930”政策后一线城市率先复苏 .....	13
图 7: 2014 年“930”后全国商品房销售首现拐点 .....	13
图 8: 2015 年房地产的弱主要体现在投资方面 .....	14
图 9: 2015 年投资主要由二三线城市拖累 .....	14
图 10: 2015 年“330”是销售全面复苏的起点 .....	15
图 11: 房价增速拐点在 2015 年“330”后出现 .....	16
表 1: 2008 年间房地产主要金融政策 .....	7
表 2: 2014 年三季度密集出台的省级调控政策 .....	11
表 3: 2014 年“930”至 2015 年“330”前夕主要调控政策 .....	12
表 4: 2015 年“330”至 2015 年 9 月期间主要调控政策 .....	16
表 5: 2015 年 9 月至 2016 年 3 月期间金融方面的主要调控政策 .....	18

## 1、2008 年地产大放松：对冲“金融危机”影响

### 1.1、调控背景：次贷危机全球经济衰退，国内四万亿投资刺激

由美国次贷危机引起全球经济衰退。美国金融危机导致美国经济下滑、消费者信心不足，对进口的需求大大减少。美国次贷危机及随后的欧债危机迅速向全球蔓延，升级成国际金融危机和世界经济危机，中国经济也受到冲击。不仅如此，国际金融危机还打击了投资者的信心，国际资本大量撤离，中国利用外资总额在 2009 年下降了 2.56%。

图 1：进出口额在 2008 年增速放缓，2009 年大幅下降



资料来源：Wind，国海证券研究所

**四万亿投资计划推出。**2008 年 11 月 5 日，国务院常务会议决定在 2 年内投资四万亿元以刺激经济。中国宏观经济政策第一次采用“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”进行描述，并罕见地提出用“出手要快、出拳要重、措施要准、工作要实”的力度执行该计划。

四万亿投资计划中对房地产有影响的主要有两部分：“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。”“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，实施游牧民定居工程，扩大农村危房改造试点。”并于 2009 年 3 月的“两会”对保障性住房的规模进行调整，由 2008 年计划投资 2800 亿增加到 4000 亿。

### 1.2、调控政策：以保增长为目的，刺激房地产

2008 年 12 月，国务院发布《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，体现



政府态度。地方政府纷纷出台救市措施。

**第一，管理政策：积极支持房地产业。**面对土地拍卖市场的大逆转、万科的降价销售，2008年9月27日，南京市政府打响“救市”的第一枪，出台《关于保持房地产市场稳定健康发展意见》。11月国务院再次把房地产作为“重要的支柱产业”提上前台。

**第二，住房供应政策：加大保障房建设。**强调主要以实物方式、结合租赁补贴等形式解决城市低收入者住房问题。

**第三，金融政策：加大自住型和改善型住房的信贷支持。**自住型住房贷款利率七折优惠，降低贷款首付比、最低两成；宽松的货币政策，下调房地产项目最低资本金比例到30%，下调法定准备金率至15.5%。

**第四，税收政策：调整交易税、减免营业税。**首次购买90平方米以下普通住房的，契税税率下调至1%，免征印花税、土地增值税；个人销售2年以上的普通住宅免征营业税。

表 1：2008 年间房地产主要金融政策

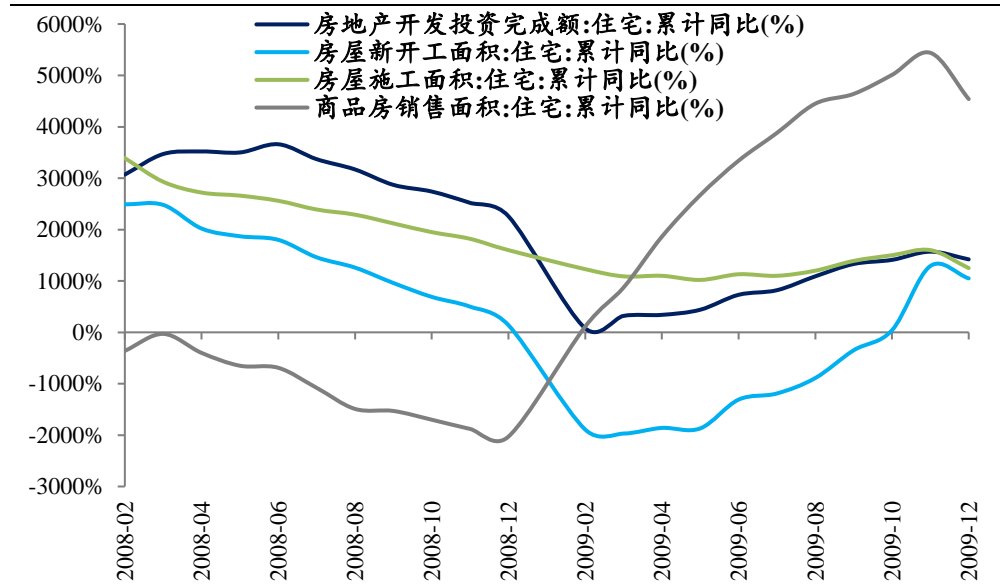
时间	机构	政策措施	政策重点
2008.09.15	央行	降准	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行暂不下调，其他存款类金融机构人民币存款准备金率下调1个百分点。
2008.09.16	央行	降息	贷款基准利率下调0.27个百分点；同时下调个人住房公积金贷款利率，5年期以下和5年期以上分别下调0.18、0.09个百分点。
2008.10.08	央行	降准	下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点
2008.10.09	央行	降息	贷款基准利率下调0.27个百分点，个人住房公积金贷款利率相应下调。
2008.10.22	财政部 国税总局	关于调整房地产交易环节 税收政策的通知	首次购买90平方米及以下普通住房的，契税税率统一下调到1%
2008.10.27	央行	扩大商业性个人住房贷款 利率下浮幅度	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，最低首付款比例调整为20%；个人住房公积金贷款利率相应下调0.27个百分点。
2008.10.30	央行	降息	贷款基准利率下调0.27个百分点，个人住房公积金贷款利率保持不变。
2008.11.27	央行	降息	贷款基准利率下调1.08个百分点，个人住房公积金贷款利率下调0.54个百分点，下调央行再贴现利率
2008.12.05	央行	降准	下调大型存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率2个百分点
2008.12.21	国务院	关于促进房地产市场健康 发展的若干意见	加大保障性住房建设力度，进一步加大对住房消费的信贷支持力度
2008.12.23	央行	降息	贷款基准利率下调0.27个百分点，个人住房公积金贷款利率下调0.18个百分点，下调央行再贴现利率
2008.12.25	央行	降准	下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
2008.12.29	税务总局 财政部	关于个人住房转让营业税 政策的通知	个人销售2年以上的普通住宅，免征营业税

资料来源：中国政府网，各部委官网，国海证券研究所

### 1.3、 调控效果：销量价格大涨

房价空前暴涨。2008 年和 2009 年 GDP 增长率分别为 9.6%和 9.2%，保增长目的达到，大量资金流向房地产，房地产市场触底复苏，2009 年房价大幅上涨，全国商品房销售均价上涨 23.2%，大幅超过城镇居民人均可支配收入的增长幅度。虽然销售面积回到 2008 年之前的水平，但是投资、开工面积还远远落后于 2008 年之前的水平。

图 2：2009 年房地产反弹明显



资料来源：Wind，国海证券研究所

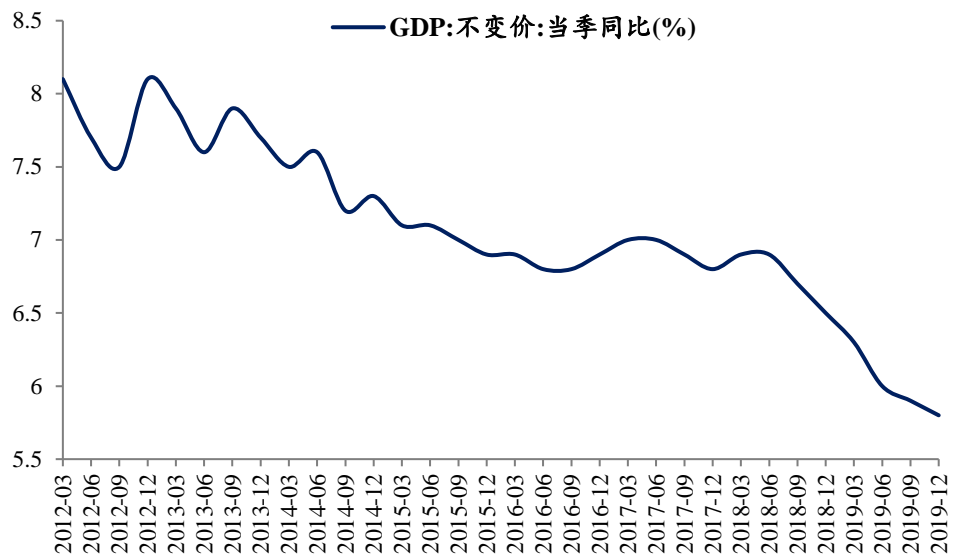
## 2、 2014 年“930”地产放松：“去库存”压力下刺激房地产

### 2.1、 调控背景：“稳增长+去库存”诉求凸显

2014 年中国经济再度面临下行压力，稳增长诉求凸显。2014 年 GDP 同比增速 7.3%，相比 2013 年大幅下滑 0.6 个百分点。经济增速换挡，中国经济进入新常态。



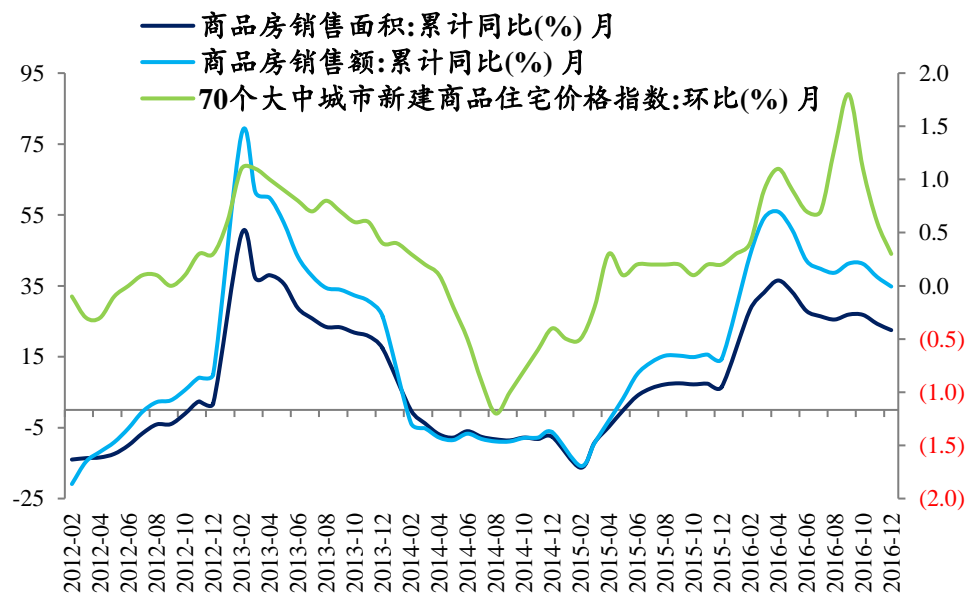
图 3: 2014 年经济下行压力加大



资料来源: Wind, 国海证券研究所

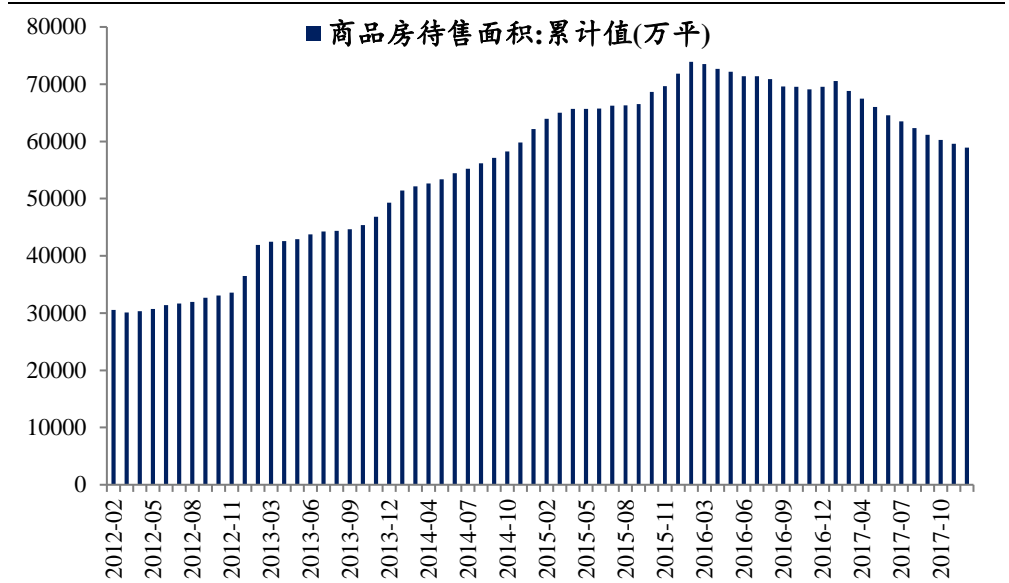
房地产市场则步入“总量放缓、区域分化”的新发展阶段。进入 2014 年, 全国商品房销售面积和金额同比增速罕见的连月为负, 房价涨幅大幅放缓, 2014 年 5 月年内首次出现 70 大中城市新建商品住宅价格环比下跌。销售走弱带来库存的快速累积, 地产业入冬, 去库存压力显现。面对国内经济及房地产市场新形势, 2010 年以来的“最严地产调控周期”走向终点。

图 4: 2014 年房地产销售市场明显转弱



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5：2014 年开始全国商品房库存快速增加



资料来源：Wind，国海证券研究所

## 2.2、调控政策：放松限购限贷，货币宽松

2014 年的调控分为两个阶段，第一阶段限购全面放开，但市场反应平淡；第二阶段以“930”新政为起点，中央祭出重拳开启全面刺激。

**第一阶段：限购密集放开，市场反应平淡。**2014 年上半年仍有部分热点城市继续收紧调控，2014 年下半年地方才意识到高库存的严重性，密集放开限购，同时辅以各类救市措施。2014 年 6 月呼和浩特是第一个正式发文全面放开限购的城市，此后限购取消呈“多米诺骨牌效应”，截至 9 月底仅有北上广深和三亚五个城市未取消。除放开限购外，各地还出台了房贷优惠、公积金异地使用、落户放宽等其他优惠政策，非一线城市的紧急救市全面展开。

**调控第二阶段：“930”新政重启全国性宽松大幕。**市场对限购取消反应平淡，房地产销售和库存累积有进一步恶化的风险，2014 年 9 月 30 日央行和银监会发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（“930”新政），提出二套房认定标准由“认房又认贷”改为“认贷不认房”；商贷首套房最低首付比例 30%，利率下限为基准利率 0.7 倍；支持房企在银行间市场进行债务融资，开展 REITs 试点等。“930”新政是重要的调控转折点，标志着在稳增长和去库存的压力下，强有力的全国性刺激重回历史舞台。

表 2: 2014 年三季度密集出台的省级调控政策

时间	省份	政策措施	政策重点
2014.8.8	福建	《关于促进房地产市场平稳健康发展的若干意见》	1) 允许买房落户; 2) 公积金可本省异地使用; 3) 购房人偿清购房贷款再次申请贷款, 按首贷认定(认贷不认房); 4) 金融机构在贷款时, 首付比例和利率按照政策规定的低限执行。
2014.8.20	江西	《关于促进经济平稳增长若干措施》	1) 落实首套房贷款优惠政策, 适当降低二套房首付比例; 2) 支持商品房库存较大的城市收购符合条件的商品住房, 作为保障房和棚户区改造安置住房房源, 积极消化库存; 3) 加快推进棚户区改造。
2014.8.22	宁夏	《关于促进房地产业持续健康发展的若干意见》	1) 全省限购取消; 金融支持住房消费; 控制土地供给; 2) 引导团体购房(单位团体购买商品住房改善职工住房条件); 鼓励政府购买商品住房用于安置住房等; 3) 鼓励金融机构发放地产开发贷用于保障房建设。
2014.9.15	湖北	《关于促进全省房地产市场平稳健康发展的若干意见》	1) 市场分类调控: 一市一策、一县一策; 2) 适时放开限购政策; 库存消化超过 24 个月的市县要调整供地计划; 3) 首套房贷款利率的下限可扩大为基准利率的 0.7 倍, 加大公积金对购房的支持力度; 4) 大力发展公租房和共有产权房。

资料来源: 中国政府网, 地方政府官网, 国海证券研究所

**2014 年“930”新政后, 中央继续升级金融调控, 同时也在住房供应政策上进行调整。**

**第一, 金融政策: 宽松货币, 放宽房企融资。**(1) 2014 年 11 月 21 日央行重启降息, 并在 2015 年 2 月 5 日重启降准, 货币宽松周期开启; (2) 2014 年 10 月住建部等三部委发文将公积金贷款申请条件放宽至连续缴存 6 个月; (3) 2015 年 1 月公司债新规出台, 发债主体从上市公司扩大到非上市公司, 同时推出私募债等备案发行品种, 房企发债门槛大幅降低, 为 2016 年地产债融资狂欢和房企投资热潮埋下伏笔。

**第二, 住房供应政策: 推进棚户区改造, 启动发展租赁市场。**

**(1) 棚户区改造: 创设 PSL 和项目收益债保障资金来源。**2014 年以棚户区改造为主力的住房保障工程加快推进, 同时棚改资金来源获得制度性拓宽, 一方面, 央行创设 PSL 为棚改提供长期稳定资金, 国开行获 PSL 后以棚改贷款形式发放, 2014 年共发放棚改贷 4086 亿元, 同增 285.5%。另一方面, 发改委于 2014 年 5 月推出棚改项目收益债, 地方政府执行棚改的融资途径再获拓宽。

**(2) 租房市场: 发展健全的租赁市场正式提上日程。**2015 年 1 月住建部发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》, 提出用 3 年时间基本形成制度健全的住房租赁市场; 随后住建部等又发文规定, 连续缴存 3 个月公积金的职工可提取公积金支付房租。租赁市场的培育正式启程。

表 3: 2014 年“930”至 2015 年“330”前夕主要调控政策

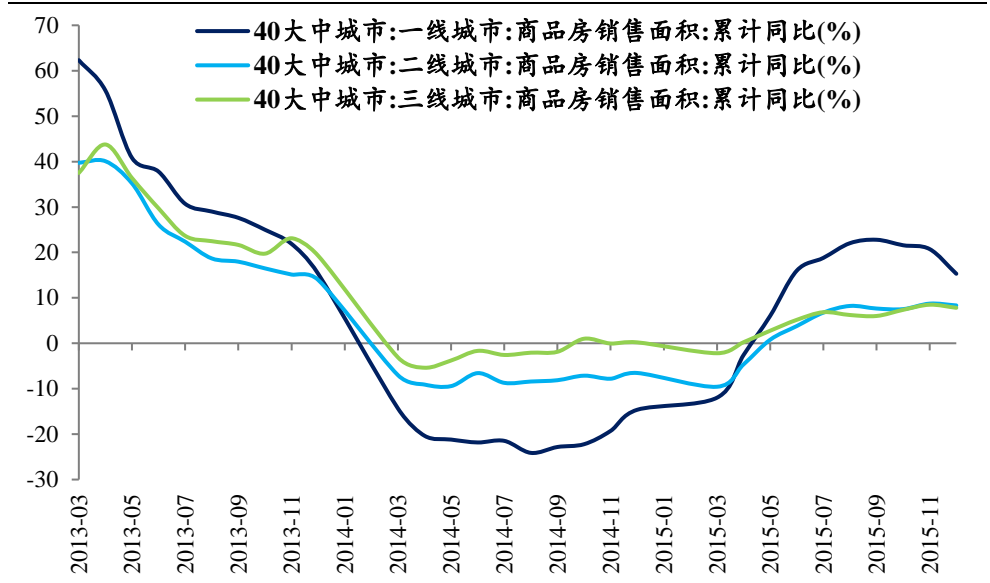
类别	时间	部门	政策措施	政策重点
金融政策	2014.9.30	央行、银监会	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	1) 首套房贷款最低首付款比例为 30%，贷款利率下限为基准利率的 0.7 倍； 2) 认贷不认房: 对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。
	2014.10.9	住建部、财政部、央行	《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》	职工连续足额缴存住房公积金 6 个月（含）以上，即可申请住房公积金个人住房贷款。
	2014.11.22	央行	降息	2014 年 11 月 22 日起贷款基准利率下调 0.4 个百分点
	2015.1.15	证监会	《公司债券发行与交易管理办法》	1) 允许非上市公司发行公司债； 2) 引入私募公司债和小公募等非公开品种，地产公司债发行门槛降低
	2015.2.5	央行	降准	2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
	2015.3.1	央行	降息	2015 年 3 月 1 日起贷款基准利率下调 0.25 个百分点。
租房政策	2015.1.14	住建部	《关于加快培育和发展的住房租赁市场的指导意见》	1) 用 3 年时间基本形成制度健全的住房租赁市场; 2) 支持房地产开发企业从单一的开发销售向租售并举模式转变; 3) 积极推进房地产投资信托基金 (REITs) 试点
	2015.1.28	住建部、财政部、央行	《关于放宽提取住房公积金支付房租条件的通知》	职工连续足额缴存住房公积金满 3 个月，本人及配偶在缴存城市无自有住房。租赁住房的，可提取夫妻双方住房公积金支付房租。
保障房政策	2014.5.19	发改委	《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》	逐省研究融资预案，适当放宽企业债券发行条件，推进企业债券新品种创新，研究推出棚户区改造项目收益债券，开展棚户区改造项目收益债券试点

资料来源: 各部委官网, 新华网, 国海证券研究所

## 2.3、 调控效果：一线城市率先复苏

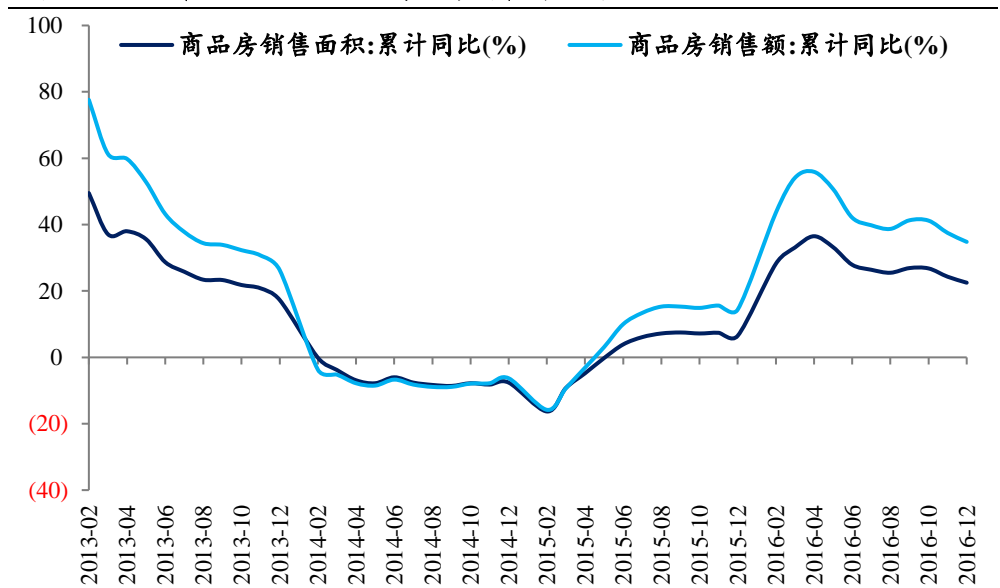
“930”新政和降息后，货币宽松的红利首先涌向供需比低的一线城市，一线城市房市率先复苏。一线城市转好也带动全国商品房销售触底回升。但二三线城市销售仍未改善，库存继续累积，2015 年 3 月二三线城市商品房销售面积同比增速继续下滑至-9.6%、-2.2%低位。

图 6: 2014 年“930”政策后一线城市率先复苏



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 7: 2014 年“930”后全国商品房销售首现拐点



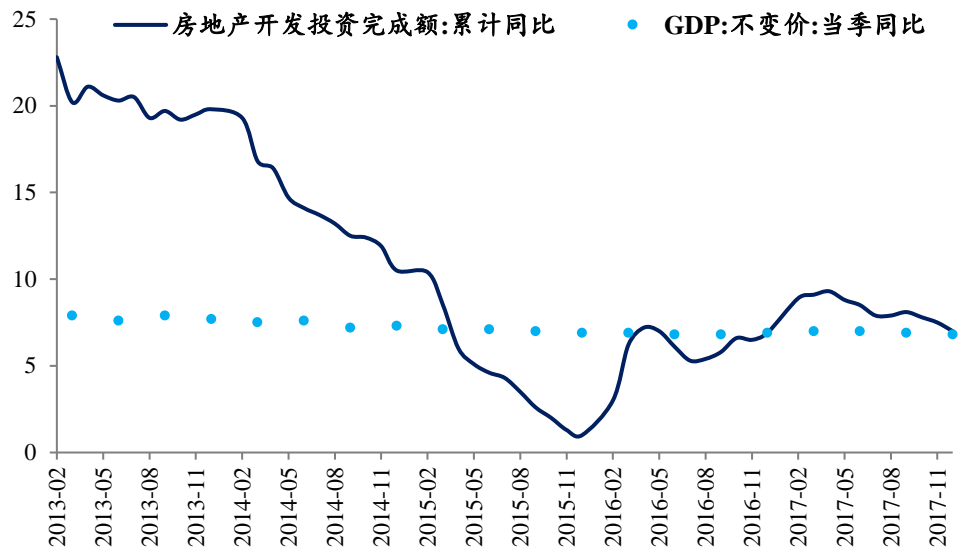
资料来源: Wind, 国海证券研究所

### 3、2015 年“330”加码放松: 加强前期政策效果

#### 3.1、调控背景: 地产投资拖累经济

伴随经济的“L”型走势, 2015 年房地产市场再度走弱, 此时房地产的“弱”主要体现在投资。房地产投资同比增速在 2015 年 3 月至 2016 年 2 月期间持续低于 GDP 增速, 一直是经济增长引擎的房地产开始拖累经济。

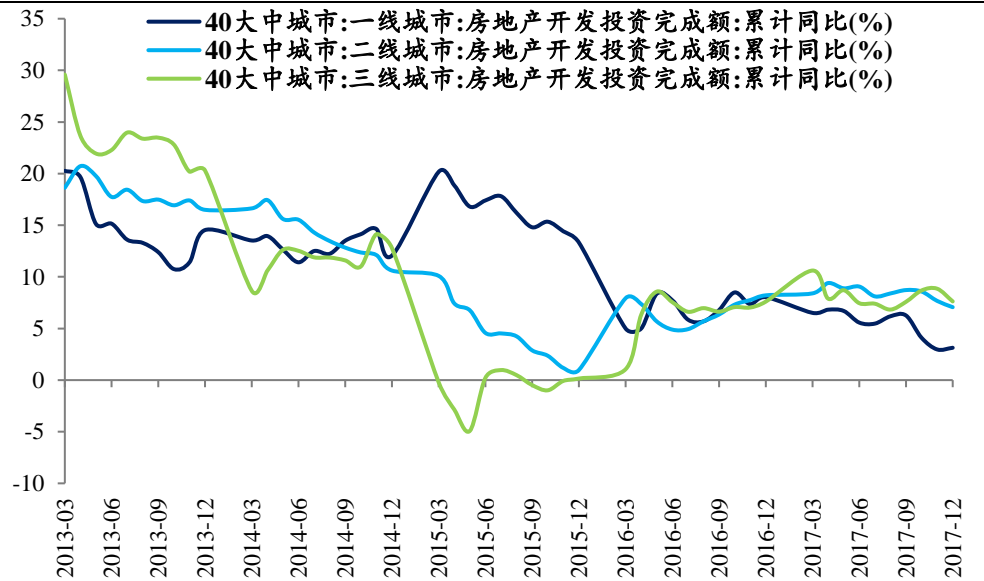
图 8: 2015 年房地产的弱主要体现在投资方面



资料来源: Wind, 国海证券研究所

分城市来看,“弱”地产投资主要源于二三线城市: 2015 年 3 月一线城市房地产投资同比增速高达 20.2%, 而二三线城市仅为 10.1%和-0.2%。“总量放缓, 区域分化”的新阶段特征更加明显。

图 9: 2015 年投资主要由二三线城市拖累



资料来源: Wind, 国海证券研究所

### 3.2、 调控政策: 放松限贷+宽货币, 推行棚改货币化安置

超预期的“330”新政开启救市风暴。2015 年 3 月 30 日, 央行、住建部和银监会发布通知, 降低商贷二套房首付比例至 40%; 同时财政部、国家税务总局也宣



布房屋对外销售的营业税免征年限由 5 年缩短至 2 年。“五部委”联合救市，力度超市场预期。2015 年“330”后的主要救市措施还有：

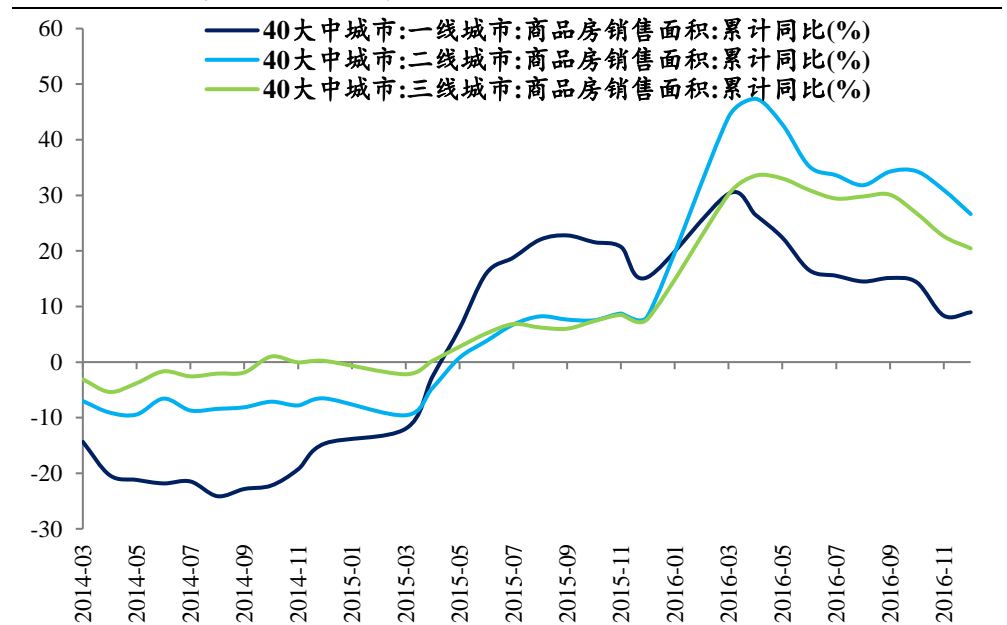
**第一，金融政策：放松限贷，连续降息降准。**1) 继“330”新政降低二套房首付比例至 40%后，8 月 31 日住建部、财政部与央行联合发布通知，规定对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的居民家庭，公积金贷款最低首付款比例降至 20%；2) 2015 年“330”至 2015 年“930”前夕，央行累计降息 3 次，全面降准 2 次，释放大量流动性。房地产短期看金融，首付比例和贷款利率直接决定购房意愿和购买力，货币宽松叠加低首付比和低利率，购房需求迅速释放。

**第二，住房供应政策：棚改货币化安置推进，开发项目资本金下调。**1) 2015 年 8 月住建部、国开行发文要求各地按照原则不低于 50%的比例确定棚改货币化安置目标，并对货币化安置项目加大贷款支持。棚改货币化安置成为后续三四线城市库存消化的重要推力。2) 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》，对房地产行业开发项目资本金要求为：保障性住房和普通商品住房项目维持 20%不变，其他项目由 30%降为 25%。

### 3.3、调控效果：开始全面复苏

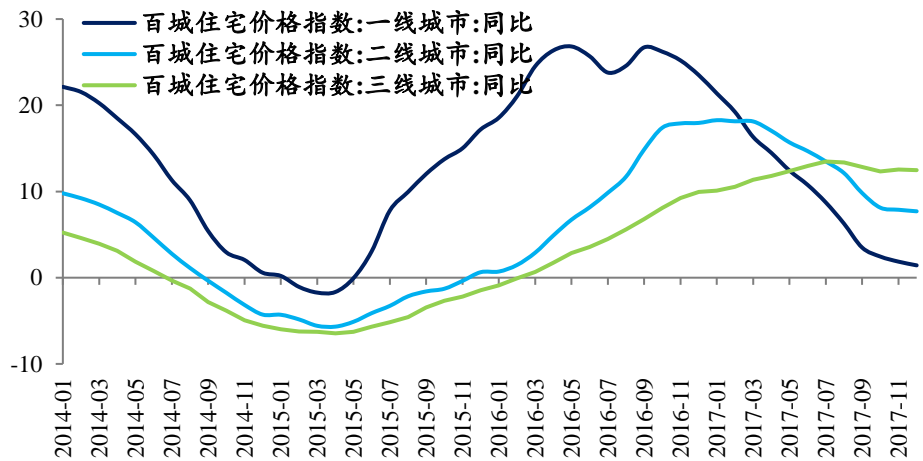
**2015 年“330”后房地产市场开始出现全面复苏迹象：**一二三线城市销售面积、价格同比增速均开始上扬：到 2015 年 9 月，一、二、三线城市商品房销售面积同比增速分别为 22.8%、7.7%和 6.0%，房价同比涨幅分别为 12.0%、-1.6%、-3.5%，相比于 2015 年 3 月大幅改观。

图 10：2015 年“330”是销售全面复苏的起点



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 11: 房价增速拐点在 2015 年“330”后出现



资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 4: 2015 年“330”至 2015 年 9 月期间主要调控政策

类别	时间	部门	政策措施	政策重点
金融财税政策	2015.3.30	央行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》	1) 二套房商贷首付比例降至 40% 2) 首套房公积金贷款首付比例降至 20%; 二套房公积金贷款首付比例降至 30%
	2015.3.30	财政部、国家税务总局	《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》	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。(此前为 5 年)
	2015.8.31	央行、住建部、银监会	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	拥有 1 套住房并已结清购房贷款的公积金最低首付款比例降至 20%
	2015.9.9	国务院	《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》	房地产开发项目资本金规定: 保障性住房和普通商品住房项目维持 20% 不变, 其他项目由 30% 调整为 25%
	2015.9.29	住建部、财政部、央行	《关于切实提高住房公积金使用效率的通知》	1) 提高贷款额度: 月还款额与月收入比上限控制在 50%-60%。2) 全面推行异地贷款业务
限购政策	2015.8.19	住建部等	《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》	1) 取消外商投资房地产企业办理境内贷款、境外贷款、外汇借款结汇必须全部缴付注册资本金的要求。2) 境外个人可以购买符合实际需要的自用、自住商品房。
土地政策	2015.3.25	国土部、住建部	《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》	要求 2015 年各地有供、有限, 合理安排住房和其用地供应规模; 优化住房供应套型, 促进用地结构调整; 多措并举, 统筹保障性安居工程建设
保障房政策	2015.4.21	财政部、国土部、住建部、央行、国税总局、银监会	《关于运用政府和社会资本合作模式推进公共租赁住房投资建设和运营管理的通知》	鼓励地方运用 PPP 模式推进公共租赁住房投资建设和运营管理
	2015.8.26	住建部、国	《关于进一步推进棚改	1) 各地按照原则不低于 50% 的比例确定棚

	家开发银行	货币化安置的通知》	改货币化安置目标；2) 对实施货币化安置的棚改项目，国开行加大贷款支持
--	-------	-----------	-------------------------------------

资料来源：各部门官网，国海证券研究所

## 4、2015 年“930”再度加码：全面宽松，金融刺激再发力

### 4.1、调控背景：中央定调“去库存”

2015 年“330”开启了房地产市场全面复苏的起点，但二三线城市复苏力度仍较弱，全国商品房库存继续走高。在此背景下，2015 年 11 月总书记在中央财经领导小组会议上提出“要化解房地产库存，促进房地产持续发展”；此后“去库存”在中央经济工作会议、全国住房城乡建设会议等反复提及，成为调控主基调。

### 4.2、调控政策：限贷再放松，降息降准继续推进

**2015 年“930”再度超预期放松。**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》(新 930)，明确在不实施限购的城市，首套房最低首付比例调整为不低于 25%(此前为 30%)。同时住建部、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》，要求提高公积金贷款额度、全面推行异地贷款业务等。四部委连发两项新政，救市力度再升级。

**2015 年“930”后金融调控再度跟进。**一是限贷再放松：2016 年 2 月央行、银监会发文降非限购城市首套商贷首付比例至 20%、二套商贷首付比例至 30%(二套认定“认贷不认房”)。二是央行降息降准继续推进，2015 年 10 月央行再度降息降准各一次，中长期贷款基准利率下降至 4.9%的历史低位。低首付叠加低利率，信贷处于空前宽松状态。

**“217”契税新政是本轮调控的最后一项重大全国性政策。**2016 年 2 月 17 日，财政部、国家税务总局、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的通知》，规定“购买 90 平方米以下住房契税减至 1%，90 平方米以上首套房、二套房分别减至 1.5%和 2%”。这是本轮调控的最后一项重大全国性政策，至此四招“刺激组合拳”出尽。

表 5: 2015 年 9 月至 2016 年 3 月期间金融方面的主要调控政策

时间	部门	政策措施	政策重点
2015.9.29	住建部 财政部 央行	《关于切实提高住房公积金使用效率的通知》	1) 提高贷款额度: 月还款额与月收入比上限控制在 50%-60%。 2) 全面推行异地贷款业务
2015.9.30	央行 银监会	《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》	在不实施限购措施城市, 对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人房贷, 最低首付款比例调整为不低于 25%。
2015.10.24	央行	降息降准	自 2015 年 10 月 24 日起, 金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.35%; 其他各档次做相应调整; 自同日起, 下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2016.2.2	央行 银监会	《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, 商贷首套房最低首付比例为 25%, 各地可向下浮动 5 个百分点; 二套房降为 30%。

资料来源: 各部门官网, 国海证券研究所

### 4.3、 调控效果：一线城市泡沫初现

2015 年“330”到 2016 年“217”，是政策宽松力度最强的一段时期，其中调控又以金融政策为绝对主力。在强有力的救市政策下，一直低迷的非热点二三线城市也开始回暖。遗憾的是，救市政策违背初衷地助长了热点一二线城市的“泡沫”。2016 年以来，一线城市和热点二线城市（如南京、合肥、苏州等）房价暴涨、地王频出，房地产市场局部出现“泡沫”倾向。

## 5、 2022 年：房地产因城施策迎来政策调整

郑州作为 22 个长效机制试点城市之一，极具风向标意义。2022 年 3 月 1 日，郑州市人民政府发布《关于促进房地产业良性循环和健康发展的通知》，主要内容包

**调整限购：**鼓励老年人来郑投亲养老，允许其投靠家庭新购一套住房。

**调整限贷：**引导在郑金融机构加大个人住房按揭贷款投放，下调住房贷款利率，有一套住房并已结清贷款的家庭，执行首套房贷款政策，即二套房贷款实行“认贷不认房”。

**放松限价：**对低容积率、高绿地率等建筑销售限价上浮。

**通过货币化安置创造需求：**实施安置房建设工作三年行动，对未开工建设的安置房，鼓励拆迁群众选择货币化安置。

**土地方面：**土地竞拍保证金最低比例下调至挂牌价的 20%，土地出让金可在成交后 1 年内实行分期缴纳。

**长效机制强调“因城施策”，当前，最受关注的 22 个长效机制试点城市包括：**北上广深 4 个一线城市和南京、苏州、杭州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡 18 个二线城市。**当前，杭州、苏州、长沙等热点城市房地产调控政策陆续调整，具有强信号效应。**

## 6、风险提示

经济下行超预期，房地产调控政策调整不及预期，新冠疫情超预期等。

## 【政策研究小组介绍】

夏磊，中国人民大学硕士，首席政策分析师。

## 【分析师承诺】

夏磊，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。



若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。