

# 房地产深度报告（一）： 我国历史上的七次深度调整

## 报告要点

**1998年房地产改革的初衷在于20世纪70年代城市化进程加快，大量人口从农村迁移至城市，住房缺口迫使房屋政策转型。**早在1988年，全国住房改革会议就提出了低租金、提租补贴、租售结合、以租促售等一系列措施。但1989年后，在价格闯关、居民购房意愿弱、试点未能有效解决住房短缺等问题的影响下出现了十年的延期，房改政策进入等待阶段。进入90年代后，经济进入高速增长阶段，居民购买力快速提升，政策呼之欲出，开启了房地产大周期。

**税改不是促成土地财政的唯一推手。**1993年分税制改革与1998年房改的初衷并非建立土地财政的逻辑关系，而是将更多资源与行政权力下划地方，以更好地推动地方经济发展。经济增速目标压力迫使地方政府寻找潜在增长点，地方政府选择通过出让土地作为财政收入的一部分，不仅可以增加地方财政收入，还能满足地方投资需求，推动经济增长。从政策出发的角度看，我们认为分税制改革并不是推动土地财政的直接原因，而是市场经济下地方政府的自然选择。

**自1998年房改至今，中国房地产在26年中经历了7次大规模调整，其中可分为4次正向与3次逆向调整。**地产政策调整的重要驱动力分别是宏观经济波动、控制房价和稳定市场、防范系统性金融风险以及保障住房需求及民生改善。调整背后的逻辑首先是应对宏观经济的波动。当经济过热时，政策通过提高首付比例、限制贷款和增加税收等措施来抑制投机，防止市场泡沫积聚；而在经济放缓时，政策则转向宽松，采取降低首付、放宽贷款条件等手段，刺激刚需和改善性需求，进而拉动内需、促进经济复苏。其次，控制房价和稳定市场是历次调控的主要目标之一。房价的快速上涨扩大了贫富差距，加剧了区域之间的不平衡及资产价格波动等问题，政策通过限购、限贷等政策手段，防止房价过快上涨，确保市场稳定。特别是在2016年提出的“房住不炒”政策后，调控进一步明确了以居住需求为核心的定位，不将房地产作为短期炒作的工具。此外，防范系统性金融风险也是政策调整的重要动因。由于房地产与金融体系紧密相关，过快上涨的房价可能导致金融杠杆过高，增加系统性风险。政府通过“三条红线”等措施，控制开发商负债水平，防止金融风险扩散。最后，保障住房需求及民生改善贯穿于历次调控之中，也是开启地产顺周期的关键。无论是在抑制投机还是刺激需求的政策中，政府始终重视增加保障性住房供给，确保中低收入群体的居住需求得以满足，同时通过保障房建设促进市场的健康发展和经济复苏。

**与过去6次不同，新一轮调控政策更加注重精准调控和长效机制的建立。**过去的调控往往是全国性的统一政策，而此次则强调“因城施策”，根据各地房地产市场的实际情况制定不同的政策，避免一刀切。此外，政策不再局限于短期的市场稳定，而是更加注重构建长效机制，包括多主体供给、多渠道保障的住房制度，推动租购并举，促进房地产市场的长期健康发展。

**风险提示：**

- 1、调控力度不及预期，销售数据或进一步下跌；
- 2、宏观经济复苏进度偏缓，进一步加大了房地产出清的难度。

宏观研究

日期： 2024.09.19

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

## 相关研究

- 《如何看待海外衰退交易》(2024/8/6)
- 《稳增长、促消费、去产能——7.30政治局会议点评》(2024/7/31)
- 《二十届三中全会精神解读》(2024/7/19)
- 《中国制造业，如何从比较优势迈向竞争优势？》(2024/7/3)
- 《警惕债市风险》(2024/7/3)
- 《曙光初现——5月宏观环境观察》(2024/6/21)
- 《二季度宏观政策：稳经济，化风险》(2024/6/21)
- 《淡化时点，关注趋势——美联储6月会议点评》(2024/6/13)
- 《三中全会历史回溯》(2024/6/11)

## 内容目录

一、1998 房改与分税制改革共同形成了新的发展机制 .....	3
二、地产政策与宏观周期平行：98 年至今共出现了 4 次正向调控与 3 次逆向调控 .....	5
第一阶段：1998 年房改拉开商品房序幕 .....	6
第二阶段：2003-2007 年，政策收紧进入逆向调整 .....	7
第三阶段：2008-2009 年，金融危机下迫使政策走向宽松 .....	8
第四阶段：2010-2013 年，市场走热引发逆向调控 .....	9
第五阶段：2014-2015 年，经济放缓与库存上升使政策转向宽松 .....	10
第六阶段：2016-2022 年，房住不炒与三条红线全面收紧 .....	11
第七阶段：2022 年至今，流动性危机与经济复苏下的全面宽松 .....	12
三、附录：主要房地产政策一览表 .....	14
风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1：城镇与农村居民人均居住面积变化情况 .....	3
图表 2：1986-1996 年城镇居民人均可支配收入 .....	4
图表 3：房地产市场发展随着政策调整而波动 .....	5
图表 4：前期房地产业增加值占 GDP 比重 .....	6
图表 5：2006-2007 年央行存贷款基准利率调整情况 .....	7
图表 6：逆向调节下土地成交面积增速出现下滑 .....	8
图表 7：2006-2010 年 GDP、M2 和出口增速情况 .....	9
图表 8：“四万亿”牵头下房地产住宅销售面积与价格同步出现大幅上涨 .....	9
图表 9：紧缩政策下房企拿地与投资意愿减弱 .....	10
图表 10：主要城市房价收入比 .....	10
图表 11：政策全面收紧下，房地产贷款增速从 2016 年后开始下行 .....	12
图表 12：在“买涨不买跌”情绪中，房价上涨与政策调整呈反向波动 .....	12
图表 13：市场信心不足下，房地产库存数量上升，开工面积明显下降 .....	13

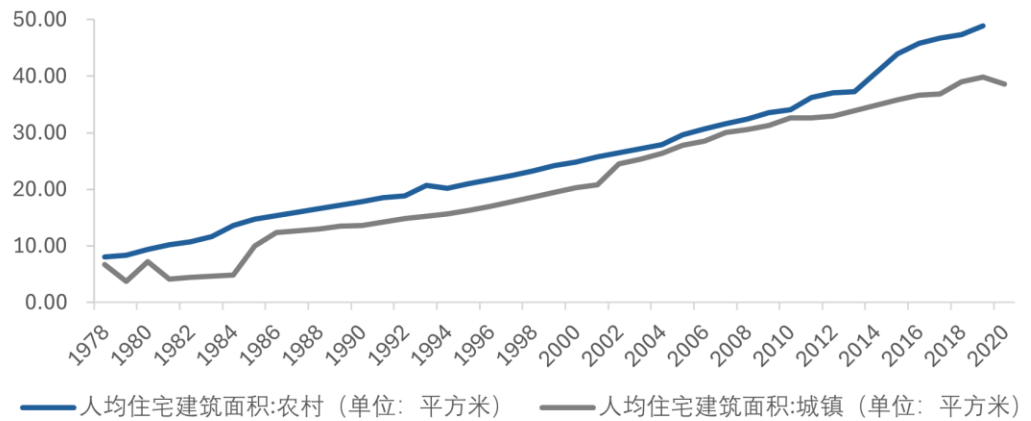
## 一、1998 房改与分税制改革共同形成了新的发展机制

中国房地产改革的初衷在于 20 世纪 70 年代城市化进程加快，大量人口从农村迁移至城市，但城市住房供给面临严重不足的挑战。背后的原因是当时公有制住房体系按照政府和企事业单位的员工数量建立所对应的房屋数量，在大量非公有劳动力涌入城市后，自然形成了住房紧张的问题。除此之外，居民居住环境受到建设资金的约束长期处于较差环境下，影响了居民生活水平。根据中国房地产估价师与房地产经纪人学会公布的数据看，在改革开放初期，城市居民人均住宅建筑面积仅有 6.7 平方米，农村稍好，但也仅有 8.1 平方米。提高人民生活水平作为改革开放的一项主要目标，进行全面的房改以改善居住环境势在必行。

在此背景下，邓小平在 1978 年 9 月提出了“解决住房问题能不能路子宽些，譬如允许私人建房或者私建公助，分期付款，把私人手中的钱动员出来，国家解决材料，这方面潜力不小。”的讲话，随后自 20 世纪 80 年代开始，政府开始探索租金改革，试图通过提高租金水平和提供租金补贴来减轻财政负担，同时推动住房商品化。其中，1988 年全国住房改革会议提出了低租金、提租补贴、租售结合、以租促售等一系列措施，希望通过这些措施推动住房制度改革。

1989 年后，房改进入了近十年的停滞，其背后有两个主要的原因：首先，在市场化改革的大背景下，价格双轨制拉开了商品经济建设的序幕，随着双轨制弊端的显现，市场从局部闯关迈向全面突破。在当时市场经验不丰富、宏观调控配套建设不健全的背景下，全面闯关导致市场价格体系出现了一定的混乱，通胀水平一度突破 18%，因此房改被迫放缓。第二，初期房改的试点未能有效解决住房短缺和分配不公平的问题，其背后的原因是租金提升困难、补贴机制不完善、市场机制不健全、居民购买力低、供应结构不合理等。

图表 1：城镇与农村居民人均居住面积变化情况



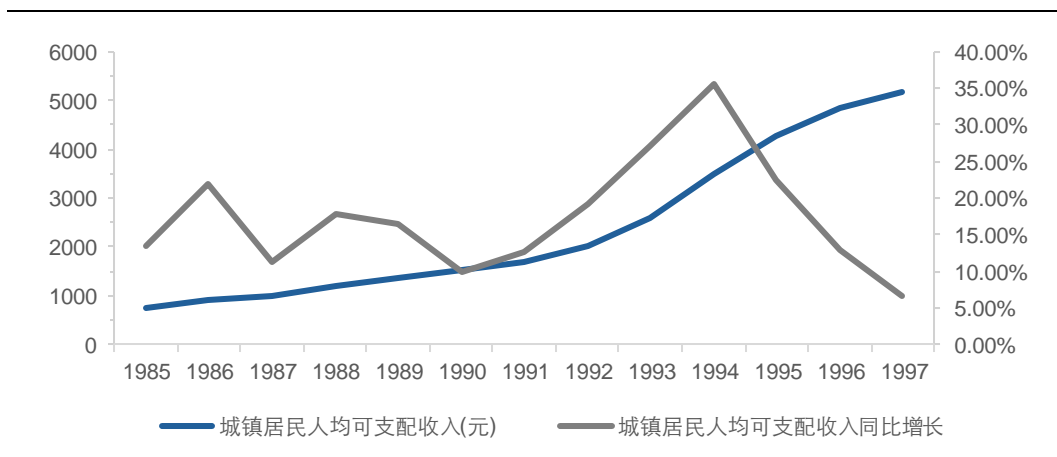
资料来源：Wind，五矿证券研究所

虽然结构性改革延迟了房改的推出，但政策在 1998 年全面房改之前并没有停止尝试：1990 年 5 月，国务院颁布了《城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》。1991 年 6 月，在要求各地贯彻执行国发〔1988〕11 号和国办发〔1988〕13 号两个文件的基础上，国务院下发《关于继续积极稳妥地进行城镇住房制度改革的通知》，进一步提出了分布提租、交纳租赁保证金、新房新制度、集资合作建房、出售公房等多种完善房改的思路。1991 年 12 月，国务院住房制度改革领导小组《关于全面推进城镇住房制度改革的意见》（国办发〔1991〕73 号），并于 1992 年取消了福利分房制度，开始实行住房分配货币化改革。在后续的几年中，政策超前发力，1998 年，国务院出台《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》并开启全面房改之前不断加强经济适用房的建设。

**宏观经济总量维持高速增长进一步促进房地产消费的持续上升。**1992年邓小平南方谈话以及党的十四大之后，中国进入了一个全新的阶段，改革开放踏上了一个全新的征程。经济体制改革从20世纪80年代以放权让利为主逐步转向以建立社会主义市场经济体制框架为目标，市场化进一步推动了经济增长。1991—1997年，GDP平均增速维持在11%以上的高水平，通货膨胀从1994年24.1%的高位回落至1997年的2.8%，并在后续数年中持续保持下落态势。

大繁荣带动了社会零售品销售总额的高增速。社会消费品零售总额增速自1992年的12.92%持续攀升，最终达到1994年11月的40.68%。从绝对量看，1992-1997年期间，社会零售总额快速从1991年末的833.5亿元上升至1997年末的2899亿元，社会总体需求维持强劲态势。在1991-1997年期间，国民收入水平持续提升，其中全国城镇居民人均可支配收入从1991年的1700.6元快速上升至1996年的5160.32元。居民收入水平的上涨主要来源于企业利润的增加，在城镇居民以外，农业产值的提高同步提升了农民的收入，农村居民人均纯收入由1990年的686.31元提升至1997年的2090.1元。**当收入增速超越通胀增速时，居民消费支出就会增加，提升生活质量。在房屋、汽车等耐用品上，体现为居民杠杆率的提升。**

图表 2：1986-1996 年城镇居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

**分税制改革与经济增长目标促使地方政府加快发展土地资源的步伐，推动房地产及其上下游行业快速发展。**

1988年修订的《中华人民共和国土地管理法》允许土地使用权在市场上转让、出租和抵押，但土地所有权仍归国家或集体所有。这一政策的初衷在于通过市场提升土地资源的配置效率，支持城市化进程以及住房制度改革的推进。然而，价格水平的剧烈波动带来了不确定性，使得居民对耐用品消费的预期偏弱，经济适用房的改革也因此放缓。

1993年，十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》。全会指出，社会主义市场经济体制是同社会主义基本制度结合在一起的。建立社会主义市场经济体制，就是要使市场在国家宏观调控下对资源配置起基础性作用。要进一步转换国有企业经营机制，建立适应市场经济要求的现代企业制度，包括产权清晰、权责明确、政企分开和管理科学。随后，国务院同步推出了《国务院关于实行分税制财政管理体制的决定》（国发〔1993〕85号），开启了分税制改革。

**土地是经济发展要素中的核心，对于地方政府来说，土地是天然的、具有规模价值的发展要素。将资源进行市场化配置以提升效率，是满足国民经济发展目标的重要举措。在全年经济增长目标的引导下，地方政府选择通过出让土地作为财政收入的一部分，不仅可以增加地方**



财政收入，还能满足地方投资需求，推动经济增长。从政策的角度看，分税制改革并不是推动土地财政的直接原因，而是社会主义市场经济下的自然选择，或者说，只要存在 GDP 考核目标，那么即使没有分税制，地方仍然会产生对资金的迫切需求与不足的情况。

## 二、地产政策与宏观周期平行：1998 年至今共出现 4 次正向调控与 3 次逆向调控

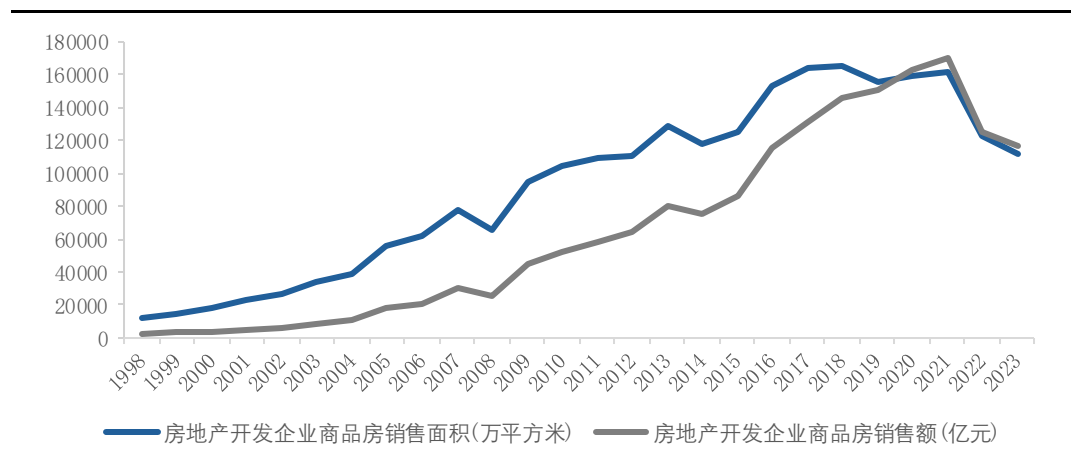
自 1998 年房改至今，中国房地产走过了 26 个春秋，宏观调控经历了 7 次大的调控，仔细观察，如果将地方性政策纳入其中，那么政策几乎不存在空窗期。从宏观看，我国政治环境与经济发展阶段决定了社会主义市场经济的发展模式，从 1978 年改革开放至今的中国经济发展情况来看，这一发展模式带来了空前的经济增长，在全球范围内有充分的案例表明奥地利学派的新自由主义和以全面分配、调控为主的苏联模式都没有创造出中国经济的奇迹。

在政策调控与市场之间的平衡调控是艰难的，宏观调控在中国经济发展的模式下不仅要充当长期经济增长的领导者，同时还要积极地熨平经济发展中所产生的波动。在过去大量的学术讨论中，学者所围绕的问题也是公有制与民营经济之间的权重问题。有学者（吴敬琏，2016）指出，在经济体制方面，进一步改革的核心问题，仍然是建立和健全竞争性的市场体系，使市场能够在资源配置中充分发挥基础性的作用。

在传统的经济周期研究中，学界并没有对中国经济做充分的讨论，这是因为中国特有的发展模式不符合。大政府的模式下，经济周期的划分难以用熊彼特的经济发展理论下的“创造性破坏”或是索罗的新古典增长模型中的“长期经济增长依赖技术进步”来解释。对于中国而言，社会主义制度下的增长目标、改革计划决定了中国经济所处的阶段。这种模式的优势在于可以在短时间内对资源进行重新组合，以优化产出。不过，也同时带来了发展中的软约束问题。

自 1998 年房改开启住宅商品化时代以来，以中央调控政策的转向作为转折点，在 1998-2024 共 26 年间，房地产调控可以分为 4 次正向调控与 3 次逆向调控共 7 次调整，所有的地产政策都旨在满足基本经济增长所产生的需求的同时熨平资产价格过热/过冷带来宏观经济波动的问题。在具体的调控政策上，出现了部分地区与中央不平行的情况，主要是受地方土地财政的影响。总体来说，政策调控是从资产价格出发，满足居民需求的同时保证量价与经济周期同步，避免风险聚集形成系统性风险。

图表 3：房地产市场发展随着政策调整而波动



资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

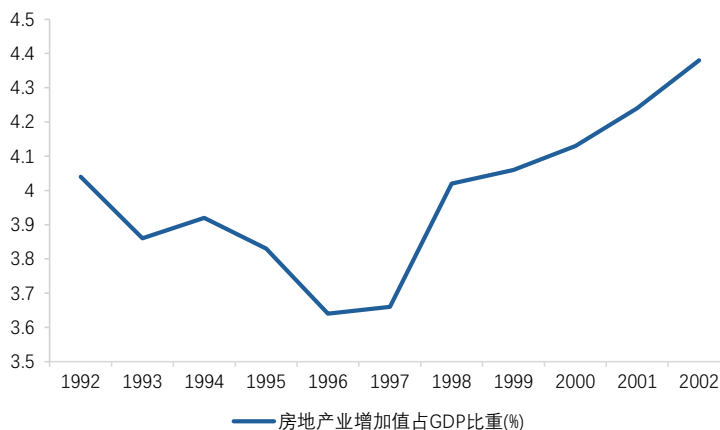
## 第一阶段：1998年房改拉开商品房序幕

房地产市场在政策支持下发展较快，为了配合房改，1998年5月，中国人民银行立即出台了《个人住房贷款管理办法》(银发[1998]190号)，提出个人购房首付款不低于房价的30%，贷款期限不得超过20年，该文件成为第一批为住宅商品化提供支持的文件。随后，人民银行陆续发布了《关于开展个人消费信贷的指导意见》(银发[1999]73号)《关于调整个人住房贷款期限和利率的通知》(银传[1999]44号)等文件，进一步降低贷款首付比例、延长住房贷款期限。1999年，财政部、国家税务总局、建设部陆续出台了《关于调整房地产市场若干税收政策的通知》(财税字[1999]210号)、《关于个人出售住房所得征收个人所得税有关问题的通知》(财税字[1999]278号)，对房地产二级市场涉及的营业税、契税、土地增值税、个人所得税实行优惠，减轻个人买卖普通住宅的税负。同时，在土地供给方面由国土资源部在2002年7月颁发了《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规定》(国土资源部令2002年第11号)，文件叫停了使用了多年的土地协议出让方式，规定商业、旅游、娱乐和商品住宅等各类经营性用地，必须以招标、拍卖或者挂牌方式进行公开交易，进一步强调了市场作为资源配置主体的功能。2003年国务院发出《关于暂停审批各类开发区的紧急通知》《关于加大工作力度，进一步治理整顿土地市场秩序的紧急通知》等文件，对土地市场进行集中整治，使得经营性用地招标拍卖挂牌出让制度得到全面推行，土地市场的供给制度更加规范。

在宏观经济方面，1998-2002年，国民经济保持在高速增长阶段，其中2001年一季度同比增速达到9.5%的阶段高点。但是，在1997年出现的亚洲金融危机削弱了总需求，传导至信贷放缓。虽然在1999年人民银行针对价格下行、需求走弱进行了降息降准，但M2同比增速并未出现明显拐头，政策实际效果偏弱。整体上，行业政策在这一时期内全面放松，数据显示，商品房销售面积和销售额分别由1999年的1.34万平方米、2188.74亿元上升到2022年的2.5万平方米、4709.96亿元。

整体上，行业政策在这一时期内全面放松。数据显示，商品房销售面积和销售额分别由1999年的1.46万平方米、2987.87亿元上升到2002年的2.7万平方米、6032.34亿元。1999-2002年间，全国商品房实现销售面积8.24亿平方米，是1987-1998年间住宅销售面积总额的1.18倍；1999-2002年间，全国房地产开发投资年均增长19.76%，房地产开发投资占固定资产投资的比重由13.7%上升到17.9%，房地产开发投资增长直接和间接拉动GDP增长每年保持4个百分点左右。

图表4：前期房地产业增加值占GDP比重



资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

## 第二阶段：2003-2007年，政策收紧进入逆向调整

2001年，加入WTO正式拉开了中国经济加入全球化的序幕，经济进入高速发展阶段，GDP同比增速从9%攀升至2007年的14.2%。整体货币政策保持宽松，M2同比增速持续上升，并在2003年8月达到了21.55%的高位，这与同期GDP同比增速10%左右的水平拉开了较大差距。同期，在金融市场刚起步、居民风险偏好弱、居民迫切改善住房需求等多重因素的推动下，超量货币快速流入楼市。2003年上半年的商品房销售面积累计同比达到了月均30%以上的增速，远超2002年的20.20%，价格增速也在短期内快速走高，房地产市场开始出现了过热的苗头。

为了抑制过热的势头，2003年6月，人民银行下发《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》（银发〔2003〕121号），对房地产开发贷款和土地储备贷款进行限制，出台对个人购房贷款实行差别化政策，这是1998年房地产改革以来的首次政策调控，对房地产市场带来一定的负面影响。随后，2003年8月，国务院为应对房地产市场过热发布《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》（国发〔2003〕18号），明确提出房地产行业为国民经济的支柱产业，被市场解读为房地产的正面信号，并在一定程度上提升了市场信心，对冲了121号文的部分负面影响。

在金融方面，货币政策自2003年下半年开启了紧缩周期，M2同比增速回落，在一定程度上导致房地产销售面积增速的同步下滑。在2005-2007年期间，人民银行多次上调了利率和准备金率，但由于外贸顺差带来了外汇占款大幅增加叠加货币政策的时滞性，M2同比增速依然在高位13.45%~19.21%之间波动，继续超出同期经济增速。

图表 5：2006-2007 年央行存贷款基准利率调整情况

时间	调整情况
2007年12月20日	一年期存款基准利率上调0.27个百分点；一年期贷款基准利率上调0.18个百分点
2007年9月15日	上调存贷款基准利率0.27个百分点
2007年8月22日	上调存贷款基准利率0.27个百分点
2007年7月20日	上调存贷款基准利率0.27个百分点
2007年5月19日	一年期存款基准利率上调0.27个百分点；一年期贷款基准利率上调0.18个百分点
2007年3月18日	上调存贷款基准利率0.27个百分点
2006年8月19日	一年期存贷款基准利率上调0.27个百分点
2006年4月28日	金融机构一年期贷款基准利率上调0.27个百分点

资料来源：中国人民银行，五矿证券研究所

这期间政策采取了包括提高贷款首付比例、减少交易税优惠、增加供给等一系列措施为房市降温。

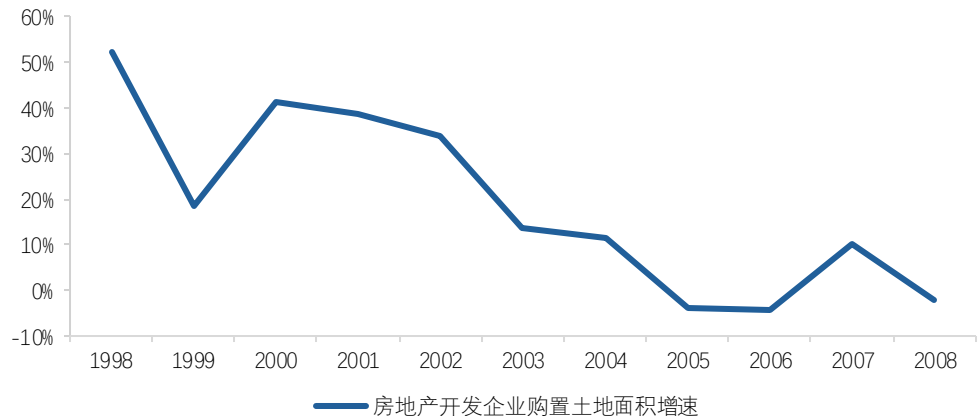
贷款政策方面，2004年9月，原银监会发布《商业银行房地产贷款风险管理指引》（银监发〔2004〕57号），从房地产开发商自有资金最低占比、购房者月供房贷占收入比例等方面提出要求；随后，2005年3月，人民银行发布通知，对房地产价格上涨过快的城市或地区，个人住房贷款最低首付款比例可由20%提高到30%；2007年9月，人民银行、原银监会联合发布《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》（银发〔2007〕359号），进一步提高个人住房贷款的首付比例。税收政策方面，2005年5月，国家税务总局发布《国家税务总局财政部建设部关于加强房地产税收管理的通知》（国税发〔2005〕89号），将普通住房免征营业税期

限由 1 年变为 2 年，不满 2 年的实行全额征收营业税，2006 年 5 月国家税务总局又进一步将营业税免征期限由 2 年变为 5 年。2006 年 7 月国家税务总局发布《关于住房转让所得征收个人所得税有关问题的通知》（国税发〔2006〕108 号），开始全国范围内统一强制性征收二手房转让个人所得税，在一定程度上限制了商品房的商品属性。

在供给方面，国务院于 2005 年 5 月提出了适当提高居住用地在土地供应中比例，着重增加中低价位普通商品住房和经济适用住房建设用地的供应量，并在 2006 年 5 月提出凡新审批、新开工的商品住房建设，套型建筑面积 90 平方米以下住房面积所占比重必须达到总面积的 70% 以上，中低价位、中小套型普通商住房（含经济适用住房）和廉租住房的土地供应，其年度供应量不得低于居住用地供应总量的 70%。除此之外，国务院还提出对超过出让合同约定的动工开发日期满 1 年未动工开发的，征收土地闲置费；满 2 年未动工开发的，无偿收回土地使用权；国土资源部提出每宗地的开发建设时间原则上不得超过 3 年，强调房地产市场的有效供给。

整体上，政策在金融、土地供给均呈现收紧态势，宏观调控方式包括提高首付比例、增加交易税、增加有效供给等，在逆向调节下，成交面积增速出现下滑。但整体房市在经济高速发展、居民对改善居住环境的需求、城市化进程、前期的货币投放、金融市场还处在初期发展阶段等种种因素下，依然展现为上涨态势。

图表 6：逆向调节下土地成交面积增速出现下滑



资料来源：Wind，五矿证券研究所

### 第三阶段：2008-2009 年，金融危机下迫使政策走向宽松

2008 年，在全球金融危机的冲击下，外贸增速出现下降，其中出口增速在 12 月回落至 -2.93%，并于 2009 年 5 月落至 -26.51%。GDP 增速从 2008 年一季度的 11.5% 回落至四季度的 7.1%，创下 1998 年以来的最低水平。在这样的大背景下，中央给出了保“8”的目标，并启动了“四万亿计划”，加快农村、铁路、公路等基础设施建设，货币政策从前期的趋紧转为适度宽松，人民银行降息降准，M2 增速从 14.88% 上涨至 29.74%。

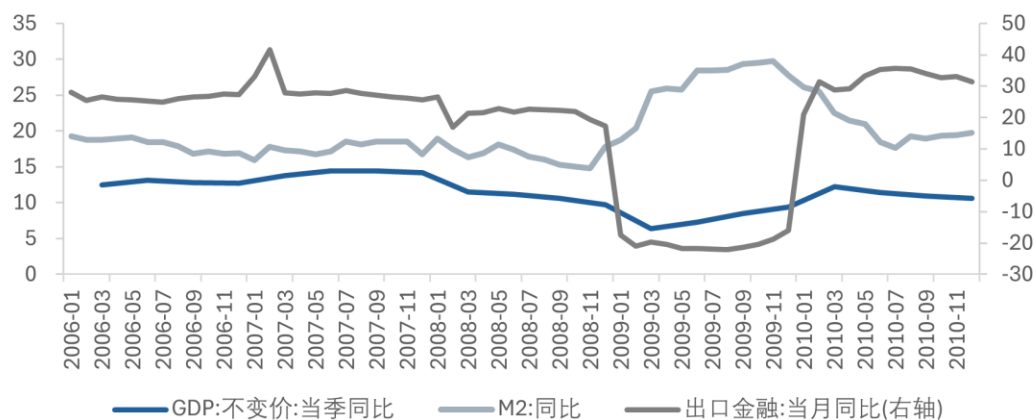
在金融危机的大背景下，全球需求走弱，资产价格全面下跌，居民对房地产市场的预期偏向悲观，特别是在失业率有所抬头的大背景下，居民对加杠杆的厌恶程度进一步上升。为了扩大内需，房地产行业作为经济增长引擎的作用再次被强调（第一次是在 2003 年 8 月发布的《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》（国发〔2003〕18 号）），中央对房地产行业的调控再次转正。2008 年 10 月，财政部出台了《继续加大保障民生投入力度切实解决低收入群众基本生活》通知，将居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房贷款利率的下



限扩大为基准利率的 0.7 倍，最低首付款比例调整为 20%，随后财政部、国家税务总局联合发文将房产交易环节涉及的部分税种进行减免或者免征，以刺激需求。

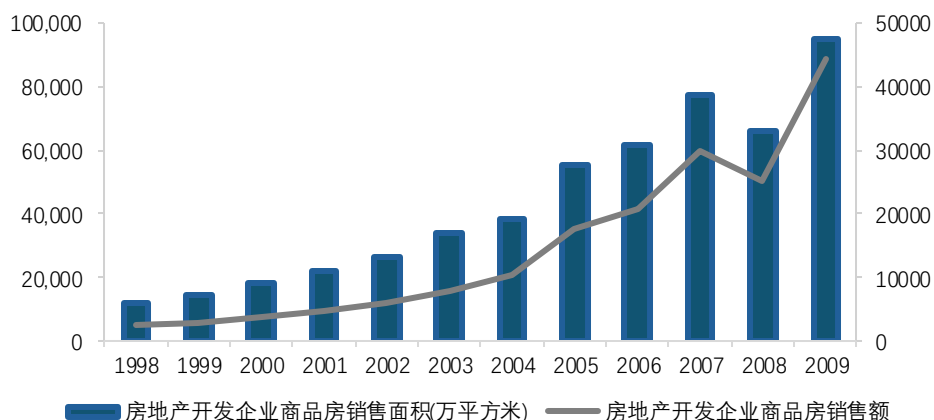
在“四万亿”牵头，行业政策大幅放宽的大背景下，2008-2009 年房地产行业出现大幅反转，销售面积与价格同步出现大幅上行，政策刺激效果十分显著。

图表 7：2006-2010 年 GDP、M2 和出口增速情况



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 8：“四万亿”牵头下房地产住宅销售面积与价格同步出现大幅上涨



资料来源：Wind，五矿证券研究所

#### 第四阶段：2010-2013 年，市场走热引发逆向调控

在前期政策的推动下，市场快速走热，其中房屋平均销售价格同比增速在 2009 年达到了 23.18% 的水平，同期的销售面积同比增速达到 43.6%。不过，失业率以及城镇居民人均可支配收入分别在 2009 年中出现了上升与下降的态势，其中失业率从年初的 4% 上升至 4.3%，城镇居民人均可支配收入从年初的 10.2% 回落至 8.8%。在面对房价上涨困扰民生的问题上，2009 年 12 月，温家宝总理主持召开国务院常务会议提出增加供给、抑制投机、加强监管、推进保障房建设等四大举措，国家对房价调控的表述也由以前年度的“稳定房价”转变为“遏制房价快速上涨”，一系列的调控政策随之颁布。货币政策方面，2010 年 1 月国务院出台《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》（国办发〔2010〕4 号），将二套房首付比例提高至 40%；随后在 4 月又要求二套房首付比例不低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍；当年 5 月，将二套房确认标准确认为“认房又认贷”；当年 9 月，人民银行

联合原银监会发出通知暂停发放第三套及以上住房贷款，首套房贷款首付比例调整到 30% 及以上；2011 年 1 月，国务院再次发出通知提高二套房首付比例。

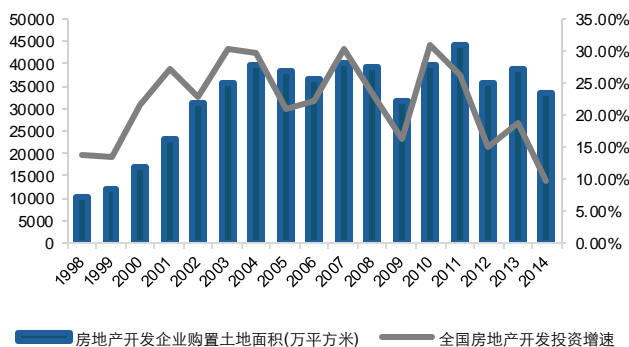
税费方面，国家税务总局于 2009 年 12 月发布了《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》(财税〔2009〕157 号)，将普通住房的免征营业税期由 2 年变为 5 年，不满 5 年的差额征收营业税。在 2010 年 9 月对契税减免条件进一步限制，同时对出售自有住房并在 1 年内重新购房的纳税人不再减免个人所得税，后续在 2011 年改为不足 5 年的住房对外销售的全额征收营业税。

针对开发商，2009 年 12 月，国土资源部发出通知要求开发商首次缴款比例不得低于全部土地出让款的 50%，全部土地出让价款期限原则上不得超过一年；2010 年 4 月，建设部发文要求取得预售许可的商品住房项目应在 10 日内一次性公开全部准售房源及每套房屋价格，当年 9 月国土资源部、建设部联合发文严格查处囤地、炒地、闲置土地行为，对企业违约开发土地、因自身原因土地闲置一年的，将禁止土地竞拍资格。

在“遏制房价快速上涨”的主旋律下，2009-2011 年期间政策连续出台，对投机性购房进行严格限制，新增购房资格的政策成为房改以来最有力的逆向调节。为了配合前期“四万亿”宽松带来的通胀压力，货币政策转向稳健偏紧，M2 同比增速从 2009 年 11 月 29.74% 的高位回落至 2011 年末的 13.6%。同时全国地方政府国有土地出让收入 2.67 万亿元，同比下降 14.41%，这迫使部分地方财政较紧的政府尝试了区域内放松土地政策的调控方式。但是，限制性的调控仅仅是降低了增速的斜率，销售面积、销售额、土地成交、开工面积、投资以及就业人数等反映行业景气度的数据依然保持正增长。

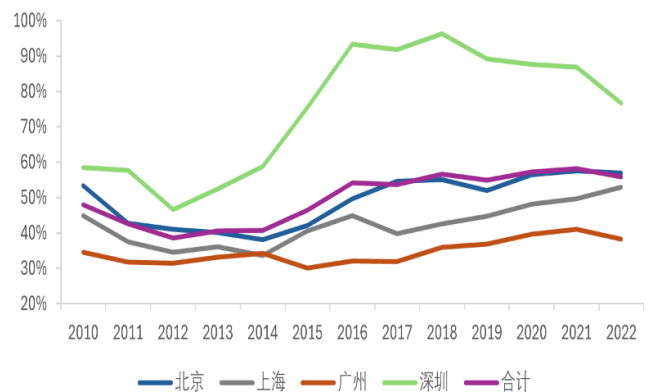
在一系列宏观政策的调整下，通胀得到了较好的抑制，货币政策再次转向宽松，人民银行在 2012 年两次降息降准，房地产市场随之在 2013 年上半年再次出现大幅上行，价格增速也由负转正。为了抑制 2013 年开启的价格大幅上行，2013 年 2 月，国务院出台了《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》(国办发〔2013〕17 号)，提出建立健全稳定房价工作的考核问责制度，严格实施差别化住房信贷政策，出售房产能够核实原值的个人所得税应按转让所得的 20% 计征。

图表 9：紧缩政策下房企拿地与投资意愿减弱



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 10：主要城市房价收入比



资料来源：Wind，五矿证券研究所

### 第五阶段：2014-2015 年，经济放缓与库存上升使政策转向宽松

在前期政策大规模的推动下，库存快速抬升，地产商面临流动性压力，导致拿地和投资意愿减弱。其中，2014 年全国地方政府国有土地出让收入同比增速仅为 3.2%，导致部分地方财政吃紧。另一方面，在前期以投资特别是基建拉动的高增速背景下，经济中出现了部分产业

过剩、产品附加值低等一系列过去高增速积累下的问题，宏观经济、产业结构持续调整，这给微观部门带来了一定的冲击。

在这样的背景下，地产政策再次转向宽松，但与前期有所不同，此次调控开始关注分类指导，因地施策。其中，在 2015 年 3 月政府工作报告提出“坚持分类指导，因地施策，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”，政策的关键词从以前年度的“加强调控”“抑制”等转变为“因地施策”“支持”等。2015 年 3 月和 9 月，财政部、央行等部门又陆续出台政策降低二套住房的首付比例以及部分房产交易税税率；2016 年 4 月财政部、住建部发文提出推进棚户区改造货币化安置，切实化解库存商品住房。在货币方面，2015 年，人民银行持续降息降准，货币政策较为宽松，对房价带来了较大的支撑。

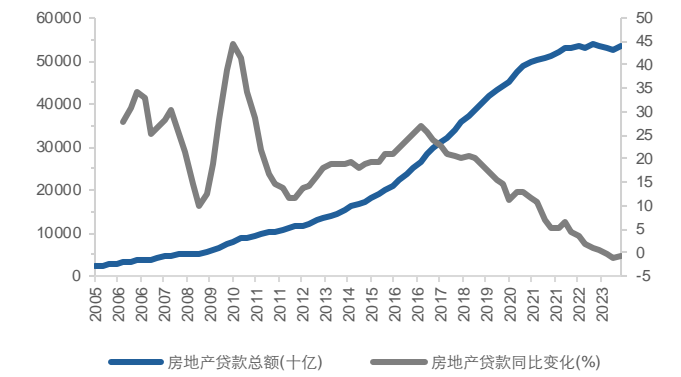
## 第六阶段：2016-2022 年，房住不炒与三条红线全面收紧

自 2015 年中开始，在前期宽松的政策下，房价再次抬头，70 大中城市房屋销售价格指数同比于 2016 年末达到了 10.8%，并于 2019 年 4 月达到 10.4% 的峰值水平。在 2016 年 7 月的中央政治局会议中首次提出了“抑制资产泡沫”，表明中央开始担忧主要城市房价过快上涨带来的泡沫风险，并将商品房价格上涨看作为资产泡沫。对于一、二线城市高房价、三四线城市高库存的情况下，中央政府不再实行统一的政策调控，而是强调“房住不炒、因城施策”的主要方针，并要求加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。在中央精神的指导下，政策从 2016 年开始，逐年扩大限购、限售政策，同时积极推进租赁住房、政策性住房的建设，着手建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。

随后，2018 年 7 月，中央政治局会议明确提出“坚决遏制房价上涨”；2019 年经济工作会议再次强调“房住不炒”的定位，要求因城施策，稳定房地产市场。通过增加土地供应，政府平衡了供需关系，稳定了地价和房价。严格规范房地产金融行为，防范资金违规流入房地产市场，原银监会部署银行开展“大自查”，查处通过同业、理财等渠道向房地产企业提供流动性的行为。进入 2020 年，即使在疫情冲击的大背景下，中央依然强调房地产调控不放松，防范化解房地产领域风险，并于 2021 年 1 月 1 日起全面推行“三条红线”：（1）剔除预收款后的资产负债率不超过 70%；（2）净负债率不超过 100%；（3）现金短债比不小于 1。

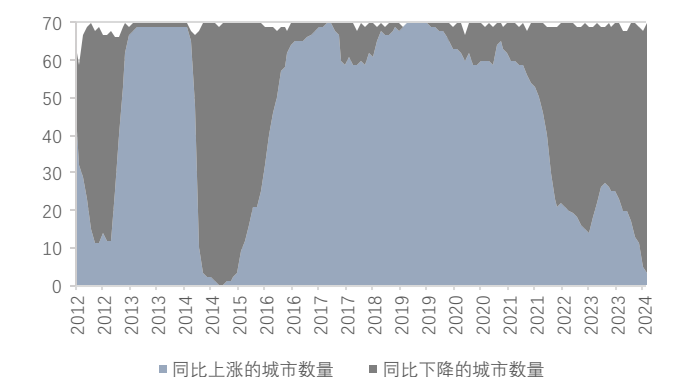
与过去所有政策不同的是，“三条红线”更加针对房地产开发商，限制了过去高流动性的优势。在金融方面强调严防系统性风险。随后房地产企业的融资环境显著收紧。银行和金融机构对房地产企业的贷款更加审慎，融资成本增加。一些高杠杆企业由于无法满足三条红线的要求，面临融资困难，不得不通过股权融资、发行债券等方式筹集资金。这一变化导致部分中小型房企资金链紧张，市场整合加剧，市场出清速度加快。在“三条红线”与疫情所导致的停工背景下，部分小型地产商出现了流动性紧张，甚至断裂的情况，部分地区出现了商品房无法及时交付的情况。

图表 11：政策全面收紧下，房地产贷款增速从 2016 年后开始下行



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 12：在“买涨不买跌”情绪中，房价上涨与政策调整呈反向波动



资料来源：Wind，五矿证券研究所

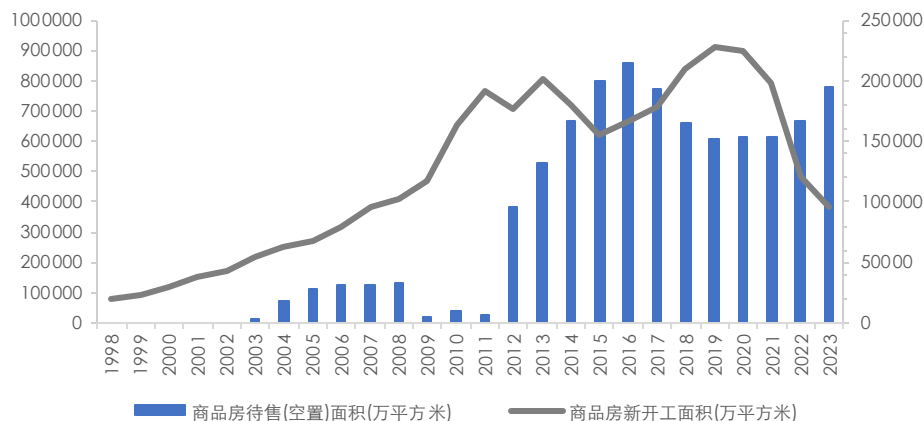
### 第七阶段：2022 年至今，流动性危机与经济复苏下的全面宽松

金融政策收紧影响了流动性，全国范围内的楼盘或多或少出现了无法按时交付的情况，这对居民部门的预期带来了较大的影响。同期，宏观经济面临“三重压力”，其中预期转弱进一步降低了居民对耐用品消费的动力。消费、价格和信贷数据走弱，虽然人民银行在其间进行了降准、降息、结构性货币政策等一系列支持，但数据都仅仅是在短期（1-3 个月）展现为脉冲上涨，特别是在“三去一降一补”与过去高杠杆商业模式的破裂叠加，对经济复苏的整体节奏带来了较大的影响。

进入 2022 年，在销售规模、土地市场等一系列数据大幅下滑的同时，房企频现债务危机，政策被迫再次转向。1 月，房地产并购贷款不再计入“三道红线”相关指标；3 月，六部门集中表态强调金融机构将继续稳妥有序开展并购贷款；7 月，中央政治局会议指出，要稳定房地产市场，坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。“保交楼”首次被纳入中央政治局会议文件。随后，住建部、银保监会和人民银行提出了初期规模 2000 亿元的政策性银行转向借款工具以支持“保交楼”。9 月，针对需求端的一揽子政策由人民银行、银保监会、财政部和税务总局共同推出。其中包括：对部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人房贷利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。对出售自有住房并在 1 年内重新购房的纳税人，对其出现现房已缴个税予以退税优惠。此外，人民银行三次降息，对 5 年以上 LPR 共下调 35 个 BP。随后在 11 月，政策进一步宽松，“金融 16 条”覆盖供需两端，其中新的表态包括，“对国有、民营等房企一视同仁”“支持开发贷等存量融资合理展期”“延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排”等。



图表 13: 市场信心不足下, 房地产库存数量上升, 开工面积明显下降



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

2023年, 前期的政策并没有对地产数据起到有效的托底作用, 全年房地产政策以7月政治局会议为分水岭再一次宽松, 其中会议指出“要切实防范化解重点领域风险, 适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势, 适时调整优化房地产政策, 因城施策用好政策工具箱, 更好满足居民刚性和改善性住房需求, 促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给, 积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设, 盘活改造各类闲置房产。要有效防范化解地方债务风险, 制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管, 稳步推动高风险中小金融机构改革化险。”随后, “托举并用”在需求侧展现为降首付、降利率、认房不认贷等, 支持居民按揭购房, 供给侧表现为三个不低于、一视同仁支持融资等保主体措施相继落地, 以缓解房企资金压力。地方限制性政策加速松绑, 在除核心以外的城市几乎全部退出。

2024年, 核心区域地方性限制政策进一步宽松, 其中北、上、广、深四城购房门槛明显降低。在4月30日中央政治局会议后开启了新一轮一揽子方案, 会议强调“要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策, 压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任, 切实做好保交房工作, 保障购房人合法权益”以及“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施, 抓紧构建房地产发展新模式, 促进房地产高质量发展。要深入实施地方政府债务风险化解方案, 确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。要持续推动中小金融机构改革化险, 多措并举促进资本市场健康发展。”在随后召开的全国切实做好保交房工作视频会议中, 何立峰要求打好商品住房烂尾风险处置攻坚战, 扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。当日下午, 在国务院新闻办公室举行的例行吹风会上, 人民银行针对房地产放出了三支箭的货币政策: 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调公积金贷款利率0.25个百分点、降低商业性个人住房贷款最低首付比至15%。除此之外, 还提出央行计划推出3000亿元的保障性住房再贷款工具, 预计将带动银行贷款5000亿元。其中政策强调: “按照市场化原则, 向地方国有企业发放贷款, 支持以合理价格收购已建成未出售商品房, 用作配售型或配租型保障性住房。”这次会议开启了房地产收储的序幕, 地方国有商业机构通过低息贷款获得优质的租赁房产, 既盘活辖区内的固定资产, 又获得现金收益, 不论是从财政还是资产的角度, 对地方政府而言都带来了较高的积极性, 相比过去所有的宽松政策, “收储”体现了中央政府主动出手的态度, 与过往降低供需两端成本截然不同。

### 三、附录：主要房地产政策一览表

房地产改革政策一览表

政策周期	时间段	主要政策	主要目标	相关会议	金融和财政支持	首付比例和贷款利率调整
1998年房改：开启住房市场化	1998年	《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》（国发〔1998〕23号）	<ol style="list-style-type: none"> <li>取消福利分房：全面停止住房实物分配，实行住房分配货币化。</li> <li>推行住房公积金制度：建立和完善住房公积金制度，推动住房消费。</li> <li>发展房地产市场：大力发展商品房，鼓励个人购买自住住房，培育和发展住房二级市场。</li> <li>完善住房供应体系：建立多渠道、多层次的住房供应体系，满足不同收入家庭的住房需求。</li> </ol>	党的十四届三中全会	推行住房公积金制度，建立住房金融体系	未明确规定首付比例和贷款利率
2003-2004年：推动市场化进程	2003年	《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》（国发〔2003〕18号）	<ol style="list-style-type: none"> <li>住房市场化：强调住房市场化发展，鼓励商品房消费。</li> <li>完善住房公积金制度：进一步完善住房公积金制度，扩大覆盖面。</li> <li>加强市场监管：加强房地产市场监管，打击非法炒房行为，维护市场秩序。</li> </ol>	全国人大会议	完善住房公积金制度，扩大住房金融支持范围	提供首套房优惠贷款利率
2005-2008年：房地产调控初期	2005年	《国务院关于做好稳定住房价格工作意见的通知》（国办发〔2005〕37号）	<ol style="list-style-type: none"> <li>调整供应结构：调整住房供应结构，增加中低价位、中小套型普通商品住房供应。</li> <li>加强市场监管：防止房价过快上涨，保持房地产市场稳定。</li> </ol>	国务院常务会议	加大中低价位住房财政支持	调整住房贷款首付比例
2008-2010年：应对全球金融危机	2008年	《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》（国办发〔2008〕131号）	<ol style="list-style-type: none"> <li>鼓励消费：鼓励房地产消费，特别是中低价位、中小套型普通商品住房的消费。</li> <li>增加保障房供给：加快保障性住房建设，增加住房供给。</li> </ol>	国务院常务会议	加大信贷支持，降低首付比例和贷款利率	首套房首付20%，贷款利率基准利率的0.7倍
2011-2013年：加强调控	2011年	《国务院办公厅关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》（国发〔2011〕1号）	<ol style="list-style-type: none"> <li>限购政策：对购房者资格进行严格审核，限制投机性购房需求。</li> <li>调控土地供应：控制土地供应节奏，稳定地价和房价。</li> <li>增加保障房供应：加快保障性住房建设，满足中低收入家庭住房需求。</li> </ol>	国务院常务会议	严格控制信贷，增加保障性住房财政支持	二套房贷款首付比例60%，贷款利率不低于基准利率的1.1倍
2014-2016年：去库存和租赁市场发展	2014年	《国务院关于取消和调整一批行政审批项目等事项的决定》（国发〔2014〕50号）	<ol style="list-style-type: none"> <li>调整购房政策：降低首套房和二套房贷款首付比例，放松限购限贷政策。</li> <li>去库存政策：鼓励库存高企城市调整土地供应计划，减少新增供地，稳定市场预期。</li> </ol>	国务院常务会议	放松限购限贷政策，鼓励购房消费	降低首套房和二套房贷款首付比例，提供优惠贷款利率
2016-2018年：因城施策及长效机制	2017年	《国务院关于进一步做好房地产市场调控工作的通知》（建房〔2017〕112号）	<ol style="list-style-type: none"> <li>因城施策：各地根据实际情况制定调控政策，确保市场稳定。</li> <li>加强市场监管：打击房地产市场违规行为，规范市场秩序。</li> <li>租购并举：加快发展住房租赁市场，推动租购并举的住房制度。</li> </ol>	国务院常务会议	加大对租赁住房建设的金融支持	根据城市实际情况调整首付比例和贷款利率

2019年：“房住不炒”、稳地价、稳房价、稳预期，加大租赁住房供给。	2019年	《关于促进房地产市场平稳健康发展的意见》（国办发〔2019〕23号）	1.房住不炒：坚持“房住不炒”定位，防止房地产市场过热。 稳地价、稳房价、稳预期：稳定土地市场，防止地价过快上涨，确保房价稳定。 2.加大租赁住房供给：通过新建、改建等方式增加租赁住房供应，满足多层次住房需求。 3.政策性住房：推进政策性住房建设，保障中低收入家庭住房需求。	国务院办公厅会议	提供政策性住房财政支持，增加租赁住房供给	动态调整首付比例和贷款利率，保持市场稳定
2020年：应对疫情影响，支持新型城镇化建设和住房租赁市场发展。	2020年	《关于做好2020年房地产市场调控工作的通知》（建房〔2020〕11号）	1.因城施策：各地根据实际情况制定房地产调控政策，确保市场稳定。 2.加强监管：严厉打击房地产市场违法违规行为，规范市场秩序。 3.优化土地供应：合理调整土地供应节奏，稳定土地市场预期。	国务院常务会议	加大信贷支持，提供财政补贴	动态调整首付比例和贷款利率，支持购房需求
2021年：加快保障性租赁住房建设，防范房地产金融风险。	2021年	《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发〔2021〕22号）	1.扩大供应：通过新建、改建、购置等多种方式增加保障性租赁住房供给。 2.政策支持：在土地供应、财政税收、金融支持等方面提供政策保障，降低保障性租赁住房建设和运营成本。 3.监管体系：建立完善的监管体系，确保保障性租赁住房规范运营。	国务院办公厅会议	提供财政补贴和低成本贷款支持保障性租赁住房建设	对保障性租赁住房提供低首付、低利率贷款支持
2022年：完善房地产市场调控机制，推进城市更新。	2022年	《关于进一步完善房地产市场调控机制的意见》（国办发〔2022〕21号）	1.长效机制：加快建立房地产市场长效机制，防止市场大起大落。 2.市场预期：加强市场预期管理，确保房地产市场平稳运行。 3.信贷政策：优化房地产信贷政策，支持居民合理住房需求。	国务院办公厅会议	提供金融支持，优化信贷政策	动态调整首付比例和贷款利率，保持市场稳定
2023年：强化住房保障和防范金融风险。	2023年	《国务院关于规划建设保障性住房的指导意见》（国办发〔2023〕14号）	1.保障性住房：继续加大保障性住房建设力度，增加中低收入家庭住房供给。 2.政策保障：在土地、财政、金融等方面提供全方位政策支持。 3.住房质量：提高保障性住房建设质量，确保住房安全和居住舒适。	国务院办公厅会议	提供财政补贴和低成本贷款支持保障性住房建设	对保障性住房提供低首付、低利率贷款支持
2024年：继续推进住房租赁市场健康发展，进一步加强城市更新和保障性住房建设。	2024年	《关于推进住房租赁市场健康发展的意见》（国办发〔2024〕8号）	1.租赁市场：继续大力发展住房租赁市场，增加租赁住房供给。 2.政策支持：在税收、金融、土地等方面提供政策支持，降低租赁住房运营成本。 3.市场监管：加强住房租赁市场监管，规范租赁行为，保护租赁双方合法权益。	国务院办公厅会议	提供税收优惠和金融支持，鼓励租赁住房建设	允许提取公积金支付房租，降低租赁成本

资料来源：国务院，五矿证券研究所

## 风险提示

- 1、 调控力度不及预期，销售数据或进一步下跌；
- 2、 宏观经济复苏进度偏缓，进一步加大了房地产出清的难度。



## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。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。

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、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,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任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿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,投资者应当考虑到五矿证券及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。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

		Ratings	Definitions
<b>The rating criteria of investment recommendations</b> The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai  
Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
Postcode: 518035

### Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing  
Postcode: 100037