



踏迹寻踵，静待复苏-我国房地产销售周期特征分析

联合资信 工商评级 | 卢瑞 | 张琳

根据销售面积累计同比指标，近二十年来，我国房地产大概可分为四个周期，2006—2015年每三年左右一次的短周期以及2015年3月以来的第四轮周期。与前三轮周期相比，本轮周期下行阶段显著拉长，行业销售规模增幅大但同时调整也最剧烈，房价在一二三线城市间轮动，上涨和下跌持续时间均长于前几轮，并爆发房企债务违约潮。销售面积作为周期起始的领先指标，在2024年10月有所好转，以及一线城市二手房价企稳迹象似乎预示着本轮周期尾声将至，但仍需观察未来几个月销售数据的变化。

中长周期方面，受经济增速放缓、出生人口下降及老龄化、城镇化减速及购买力预期减弱等影响，房地产中长周期内预计处于下行阶段，可能面临新一轮周期复苏阶段动力不足状况。



一、我国住房政策发展

建国到 1997 年，探索中逐步确立住房制度；1998 年商品房市场启动后，国内地产迎来高速发展，并被确立为经济支柱，保障房体系被忽视，房价快速增长，政府在稳经济和控房价之间平衡，期间地产行业波动中继续增长；2016 年房住不炒的首次提出以及长效机制确立，房地产经济支柱地位弱化，保障性住房得到重视，租购并举的房地产发展新模式开始显现。

从新中国成立至今，我国房地产发展经历了几个阶段：

(1) 1949 年—1978 年，探索阶段：建国后，我国确立公有制，实行住房建设与分配由单位和政府主导，城市主要是公租房、单位房为主，农村主要为土地自建、集体分房，但住房供给严重不足、住房水平改善缓慢以及严重的财政负担等问题层出。

(2) 1978 年—1991 年，起步阶段：1978 年改革开放后，我国开启了住房市场化改革进程。1980 年，邓小平同志提出“出售公房，调整租金，提倡建议个人建房买房”的设想，第一次把房子定义为商品。1984 年，国家统计局正式将房地产列为独立的行业，标志着房地产行业诞生。1987 年，深圳确立了“产权国有+使用权拍卖”的模式，推动了我国土地有偿使用制度的开端，次年宪法修订确立了国有土地有偿使用的根本性制度。1983 年，深圳市借鉴香港楼花制度，率先引入商品房预售制度。1991 年，我国召开了全国第二次住房制度改革工作的会议，提出“三改四建”的房改思路。

(3) 1992 年—1997 年，调整阶段：1992 年房改全面启动，确立了市场化住房改革的基本方向，在销售方面正式确立了商品房预售制度。但房价的快速上涨引发了部分地区地产泡沫形成；1993 年下半年，由于房地产市场过热，国家首次采用宏观调控手段抑制房地产市场，1997 年，亚洲金融危机爆发，我国房地产业大面积崩溃。

(4) 1998 年—2002 年，初步发展阶段：1998 年，国家正式启动商品房市场化改革，明确停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化；建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系。2002 年，统一和规范土地“招拍挂”制度。

(5) 2003 年—2016 年，高速发展阶段：2003 年，确立房地产成为国民经济的支柱产业；为了经济稳定发展，商品房建设作为住房建设的重中之重，保障房建设被忽视。2005 年至 2016 年，由于经济飞速发展、城镇化率快速提高，住房供给相对不足而住房需求呈“井喷式”爆发，房价快速上涨，政策调控频出，受经济政策的相互调和，国内房地产市场此阶段呈现出短周期性特征。

(6) 2016 年至今，调整重塑阶段：2016 年，中央经济工作会议提出“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，要求回归住房居住属性。2018 年，我国经济发

展进入换挡期，人口老龄化、城镇化率增速放缓等问题出现，高房价等住房市场矛盾愈发突出；中央经济工作会议提出构建房地产市场发展的长效机制，完善住房市场体系和住房保障体系，大力发展保障性住房市场；房地产经济支柱功能弱化，更加注重民生保障，并开始推动构建房地产发展新模式。房住不炒的贯彻、信贷资金收紧等调控政策的推进以及疫情冲击，国内房地产市场销售金额 2021 年开始步入下行区间，为托底经济和避免系统性风险，国家层面出台多次放松及促进地产市场措施，但直至今日下行趋势仍未扭转。2024 年 7 月，二十届三中全会再次确立“加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式”。

表 1.1 国内住房政策变化历程

时期	主要住房政策
1949 年—1978 年	住房建设、分配由单位、政府主导
1978 年—1991 年	1、从地方试点到全国推广公房的提租+补贴政策 2、1982 年起，深圳市率先征收“土地使用费”；1983 年，深圳市率先引入商品房预售制度 3、1987 年，深圳市首次以拍卖形式出让土地。1988 年，七届全国人大一次会议通过宪法修正案，“土地使用权可以依照法律规定转让”；同年，《土地管理法》修订明确“国家依法实行国有土地有偿使用制度” 4、1991 年，全国第二次住房制度改革工作会议，提出了“三改四建”的房改思路。“三改”即改变住房建设投资体制、改变住房建设分配维修管理体制、改变住房实物福利分配方式；“四建”包括建立双轨制的住房供应体系、建立住房公积金制度、建立住房信贷体系、建立规范化的房地产市场
1992 年—1997 年	1、《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》，确立了住房改革的根本目的（建立与社会主义市场经济体制相适应的城镇住房制度，实现住房商品化社会化，满足不断增长的居民居住需求）和基本内容，全面推行住房公积金制度，积极推进租金改革，稳步出售公有住房，加快经济适用住房的开发建设，做好原有政策同本决定的衔接工作等 2、通过《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
1998 年—2002 年	1、1998 年，《关于进一步深化城镇住房体制改革、加快住房建设的通知》，强力叫停住房实物非配，启动商品房市场；推行多层次的住房供应体系（商品房、经济适用房和廉租房） 2、2002 年，《关于加强国有土地管理的通知》《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规定》，只有地方政府相关部门统一管理出让房屋建设用地，推行土地“招拍挂”制度
2003 年—2016 年	1、2003 年，《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》，确立房地产成为国民经济的支柱产业 2、2005 年开始，房地产调控和放松政策频现
2016 年至今	1、坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 2、加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。支持城乡居民多样化改善性住房需求

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、国内房地产周期划分

通过观测销售、土地溢价率和房价等指标变动规律，指标均呈现一定周期性，但周期起止时间并非完全重叠，呈现一定的轮动规律。以销售面积累计同比增速作为划分依据，近二十年来，我国房地产市场大概可分为四个发展周期，其中 2006—2015 年可划分为三个短周期，每轮短周期在 3 年左右；第四轮周期从 2015 年 3 月开始以来至今仍未结束，持续时间超过 9 年。

（一）周期划分

房地产为典型的周期性行业，城市化水平、人口数量和结构以及经济基本面的变化决定着房地产市场的中长周期发展规律，行业政策、金融政策、市场情绪以及短期经济波动等影响房地产小周期的形成。自 1998 年以来，中国房地产行业经历二十余年市场化发展，在政策调控和市场需求的的双重作用下，不断发展和调整，商

商品房年销售额从 2000 亿元增长至最高 18 万亿元，成为支撑中国经济增长的重要力量。而与其他发达经济体相比，中国房地产行业发展时间较短，尚未经历完整的中长周期，但发展过程中的短周期规律较为明显。

2005 年之前，国内房地产市场受房改等政策红利推动迅速发展，基本面持续向好，调控政策较少，周期性不显著；2005 年，“老国八条”¹重磅出台，标志着地产行业政策调控上升到政治高度；此后，随着行业景气度的变化，政策接连出台，持续发挥地产逆周期调节作用，地产短周期特征开始凸显。我们以 2006 年作为第一轮周期上行起点，通过销售去化、土地价格、房价等指标²多角度观测近二十年来地产行业周期变化，上述指标均表现了相似的周期性，相同时期内不同指标的周期曲线形态和走势体现出较强的相似性，但并非完全重叠，体现出政策、经济等因素变化对销售、房价等的影响程度和指标反应速度存在明显的差异性。销售面积可以直观反映地产行业景气度变化，且销售指标在不同周期内均呈现引领作用，周期规律更加清晰，我们选取商品房销售面积累计同比作为周期观测指标；发现近二十年国内房地产市场可大致划分为四轮发展周期；在 2015 年以前，前三次周期每轮基本在 3 年左右，以短周期形式为主；从 2015 年 3 月开始以来至今，第四轮周期持续时间超过 9 年。此次周期最大的特点是周期时间跨度明显拉长，从 2016 年 5 月进入下行阶段以来，周期一直持续至今尚未见底。

表 2.1 销售周期划分

序号	周期区间	周期长度	景气度变动情况划分	周期拐点	拐点驱动因素
1	2006 年 2 月—2008 年 12 月	3 年	上行期 2 年，下行期 1 年	2009 年初	四万亿刺激政策
2	2009 年—2012 年 2 月	3 年零 2 个月	上行期 1 年，下行期 2 年	2012 年初	多地放宽购房政策，调控制度整体放松
3	2012 年 3 月—2015 年 2 月	3 年	上行期 1 年，下行期 2 年	2015 年 3 月	降首付、放松公积金门槛，税费优惠，开启降息降准周期
4	2015 年 3 月至今	>9 年	上行期 1 年，2016 年 5 月进入下行期	/	/

资料来源：根据 Wind 数据整理

（二）周期之间的联系

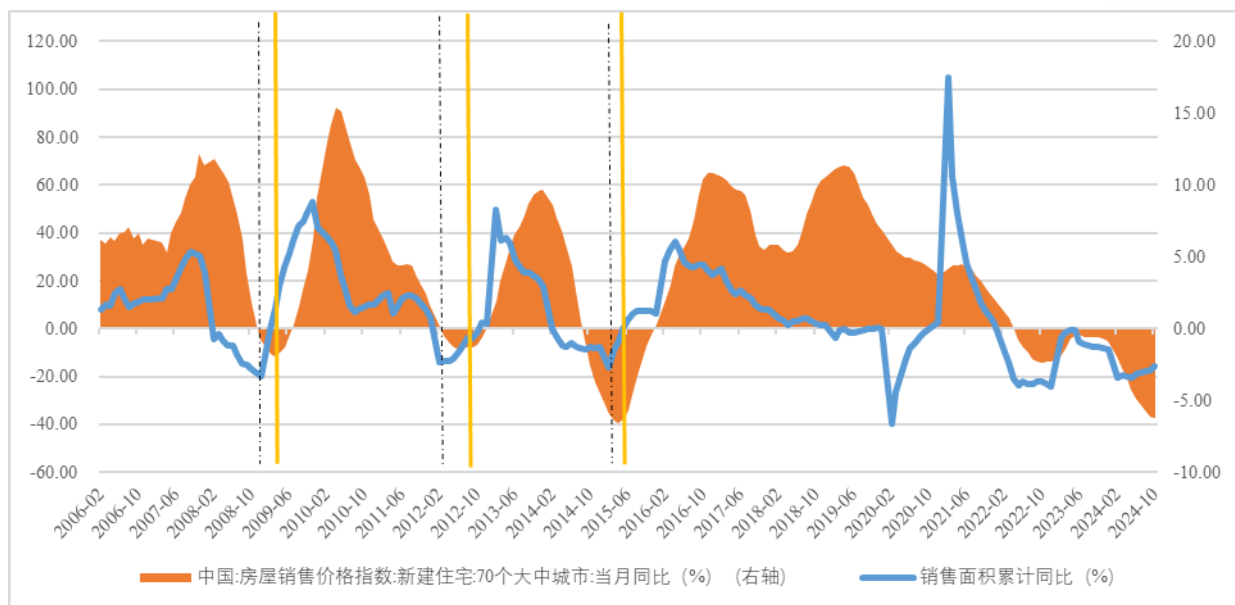
1. 销售周期与房价周期

从行业逻辑看，房地产销售主要由房地产开发和投资驱动，从土地购置到竣工交付平均周期一般为三年。以 2006 年为起点，2015 年以前销售周期和房价周期均呈现三年左右一个小周期特征，其中房价周期相较销售周期大概延后 1 个季度，主要在于商品房销量变动可即时体现当下市场供需结构以及预期变化，但房价的

¹ “老国八条”内容概要：一是高度重视稳定住房价格，二是将稳定房价提高到政治高度，建立政府负责制。三是大力调整住房供应结构，调整用地供应结构，增加普通商品房和经济住房的土地供应，并督促建设；四是严格控制被动型住房需求，主要是控制拆迁数量；五是正确引导居民合理消费需求；六是全面监测房地产市场运行；七是积极贯彻调控住房供求的各项政策措施；八是认真组织对稳定住房价格工作的督促检查。

² 选取指标主要包括商品房销售面积累计同比（销售周期）、房地产销售价格指数单月同比（房价周期）、土地溢价率（土地周期）。

变化往往需要一段时间的市场共识才可能迎来实质性拐点，故较销售呈现一定的滞后性，即销售面积同比变动情况可视为房价的领先性指标。



注：2021年一季度商品房销售面积累计同比数据激增主要系新冠疫情影响所致

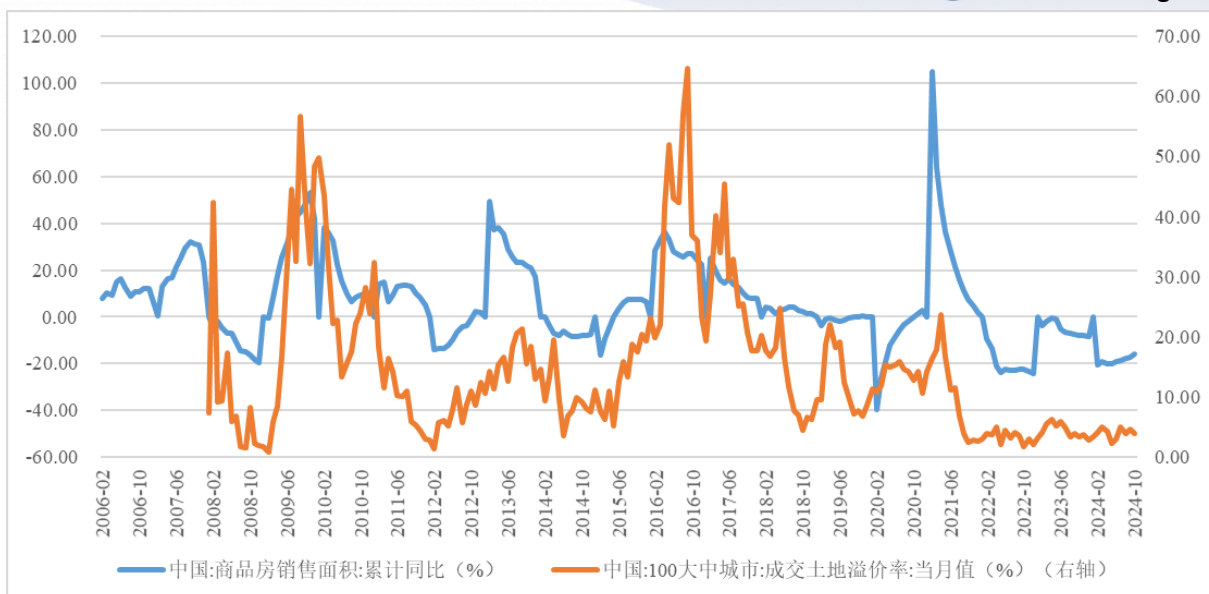
资料来源：Wind

图 2.1 销售周期与房价周期

2. 销售周期与土地周期

以 100 大中城市成交土地溢价率作为土地周期观测指标，可观察到土地周期与销售周期曲线涨跌基本同步，拐点变动时间基本一致，主要原因在于销售数据和土地溢价率均属于行业景气度的即时性观测指标，均可直观反映当下市场景气水平与预期。从峰值看，土地溢价率最高点在 2016 年，主要系受 2015 年地产宽松政策以及棚改³刺激下全国土拍市场高度火热所致，而销售同比峰值在 2009 年（剔除疫情影响产生的异常值），主要系 2008 年金融危机，当年同期基数较低所致。总体看，销售面积同比与土地溢价率可视为同步指标。

³ 据 CRIC 数据，2016 年 300 城土拍总规模合计约 4 亿平方米，同比下降 28%，供给大幅收缩，房企参与积极度高，推动当年土拍价格大幅上涨，全国共出现 300 多块单价、总价地王，一二三线城市土地溢价率均处于历史高位。

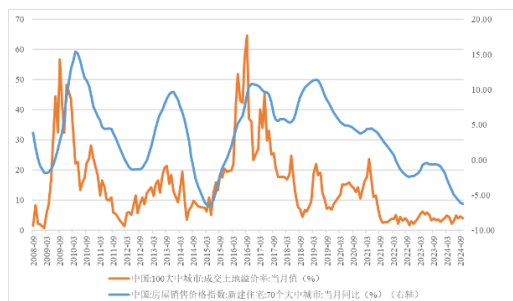


资料来源：Wind

图 2.2 销售周期与土地周期

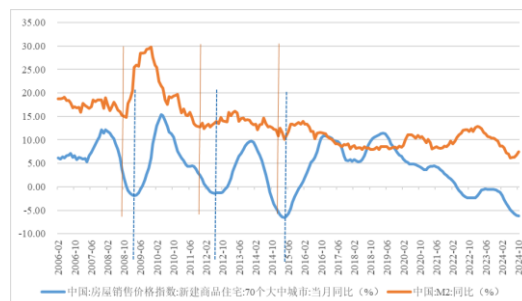
3. 土地周期、货币周期与房价周期

2009—2015 年，土地溢价率、M2 和房价周期曲线均呈现 3 年一个小周期规律，但土地周期和货币周期整体均领先房价周期 1~2 个季度，即土地溢价率和 M2 可视为房价的前瞻性指标。从行业逻辑看，土地成本为开发商商品房建造成本的重要组成部分，若土地成本提高，开发商为保住利润往往会将这部分成本转移至房屋售价，但因从拿地到开盘销售还需半年到一年时间，故房价往往在土地溢价率变化后一段时间才体现跟随。此外，M2 同比变化体现货币政策松紧度，市场中流通资金增加可降低房企融资成本和融资难度，提高房企资金充裕度，进而影响土地参拍意愿和能力，影响土地价格进而影响房价。但 2021—2022 年，M2 走势与房价出现背离；2023 年恢复周期趋势。



资料来源：Wind

图 2.3 土地周期与房价周期



资料来源：Wind

图 2.4 货币周期与房价周期

三、房地产发展周期回顾及其特征

(一) 2006—2015 年三轮短周期⁴回顾和特征表现

1. 政策回顾

(1) 第一轮短周期：2006 年 2 月—2008 年 12 月

宏观经济层面，21 世纪前五年，我国经济高速增长，但同时也带来了外贸顺差高居不下、人民币面临升值压力以及通胀压力大等问题；伴随着经济的快速发展，国内房地产开发投资规模持续增加，房价整体呈快速上涨态势。为防止出现因房价过快上涨导致的系统性风险，2005 年，国家开始对地产行业密集调控，首次将稳房价提高到政治高度；5 月，银监会颁布《关于加强信托投资公司部分业务风险提示的通知》，在收紧房产信托融资渠道；6 月 1 日起，对个人购买住房不足 2 年转手交易的，销售时按其取得的售房收入全额征收营业税；10 月，国家税务总局正式明确个人买卖二手房应缴纳个人所得税。房价快速上涨趋势暂时得到抑制，政策进入平稳期。

在经历短暂调整后，地产销售增幅于 2006 年初开始加速，房价出现反弹迹象，政策再次进入调控周期。2006 年 4 月，央行全面上调各档次贷款利率 0.27 个百分点；6 月，“7090 政策”⁵ 出台，营业税免征由 2 年提升至 5 年；7 月，建设部出台《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，从市场准入、购房门槛和后续管理等方面限制外资对我国房地产市场的投资。市场再一次因调控回归理性，2006 年 7 月到 2007 年上半年，并无实质性行业限制政策出台，但期间地产量价步入超预期上行阶段。

2007 年 9 月，银监会发布《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》，上调二套房首付比例和贷款利率并严格开发贷款发放，国内楼市迎来阶段性拐点，商品房销售面积同比增速开始放缓，此轮小周期正式步入下行区间，3 个月后房价指数单月同比增速亦进入下跌通道。叠加美国次贷危机的幅面影响，2008 年 2 月，商品房销售额同比增速由正转负，8 月，单月销售额同比降幅扩大至 36.59%，与此同时，地方财政压力上升，政策开始进入分水岭；9 月，“四万亿”刺激计划出台，同月央行下调贷款利率和存款准备金率，10 月，国税总局出台一系列新政助力房地产市场回温，自 11 月 1 日起，个人首次购买 90 平方以下普通住房，契税下调到 1%，免征印花税和土地增值税；首次购买住房和改善性普通住房提供贷款利率 7 折优惠，最低首付下调为 20%；同月，央行年内第三次下调利率，存贷款利率分别下调 0.27 个百分点。税收、货币等多方面政策助力下，楼市开始迅速回温，此轮

⁴ 以销售周期为时间划分依据。

⁵ 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。

周期结束。

(2) 第二轮短周期：2009年2月—2012年2月

本轮周期主要由2008年9月的“四万亿”政策引领。2008年9月以来，积极的财政政策为市场注入信心和活力，“降率免税”政策陆续出台，企业陆续恢复生产，市场预期总体向好；地产方面，“贷款利率7折优惠”“90平以下普通住房免征印花税和土地增值税”等多项优惠政策共同助力市场回温。2009年，全国房地产市场整体呈现“上冷下热”态势，年初市场仍在上一轮周期底部向上挣扎阶段，总体仍偏冷，2月两会期间明确提出“保八”增长目标，市场信心得到显著提升，一系列经济及行业政策刺激叠加前期压抑已久的需求逐步释放，二季度以来，北京、上海、广州等重点城市楼市迅速回暖，房企拿地意愿强烈，土地价格连创新高。2009年二三季度房地产市场快速上扬，房价呈现一定的非理性上涨。为稳定房价过快上涨可能导致的泡沫危机，四季度政策开始收紧，10月，营业税免征优惠政策停止。2010年以来，政策延续收紧态势，1月，国务院出台“国十一条”，严格二套房贷款管理，首付不得低于40%；3月，国土资源部发布通知，明确规定开发商竞买保证金最少两成且需在1个月内付清地价的50%，并对囤地行为进行严格限制。政策的持续收紧使得房价上涨势头得到有效遏制，2010年以来行业景气度总体走弱，2011年进一步下行，地产行业进入较长一段时间低迷期。为促进房地产市场恢复平稳运营，2011年底政策开始转向，部分城市放松公积金贷款政策，政策再度进入呵护期。

表 3.1 2009—2012 年地产政策

时间	政策出台部门	政策方向	内容概要
2008年9月	国务院	放松	2008年9月，受金融危机影响，国务院出台了四万亿刺激计划，包括大规模财政投入、大范围产业调整和振兴规划的制定、大力度的科技支撑和大幅度地提高社会保障水平
2008年9月	央行	放松	2008年9月15日，央行宣布9月16日起，下调一年期贷款基准利率0.27个百分点，下调存款准备金率0.5个百分点
2008年10月	央行	放松	2008年10月9日，在西方央行联社降息背景下，我国实施“降率免税”措施，自10月19日起，下调一年期存款基准利率各0.27个百分点，下调存款准备金率0.5个百分点。同时储蓄存款利息所得税暂免征收个人所得税
2008年10月	国税总局	放松	2008年10月12日，国税总局出台一系列新政共同助力房地产市场回温，自11月1日起，个人首次购买90平方以下普通住房，契税下调到1%，免征印花税，免征土地增值税。首次购买住房和改善性普通住房提供贷款利率7折优惠，最低首付下调为20%
2008年10月	央行	放松	2008年10月28日，央行年内第三次下调利率，存贷款分别下调0.27个百分点
2009年5月	国税总局	收紧	2009年5月21日，为加强房地产开发企业的土地增值税收管理，规范土地增值税清算工作，国家税务总局制定《土地增值税清算管理规程》。1、房地产开发项目全部竣工完成销售的；2是整体转让未竣工清算房地产开发项目的；3是直接转让土地使用权的
2009年10月	国税总局	收紧	2009年10月，营业税免征优惠政策终止
2010年1月	国务院	收紧	2010年1月10日，国务院出台“国十一条”，严格二套房贷款管理，首付不得低于40%，加大房地产贷款窗口指导
2010年3月	国土资源部	收紧	2010年3月10日，国土资源部再次出台了19条土地调控新政，即《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》，该通知明确规定开发商竞买保证金最少两成、1月内付清地价50%、囤地开发商将被“冻结”等19条内容
2010年3月	国资委	收紧	2010年3月23日，国资委要求78户不以房地产为主业的中央企业，要加快进行调整重组，在完成企业自有土地开发和已实施项目等阶段性工作后要退出房地产业务，并在15个工作日内制订有序退出的方案
2010年4月	发改委	收紧	2010年4月7日，国家发改委发布2010年经济社会发展工作重点提出，要进一步加强房地产市场调控，增加普通商品住房的有效供给，支持普通自住和改善性住房消费，大力整顿房地产市场秩序
2010年4月	国务院	收紧	2010年4月17日，国务院发布《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，通知提出，为抑制房价过快上涨，要求收紧住房贷款政策，对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付不得低于50%，贷款利率不得低于基准利率的1.1倍，对购买首套住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭，贷款首付比例不得低于30%
2011年1月	国务院	收紧	2011年1月26日，新国八条正式发布，二套房贷首付比例提至60%，贷款利率提至基准利率的1.1倍。加上此前的政策，2011年，首套房商业贷款的首付为30%，第三套及以上住房不发放商业贷款

2011年1月	国税总局	收紧	2011年1月28日，国税总局提出房产税试点城市：上海、重庆
2011年11月	央行	放松	2011年11月末，部分城市放松公积金贷款政策

资料来源：联合资信整理

(3) 第三轮短周期：2012年3月—2015年2月

2012年2月，政策对首套房贷款给予优惠，激发刚性需求入市；随后，央行多次降息及降低存款准备金率强化市场信心，7月单月销售面积同比由负转正，进入上行区间；11月，部分重点城市成交开始放量，房价呈现小幅上涨苗头，但涨幅整体较温和。此轮上涨幅度较小与保障房建设力度大有一定关系。2012年以来，全国保障房建设力度和节奏加快⁶，对于稳房价、改善市场供需结构作用显著。自2012年下半年开始，房地产市场逐步止跌回升，2013年景气度进一步提升，在此期间行业政策整体偏紧以避免房价非理性上涨。2013年上半年政策导向坚持调控不动摇，热点城市政策收紧加码，北京提高二套房首付比例、限制开发商资金、调高非普通住宅的预售许可门槛，政策最为严厉；下半年，一线城市继续收紧，但房价低迷城市政策有所放松，调控政策逐步趋于市场化和因城施策特征。2014年，全国各地尤其二三线城市面临较大的库存去化压力，地方纷纷放开限购政策加快去库存，截至2014年底，除四个一线城市和海南外，其他城市限购政策均已放开，新一轮房地产周期即将开启。

表 3.2 2012—2015 年地产政策

时间	政策出台部门	政策方向	内容概要
2012年2月	央行	放松	2012年2月，央行提出“要加大金融服务，满足首次购房家庭的贷款需求”，房地产调控表述开始放松，3月起多个城市释放需求端支持政策，本轮调控放松以地方政策微调为主，先后有30多个城市微调楼市政策鼓励合理需求，中央层面以降降准息等金融手段为主，并无全国性的大幅放松
2012年6月	住建部	收紧	2012年6月5日，住建部发言人表示，坚持房地产市场调控政策不动摇，特别是严格执行差别化住房信贷、税收政策和住房限购等措施，巩固调控成果
2013年1月	财政部	收紧	2013年1月5日，财政部印发《关于做好2013年城镇保障性安居工程财政资金筹措等相关工作的通知》，要求各地进一步做好财政资金筹措与保障工作。通知指出，将采取投资补助或贷款贴息方式支持企业参与公共租赁住房建设运营管理；继续落实好城镇保障性安居工程建设和运营管理涉及的行政事业性收费、政府性基金（含土地出让收入）与相关税收减免政策，切实减轻城镇保障性安居工程建设和运营管理费用
2013年2月	国务院	收紧	2月20日，国务院常务会议出台五项调控政策措施，要求各直辖市、计划单列市和除拉萨外的省会城市要按照保持房价基本稳定的原则，制定并公布年度新建商品住房价格控制目标，建立健全稳定房价工作的考核问责制度
2013年11月	地方政府	收紧	2013年11月，上海、广州、深圳、北京等城市相继推出新一轮调控政策，主要内容均为收紧限购政策及加大土地供应。随后，二三线城市陆续加入楼市调控大军，武汉“汉七条”等相继出台
2014年5月	央行	放松	5月12日，央行副行长刘士余召集了15家银行负责人进行座谈。央行要求银行“优先满足居民家庭购买自住普通商品住房的贷款需求”、“合理确定首套房贷款利率水平”、“及时审批和发放符合条件的个人住房贷款”
2014年9月	央行、银监会	放松	2014年9月30日，中国人民银行、中国银监会联合下发《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，内容涉及加大对保障房金融支持、支持居民合理住房贷款需求、支持房企合理融资需求等多项政策
2014年11月	央行	放松	2014年11月21日，央行宣布降息，决定自2014年11月22日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中规定，金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.60%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%

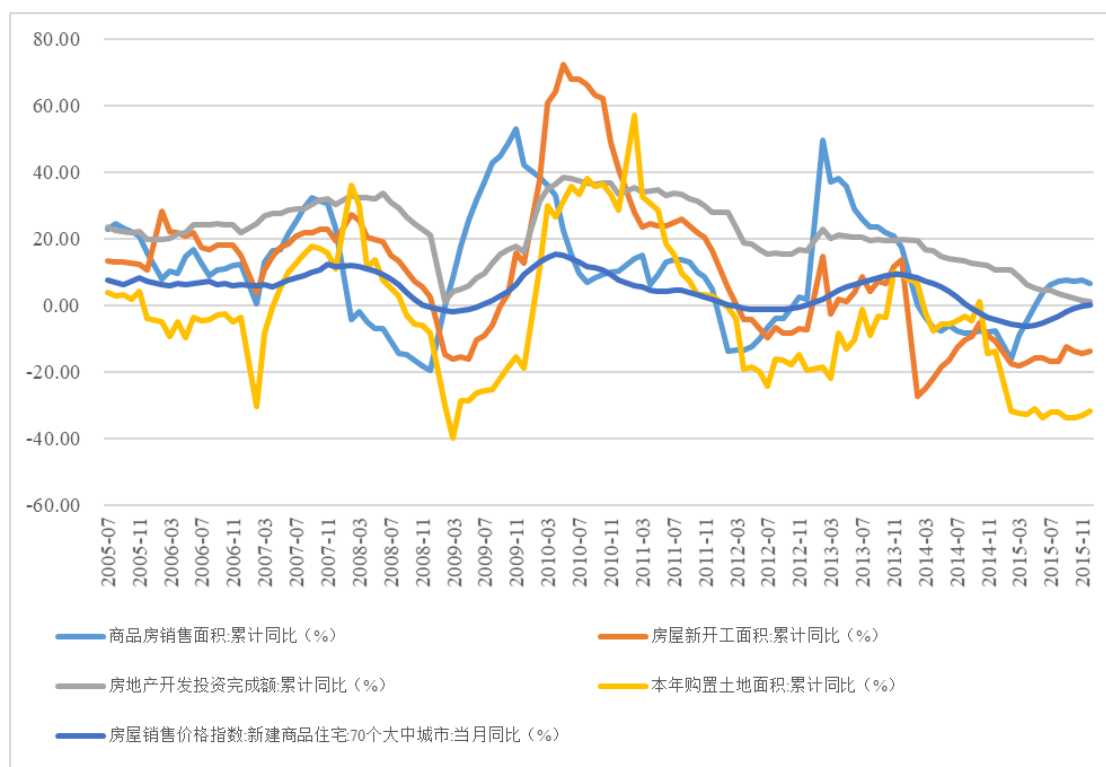
资料来源：联合资信整理

2. 特征表现

(1) 传导路径

⁶ 2012年前10个月全国竣工保障房500万余套，新开工700万余套，投资超1万亿元，提前完成全年计划，保障房投入已连续两年破万亿元。

三轮短周期中，销售曲线均最先趋势性上行到达峰值，而后土地购置、新开工和开发投资开始上行，最后房价转头上行，房价的趋势性变化整体约晚于销售半年左右。从曲线形态看，土地购置、新开工和开发投资曲线形态相似性和拐点变化同步性较高，趋势变化整体略领先于房价曲线。从行业逻辑看，一方面，房价之于销售的滞后性往往由市场供需与预期变化决定，销售上行、去化周期缩短→库存周转加快、市场供给量下降→房价上行，其传导尚需一段时间。另一方面，土地购置和新开工、开发投资往往反映房企对市场的预期以及项目拓展意愿和能力，销售数据改善初期房企往往不会马上加大投资力度而需观望一段时间，同时在此期间储备投资资金，故开发投资曲线趋势性变化整体滞后于销售。

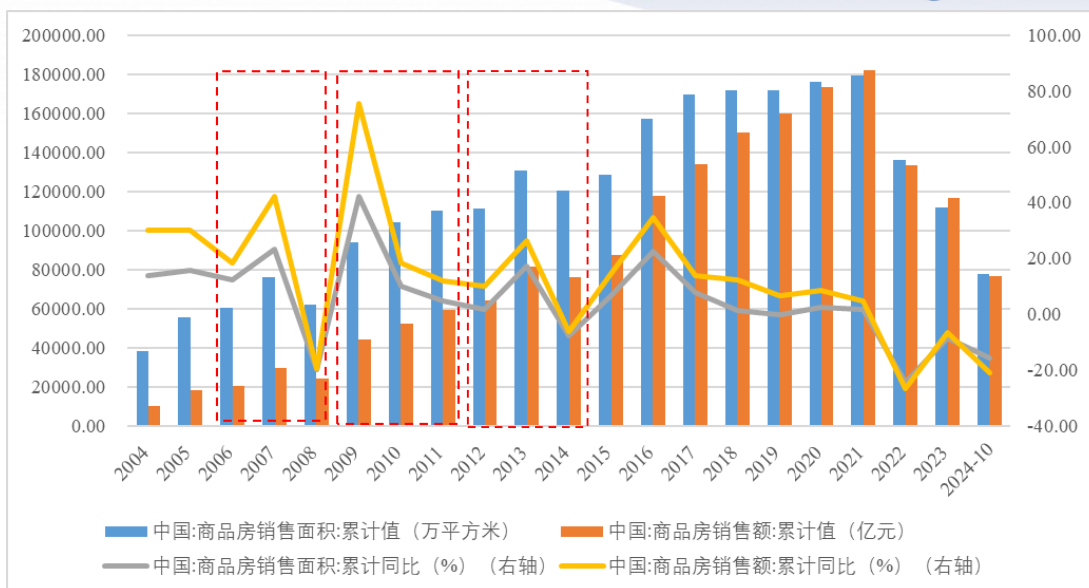


资料来源：Wind

图 3.1 2006-2015 年三轮短周期传导路径

(2) 销售变化

2006—2015 年间，商品房销售面积和金额虽在 2008 年和 2014 年有暂时性下降但均于一年至一年半内转为上行，行业整体呈向上态势，主要原因在于在此期间我国房地产仍处于发展期，人口逐年净增长，城市化进程快速推进以及居民杠杆率较低，仍存在一定体量的刚需支撑市场，故每轮周期性调整后市场供需往往逐步趋于平衡，需求端尚有支撑使得市场自修复能力相对较强。



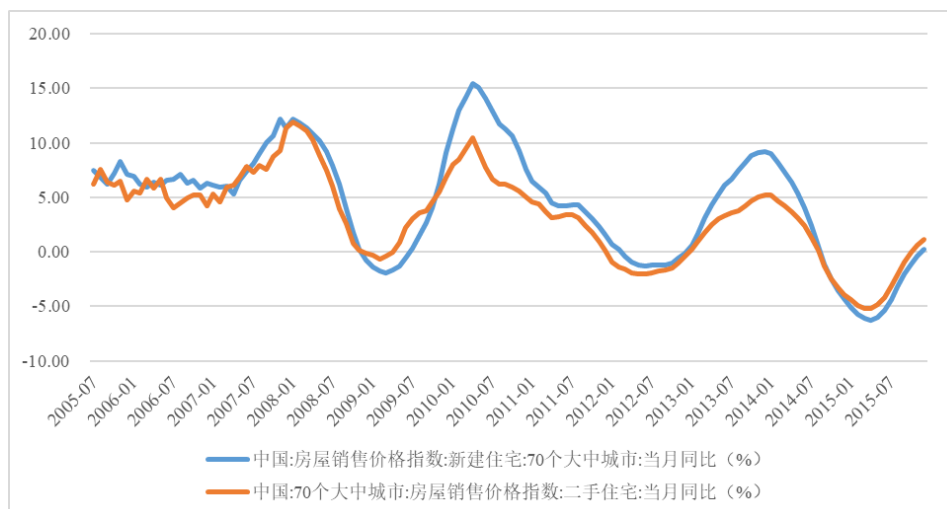
资料来源：Wind

图 3.2 商品房销售变化

（3）房价变化

2006—2008 年第一轮小周期内，新房和二手房涨跌幅基本一致且趋势变化同步性高，进入下跌区间后反弹速度较快，且跌幅不大。而第二、三轮小周期中，新房涨跌幅均远大于二手房，进入波峰和波谷时间基本同步，但下跌时间逐步拉长且跌幅加大，曲线整体呈现趋势性向下态势。

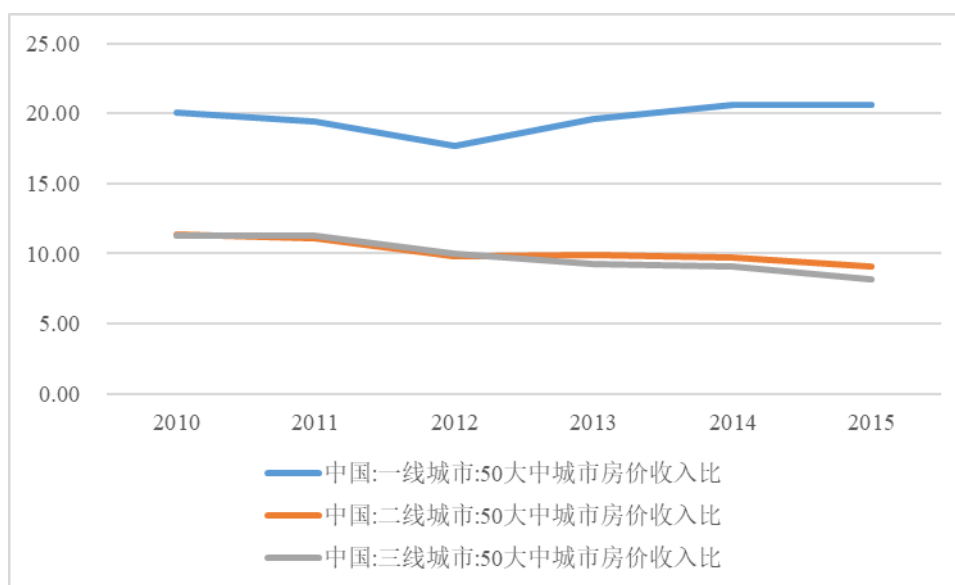
分城市能级看，2012—2015 年短周期内，70 大中城市新房和二手房价格走势相似度整体较高，其中一线城市房价涨跌幅最大，其次是二线，三线城市涨跌幅最小，虽然一线城市领涨，但二三线城市与其时间差仅 1~2 个月，同步度整体较高。对比新房和二手房看，一二三线城市新房涨跌幅均大于二手，且进入下跌区间后一线城市下跌幅度相对较缓，抗跌性相对较强，三线城市在下跌区间斜率最大，抗跌性最弱。



资料来源：Wind

图 3.3 70 大中城市新房和二手房房价变化

从房价收入比看，2010—2015 年一线城市房价收入比基本为二三线城市的二倍，其中 2010—2012 年一二三线城市房价收入比趋势基本一致，自 2011 年以来趋势调整向下，2013 年以来各能级城市发生分化，受一线城市房价增幅大影响，一线城市房价收入比开始转为上扬，而二三线城市继续维持小幅下降走势，一线城市和二三线城市分化持续扩大。



注：无 2010 年前数据

资料来源：Wind

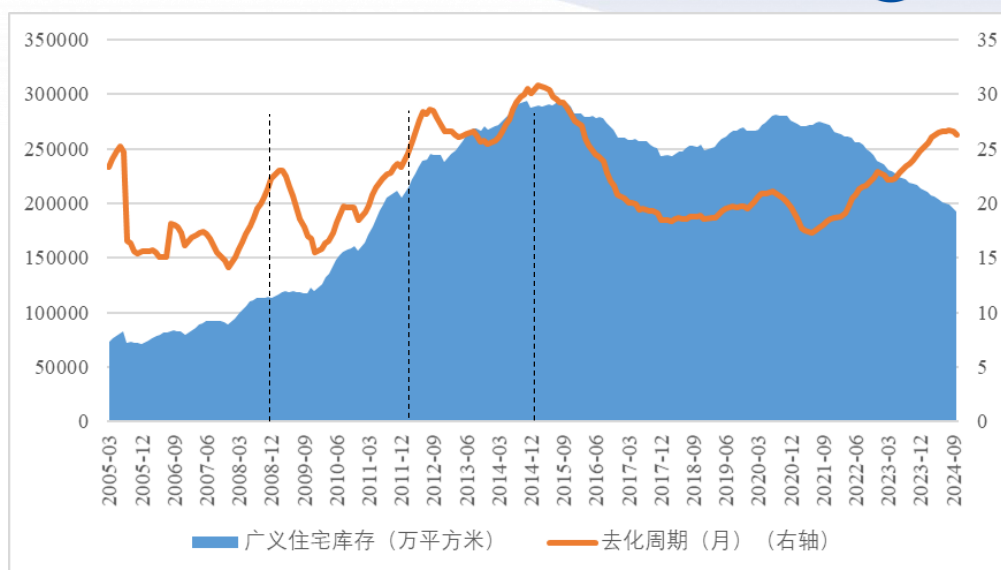
图 3.4 50 大中城市一二三线城市房价收入比

(4) 库存情况

从库存看，前三轮短周期广义住宅库存量⁷呈持续增长态势，其中第二轮短周期斜率最陡峭，主要受“四万亿”刺激带动，房企融资便利且资金充足，开工投资意愿大增，第三轮短周期库存延续向上态势，于 2014—2015 年达到历史库存峰值，而后正式进入去库存时期。从去化周期看，前三轮短周期去化周期⁸曲线均先下后上，整体趋势震荡上行，亦于 2014—2015 年达到峰值，随着 2015 年去库存力度的加大，去化周期快速下行，库存量攀升态势得到明显遏制。

⁷ 广义住宅库存=累计住宅新开工面积-累计住宅销售面积

⁸ 广义住宅库存去化周期=(累计住宅新开工面积-累计住宅销售面积)/近 12 个月移动平均销售面积



资料来源：Wind

图 3.5 库存与去化周期

（二）第四轮周期回顾和特征表现

1. 政策及行业回顾

宏观经济层面，2014年，国内GDP增速（不变价）同比下滑0.4个百分点至7.3%，为2000年以来新低；CPI同比上涨2.0%，涨幅较2013年回落0.6个百分点，PPI持续处于负增长状态，经济下行和通缩压力显现，同时国内多个行业产能过剩严重，行业企业经营风险加大。地产行业表现上，经历持续政策调控后，房地产销售面积单月同比增速自2013年12月转负，持续负增长，且行业库存持续累计达到新高，库存风险快速集聚；在经济下行压力、楼市库存高企等背景下，2014年下半年限购放松。2014年9月30日，央行、银监会发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，下调首套房首付比例和房贷利率；2015年3月，继续下调二套房首付比例，并开启降息降准周期；2015年6月，国务院首提“积极推进棚改货币化安置”，央行创设PSL为棚改提供稳定资金；2015年11月习总书记做出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”的指示，叠加棚改货币化的大力推动，2015年初全国从一线城市开始到三四线城市出现了一轮大规模房价轮动上涨，第四轮周期进入上升阶段。

随着一线及热点二三线城市房价快速上涨，一线城市率先出台调控政策收紧措施，2016年3月，深圳与上海限购加码；十一前后，22个城市密集出台新一轮调控政策；2016年12月中央经济工作会议定调房住不炒，调控政策逐步收紧，“六限”等最严格调控政策来袭，由于三、四线城市库存压力依然严峻，房地产调控政策强调因地制宜，非热点地区加强去库存力度，棚改货币化继续在三四线推进。

2018年大部分城市已收紧调控政策，但房价上升势头仍未得到有效遏制，2018

年3月两会重申“房住不炒”的主基调，7月底政治局会议对房价的表述升级为“坚决遏制房价上涨”，随后住建部开展城市调控问责机制，后续全国各大城市新一轮调控措施密集出台。2019年，商品房销售面积累计同比增速开始下降，政策似有放松迹象，部分城市局部放松限价、下调房贷利率上浮比例，政策开始向因城施策转变。

2020年新冠疫情爆发前几个月，地产销售受到很大程度影响，出现较为剧烈的下滑，随着疫情得到控制，地产市场逐渐恢复，整体2020年行业销售转正。规模诉求下，地产企业“三高”风险持续累积，为防风险，国家在“房住不炒”基调下强调去杠杆。2020年9月“三道红线”政策发布，接着房地产贷款集中度管理、预售资金监管等对房企资金控制的政策出台。2021年一季度行业销售在“小阳春”及2020年低基数下仍取得高速增长。为防止楼市过热，严查经营贷、二手房指导价等举措发布，2021年下半年信贷政策继续收紧，需求端从居民购买力到购房信心都出现一定下降，房地产市场下行苗头出现，在销售端下降叠加融资端收紧下，高杠杆、财务不透明房企开始出现债务违约情况，暴雷风险开始由中小民企向大型民企扩散，而恒大暴雷更是引发全国房企预售资金强监管，叠加房企债务开始集中到期，信用危机在房企间蔓延，2022年更加严格的疫情让房企经营现金流雪上加霜，房企现金流逐步断裂，民营房企开始出现井喷式大面积债务违约，房企基本面向下行与信用危机负反馈机制形成，销售步入下行通道。为促进房地产业良性循环和健康发展，2022年调控政策逐步松绑转向宽松，但仍相对较为克制；2023年7月，中央政治局会议定调房地产市场供求关系已发生重大变化，奠定放松政策开启，行业需求端放松政策密集发布，购房条件迎来史上最宽松时刻，但宽松政策的频出阶段性刺激了市场需求，房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷。新一轮放松期间，中央仍高度重视保障性住房推进，从收储等方面支持加大保障性住房建设与供给，推动构建房地产发展新模式。

表 3.3 第四轮周期以来主要政策汇总

政策方向	时期	政策发布机构/会议	主要内容
放松	2015年3月	央行、住建部、银监会	下调二套房个贷首付比例至40%；营业税免征期限“2改5”
	2015年6月	国务院	加大棚改力度，启动三年棚改计划
	2015年9月	央行、银监会	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%
	2016年2月	央行	不限购城市首套首付比25%，各地可下浮5个百分点；二套首付比30%
	2016年2月	财政部	面积为90平方米以下住房契税减按1%税率征收；面积为90平方米以上首套房和二套房减按1%税率和减按2%税率征收
收紧标志	2016年3月	两会	提出提高棚改货币化安置比率，完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性和改善性需求，因城施策化解房地产库存，促进房地产市场平稳发展
收紧	2016年10月	中央政治局会议	要坚持稳健的货币政策，在保持流动性合理充裕的同时，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	强调“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位
	2016年9月-2018年	主要地市	六限：限购、限贷、限价、限售、限土拍、限商改住
	2017年	--	总体坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的基调，整体延续分类调控、因城施策的思路
长效机制	2017年7月	中央政治局会议	“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
	2017年10月	十九大	“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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7月	中央政治局会议	“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制”
	2018年12月	中央经济工作会议	要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系
融资管控	2019年	--	总体保持“房住不炒”主基调及长效管理机制，对房地产企业融资渠道进行全面管控
	2020年8月	央行、住建部等	三条红线
	2020年12月	央行、银保监会	房地产贷款集中度管理
	2021年3月	银保监会	收紧经营贷监管
三稳时期	2022年3月	全国两会	支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，“稳地价、稳房价、稳预期”，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
	2022年4月	中央政治局会议	支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
	2022年11月	央行、银保监会、证监会	支持房企融资的金融“16条”到“地产行业四支箭”
新一轮放松开始标志	2023年7月	中央政治局会议	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
放松	2023年8月	住建部、央行、金融监管总局	认房不认贷、下调首付比例、房贷利率
	2023年10月	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式
	2024年1月	央行、金融监管总局、住建部	放宽经营性物业贷融资用途、城市房地产融资协调机制
	2024年5月	央行、住建部	“517新政”：“降低首付比例、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率”
	2024年9月	国务院	“924新政”“降低存量房贷利率、统一房贷的最低首付比例地产”等多项地产新政
	2024年11月	--	仅剩余北京、上海、深圳及三亚仍保留限购，其他城市全部取消限购

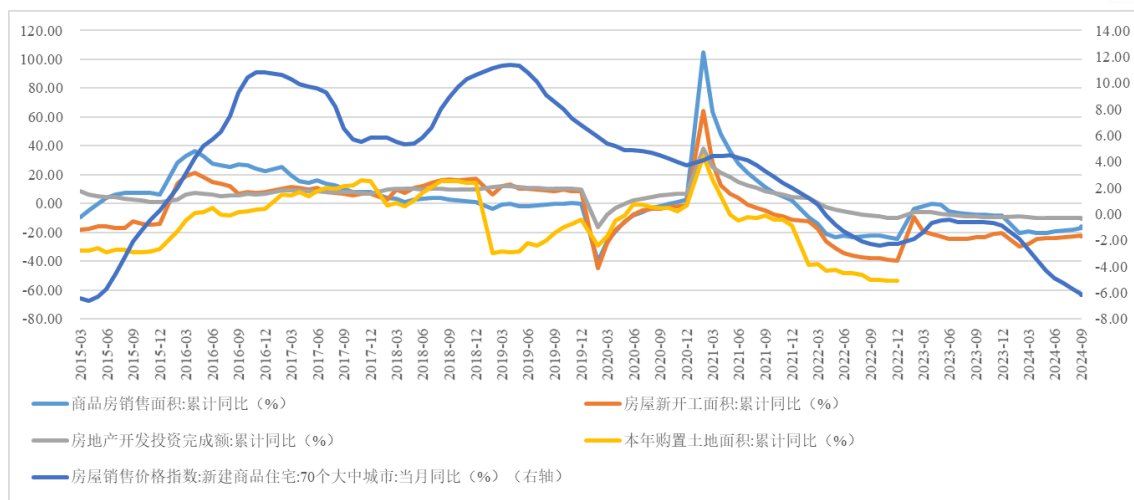
资料来源：联合资信整理

2. 特征表现

(1) 传导路径

从传导路径看，2015年3月销售面积和房价几乎同步开始攀升，新开工、开发投资和土地购置在2015年底才跟随销售开始显著上升，主要系受高库存影响，开发及投资等数据修复花费时间更长所致，在上升期到顶峰时，新开工、开发投资、土地购置和销售面积表现出同步回落，而房价的回落则滞后销售面积1年左右。销售面积增速到顶后回落较快，土地购置、新开工回落较不明显，尤其土地购置在短暂回落后重新进入上升通道，房企开始补库存，同时城市间的分化致使不同能级

的城市投资增速结构性错位，趋势叠加下开发投资额维持上行，剔除疫情初期数据异常，2022年4月开发投资额才进入下降区间。

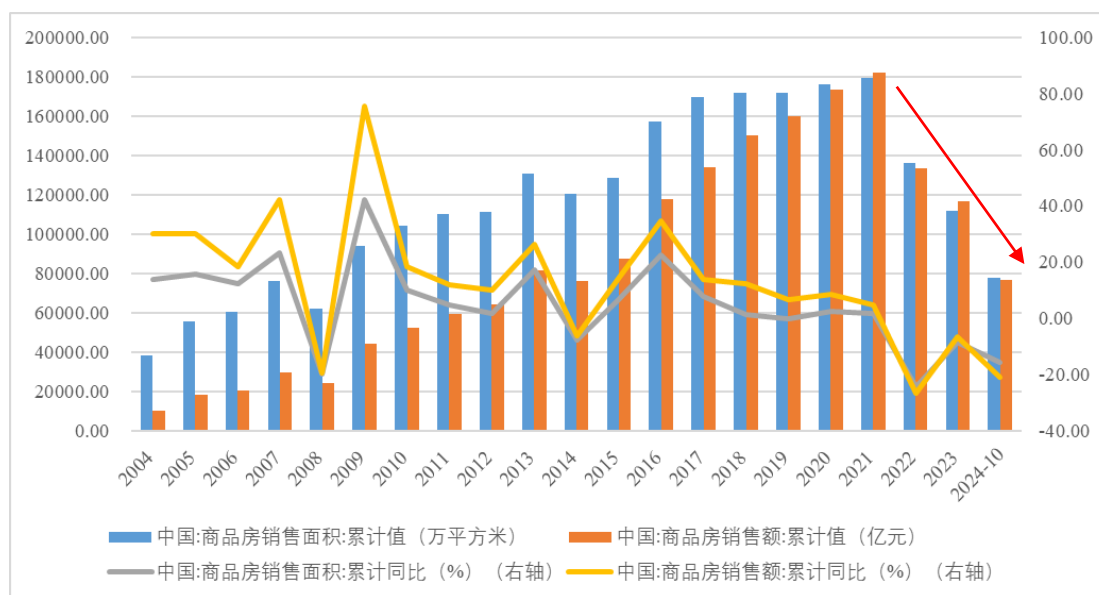


资料来源：Wind

图 3.6 传导路径

(2) 销售变化

从本轮周期内销售规模增幅看，2014 年商品房销售面积和金额分别为 12 亿平方米和 7.63 万亿元，周期内销售峰值分别为 2021 年的 17.94 亿平方米和 18.19 万亿元，增幅分别为 48.72%和 138.46%；增幅仅次于次贷危机后的房地产大爆发，远高于第一轮和第三轮小周期。从周期内销售面积和金额的累计降幅看，剔除疫情影响因素，最大降幅分别 2024 年前 2 月的-20.5%和-29.3%，降幅均大于前三轮小周期。本轮周期行业销售规模增幅大但同时调整也最剧烈，目前行业销售仍在下滑，行业调整仍在持续。



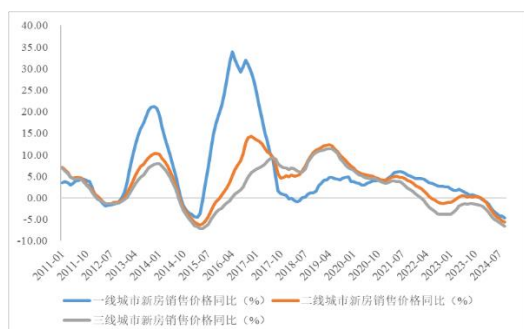
资料来源：Wind

图 3.7 销售变化

(3) 房价变化

从本轮周期内房价表现看，根据 70 大中城市一二三线城市新房和二手房价格同比数据，各线城市新房和二手房价格走势基本一致，且一线城市房价涨跌幅最为倾斜，和上一轮周期表现相似；但本轮周期一二三线城市房价走势出现结构性分化，一线城市最先起涨，且先到波峰，接着二线城市轮动，最后为三线城市。上一轮周期中，一二三线城市房价走势较为一致，一线城市虽先到达波峰波谷，但二三线城市仅与其相差在 1~2 个月。

一线城市新房和二手房房价从 2015 年 5 月开始上涨，中间虽有个别月份调整但迅速收回，一线城市较为成熟的二手房市场对房价反应更加敏感，二手房于 2023 年 6 月开始下跌，而新房直到 2023 年 12 月才转为下跌，经历了逾 8 年的长时间上涨；二三线城市起涨时间晚于一线，但房价下跌开始时间却早于一线城市，且三线城市最先进入下跌区间；而总体上涨时间均长于前三轮小周期。各线城市房价轮动上涨拉长了本轮周期，同时三四线城市棚改货币化的持续推进以及因城施策的执行，使得房价在本轮下行周期仍能长时间处于上涨态势。从房价下跌持续时间看，本轮房价下跌持续时间从三线的 2022 年 2 月开始已经 2 年零 8 个月，下跌时间远长于前三轮周期，从目前情况看，房价仍未出现止跌。



资料来源：Wind

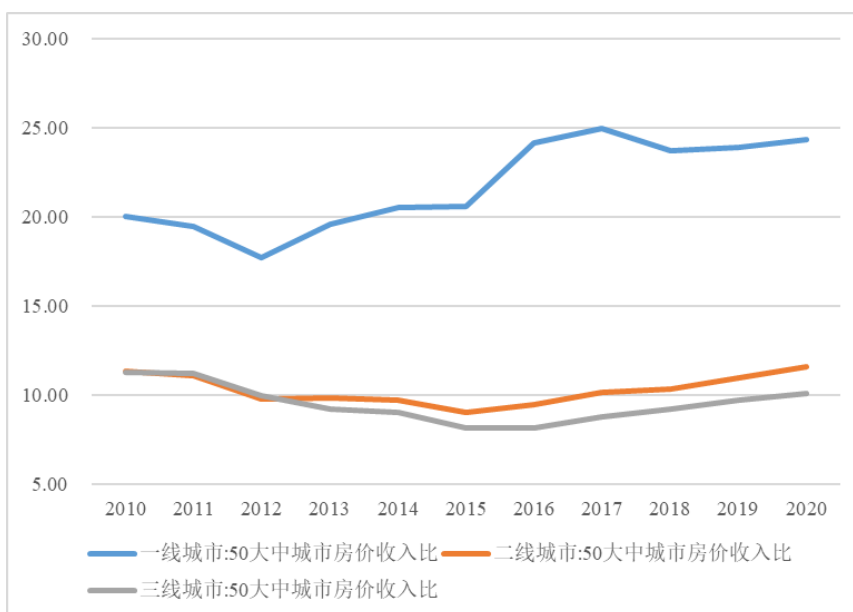
图 3.8 70 大中城市一二三线城市新房销售价格同比


资料来源：Wind

图 3.9 70 大中城市一二三线城市二手房销售价格同比

从房价收入比来看，本轮周期一二三线城市房价收入比均处于上升趋势，其中一线城市房价收入比上升速度更快，但在 2017 年后一线城市房价收入比最先受到调控影响，出现一定下降，二三线城市几乎未受到调控政策影响，房价收入比一路走高。一线城市与二三线城市房价收入比之间的差距在本轮周期上行期迅速拉大，而在下行期差距缩小并保持平稳，但总体差距仍高于上一轮周期。与本轮周期房价收入比表现不同的是，上一轮周期中二三线城市房价收入比均呈现下降态势，一线

城市房价收入比虽上升，但更多是由于深圳房价收入比大幅上升带动所致，北上广房价收入比在周期内波动不大。上一轮周期中，房价收入比呈现下降趋势，主要因为期间居民收入快速增长（全国居民人均可支配收入由 2010 年的 12520 元增加到 2015 年的 21966 元，年均复合增长 10.8%）、住房供应的增加以及政策调控减缓了房价的上涨速度等因素综合所致。而本轮周期（2015—2020 年）房价收入比的持续上升，一方面系去库存、棚改货币化等极大刺激了需求，另一方面 2016 年后我国经济进入新常态，居民收入增长相对缓慢所致；房价收入比的攀升也侧面反映了本轮周期政策在房价调控上出现失灵，调控政策的出台并没有带来预想的房价下跌，居民购房成本和压力未降反增。根据诸葛找房数据研究中心数据，100 个重点城市房价收入比自 2020 年以来连续 3 年下降，购房压力有所缓解，但 2023 年仍处于 11.5 年的较高位置。



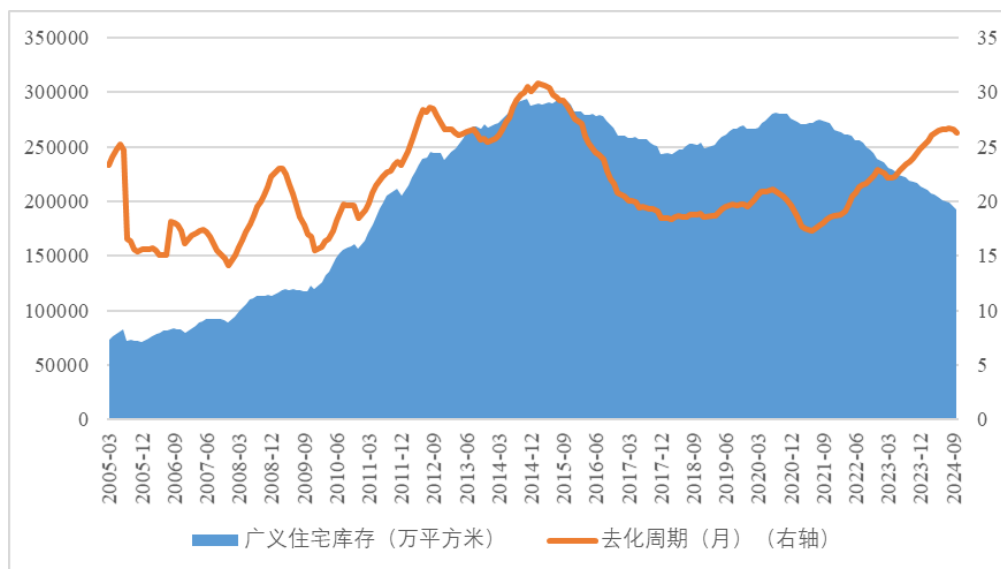
注：上述数据只公开 2010—2020 年
 资料来源：Wind

图 3.10 50 大中城市一二三线城市房价收入比

（4）库存情况

从库存及去化周期来看，本轮周期开始前，行业库存已积累至历史高值，库存积压风险亟待释放。应运而生的去库存政策在前几年取得了明显效果，2017 年末广义住宅库存下降至 2012—2013 年水平；但房企的持续补货，以及在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速下滑，2018 年行业累库迹象显现，去化周期亦跟随库存累计开始上升。2021 年在“三道红线”“供地两集中”等政策指导下，土地供需均明显放缓，房企新开工面积出现下降，累计销售面积仍保持增长，行业又进入减库存阶段。此时库存虽在减少但仍处于相对高位，以追求规模为盛的房企在手土储也已达顶峰，2022 年的疫情影响以及行业步入下行，叠加房企的持续暴雷，

土地需求收缩程度远高于销售降幅，库存下降变得陡峭，同时去化周期因销售萎缩与库存变化呈现反向，也于 2021 年开始再度上升，上升速率明显高于 2017—2019 年间。2021 年后去化周期除了 2023 年小阳春个别月份出现下降外，一路上升到 2024 年 8 月。在密集放松政策持续利好下，去化周期于 2024 年 9 月迎来下降拐点，但库存去化周期仍处于高位，短期内去库存仍将是行业重点。

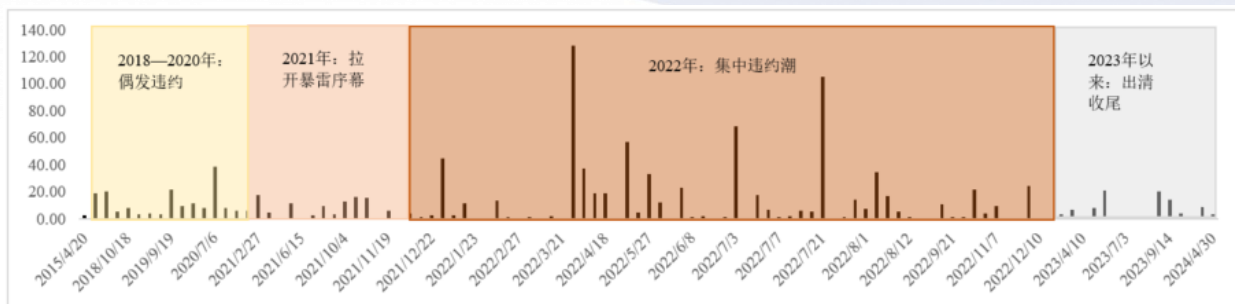


资料来源：Wind

图 3.11 库存及去化周期

(5) 房企-发生债券违约潮

较前几轮周期不同，本轮周期下行期内房企出现大规模债券违约潮。由于商品房预售制度、长期的融资便利以及经济和地方财政对房地产的依赖等原因，中国房地产行业金融化的特征较显著，也造成了中国房地产企业高杠杆高负债、融资结构失衡、现金流脆弱的特点。自 2016 年中央经济工作会议首提“房住不炒”以来，地产收紧政策不断出台，其政策核心基本围绕在土地—房地产二级开发—房产销售三个环节去杠杆展开。2018—2020 年，调控深化、融资收紧以及债务集中到期，引发了中小房企违约；2021 年，调控政策转向企业融资端（三道红线、贷款集中度管理等），行业由追求规模向降杠杆转变，高杠杆、财务不透明的中大型房企出现违约；2022 年行业急速下行，各方资金撤离，房企现金流经历极端考验，民营房企违约集中爆发；2023—2024 年，地产行业利好政策频出，但房企实际融资仍承压，叠加销售未见好转，房企违约仍时有发生，但风险已由民营企业波及至标杆龙头企业。随着出险房企逐渐出清，当前市场参与主体以央国企为主，而目前行业销售仍在下降，项目布局差、再融资能力较弱的国有房企，也将面临一定的现金流压力，其信用风险值得关注。



注：统计口径为违约或展期的境内外债券，其中境外债违约金额已换算为人民币
资料来源：Wind

图 3.12 • 房企债券首次违约/展期时间线（单位：亿元）

四、总结

从销售周期来看，我国房地产市场经历了 2006—2008 年、2009—2012 年、2012—2015 年初及 2015 年 3 月至今四个周期。其中，2006—2015 年每轮短周期在 3 年左右，第四轮周期从 2015 年 3 月开始至今仍处于下行期。本轮周期下行阶段显著拉长，且周期销售最大降幅已低于前三轮短周期的低点位置，同时销售额下降持续时间也远高于前三轮短周期，但在政策端持续放松后，市场端并未出现持续性反弹。

我国房地产周期受政策影响显著，房价高涨时，一般都会迎来房地产调控政策的收紧，而在经济下行压力凸显、房价低位时，政府倾向发挥地产逆周期调节作用，放松调控政策来刺激地产行业增长。第二轮至第四轮周期起始的 2009 年初、2012 年初以及 2015 年初，放松政策出台后，销售面积和房价在随后均出现回升，开始新一轮的行业复苏，但本轮周期从 2022 年行业销售正是步入下降通道后陆续开启放松政策，历经约 2 年的时间，期间虽有短暂性反弹，但行业复苏仍未出现。之前行之有效的政策刺激在本轮周期下行阶段并未发挥出效果。2000 年至 2015 年，我国居民杠杆率（2014 年末为 36%）较低，而城市化进程处于加速阶段，新增人口对住房需求强烈，但居民购房需求被调控政策抑制，每次政策的放松使得潜在需求得到释放，推动地产市场上升。第四轮周期初期的放松政策尤其是棚改货币化等的刺激极大地透支了居民购买力，到 2022 年末我国居民杠杆率已升至 62.2%，城镇化率也达到 65.22%，人口出现负增长，需求端明显收缩；而房企暴雷、烂尾楼等行业负面现象频发，严重打击购房人信心，加之经济下行压力大，居民对未来收入预期减弱；人口的减少、居民沉重的债务、收入预期下降以及对行业信心的缺失，单纯需求端政策刺激难以激发购房意愿。

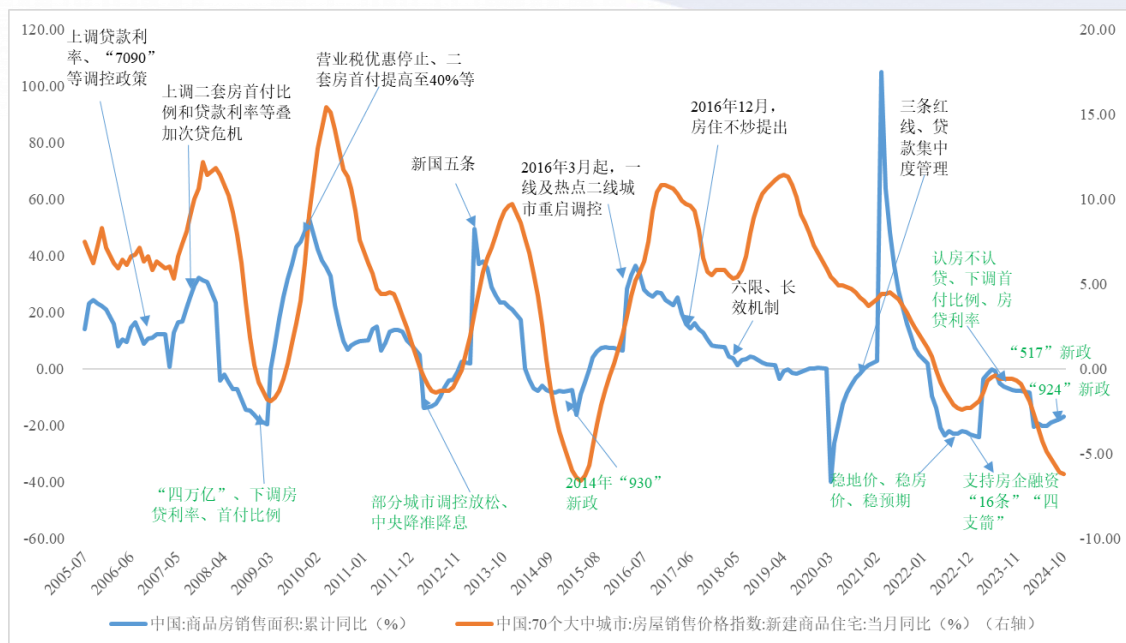


图 4.1 调控政策对房地产市场的影响

库兹涅茨周期反映了经济中长期内建筑业和房地产行业兴衰更替的大致规律，一般为期 15~25 年。以销售面积规模作为测度，我国商品房销售面积自 1998 年房改后除个别年份出现下降外，持续增长至 2021 年，经历了长达 23 年的房地产长周期上行期，考虑中国住房货币化改革之前的需求压抑，上升期应有适当延长。2022 年开始，我国地产销售规模进入下行阶段。根据联合资信对美国地产研究，美国上一轮房地产长周期为 1982—2012 年，其中上行期 1982—2007 年，下行期 2007—2012 年。根据前十月商品房销售面积，我们预计 2024 年全国商品房销售面积 9~10 亿平方米，同比下降约 10%~20%；自进入下行期以来，到 2024 年，我国房地产销售面积连续下行 3 年，70 大中城市新房及二手房价格指数当月同比也已连续下降约 3 年；参考美国房地产下行期持续时间，我国的房地产市场短期内仍处于下行阶段。但行业数据表现有向好方向，2024 年以来持续性的政策刺激下，商品房销售面积同比增速自 2024 年 5 月以来降幅持续收窄，单 10 月销售面积同比增速-1.63%，为 2023 年 3 月以来首次个位数下降，销售面积作为领先指标有所好转；同时 2024 年 10 月一线城市二手房价格环比上涨 0.4%，为近 13 个月以来首次转涨，一线城市二手房房价有企稳迹象；销售面积和一线城市二手房房价的改善似乎预示着本轮周期的尾声将至，但仍需关注未来几个月销售数据的变化及持续性。

从中长期来看，中国经济发展阶段的转变、城镇化进入减速阶段、人口增长乏

力而老龄化加重等因素将对国内房地产行业造成深远影响，持续压低房地产市场的整体预期，行业预计处于中长周期内的下行阶段。根据发达国家对房地产中长周期的研究理论，在房地产一轮周期进入尾声后，新一轮复苏不会自动到来。在人口的严峻态势下，中国房地产周期很可能将面临进入新一轮复苏阶段动力不足的状况。

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。