

## 本轮房地产调控的回顾、反思和展望 (2014-2018)

### 恒大研究院研究报告

房地产行业

专题报告

2018-06-10

首席房地产研究员：夏磊

邮箱：xialei@evergrande.com

首席经济学家：任泽平

联系人：陈雨田

邮箱：hdyanjiuyuan@evergrande.com

#### 相关研究：

1. 住房租赁研究：渠道与风险（2018-4-8）
2. 房地产税何时推出？如何征收？影响多大？（2018-3-8）
3. 房地产周期导论（2017-9-19）
4. 从春秋到战国：房地产进入强者恒强的王者时代（2017-7-19）
5. 房地产调控二十年：回顾、反思与抉择（2017-3-8）
6. 为什么我们对 2017 年房地产投资不悲观：兼论房地产投资增速的三种预测方法（2017-1-12）

#### 摘要：

2018 年是房改二十年，系统回顾、反思和总结，得失均可作为来者鉴。有因必有果，有什么样的房地产政策和制度，就一定有什么样的房地产市场运行结果。与大多数网络文章生产情绪、描绘现象、抱怨现实不同，我们试图采用广泛的国际视野、丰富的历史资料、扎实的数据逻辑，分析中国房地产市场深层次的制度基础和运行逻辑，并提出建设性的意见。

本着对独立客观研究的信仰，之前我们推出了二十多期的《房地产周期》系列报告，产生了广泛的社会影响力，在 2017 年 8 月由人民出版社推出专著《房地产周期》，半年加印 8 次，销量多次位居京东、当当同品类榜首，再次让我们确认市场需要客观、理性、扎实、系统的房地产研究。

#### ● 14-18 年的调控是中国二十年房地产调控史的微缩版。

短短四年，经历了全面刺激（14 年 330 起）和紧急收紧（16 年 930 起）两种调控方向，几乎动用了政策工具箱里的所有工具，这四年是研究房地产政策的完美样本。

#### ● 本轮调控周期经历 5 个调控阶段，4 次刺激，1 次收紧，2 个调控目标。

房地产调控的目标只有两个：避免过热和防止过冷。16 年 217 以前在于防止过冷，16 年 930 后在于避免过热。

**（1）14 年 930：宽松重启。**在“稳增长+去库存”诉求下，14 年 6 月起非一线城市限购陆续取消，市场却反应平淡。9 月 30 日，以放松限贷为特点的全局性宽松开启：二套房认定标准由“认房又认贷”改为“认贷不认房”，同年 11 月央行重启降息。

**（2）15 年 330：宽松加码。**市场无明显复苏迹象，地产投资降至冰点。3 月 30 日五部委将二套房首付比例降至 40%、出售房屋营业税免征年限由 5 年缩短至 2 年。降低首付比例直接提高了居民杠杆水平，营业税减免优惠刺激了居民换房热情，此后央行 3 次降息、2 次降准，全面宽松就此开始。

**（3）15 年 930：全面宽松。**由于库存仍处高位，9 月 30 日，四部委再出两项新政，将非限购城市首套商贷首付比降至 25%；同时提高公积金贷款额度、全面推行异地贷。此后商贷首套首付比又

请务必阅读正文之后免责条款部分



降至 20%，二套首付比降至 30%，央行再度降息降准各 1 次，利率优惠叠加低首付，信贷处于全面宽松状态。同时，2015 年 12 月中央经济工作会议提出供给侧改革五大任务之“去库存”，棚改货币化力度加大，一二线城市房地产市场启动。

**(4) 16 年 217：最后一击。**热点城市复苏明显，区域分化显著。2 月 27 日，下调房屋交易环节契税，是本轮调控的最后一项重大全国性政策，四招“刺激组合拳”出尽，一二线城市房地产市场全面启动并迅速向三四五线城市蔓延。

**(5) 16 年 930：回归本源。**热点城市房价上涨引起中央警惕，2016 年 9 月 30 日之后北京等 16 个热点城市推出楼市新政，调控全面转向。

紧缩力度空前。“限购、限贷、限售、限价、限土拍、限商改住”六限推进，房地产融资全面收紧。

棚改、大都市圈外溢、产业人口转移和农民工返乡购房等推动多年不涨的三四线“逆袭”，开发商库存转化成居民库存。16、17 年棚改货币化对全国住宅销售的拉动为 18.1%和 21.4%。作为棚改主战场的三四线城市销售大幅反弹，17 年底住宅成交面积占全国成交面积的 67%。

市场局部出现失灵。

限购迅速冰封市场，但未解决大都市圈一体化的问题。如环京区域全面限购，市场瞬间降温，而从北京疏散到环京的人，因暂时没有购房资格，没有承接有效需求。供需承接不上。

限价政策带来的“新房二手房价格倒挂、精装改毛坯交房”问题。前期部分热点城市阶段性地采取限价政策，对于快速降温有其必要性，但也带来新房二手房价格倒挂、老百姓抢购新房、高价房无法网签等问题，后期还要逐步完善。限价造成精装房改成毛坯销售，使建筑品质出现倒退。

## ● 2014-2018 年调控的新思路、新工具、新方向

### (1) 新思路：从全国一盘棋到因城施策

本轮调控的前半段几乎是历史的翻版，政策以全国性调控为主。16 年 217 以后调控思路发生重大转折，开始强调“因城施策”。此后房地产调控跟随房价呈现“核心城市到非核心城市”、“发达城市群向欠发达城市群”的迁移特征。到 2018 年，调控已经深入到三四线城市以及非热点城市群，本轮调控力度空前。

### (2) 新工具：行政手段和人口政策创新。

本轮调控在政策工具上有两个变化，一是行政手段创新：以“限购”为代表的行政措施于 2010 年引入，在本轮调控中演化成“限购、限售、限价、摇号、限土拍”等多措施为一体的需求控制政策。调控工具创新反应调控形势的严峻性。二是不同的目标对冲政策效果。各城市全面放开落户限制，甚至拉开“抢人大战”。17 年 3 月以来 50 余城出台人才引进政策，显著推升落户人口，刺激购房需



求。测算人才引进政策对城市交易量的推动在 7%-30%左右。“抢人”削弱房地产调控效果。

(3) 新方向：从短期调控到住房制度改革。17 年 2 月总书记首次提出“研究房地产长效机制和基础性制度安排”，是短期调控向长效机制和住房制度构建转变的开始。17 年 10 月十九大报告指出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，为住房制度改革指明内涵。本轮调控是新一轮住房制度改革的起点。其中租售并举在本轮调控中首获突破，17 年 7 月 12 城率先启动租房试点，各地制度创新不断。例如上海首推纯租赁用地，成交价显著低于区域均价，对于加大租赁房供给、稳定土地市场有积极意义。

### ● 本轮调控的反思与展望

从全国一盘棋到“因城施策”、探索建立长效机制，是本轮调控思路和理念的重大转变。但仍有需要反思的地方：

#### (1) 调控政策工具及效果分析

金融政策直接影响购买力，短期刺激效果最好。财税政策直接影响市场供应。“限购”等行政措施短期效果直接，但不解决根本矛盾。土地政策对住房中期供求影响较大。人才引进政策对住房需求推升明显。

#### (2) 重行政调控轻经济手段

我们在《房地产周期》专著中提出业内广为流传的标准分析框架“房地产长期看人口，中期看土地，短期看金融”。

人口决定需求、土地决定供给、金融决定需求的释放。短期的调控政策，或刺激需求急剧释放、或压抑需求延后释放，只是短期的权宜之计，无法解决长期供需不平衡的根本矛盾。本轮调控短期行政手段“创新”不断，“限购、限价、限售、限土拍”使宏观销售数据短期冷却，微观上，新盘开盘即售罄的“购房热”不断出现，说明热点城市供需不平衡的长期矛盾依然存在。未来需要从行政手段向经济手段过度，采取经济手段，核心是实现供求平衡和需求平稳释放，进而实现价格稳定和市场平稳健康发展。

#### (3) 重抑制需求轻增加供给、重短期调控轻长效机制

本轮调控和过去一样，重使用需求端政策，如“调首付比例”、“调贷款利率”、“限购”、“限售”、“调交易契税”等。需求抑制是暂时性政策，松动后需求会大幅反弹。而供给端的政策，如人地挂钩、确立城市规划的大都市圈战略、调整土地供给、调整住宅工业商业用地结构、增加保障性住房、完善租赁市场等才是平衡供需的长期之策。

#### (4) 政策切换加剧市场波动

四年间调控从刺激到收紧的紧急切换，是中国二十年房地产调控的缩影。调控在“刺激-收紧-再刺激-再收紧”之间反复变动，刺激带来局部泡沫，过度收紧引发库存风险，政策本身加剧了市场

的波动。

#### （5）中央和地方目标冲突下因城施策面临考验

房地产市场是极具地方特色的市场，本应由地方政府守土有责，充分担负起“因城施策”的任务，可在实际中，也存在一些问题。

有些地方政府支出过度依赖土地出让收入和房地产相关税费，实际上是当地房地产市场火爆的受益者，从某种程度上乐见其涨。调控权下放到地方后调控演变成“被动式调控”，缺乏自约束机制。

#### （6）去库存任务基本完成、相关政策应退出

15 年以来“去库存”作为调控基调已持续近三年，中央定调从 15 年的全面去库存，到 16 年“因城施策去库存”，再到 17 年底“部分三四线城市和县城去库存”。当前全国商品住宅库存已降至 2012 末的水平，三四五六线城市甚至也出现了大面积大幅度的上涨，各方面指标显示“去库存”任务基本完成，应宣告“去库存”相关政策基本退出。如仍处于“去库存”的思路下，加剧部分城市住宅供求紧张和房价上涨的风险。

#### （7）住房制度的价值取向有待明确

解决居民住房问题，必须“高收入靠市场，中等收入靠支持，低收入靠保障”。本轮地产调控中，棚户区改造显著提升了棚改户住房条件，改善了城市面貌，但是少数地区过度棚改、过度货币化安置，棚改户获得超额福利，失去住房保障要义。对于中等收入家庭，由于信贷政策持续变动，无论是刚需还是改善性需求，都未获得持续有效的支持。对中端群体的支持在本轮调控中依然被忽视。而“限购、限价”等行政管制下建筑质量倒退，“毛坯房”取代精装修房，也是市场失灵的直接表现。

### ● 未来调控将走向何方？深化住房制度改革是治本之策。

调控影响短期波动，住房制度才是决定一国房地产市场平稳健康的根本（请关注后续推出的“住房制度：国际经验与中国变革”系列研究）。

未来从供给着手，从短期调控政策过渡到长效机制建设、从行政手段过渡到经济手段、从商品属性为主过渡到构建强调居住属性的住房制度非常重要。在“房子是用来住的，不是用来炒的”旗帜指引下，建立“多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”将是住房制度改革的新方向。

按照“房地产长期看人口，中期看土地，短期看金融”的分析框架，建议根据人口流动情况分配建设用地指标，根据库存去化周期调节土地供应，优化城市工业用地、住宅用地和商业用地结构；金融政策鼓励支持刚需和改善性需求，抑制投机性需求。

风险提示：政策推动不及预期



## 目录

摘要 .....	1
引言 .....	8
1 2014 年 930：“稳增长+去库存”压力下宽松周期重启 .....	9
1.1 调控背景：“稳增长+去库存”诉求凸显 .....	9
1.2 调控政策：放松限购限贷，货币宽松 .....	9
1.3 调控效果：一线城市率先复苏，区域分化初现 .....	13
2 2015 年 330：宽松加码，金融刺激是主力 .....	13
2.1 调控背景：地产投资拖累经济 .....	13
2.2 调控政策：放松限贷+宽货币，推行棚改货币化安置 .....	14
2.3 调控效果：开启全面复苏的起点 .....	14
3 2015 年 930：全面宽松，金融刺激再发力 .....	15
3.1 调控背景：中央定调“去库存” .....	15
3.2 调控政策：限贷再放松，降息降准继续推进 .....	16
3.3 调控效果：一线城市泡沫初现 .....	17
4 2016 年 217：最后一击，转向因城施策 .....	18
4.1 调控背景：楼市冰火两重天 .....	18
4.2 调控政策：全国性调控终结，转向因城施策 .....	18
4.3 调控效果：一线城市房价涨幅得到控制，二三线城市接棒上涨 .....	19
5 2016 年 930：因城施策，长短结合 .....	20
5.1 调控背景：“房住不炒”提出 .....	20
5.2 调控政策：行政手段加码，长效机制破局 .....	20
5.3 调控效果：三四线城市“逆袭”、市场失灵出现 .....	33
6 本轮调控总结：新形势、新思路、新方向 .....	34
6.1 新形势：宏观新常态、改革新周期 .....	34
6.2 新思路：从全国一盘棋到因城施策 .....	35
6.3 新方向：从短期调控到住房制度构建 .....	36
7 本轮房地产调控反思和展望 .....	36
7.1 调控政策工具及效果分析 .....	36
7.2 本轮调控反思一：重行政调控，轻经济手段 .....	40
7.3 本轮调控反思二：重抑制需求，轻增加供给；重短期调控，轻长效机制 .....	40
7.4 本轮调控反思三：政策切换加大市场波动 .....	41
7.5 本轮调控反思四：中央和地方目标冲突下因城施策面临考验 .....	42
7.6 本轮调控反思五：应宣告去库存政策基本结束 .....	42
7.7 本轮调控反思六：住房制度的价值有待明确 .....	43
7.8 未来调控展望：构建新时代住房制度 .....	43

## 图表目录

图表 1:	本轮地产调控脉络梳理、反思和展望 (2014-2018)	8
图表 2:	2014-18 房地产调控阶段 (销售)	8
图表 3:	2014-18 房地产调控阶段 (库存)	8
图表 4:	14 年房地产市场的“弱”主要体现在销售	9
图表 5:	14 年起全国商品房库存快速累积	9
图表 6:	2014 年主要城市限购取消进度图	10
图表 7:	2014 年三季度密集出台的省级调控政策	10
图表 8:	2014“930”新政主要内容	11
图表 9:	国开行发放棚改贷款情况	12
图表 10:	棚户区改造开工和货币化安置情况	12
图表 11:	14 年 930—15 年 330 前夕主要调控政策	12
图表 12:	14 年 930 政策后一线城市率先复苏	13
图表 13:	14 年 930 后全国商品房销售首现拐点	13
图表 14:	15 年房地产的弱主要体现在投资	13
图表 15:	15 年投资主要由二三线城市拖累	13
图表 16:	15 年 330 是销售全面复苏的起点	14
图表 17:	房价增速拐点在 15 年 330 后出现	14
图表 18:	2015 年“330”至 2016 年 3 月期间主要调控政策	15
图表 19:	中央对 2015 年房地产调控的定调是“去库存”	16
图表 20:	2014-2016 限贷放松政策汇总	16
图表 21:	2015 年“330”至 2016 年 3 月期间主要调控政策	17
图表 22:	商贷和公积金贷款基准利率变动	17
图表 23:	15 年来银行存款准备金率变动汇总	17
图表 24:	15 年 330 叠加 15 年 930 新政后热点城市泡沫初现 (以深圳为例)	18
图表 25:	15 年“330”后一线城市房价上涨过快	18
图表 26:	16 年初核心城市库存告急	18
图表 27:	2016 年 3 月“930”前收紧调控的热点城市	19
图表 28:	16 年 217 后二三线城市接棒房价上涨	20
图表 29:	16 年 217 后非热点城市快速去库存	20
图表 30:	2016 年 930 前后中央对调控定调的关键词是“房住不炒”	20
图表 31:	2016 年调控政策变化	21
图表 32:	2016 年 930 至今的四波强调调控期	21
图表 33:	2016 年 930 前后重启限购的城市	22
图表 34:	各城市限购政策一览	23
图表 35:	全国限购情况一览 (京津冀、长三角、珠三角政策最严厉)	23
图表 36:	部分城市限售政策	24
图表 37:	各城市土地调控措施一览	25
图表 38:	2016 年 930 后调整限贷的城市	26
图表 39:	房企融资全面收紧	26
图表 40:	地产公司债发行量及成本变动	27
图表 41:	存量地产债到期时间分布	27
图表 42:	2016 年 930 以来土地政策梳理	27
图表 43:	17 年来棚改货币化安置被中央反复强调	28



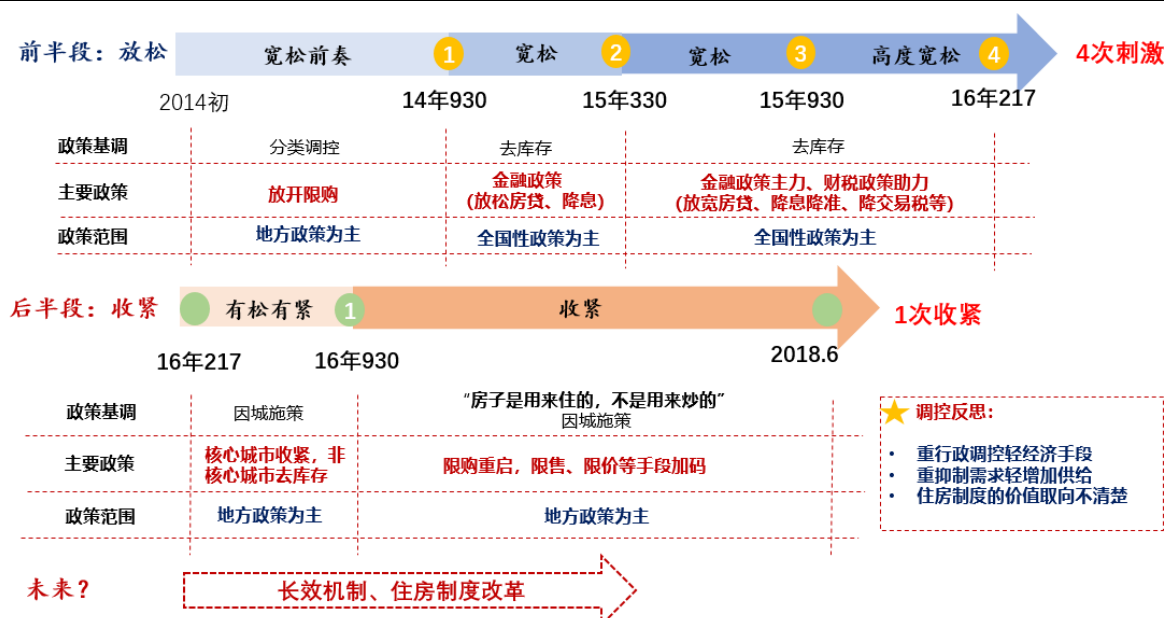
图表 44:	全国部分省市棚改新开工套数及货币化安置比例.....	29
图表 45:	PSL 新增及存量情况.....	29
图表 46:	棚改计划及实际开工情况 .....	29
图表 47:	全国棚改开工、货币化安置及去库存情况.....	30
图表 48:	棚改货币化安置带动三四线城市销售.....	30
图表 49:	上海首批纯出租地块配建自持情况.....	31
图表 50:	16 年 930 以来出台租房政策的省市一览.....	31
图表 51:	租售并举相关政策整理 .....	32
图表 52:	2017-2018 推出人才政策的城市一览（不完全统计） .....	33
图表 53:	三四线城市房价领涨 .....	33
图表 54:	三四线城市去库存成效显著 .....	33
图表 55:	2014-2018 调控总结 .....	34
图表 56:	全国限售情况一览（蓝色为 18 年出台限售政策的城市） .....	35
图表 57:	2017 年以来中央强调住房制度和“长效机制”建立 .....	36
图表 58:	房地产调控工具箱之金融 .....	37
图表 59:	个人住房贷款 15 年 330 后激增.....	37
图表 60:	15 年 330 后居民中长期贷款占比激增.....	37
图表 61:	房地产调控工具箱之财税 .....	38
图表 62:	房地产调控工具箱之行政措施.....	38
图表 63:	人才新政后南京新增户籍人口迅速增加.....	39
图表 64:	17 年南京户籍人口增速远超常住人口 .....	39
图表 65:	人才新政后武汉新增户籍人口迅速增加.....	39
图表 66:	17 年武汉户籍人口增速首超常住人口 .....	39
图表 67:	人才新政对商品住宅成交量的贡献估算.....	40
图表 68:	本轮调控需求端和供给端政策一览.....	40
图表 69:	中国二十年房地产调控周期回顾.....	41
图表 70:	去库存作为调控基调已持续近三年.....	43
图表 71:	当前住宅库存已回落到 12 年末的水平 .....	43
图表 72:	18 年来非一线城市房价涨幅依然坚挺.....	43
图表 73:	“多主体供应、多渠道保障、租购并举”是住房制度改革新方向 .....	44

## 引言

2013 年四季度的十八届三中全会拉开了新一届政府的改革大幕，也开启了新一轮房地产深化改革的序幕。2014-2018 的故事注定精彩：短短四年经历了从刺激到紧急收紧两种调控方向，也经历了从全国一盘棋到“因城施策”、探索建立长效机制、构建住房制度的转变过程。

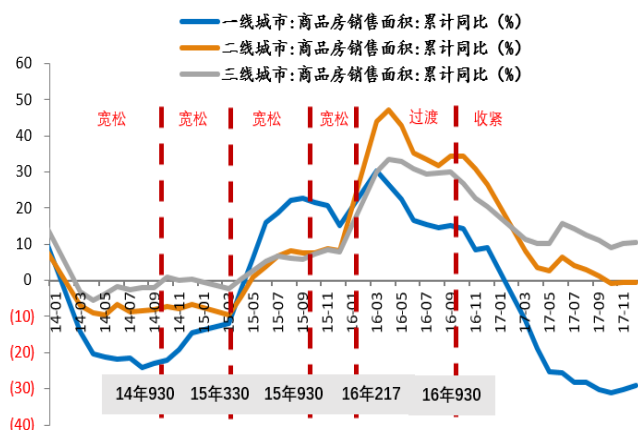
这四年是房地产调控史上重要的四年。从全国性调控到“因城施策”、探索建立长效机制，是调控思路的重大转变，也是调控水平的升华；这四年也是研究中国房地产调控的完美样本：四年经历了刺激和收紧两种调控方向，涵盖了“防止过冷”和“避免过热”两个调控目标，也几乎涉及了调控政策工具箱里的所有工具。本文对这重要的四年进行回顾研究，理清本轮调控的背景、措施和效果，并进行反思和展望。

图表1： 本轮地产调控脉络梳理、反思和展望（2014-2018）



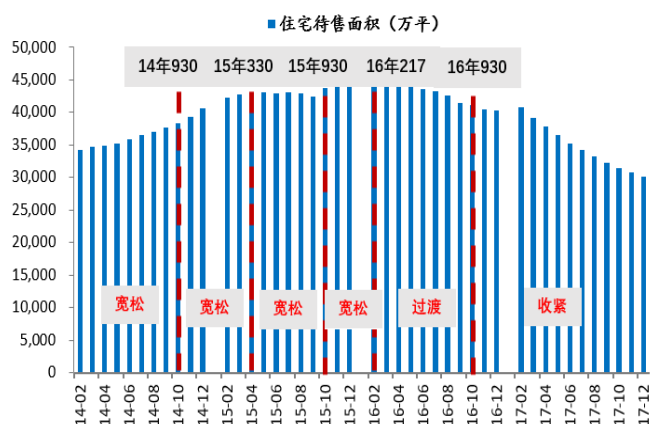
资料来源：恒大研究院

图表2： 2014-18 房地产调控阶段（销售）



资料来源：wind，恒大研究院（40大中城市数据）

图表3： 2014-18 房地产调控阶段（库存）



资料来源：wind，恒大研究院



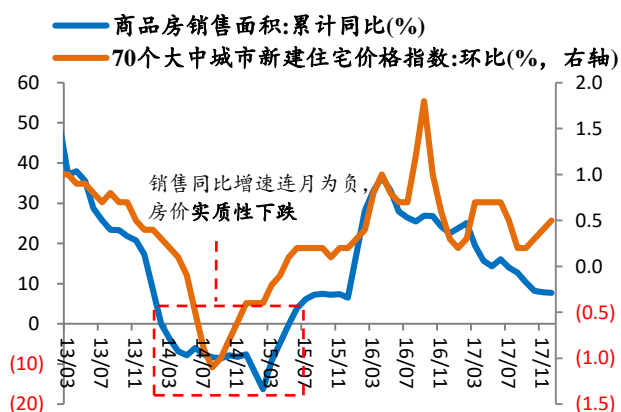
# 1 2014 年 930：“稳增长+去库存”压力下宽松周期重启

## 1.1 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 7.2%，相比 13 年大幅下滑 0.5 个百分点。经济增速换挡，中国经济进入新常态。

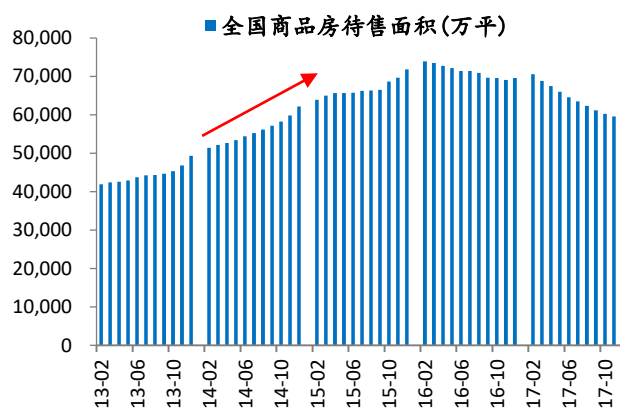
房地产市场则步入“总量放缓、区域分化”的新发展阶段。进入 14 年，全国商品房销售面积和金额同比增速罕见的连月为负，房价涨幅大幅放缓，14 年 5 月首次出现 70 大中城市新建商品住宅价格环比下跌。销售走弱带来库存的快速累积，地产业入冬，去库存压力显现。面对国内经济及房地产市场新形势，10 年以来的“最严地产调控周期”走向终点。

图表4： 14 年房地产市场的“弱”主要体现在销售



资料来源：wind，恒大研究院

图表5： 14 年起全国商品房库存快速累积



资料来源：wind，恒大研究院

## 1.2 调控政策：放松限购限贷，货币宽松

14 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。

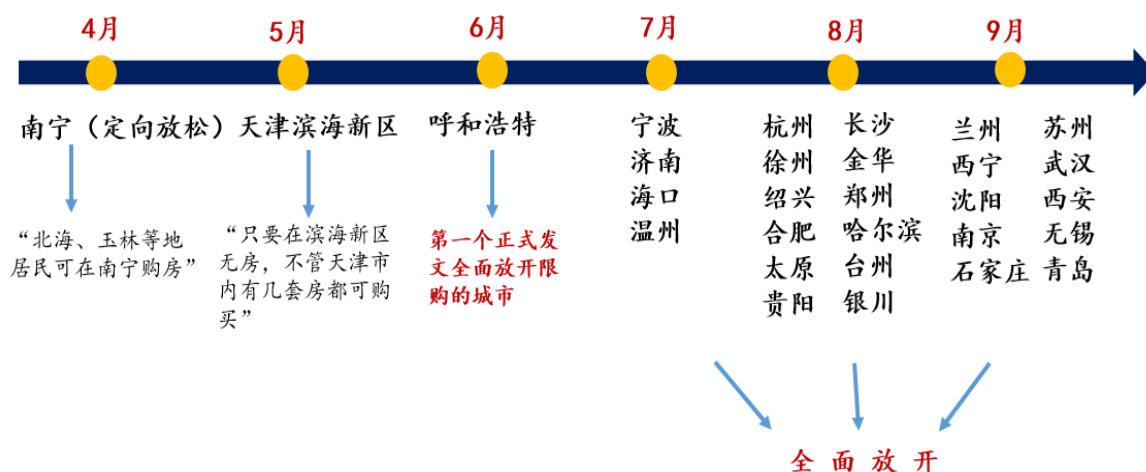
**第一阶段：限购密集放开，市场反应平淡。**14 年上半年仍有部分热点城市继续收紧调控<sup>1</sup>，14 年下半年地方才意识到高库存的严重性，密集放开限购，同时辅以各类救市措施。14 年 6 月呼和浩特是第一个正式发文全面放开限购的城市，此后限购取消呈“多米诺骨牌效应”，截至 9 月底仅有北上广深和三亚五个城市未取消。除放开限购外，各地还出台了房贷优惠、公积金异地使用、落户放宽等其他优惠政策，非一线城市的紧急救市全面展开。

<sup>1</sup> 14 年上半年收紧调控的城市有：南京（“宁七条”）、北京（严查消费贷）、厦门（规范预售资金使用）等。



**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，14 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”<sup>2</sup>；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。

图表6： 2014 年主要城市限购取消进度图



资料来源：公开新闻，恒大研究院

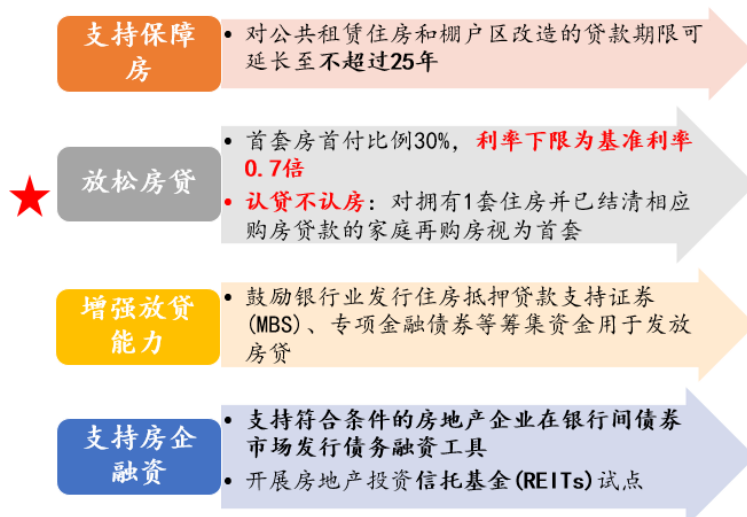
图表7： 2014 年三季度密集出台的省级调控政策

时间	省份	政策措施	政策重点
14. 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) 购房人还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。
14. 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。
14. 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。
14. 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：公开新闻，恒大研究院

<sup>2</sup> 认贷不认房：对已有 1 套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策

图表8: 2014 “930” 新政主要内容



资料来源：公开新闻，恒大研究院

14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）14年“1121”央行重启降息<sup>3</sup>，并在15年2月5日重启降准，货币宽松周期开启；（2）14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）15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16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<sup>4</sup>为棚改提供长期稳定资金，国开行<sup>5</sup>获PSL后以棚改贷款形式发放，14年共发放棚改贷4086亿元，同增285.5%。另一方面，发改委于14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。**15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。

<sup>3</sup> 2014年11月21日央行宣布降息，上一次降息在2012年7月，时隔两年的突然降息大幅超出市场预期。

<sup>4</sup> PSL即补充抵押贷款，英文全称为Pledged Supplemental Lending。

<sup>5</sup> 15年10月PSL对象由国开行拓展至国开行、农发行和进出口银行。



图表9： 国开行发放棚改贷款情况

年	发放贷款 (亿)	同比增长	贷款余额 (亿)
2010	-	-	816
2011	-	-	1507
2012	778	-	2171
2013	1060	36.2%	2946
2014	4086	285.5%	6362
2015	7509	83.8%	13058
2016	9725	29.5%	-
2017Q2	-	-	24600
2018Q1	2575	-	29000

资料来源：国家开发银行，恒大研究院

图表10： 棚户区改造开工和货币化安置情况

年份	计划开工 (万套)	实际开工 (万套)	货币化 安置比	消化库存 (亿平)
08-12	NA	1260	-	-
2013	304	320	-	-
2014	470	480	9.0%	0.4
2015	580	601	29.9%	1.5
2016	600	606	48.5%	2.5
2017	600	609	60%	3.1
2018E	580	580	60%	3.0

资料来源：住建部，恒大研究院

图表11： 14年930—15年330前夕主要调控政策

类型	时间	部门	政策措施	政策重点
金融政策	14.9.30	中国人民银行	《中国人民银行中国银行业监督管理委员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。
	14.10.9	住建部、财政部、中国人民银行	《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。
	14.11.22	中国人民银行	降息	2014 年 11 月 22 日起贷款基准利率下调 0.4 个百分点
	15.1.15	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
	15.2.5	中国人民银行	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
	15.3.1	中国人民银行	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	15.1.14	住建部	《关于加快培育和發展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
	15.1.28	住建部、财政部、中国人民银行	《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	14.5.19	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

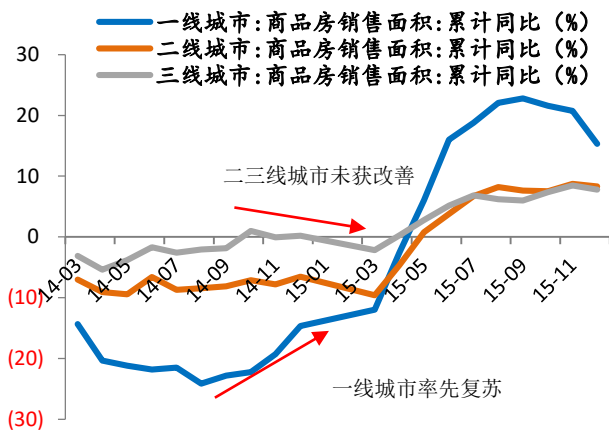
资料来源：公开新闻，恒大研究院



### 1.3 调控效果：一线城市率先复苏，区域分化初现

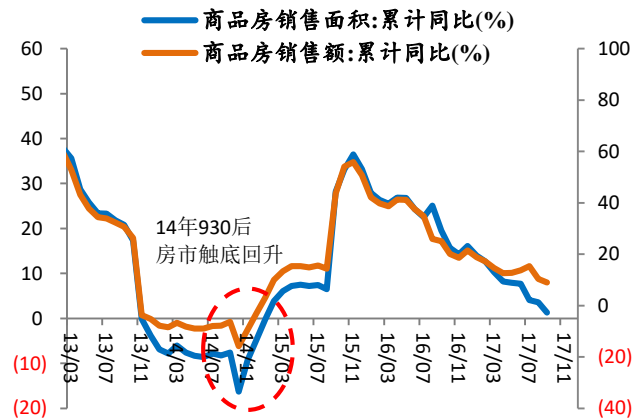
“930”新政和“1121”降息后，货币宽松的红利首先涌向供需比低的一线城市，一线城市房市率先复苏。一线城市转好也带动全国商品房销售触底回升。但二三线城市销售仍未改善，库存继续累积，15年3月二三线城市商品房销售面积同比增速继续下滑至-9.6%、-2.2%低位。14年“930”是房地产新阶段“区域分化”特征显现的起点。

图表12： 14年930政策后一线城市率先复苏



资料来源：wind，恒大研究院

图表13： 14年930后全国商品房销售首现拐点



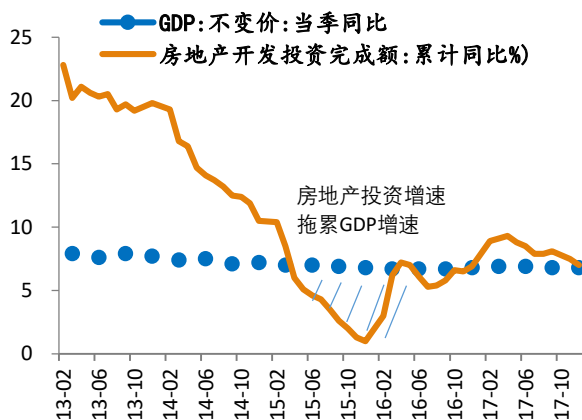
资料来源：wind，恒大研究院

## 2 2015年330：宽松加码，金融刺激是主力

### 2.1 调控背景：地产投资拖累经济

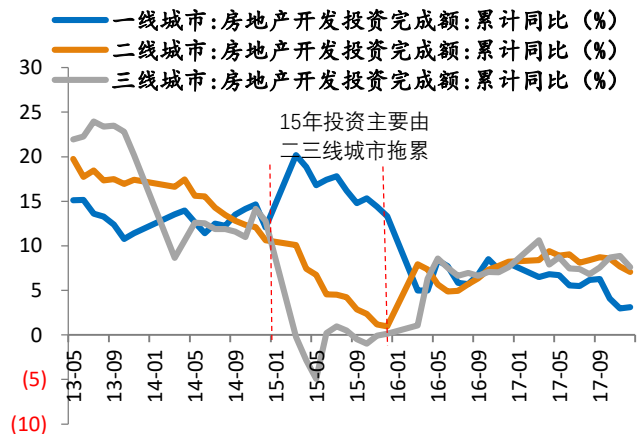
伴随经济的L型走势，15年房地产市场再度走弱，此时房地产的“弱”主要体现在投资。房地产投资同比增速在15年3月至16年2月期间持续低于GDP增速，一直是经济增长引擎的房地产开始拖累经济。分城市来看，“弱”地产投资主要源于二三线城市：15年3月一线城市房地产投资同比增速高达20.2%，而二三线城市仅为10.1%和-0.2%。“总量放缓，区域分化”的新阶段特征更加明显。

图表14： 15年房地产的弱主要体现在投资



资料来源：wind，恒大研究院

图表15： 15年投资主要由二三线城市拖累



资料来源：wind，恒大研究院





## 2.2 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。15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。15年330后的主要救市措施还有：

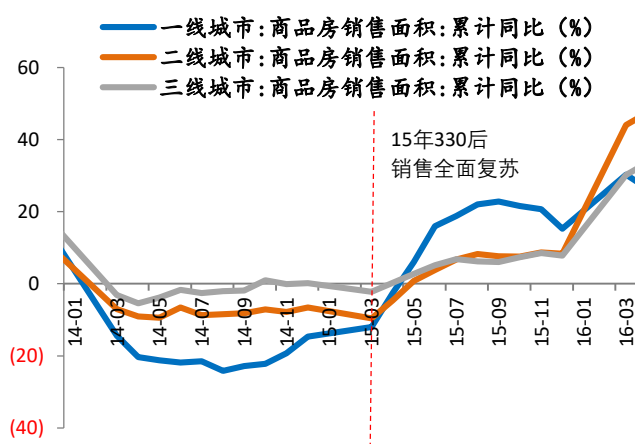
**第一，金融政策：放松限贷，连续降息降准。**1) 继“330”新政降低二套房首付比例至40%后，8月31日住建部、财政部与央行联合发布通知，规定对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的居民家庭，公积金贷款最低首付款比例降至20%；2) 15年330-15年930前夕，央行累计降息3次，全面降准2次，释放大量流动性。房地产短期看金融，首付比例和贷款利率直接决定购房意愿和购买力，货币宽松叠加低首付比和低利率，购房需求迅速释放。

**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) 15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%。

## 2.3 调控效果：开启全面复苏的起点

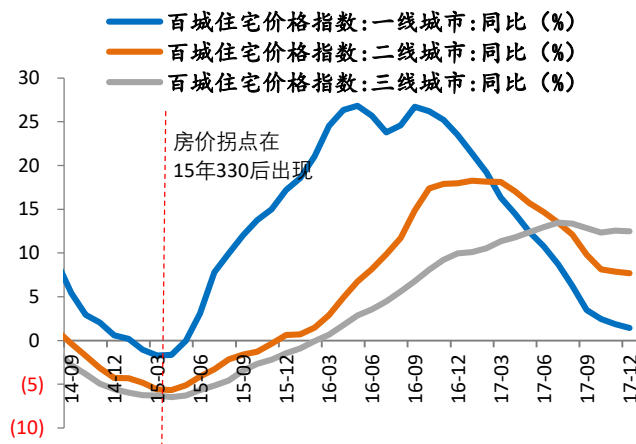
15年330后房地产市场开始出现全面复苏迹象：一二三线城市销售面积、价格同比增速均开始上扬：到2015年9月，一、二、三线城市商品房销售面积同比增速分别为22.8%、7.7%和6.0%，房价同比涨幅分别为12.0%、-1.6%、-3.5%，相比于15年3月大幅改观。但市场仍存在区域分化严重、二三线城市去库存力度不及预期的问题。

图表16： 15年330是销售全面复苏的起点



资料来源：wind, 恒大研究院 (40大中城市数据)

图表17： 房价增速拐点在15年330后出现



资料来源：wind, 恒大研究院

图表18： 2015 年“330”至 2016 年 3 月期间主要调控政策

类型	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	发布通知	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、国家税务总局、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、国家开发银行	《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》	1) 各地按照原则不低于 50%的比例确定棚改货币化安置目标 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：公开新闻，恒大研究院

### 3 2015 年 930：全面宽松，金融刺激再发力

#### 3.1 调控背景：中央定调“去库存”

15 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，15 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。

图表19： 中央对 2015 年房地产调控的定调是“去库存”



资料来源：公开新闻，恒大研究院

### 3.2 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。15 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。

15 年 930 后金融调控再度跟进。一是限贷再放松：16 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，16 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。

图表20： 2014-2016 限贷放松政策汇总



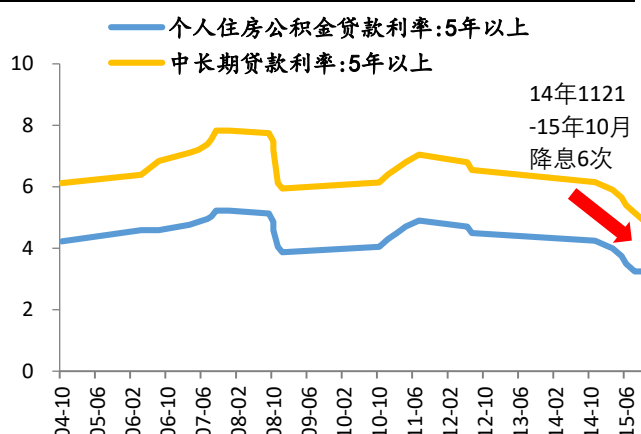
资料来源：中国人民银行等，恒大研究院

图表21： 2015 年“330”至 2016 年 3 月期间主要调控政策

类型	时间	部门	政策措施	政策重点
金融政策	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：公开新闻，恒大研究院

图表22： 商贷和公积金贷款基准利率变动



资料来源：wind, 恒大研究院

图表23： 15 年来银行存款准备金率变动汇总

时间	金融机构存款准备金率 (%) (大型)	金融机构存款准备金率 (%) (中小型)	变动幅度 (%)
15. 02. 05	19.5	17.5	-0.5
15. 04. 20	18.5	16.5	-1.0
15. 09. 06	18.0	16.0	-0.5
15. 10. 24	17.5	15.5	-0.5
16. 03. 01	17.0	15	-0.5

资料来源：wind, 恒大研究院

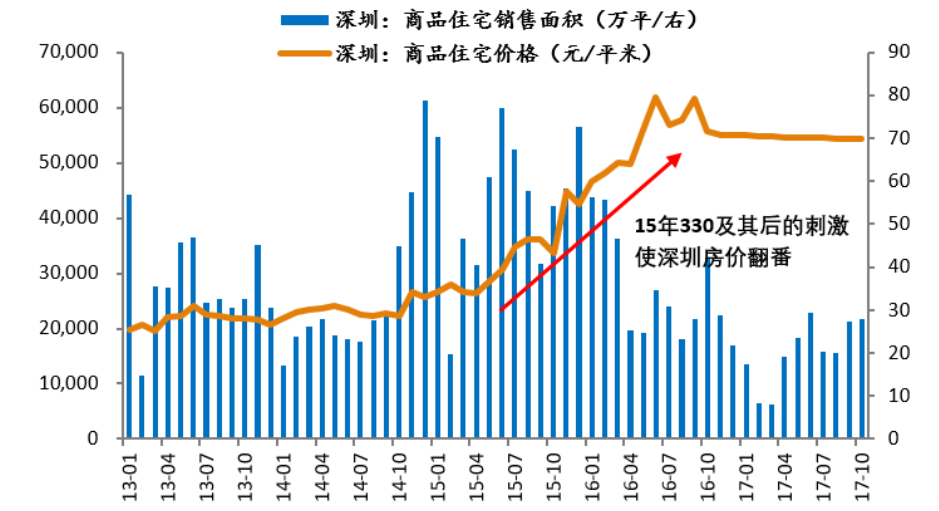
### 3.3 调控效果：一线城市泡沫初现

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”。16 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。



图表24： 15 年 330 叠加 15 年 930 新政后热点城市泡沫初现（以深圳为例）



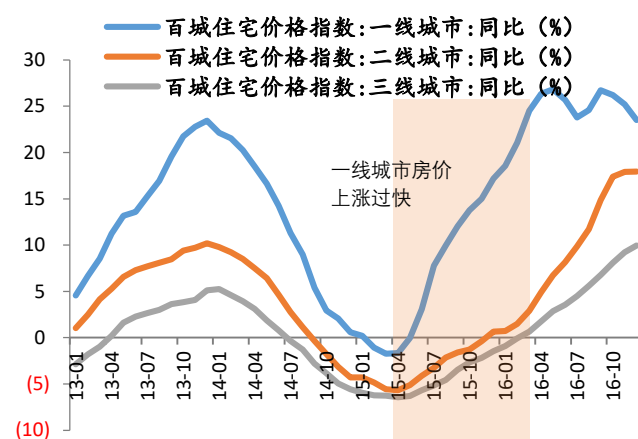
资料来源：中指院，恒大研究院

## 4 2016 年 217：最后一击，转向因城施策

### 4.1 调控背景：楼市冰火两重天

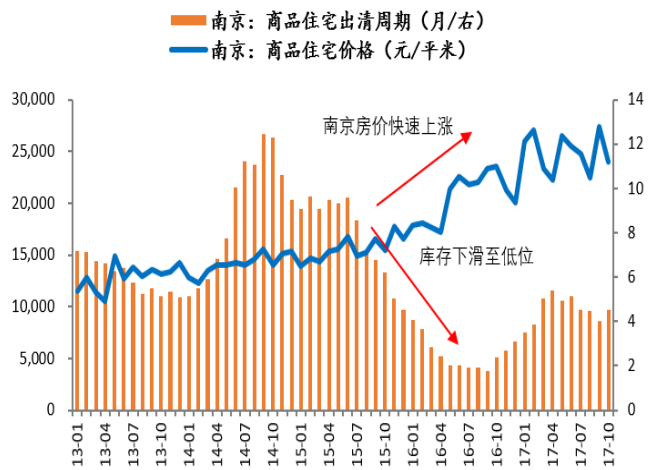
15 年 330 以来的一系列调控未在各城市均衡显现效果，货币宽松带来的红利大量涌向热点一二线城市，全国楼市呈现冰火两重天的景象。一线城市和核心二线城市房价暴涨、库存告急：以南京为例，住宅出清周期在 16 年 3 月降至 2.82 个月的历史极低位置。但与此同时，非核心城市库存依然严峻，因城施策势在必行。

图表25： 15 年“330”后一线城市房价上涨过快



资料来源：统计局，恒大研究院

图表26： 16 年初核心城市库存告急



资料来源：中指院，恒大研究院

### 4.2 调控政策：全国性调控终结，转向因城施策

217 契税新政是本轮调控的最后一项重大全国性政策。16 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。2016 年 217 后全国性调控退出，调控开始强调“因城施策”。表现为两个方面：

一是热点城市收紧。3 月 16 日苏州首推“限价”政策，要求房企预售申报价“3 个月不调高、6 个月不调高超 6%、12 个月不调高 12%”，成为第一个收紧调控的热点城市。随后上海、深圳、合肥、广州、南京、北京都先后出台政策收紧调控。

二是非核心城市继续去库存。非核心城市/省份则在这期间继续出台去库存的地方性调控，政策相比此前无明显转向。

#### 4.3 调控效果：一线城市房价涨幅得到控制，二三线城市接棒上涨

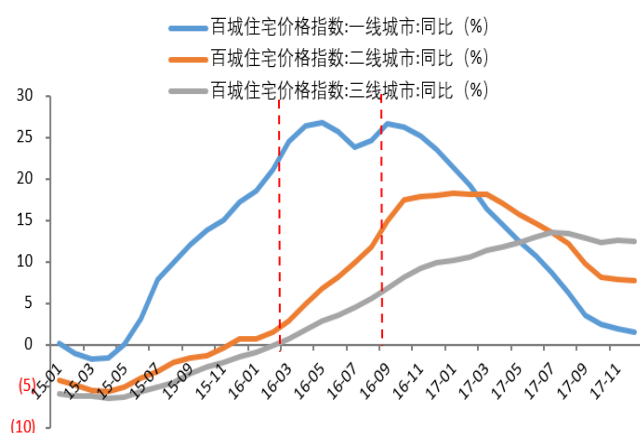
16 年 217 后，热点城市在调控收紧下房价涨幅获得遏制，非热点城市则受益于政策宽松以及热点城市需求溢出，开始快速复苏：二三线城市房价一路上扬，到 16 年 9 月分别同比上涨 14.9%和 6.8%。二三线城市销售大幅回暖带来库存的快速去化：以一度库存淤积严重的西安为例，16 年 3 月-9 月商品住宅出清周期由 13.3 个月下滑至 7.7 个月，库存已降至合理健康水平。

图表27： 2016 年 3 月-“930”前收紧调控的热点城市

城市	时间	政策措施	政策重点
苏州	2016. 3. 18	《关于进一步促进房地产市场稳定健康发展的意见》（苏十条）	加强土地供应管理、完善商品房预售管理、强化价格管理（售价不高于申报价格、申报价格 3 个月不调高、6 个月不调高超 6%、12 个月不调高 12%，下批次备案预售价不高于上批次 6%）
上海	2016. 3. 25	《促进房地产市场平稳健康发展的若干意见》	申请公积金贷款购买改善二套房，普通住宅首付比例将从原先不低于 30%提升至不低于 50%
深圳	2016. 3. 25	《关于完善住房保障体系促进房地产市场平稳健康发展的意见》	限贷：在深圳无房但 2 年内有住房贷款记录、有一套房但已结清贷款，首付比例最低 4 成；限购：户籍家庭限购 2 套；非户籍家庭购房之日起在深圳连续缴纳个税或社保满 3 年，限购 1 套。
合肥	2016. 4. 1	《进一步保持我市房地产市场平稳健康发展的意见》	加大城区住房用地供应量；严厉查处“捂盘惜售”等违规销售行为
广州	2016. 4. 15	《广州市供给侧结构性改革总体方案及 5 个行动计划》	明确广州将继续执行限购政策
南京	2016. 4. 27	《关于推进供给侧结构性改革促进房地产市场平稳健康发展的实施意见》	遏制房价过快上涨势头，对六城区、江宁区、浦口区商品住宅项目设置 8%-12%的涨幅空间。
南京	2016. 5. 11	限地价新政	超过 5 万平地块出让，超 45%溢价率直接配建保障房面积。
苏州	2016. 5. 18	限地价新政	报价超过最高报价终止土地出让，竞价结果无效。
通州	2016. 5. 27	《关于对本区户籍人口采取临时性限控措施的通知》	通州区域内的商业、办公等非住宅房屋一律不批准落户等；不再受理未经市政府批准的单位集体户立户申请。

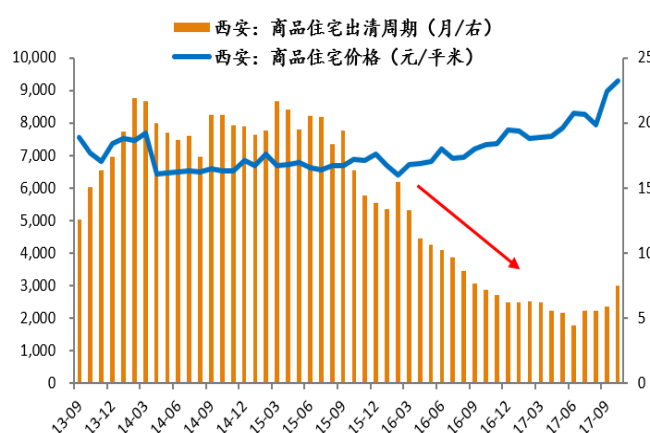
资料来源：公开新闻，恒大研究院

图表28： 16年217后二三线城市接棒房价上涨



资料来源：统计局, 恒大研究院

图表29： 16年217后非热点城市快速去库存



资料来源：中指院, 恒大研究院

## 5 2016年930：因城施策，长短结合

### 5.1 调控背景：“房住不炒”提出

2016年随着经济L型企稳以及一二线城市房价暴涨，刺激房地产稳增长的阶段性任务完成，但三四线城市去库存效果区域差异较大，同时金融风险凸显。7月政治局强调“抑制资产泡沫”、10月强调“防风险”、12月中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，强调住房的居住属性，房地产调控开始从刺激转向收紧。

图表30： 2016年930前后中央对调控定调的关键词是“房住不炒”

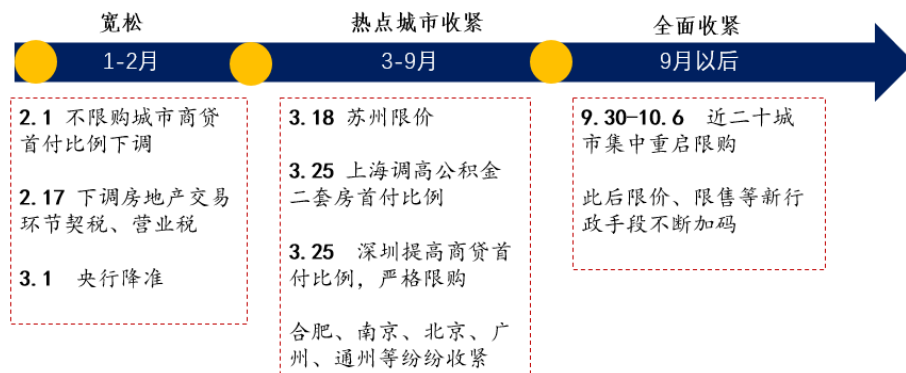


资料来源：公开新闻, 恒大研究院

### 5.2 调控政策：行政手段加码，长效机制破局

2016“930”限购重启宣告收紧周期正式开始。2016年9月30日前后，北京、深圳、广州、厦门、南京等16个一线城市和强二线城市先后发布调控政策，重启限购/限贷。2016“930”是政策从刺激到收紧的转折点。

图表31： 2016 年调控政策变化



资料来源：公开新闻，恒大研究院

2016“930”后经历了四波强调控期。调控呈现核心城市到非核心城市、热点城市群到非热点城市群的迁移特征，调控力度空前。

(1) 第一波是16年930至16年12月，主要特征是一线城市和强二线城市“限土拍”。期间有11城出台土拍新政，包括限保证金（10月珠海等）、限溢价率（11月厦门、合肥等）、限土地用途（11月深圳、12月天津）、摇号拿地（11月合肥）等。调控区域主要集中在长江中游城市群、长三角、珠三角的一线和强二线城市，是930限购限贷政策的补充。

(2) 第二波是17年3月至5月，主要特征是限购拓围到热点三线城市。17年3月-5月共38城出台限购或升级限购政策，主要集中在热点城市群的非核心城市，包括京津冀城市群（环京、环雄安3月起密集启动限购）、长三角城市群（句容、嘉兴、太仓）和珠三角城市群（佛山、中山）；

(3) 第三波是17年9月-11月，主要特征是二三线城市启动限售。17年9月-11月共有14城宣布限售，其中北部湾城市群（南宁、桂林、北海）是政策活跃区；

(4) 第四波是18年3月-6月，主要特征是非热点城市群加入限购或限售。期间共10城1省出台“限购或限售”政策，主要集中在此前市场较冷淡的哈长城市群（哈尔滨、长春）和西南城市群（昆明、贵阳）等。

图表32： 2016年930至今的四波强调控期



资料来源：公开新闻，恒大研究院

图表33： 2016年930前后重启限购的城市

城市	时间	范围	本市户籍	非本市户籍
深圳	2016/10/4	本市	限购2套，单身(含离异)限购1套	限购1套(连续5年个税或社保)
广州	2016/10/4	本市	限购2套	限购1套(5年内连续3年个税或社保)
厦门	2016/10/5	行政区域内	限购2套(180平以下)	限购1套(180平以下，3年内连续2年个税或社保)
南京	2016/10/5	主城区	限购1套，单身(含离异)	首套2年内连续1年个税或社保
成都	2016/10/1	市十一区加郫县	限购1套	限购1套
天津	2016/10/1	市6区、武清区	-	限购1套
武汉	2016/10/2	市十区	-	限购2套
郑州	2016/10/2	市5区、高新区等4区	限购2套(180平以下)	限购1套(180平以下)
济南	2016/10/2	市6区	限购3套	限购1套
福州	2016/10/7	市5区	限购2套(144平以下)	限购1套(144平以下，连续2年个税或社保)
南昌	2016/10/8	市7区	限购1套	限购1套(新建商品住房)
无锡	2016/10/2	本市	-	限购1套
苏州	2016/10/3	苏州市区、昆山市、太仓市	限购3套	限购1套(2年内连续1年个税或社保)
珠海	2016/10/6	全市	限购3套(144平以下)	限购1套(144平以下)
东莞	2016/10/6	本市行政区域内	限购2套(新建商品住房)	限购2套(新建商品住房，2年内连续1年个税或社保)

资料来源：公开新闻，恒大研究院

总结16年930至今的调控有如下特点：

第一，行政措施方面，限购、限售、限价、限土拍、限商改住升级。

(1) 限购升级。截至2018年6月，限购城市有：一线4城、二线23城、三四线25城。其中，一线城市本市户籍家庭限购2套，单身或离异家庭限购1套；非本市户籍限购1套，且需连续缴5年个税或社保。二线城市本市户籍限购2套(南昌、成都限购1套)，非本市户籍限购1套，须缴纳1-2年个税或社保。三线城市本市户籍限购2-3套，非本市户籍限购1套，多数城市需缴满1年个税或社保，部分城市需缴2年个税或社保。从城市群来看，目前京津冀、长三角、珠三角限购最严。

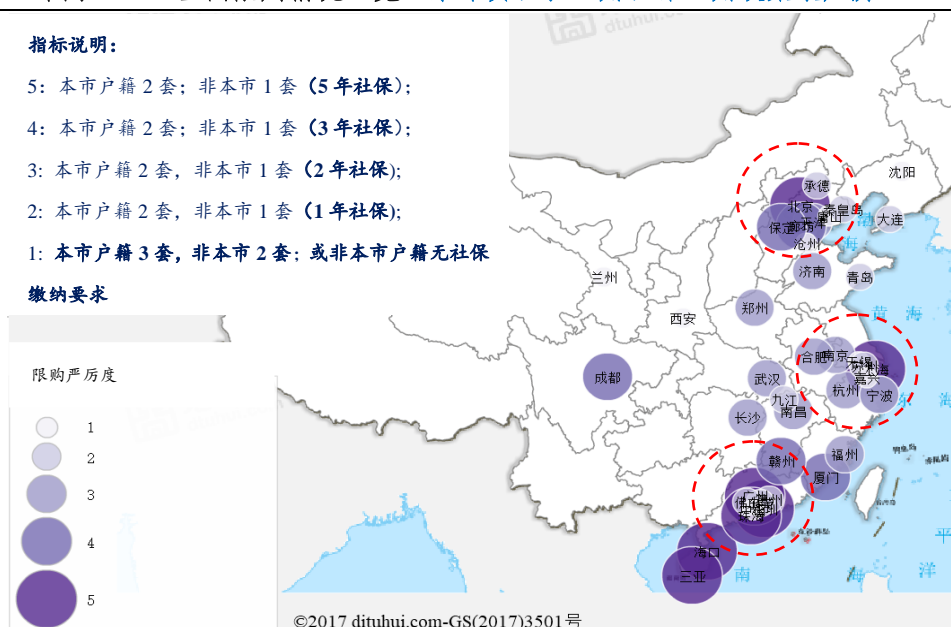


图表34： 各城市限购政策一览

类别	城市	限购内容
一线城市	北京、上海、深圳、广州	本市户籍：限购 2 套 本市单身或离异：限购 1 套 非本市户籍：限购 1 套，连续 5 年个税或社保
二线城市	厦门、杭州、南京、成都、天津、武汉、郑州、济南、合肥、福州、南昌、西安、青岛、长沙、长春、宁波	本市户籍：限购 2 套（南昌、成都限购 1 套） 非本市户籍：限购 1 套，1-2 年个税或社保
三线城市	廊坊、固安、三河、无锡、苏州、珠海、东莞、佛山、怀来、嘉兴、嘉善、涿州、涿水、崇礼、三亚、赣州、句容、沧州、中山、霸州、文安、任丘、保定、唐山、秦皇岛、平湖、兰州、五指山、九江	本市户籍：限购 2-3 套 非本市户籍：限购 1 套，1 年个税或社保，部分城市 2 年个税或社保

资料来源：公开新闻，恒大研究院

图表35： 全国限购情况一览（京津冀、长三角、珠三角政策最严厉）



数据来源：公开新闻，恒大研究院

（2）引入限售。“限售”是本轮调控中行政手段的“创新”之一。2017 年 3 月厦门率先出台“限售”政策，明确新购房屋产权证满 2 年方可上市交易。此后多地效仿，限售城市从热点一二线城市向三四线城市蔓延，截至 2018 年 6 月已有 50 余城实施限售。限售城市多数要求限售时间起算点为取得不动产权证（则期房实际限售时间须再加 1-2 年），少数城市要求为网签合同签订日（哈尔滨、贵阳等）。





图表36： 部分城市限售政策

城市/区域	限售条件
海口、三亚、万宁、陵水、保定白沟新城	产权证满 5 年
北京、杭州、南京（主城区）、成都、长沙、珠海、惠州、兰州（指定区域）	产权证满 3 年
哈尔滨、贵阳	网签合同签订之日起满 3 年
广州、厦门、济南、福州、南昌、西安、东莞、德州、绍兴（指定区域）、闽侯、长乐、常州、扬州、芜湖、承德、东莞、海南全省	产权证满 2 年
石家庄	二套及以上产权证满 3 年
南宁、徐州	二套及以上产权证满 2 年

资料来源：公开新闻，恒大研究院

（3）广泛限价。2016 年 3 月苏州推出“限价”政策后，多个城市效仿对预售证价格进行管制，目前公开出台限价政策的城市有 31 个。近期出台限价政策的有：三亚 18 年 2 月要求备案价格不高于 17 年 2 月均价；东莞 18 年 5 月要求备案价格不高于前 6 月均价的 10%；长沙 18 年 5 月出台成本法核算销售价格办法。

新建商品房限价制度在多个城市形成一二手房价格倒挂，推升了一手房需求，多个城市被迫出台“摇号”制度分配房源。目前出台摇号制度的城市有成都、杭州、南京、深圳、佛山、上海、长沙、西安等。

（4）“限土拍”新政出台。为抑制土地市场热度和地价倒逼房价上涨的现象，热点城市陆续出台土地调控措施，从拿地规则、资金来源、保证金及付款期限、预售管理等方面进行限制，拿地门槛提高。

拿地规则层面：以南京为例，先后推出限价、摇号、限制土地用途、提高自持比例等。限价和摇号在一定程度上抑制了土地价格的非理性上涨，限制土地用途和提高自持比例则加长回款周期。

资金来源层面：上海、广州等地相继出台政策，严格约束土地出让金来源。以广州为例，“要求商品住宅用地竞买资金（含保证金）需为自有资金，不得使用银行贷款、债券融资、信托资金、资管计划配资、保险资金”。

保证金及付款期限层面：济南、福州等提高保证金比例并缩短付款期限。福州在 2016 年 9 月颁布新规，“将居住用地竞买保证金比例从 20% 提高至 30%，并规定全额土地出让金 3 月内付清，30 日内付 50%，90 日内付清”。

（5）限商改住。商业、办公类项目陆续受到严监管。17 年 3 月北京住建委等发布《关于进一步加强商业、办公类项目管理的公告》，规定“商办项目不得擅自改变为居住用途，商办项目最小分割面积 500 平米；已销售商办项目再次上市交易时，可出售给个人，但需满足限购条件”。随



后，上海、广州、深圳、南京、成都、东莞、温州、重庆等也发文限制商改住。

图表37： 各城市土地调控措施一览

政策类型	所涉城市	政策解读
摇号拿地	南京、广州	网上竞价达到最高限价时，仍有 2 家以上单位要求继续竞买的，停止网上竞价，改为现场摇号产生竞得者
土地熔断	苏州、南京、昆山、郑州、杭州、青岛、成都	对多块出让的地块设定最高报价，对报价超过最高报价的终止土地出让，竞价结果无效。
10 年限售	保定、珠海	竞得土地的竞买人需告知购房人，在取得不动产权证之日起 10 年内不得买卖
限地价竞配建	南京、深圳、厦门、杭州	报价达限价转为竞保障房/人才住房/养老设施等配建面积
限地价竞自持	北京、天津、杭州	达到预设的地价上限时，承诺自持商品房比例高的房企取得地块
限地价竞建设标准	北京、武汉、珠海	达到最高限价后建设标准高者取得地块
限地价竞房价	福建、郑州	当地价达到熔断价格后，进行网上一一次性竞综合房价，按报价最接近房价平均值原则确定土地竞得人
保证金比例及付款期限	济南、福州	提高居住用地保证金比例，20%提升至 30%，全额土地出让金 3 月内付清
土地出让金资金来源	福建、南京、广州、厦门	购地资金不得使用银行贷款、债券融资、信托资金、资管计划配资、保险资金等

资料来源：公开新闻，恒大研究院

第二，金融政策方面，需求端表现为热点城市房贷收紧，供给端表现为地产企业融资收紧。

(1) 热点城市房贷收紧。房贷收紧主要开始于一线城市。北京 16 年 9 月 30 日提高首套房首付比例至 35%，二套房首付比例至 50%（17 年 317 起二套房（贷款已结清）提高至 60%，未结清提高至 80%），此后深圳、广州、厦门、杭州、南京等城市跟进。目前主要一二线城市首套房首付比例 30%-35%，二套房首付比例 40%-80%，利率折扣基本全部取消，首套房基准利率上浮 1.1 倍左右，二套房基准利率上浮 1.2 倍左右。

(2) 地产企业融资收紧。地产企业融资收紧始于 16 年 10 月公司债发行收紧，此后企业债、私募资管计划、委托贷款、信托、银行贷款等渠道先后收紧，地产企业融资在 16 年 3 季度后难度加大、成本上升。以公司债融资为例，在发行高峰（15 年 3 季度到 16 年 3 季度）单季地产公司债发行量在 1500 亿以上，平均成本 5.5%，16 年 10 月发行收紧后，季度发行量缩减到 500 亿以下，平均成本升至 7%。17 年全年地产公司债发行量仅 605 亿，同比大幅下滑 91%。

融资收紧使行业风险上升。15-16 年的调控刺激期地产企业融资大幅扩张，这部分债务正面临到期压力，融资收紧下可能产生行业信用风险。



以债券融资为例,18年3季度到19年3季度将累计到期各品种债券4115亿,占当前地产债存量22.8%,20年2季度到21年3季度将累计到期8009亿,占当前存量的44.4%。地产债到期日分布集中,遇政策收紧期,中小房企融资、回款压力大,违约风险一触即发。

图表38: 2016年930后调整限贷的城市

	城市	首套房	二套房		调整时间
			贷款已结清	贷款未结清	
统一规定	不限购城市	20%	20%	30%	2016/2/2
	限购城市	30%	30%	40%	
个别调整	上海	35%	50%	50%	2016/11/29
	深圳	30%	50%	70%	2016/10/4
	北京	35%	60%	80%	2017/3/17
	广州	30%	30%	70%	2016/10/4
	厦门	30%	30%	60%	2016/10/5
	杭州	30%	40%	60%	2016/11/10
	南京	30%	50%	80%	2016/10/5
	成都	30%	30%	60%	2017/4/12
	天津	30%	60%	60%	2017/3/31

资料来源:公开新闻,恒大研究院

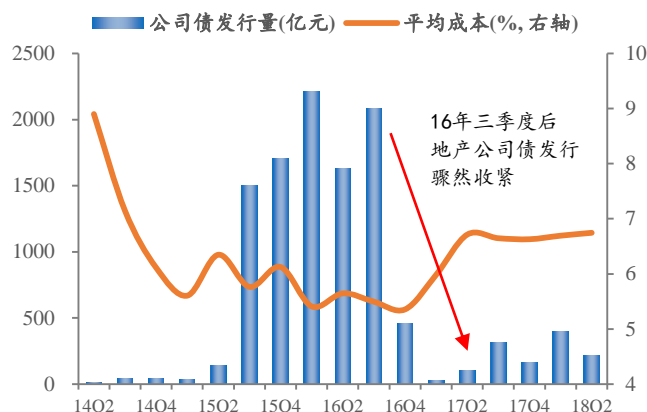
图表39: 房企融资全面收紧

时间	渠道	机构	政策措施	政策重点
2016.10	公司债	上海/深圳证券交易所	《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》	1)对房地产公司债券发行审核试行分类监管(发债门槛明显提高);2)房企发行公司债券募集资金不得用于购置土地。
2016.11	企业债	发改委	《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》	严格限制房地产开发企业发行企业债券融资用于商业性房地产项目。
2017.2	资管计划	中国证券投资基金业协会	《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范》	对私募资产管理计划投资热点城市普通住宅地产项目、向房地产开发企业提供用于支付土地出让款等行为进行规范
2017.12	银行贷款	银监会	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》	将违反房地产行业政策贷款列为整治要点。
2017.12	信托	银监会	《关于规范银信类业务的通知》	不得将信托资金投向房地产等限制或禁止领域。
2017.12	委托贷款	银监会	《商业银行委托贷款管理办法》	将委托贷款纳入严监管。
2018.1	银行贷款	部分商业银行	恒丰银行等商业银行下发通知	已暂停受理房地产行业新增授信业务,或暂停开发贷业务。
2018.1	银行贷款	上海银监局	《关于规范开展并购贷款业务的通知》	严控房地产行业并购贷款

资料来源:公开新闻,恒大研究院

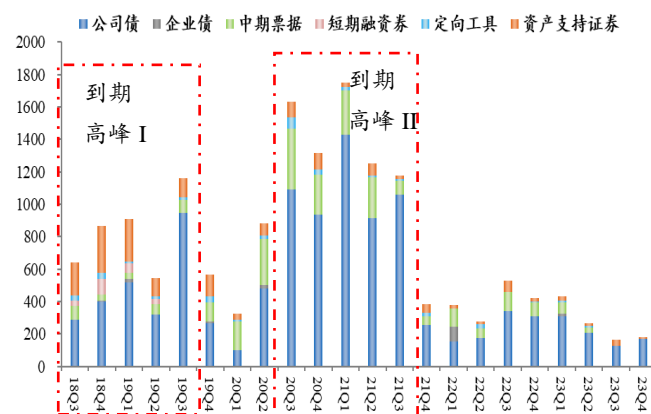


图表40： 地产公司债发行量及成本变动



资料来源：wind, 恒大研究院

图表41： 存量地产债到期时间分布



资料来源：wind, 恒大研究院

#### 第四，土地政策方面，集体土地拓宽供给来源

##### (1) 分类管理，推行人地挂钩、库存与地挂钩。

**人地挂钩获突破。**2016年9月国土部、发改委等四部门发布《关于建设城镇建设用地增加规模同吸纳农业转移人口落户数量挂钩机制的实施意见》，提出对人均城镇建设用地不超过100平的城镇，要按新落户人口人均100平米的标准安排新增用地；人均100-150平的城镇按新落户人口人均80平米标准安排新增用地、超150平的城镇按新落户人口人均50平米标准安排新增用地。**人地挂钩获实质性推动。**

**推进库存与地挂钩。**住建部、国土部17年4月发布《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，提出对消化周期在36个月以上的城市，应停止供地；36-18个月的要减少供地；12-6个月的要增加供地；6个月以下的要显著增加供地。此后各地出台政策响应，如北京17年6月发文要求“拿地未开工和开工未入市项目”尽早开工入市，上海、福州、南昌、扬州等城市均相继出台根据库存安排用地的文件。

图表42： 2016年930以来土地政策梳理

时间	机构	政策措施	政策重点
2016.9.29	国土部、发改委、公安部、住建部	《关于建立城镇建设用地增加规模同吸纳农业转移人口落户数量挂钩机制的实施意见》	建立 <b>人地挂钩</b> 机制：人均城镇建设用地不超过100平的城镇，按照人均100平标准安排；100-150平之间的城镇按人均80平；超150平的城镇按人均50平安排。
2017.4.6	住房城乡建设部、国土资源部	《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》	消化周期在36个月以上的城市，应停止供地；36-18个月的要减少供地；12-6个月的要增加供地；6个月以下的要显著增加供地。
2017.5.10	国土资源部	《2017全国土地利用计划》	对房地产库存压力过大的城镇要减少乃至停止下达住房建设新增建设用地指标
2017.8.28	国土部、住建部	《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	通过北京、上海等12个城市作为试点，利用集体建设用地建设租赁住房。

资料来源：公开新闻, 恒大研究院

(2) **集体土地供给破局**。2017 年 8 月 28 日国土部、住建部发布《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，指出要通过试点完善利用集体建设用地建设租赁住房规则，并确定了北京、上海、沈阳、南京等 13 个城市作为试点城市。17 年 11 月，郑州和北京率先发布利用集体土地建设租赁住房的试点方案，标志着集体土地建租赁住房进入落实阶段。租赁住房建设的土地来源获得拓宽。

#### 第五，住房供应方面，棚改货币化安置再推进，租赁市场获发展

##### (1) 2016-2017 是棚改货币化安置大年

棚改货币化安置是高库存县市去库存的有力推动。16、17 年是棚改货币化安置大年，17 年 3 月两会提出“要因地制宜、多种方式提高货币化安置比例”、17 年 5 月国务院常务会议提出“在库存量大、房源充足的县市进一步提高货币化安置比例。”具体而言，16 年计划新开工 600 万套，实际开工 606 套，货币化安置比例 48.5%，相比 15 年大幅提高 18.6 个百分点；2017 年计划新开工 600 万套，实际开工 609 万套，货币化安置比例 60%（估计）。

分省市来看，山东、贵州、湖南、湖北是棚改大省，17 年计划新开工在 40 万套以上，辽宁、吉林、内蒙古货币化安置比例较高，均在 70% 以上。综合来看，各省货币化安置比例均在 50% 以上。

图表43： 17 年来棚改货币化安置被中央反复强调



资料来源：公开新闻，恒大研究院

资金来源来看，央行 2014 年创设 PSL 并通过国开行、农发行发放棚改贷款，为棚改提供了丰富的资金来源。2017 年 PSL 累计新增 6350 亿，年底余额 2.69 万亿，同增 30.8%。2018 年以来棚改货币化安置步伐继续，1-5 月累积新增 PSL 4371 亿，同增 76.9%，余额 3.1 万亿，同增 33.1%。

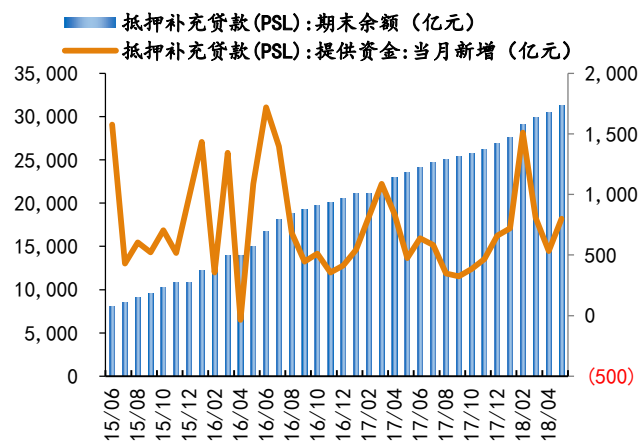


图表44： 全国部分省市棚改新开工套数及货币化安置比例

区域	2016 开工 (万套)	2016 货币化安置套数 (万套)	2016 货币化安置比例	2017 计划开工 (万套)	2017 货币化安置目标
全国	606	294	48.5%	600	55%
内蒙古	23.3	17.5	75%	22	70%
陕西	30.3	21.2	69.8%	30.3	50%-80%
贵州	43.0	18.8	44%	42.98	50%
安徽	26.6	15.3	57.2%	33.2	50%
湖南	48.0	34.9	72.7%	40	60%
甘肃	13.1	7.3	55.6%	16.62	50%
山东	53.4	29.9	55.9%	76.36	50%
山西	12.7	9.07	42.7%	15	64.2% (实际)
四川	30.5	11.52	38%	25	60%
辽宁	14.1	10.6	75%	10	75% (实际)
吉林	13.3	7.14	53.7%	11.2	力争 100%
湖北	39.6	20.8	53%	41	50%
海南	5.0	3.03	60.5%	3.4	50%

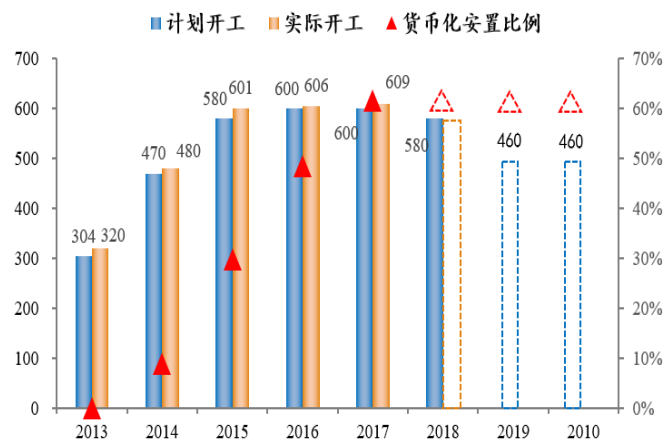
资料来源：公开新闻，恒大研究院

图表45： PSL 新增及存量情况



资料来源：wind, 恒大研究院

图表46： 棚改计划及实际开工情况



资料来源：wind, 恒大研究院

棚改货币化安置直接拉升商品住房销售。根据住建部官方口径，2015年和2016年棚改去库存分别约1.5亿平和2.5亿平；按照2015年和2016年商品住宅销售面积11.2亿平和13.8亿平，两年棚改货币化安置消化商品房分别占全年销量的13.4%和18.1%。

2017年棚户区改造609万套，预计货币化安置比例60%，按照2015-2016年货币化安置套均去库存85.1平计算，可再去库存3.1亿平，占全年商品住宅销售总面积的21.4%。



按照 2017 年 5 月 24 日国务院召开常务会议确定的 2018-2020 年三年棚改计划,棚改 1500 万套,货币化安置比例按 60%保守估计,按套均去库存 85.1 平计算,三年将去库存 7.7 亿平,预计占商品住宅需求面积总量的 17.3%。

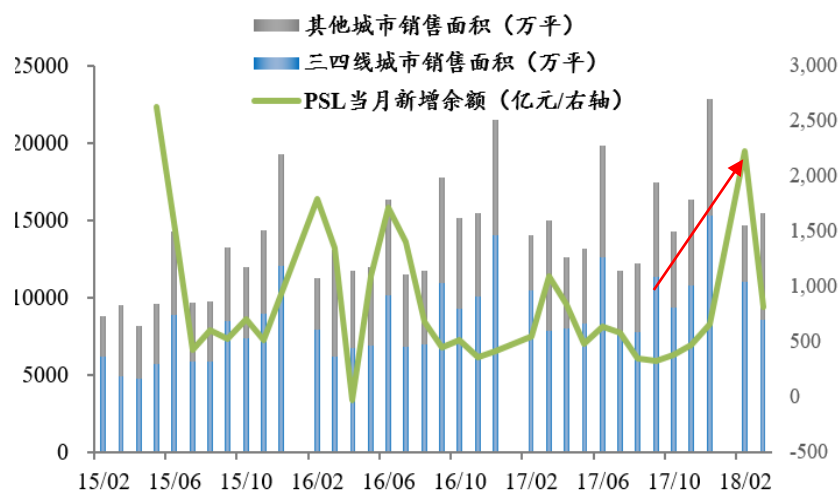
图表47: 全国棚改开工、货币化安置及去库存情况

年份	计划开工 (万套)	实际开工 (万套)	货币化安置比例	消化库存(亿平)	对商品住宅销售的 拉动(%)
2008-2012	NA	1260	-	-	-
2013	304	320	-	-	-
2014	470	480	9.00%	0.4	3.5
2015	580	601	29.90%	1.5	13.4
2016	600	606	48.50%	2.5	18.1
2017	600	609	60.00%	3.1	21.4

资料来源:住建部、恒大研究院

三四线城市是棚改的主战场,棚改货币化安置架起了三四线城市去库存和基础货币投放的桥梁。17 年来三四线城市销售不断提振,17 年 12 月三四线城市销售面积占全国的比重上升至 67.1%。

图表48: 棚改货币化安置带动三四线城市销售



资料来源:wind, 恒大研究院

## (2) 租赁市场获发展

“租售并举”是住房制度的核心内容之一,旨在改变重交易轻租赁的市场状态,构建商品房交易和租赁市场并列的多元住房体系。2017 年 7 月住建部等 9 部门发布《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》,提出加快推进住房租赁建设,将广州、深圳、杭州等 12 个城市列为首批租赁试点。此后各省、市纷纷出台政策响应。



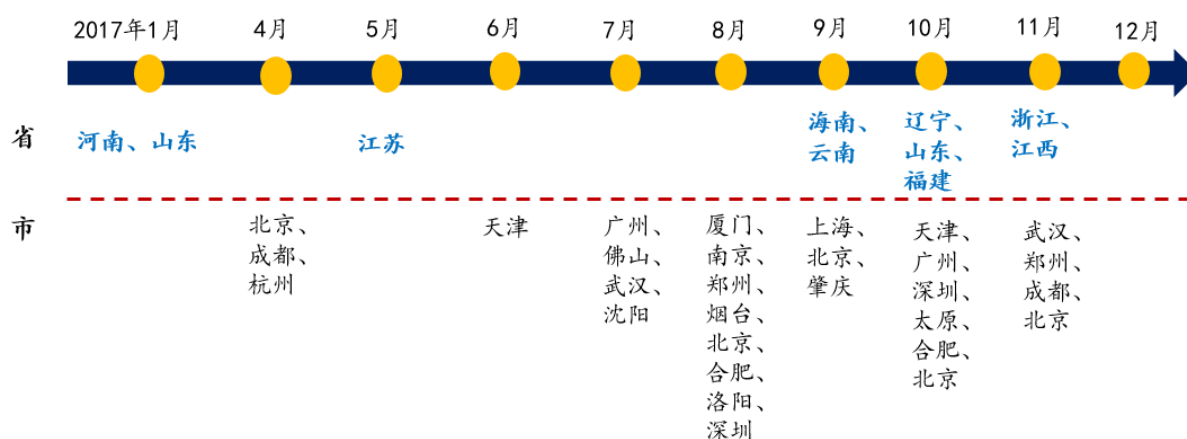
以上海为例，2017 年 7 月上海“十三五”计划提出未来五年供应商品住房 45 万套，租赁房 70 万套，各类保障性住房约 45 万套。租赁房供给占比高达 44%，成为供应主流，将充分满足居住需求。7 月上海首推纯租赁用地，要求所建物业严格按照“只租不售”模式管理，地块地理位置优越，成交楼面价显著低于市场价。随后上海又将静安区市北高新板块的两块商业用地调整为租赁住宅用地，拟供应近千套租赁住房。纯租赁土地供应是供地制度的创新，一方面增加了租赁房供给，另一方面各区相继成交低地价地块有利于稳定土地市场，形成示范效应。

图表49： 上海首批纯出租地块配建自持情况

宗地名称	成交时间	楼面价	配建自持情况	自持规定
浦东新区张江 江南区配套 生活基地 A3-06 地块	2017-7-24	5568	1. 套型面积 70 平方米左右的租赁住房建筑面积不少于 47229 平方米；套型 90 平米左右的租赁住房建筑面积不小于 40817 平米；套型 120 平米左右的租赁住房建筑面积不少于 28954 平。2. 按照价高者原则，确定竞得人，现场无竞价，上海张江有限公司以 72392 万元竞得。	100%自持，只租不售
嘉定区嘉定 新城 E17-1 地块	2017-7-24	5959	套型面积 70 平方米以下的租赁住房建筑面积不少于 44940 平方米；套型 70-90 平米的租赁住房建筑面积不小于 12840 平米；套型 90 平米以上的租赁住房建筑面积不少于 6420 平；2. 按照价高者原则，确定竞得人，现场无竞价，上海嘉定新城发展有限公司以 72392 万元竞得。	100%自持，只租不售

资料来源：住建部、恒大研究院

图表50： 16 年 930 以来出台租房政策的省市一览



资料来源：公开新闻，恒大研究院

图表51： 租售并举相关政策整理

时间	部门	文件	政策重点	意义
2015.1.14	住建部	《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》	用3年时间基本形成制度健全的住房租赁市场；支持企业从单一的开发销售向租售并举模式转变；积极推进REITs试点	推动建立租售并举住房长效机制的 <b>指导性文件</b>
2016.6.3	国务院	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》	到2020年，基本形成供应主体多元、经营服务规范、租赁关系稳定的住房租赁市场体系	推动建立租售并举住房长效机制的 <b>指导性文件</b>
2016.8.16	住建部、发改委等	《关于加强房地产中介管理促进行业健康发展的意见》	加强房地产中介管理	规范配套设施
2017.5.19	住建部	《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》	住房租赁企业出租自有住房不得低于3年	规范房屋租赁市场
2017.7	住建部等9部门	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》	加快推进住房租赁建设，将广州、深圳、杭州等12个城市列为首批租赁试点	加快推进租售并举
2017.7	广州市政府	推进“租售同权”	具有本市户籍的适龄少年儿童、人才绿卡持有人子女等享受教育等方面“ <b>租售同权</b> ”。	“租售同权”落地
2017.8	国务院	《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	将北京、上海、广州、厦门等列为试点	推动租赁房的多渠道供给
2018.4	住建部、证监会	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	推进住房租赁资产证券化	拓宽租赁房融资渠道

资料来源：公开新闻，恒大研究院

### （3）共有产权房突破

2017年9月14日，住房城乡建设部印发《关于支持北京、上海开展共有产权住房试点的意见》，支持北京和上海开展共有产权住房试点工作。北京9月20日公布《北京共有产权住房管理暂行办法》作为响应，明确未来五年供应25万套共有产权房的目标。目前共有产权房主要在供需紧张的一二线城市推行，未来或将进一步拓围。

**第六，人口政策方面，多地出台人才引进新政。**2017年3月以来多个城市出台人才引进政策，从放低落户门槛、给予补贴或购房优惠等角度吸引人才落户。目前公开披露人才引进方案的省份有海南、山东、四川、江西、吉林、云南等，披露引进方案的城市有50余个<sup>6</sup>，其中一线4城，二线25城，三线22城。

<sup>6</sup> 很多三四线城市和县域也出台了人才政策，但公开信息较少。



图表52: 2017-2018 推出人才政策的城市一览 (不完全统计)



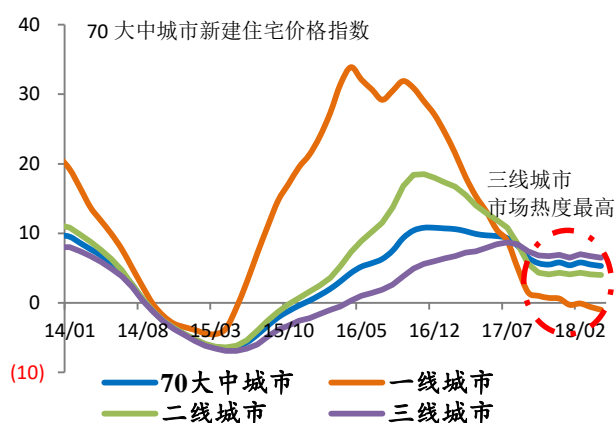
资料来源: 公开新闻, 恒大研究院

### 5.3 调控效果: 三四线城市“逆袭”、市场失灵出现

#### (1) 棚改货币化推动多年不涨的三四线“逆袭”

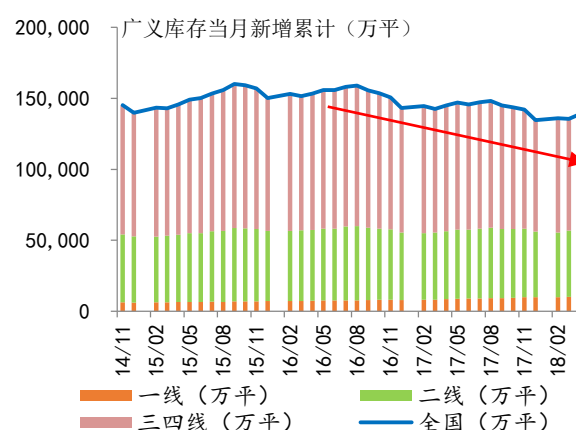
一二线城市在严调控下市场如期回冷, 三四线城市受益于棚改货币化安置, 去库存成效显著。2018年1月一线城市70大中城市新建住宅价格指数首次出现下跌(-0.3%), 二线城市涨幅也显著收窄(4.1%), 三线城市领涨(6.5%)且涨幅保持韧性。一二线长期领涨三四线的格局出现反转。

图表53: 三四线城市房价领涨



资料来源: wind, 恒大研究院 (70大中城市数据)

图表54: 三四线城市去库存成效显著



资料来源: wind, 恒大研究院测算

#### (2) 在行政手段的密集使用下, 市场出现局部失灵现象。

严格的限购冰封市场, 但未解决大都市圈一体化的问题。如环京区





域全面限购，造成环京市场瞬间降温，而从北京疏散的人口转移到环京，却暂时没有购房资格，供需承接不上。

限价政策带来的“新房二手房价格倒挂、精装改毛坯交房”问题。前期部分热点城市阶段性地采取限价政策，对于快速降温有其必要性，但也带来新房二手房价格倒挂、老百姓抢购新房、高价房无法网签等问题，后期还要逐步完善。限价还造成精装房改成毛坯销售，使建筑品质出现倒退。

## 6 本轮调控总结：新形势、新思路、新方向

### 6.1 新形势：宏观新常态、改革新周期

2014-2018 年的地产调控注定和以往不一样：（1）从宏观环境来看，2014 年起经济呈现“L”型走势，14-18 是经济一路下滑并逐渐摸底的四年。弱宏观周期是本轮调控强调“稳增长”的基础；（2）从改革背景来看，13 年四季度召开的十八届三中全会开启了新一届政府的改革大幕，也开启了新一轮房地产深化改革的序幕；（3）从政策基调来看，四年经历了放松到收紧的巨大变动，短期政策弊端显现无疑，在“房子是用来住的，不是用来炒”的旗帜指引下，政府开始着眼住房制度建立，强调健全长效机制，对于中国房地产调控具有里程碑意义。

图表55： 2014-2018 调控总结

开始时间	方向	调控措施	调控目标	调控效果
2014 年 930	刺激	2014.6 限购全面放开 2014.9 930 新政 2014.11 央行双降 期间共降息 2 次、降准 1 次	去库存	一线城市率先复苏
2015 年 330	刺激	2015.3 330 新政 2015.8 831 新政 央行累计 3 次降息、2 次全面降准 2016.2 契税营业税新政	去库存	全面复苏
2015 年 930	刺激	2015.9 930 新政 2016.2 非限购区域商贷首付比例再下调 期间央行 1 次降息、1 次全面降准	去库存	一线城市泡沫初现
2016 年 217	过渡期	2016.2 契税营业税新政 2016.3 降准 1 次 热门城市收紧，非热门城市继续刺激	热点城市防风险，非热点城市去库存	一线城市房价获控，二三线城市接棒上涨
2016 年 930 至今	收紧	因城施策 限购、限贷、限价、限售、限土拍、限商改住 地产企业融资收紧 棚改货币化安置推进	回归住房居住属性	三四线城市“逆袭”，市场失灵出现

资料来源：恒大研究院

## 6.2 新思路：从全国一盘棋到因城施策

中国房地产市场宏观调控始于 2002 年<sup>7</sup>，直到 2016 年 217 以前中央都是调控主体，调控政策全国一盘棋。这种全国性调控忽略地区差异，调控效率极低：14 年 930 以来宽松的货币大量流向热点一二线城市，引发房价非理性上涨，而最需要去库存的三四线城市难以分享货币宽松的红利。因此 16 年 217 以后中央调控思路发生转折，开始强调“因城施策”——将调控职责下放到地方，中央政府则着眼长效机制的建立。

“因城施策”的新思路下房地产调控跟随房价呈现“核心城市到非核心城市”、“发达城市群向欠发达城市群”的迁移特征。2016 年 930 调控收紧之初，发布调控的城市主要集中在一线和强二线城市，从城市群来看则主要集中在长三角、珠三角、京津冀和长江中游城市群，如苏州、天津、南京、合肥等。但到 2018 年，调控已经深入到三四线城市以及非热点城市群，比如哈长城市群的哈尔滨和长春、西南城市群的昆明和贵阳等城市均在 2018 年出台限售或限购政策。

但是，因城施策的推行使地方在调控上有空间和中央进行博弈。一方面，地方通过限购、限价、限售、限土拍等行政手段抑制销售、防范“地王”，另一方面又通过放宽公积金（如南京 18 年 4 月提高公积金贷款额度至 100 万元/户）、人才引进等政策对冲调控收紧的影响，使得本轮调控见效变慢、耗时变长。

图表56： 全国限售情况一览（蓝色为 18 年出台限售政策的城市）



数据来源：公开新闻，恒大研究院

<sup>7</sup> 2002 年建设部等 6 部委发布《关于加强房地产市场宏观调控促进房地产市场健康发展的若干意见》，是中国房地产调控的起点。

## 6.3 新方向：从短期调控到住房制度构建

2017年2月习近平在中央财经领导小组第十五次会议上首次提出“深入研究短期和长期结合的长效机制和基础性制度安排”，是短期调控向长效机制和住房制度构建转变的起点。17年10月十九大为住房制度赋予详细的内涵，提出要“建立多渠道保障、多主体供应、租售并举的住房制度”，长效机制和住房制度构建将是全新的改革方向。

图表57： 2017年以来中央强调住房制度和“长效机制”建立



资料来源：公开新闻，恒大研究院

## 7 本轮房地产调控反思和展望

### 7.1 调控政策工具及效果分析

2014-2018是研究中国二十年房地产调控的完美样本。这四年经历了刺激和收紧两种调控方向，涵盖了“防止过冷”和“避免过热”两个调控目标，也几乎涉及了调控政策工具箱里的所有工具。可以从这四年对中国房地产调控的工具和政策效果进行反思：

#### （1）金融政策直接影响购买力，短期刺激效果最好。

**房地产短期看金融。**“货币超发+低首付比例+低利率+宽开发融资”往往带来需求和供给的快速释放，催生房地产市场繁荣。**金融政策包括需求和供给两个方面**，需求方面包括首付比例、贷款利率（基准利率和银行折扣比例）、贷款额度、放款效率、场外融资监管等维度；供给方面包括对房地产开发贷款、债券、非标、股权融资等政策的调整。

当房价出现实质性下跌时（如14年），调控政策会松绑，金融刺激可以在短时间内刺激需求，如“14年930”+“15年330”+“15年930”连续放松限贷，叠加“14年1121”-16年3月期间6次降息5次降准，



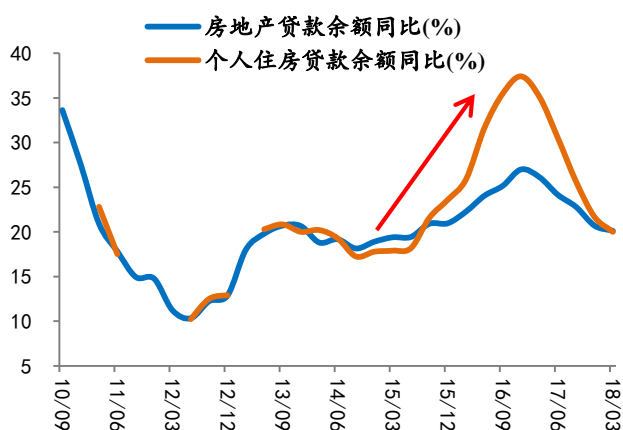
是本轮房地产周期超预期反弹<sup>8</sup>、热门城市房价翻番的直接推力。15 年 330 以来，居民加杠杆推动个人住房贷款激增，个人住房贷款余额同比增速维持在 20% 以上，同时新增居民中长期贷款占总贷款比例维持在 30% 以上，16 年 7 月一度高达 103%。金融政策对刺激房地产有立竿见影的效果，但也有滋生泡沫的风险。

图表58： 房地产调控工具箱之金融

大类	中类	作用机制	调控对象
金融政策	需求端	控制购房融资	首付比例
			首套房认定标准
			利率折扣
			贷款额度
			贷款条件（如对公积金缴存时间、异地贷款的规定）
			放贷效率（审批、放款时长）
	供给端	控制开发融资	首付贷等场外融资
			房地产开发贷款
			标准化债权融资
			非标融资
	货币政策	调节流动性	股权融资
			基准利率
			准备金率
			公开市场操作

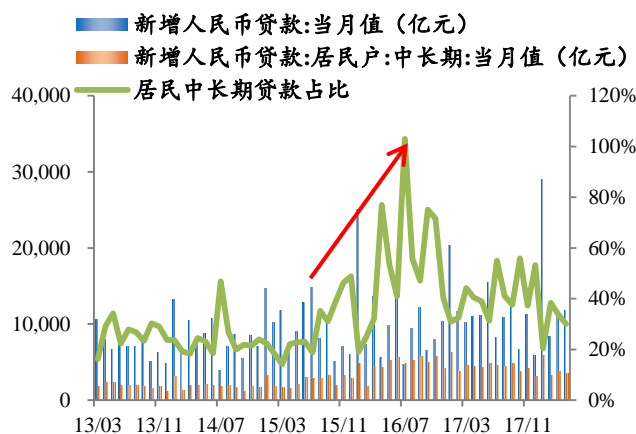
资料来源：恒大研究院

图表59： 个人住房贷款 15 年 330 后激增



资料来源：中国人民银行，恒大研究院

图表60： 15 年 330 后居民中长期贷款占比激增



资料来源：wind，恒大研究院

## (2) 财税政策直接影响市场供应

<sup>8</sup> 14-15 年房地产进入“白银时代”一度成为行业共识。但 15 年 330 以来，一线城市-二线城市-三四线城市的轮番繁荣超出市场预期。



税收政策直接影响房地产交易量，营业税、个人所得税、契税的优惠和减免对增加房地产供应有直接影响；土地增值税的征收和计算直接影响开发商的推盘节奏。

目前房地产调控中的财税政策以针对交易环节的税费为主，05 年最早引入该工具是为了抑制投机性需求，在 08 年以及 15-16 年的刺激中，演变为鼓励住房消费的政策。从政策效果看，税收政策对交易量影响较大，对提振销售有一定的促进作用。

图表61： 房地产调控工具箱之财税

大类	中类	作用机制	调控对象
财税政策	需求端	影响交易量	营业税免征期限
			契税税率
	供给端	影响推盘节奏	土地增值税征收、计算

资料来源：恒大研究院

### （3）“限购”等行政措施短期效果直接，但不解决根本矛盾

以“限购”为代表的行政措施于 2010 年引入中国，发展至今，已经从单一限购演化到“限购、限售、限贷、限价、限土拍、限商改住”等多种措施为一体的需求控制政策。

从效果来看，短期行政手段对房地产成交量和价格影响显著，例如 16 年 930 各地收紧限购、实行限价限售以来，商品房成交量和价格涨幅都获得有效控制，但是行政限价带来的一二手房价倒挂也导致很多城市出现新盘开盘即售罄的火热市场状态，误导消费者预期。需求压制是暂时的，刚性需求、投机需求的存在将使消费者在政策松绑时再投入购房大军中。

因此，行政措施只是将需求强制性延后，不恰当的行政措施还会干扰预期、引发市场乱象，不能真正解决房价上涨的内在矛盾。这些政策对投机客有一定的限制，但也给刚需购房者带来了经济负担。

图表62： 房地产调控工具箱之行政措施

大类	中类	作用机制	具体措施
行政措施	需求端	行政管控需求	限购
			限价（+摇号）
			限售
			限贷
			限商改住
	供给端	行政管控供给	土拍限价
			限土地用途（保障房、自持）
			限保证金比例

资料来源：公开新闻，恒大研究院



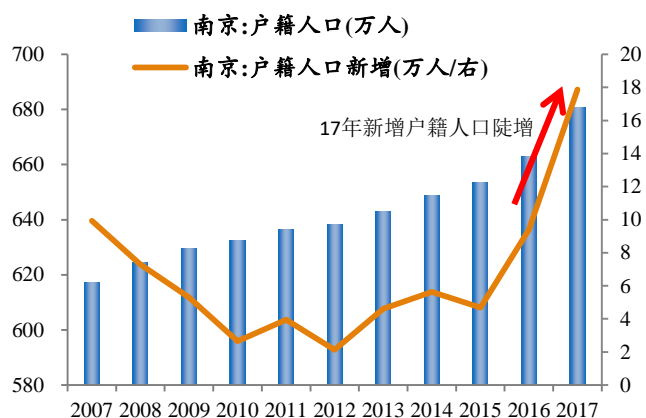
#### (4) 土地政策对住房中期供求影响较大

房地产中期看土地。土地供应量的多少是住房市场供求平衡和平稳运行的重要基础，中国一二线城市和三四线城市土地供给和人口流入倒挂，在三四线城市大量供地的同时一二线城市面临无地可卖的境地，短期可开发土地不足是造成一线城市房价高企的主要原因。同时地方政府严重依赖土地财政，有意压低土地供给以卖出高价，土地成本高企使得开发商不得不以更高的价格出售楼盘。此外，开发商倒卖土地、捂盘惜售等行为也使土地供给未及时转化为有效的房屋供给，加剧供需不平衡。

#### (5) 人才引进政策对住房需求推升明显

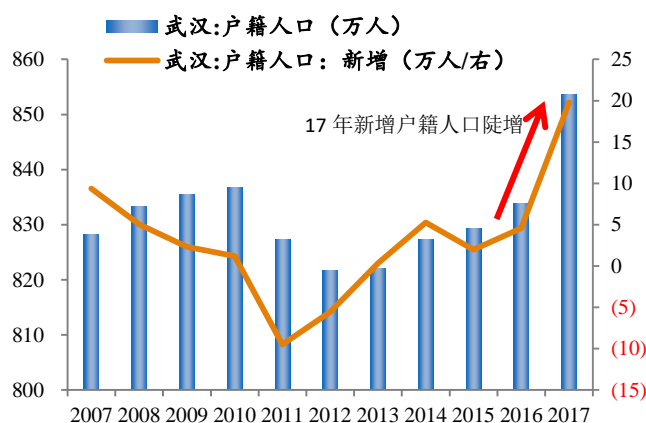
房地产长期看人口。放宽落户、购房补贴等人才引进政策一定程度上相当于变相松绑房地产调控，17年以来二三线城市人才引进政策推动户籍人口快速增加，为房地产市场带来增量需求。以17年出台人才政策的南京、武汉为例，南京2017年新增户籍人口17.9万人，而过去十年年均新增户籍人口仅5万，17年户籍人口同比增长率高达2.7%，远超常住人口增长率0.79%；武汉17年新增户籍人口19.8万人，过去十年均值仅1.5万，户籍人口同比增长率2.37%，首度超过常住人口（1.18%）。

图表63： 人才新政后南京新增户籍人口迅速增加



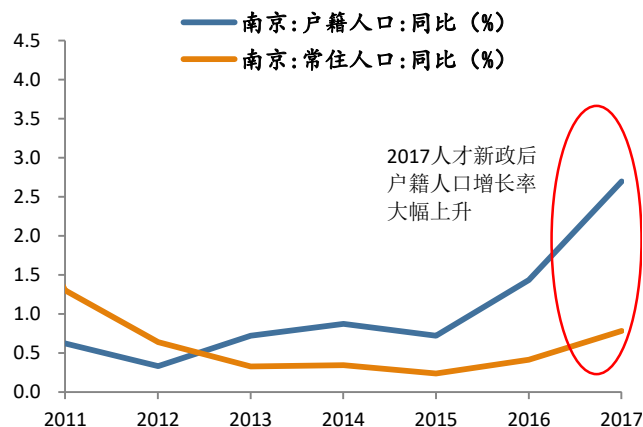
资料来源：地方统计局, 恒大研究院

图表65： 人才新政后武汉新增户籍人口迅速增加



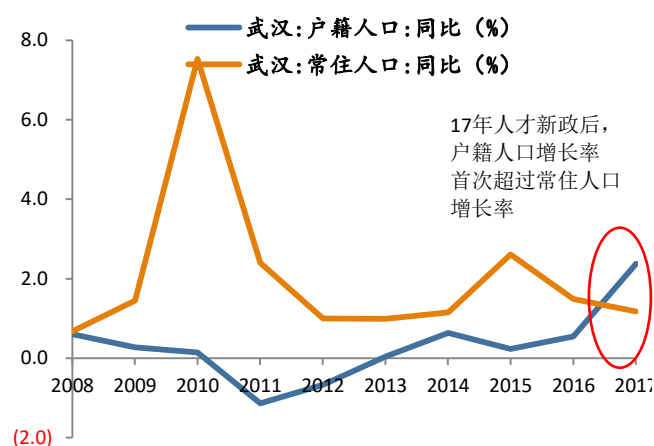
资料来源：地方统计局, 恒大研究院

图表64： 17年南京户籍人口增速远超常住人口



资料来源：地方统计局, 恒大研究院

图表66： 17年武汉户籍人口增速首超常住人口



资料来源：地方统计局, 恒大研究院

新增户籍人口带来的增量需求不容忽视。以成都、南京、武汉、杭州四个在 2017 年发布人才新政的城市为例，测算新增户籍人口贡献的购房需求：假定新增户籍人口购房需求在落户 0-4 年内实现，每人购房面积 50 平方米，人才新政对城市交易量的贡献比达 7%-30%。“抢人”带来的需求增量一定程度上削弱了房地产调控效果。

图表67： 人才新政对商品住宅成交量的贡献估算

城市	由人才新政带来的新增 户籍人口（估计/万人）	带动购房需求-17年 （万平）	17年商品住宅成交 量（万平）	人才新政需求贡 献
成都	16	160	588	27%
南京	10	100	710	14%
武汉	15	150	2089	7%
杭州	5	50	164	30%

资料来源：地方统计局，恒大研究院

## 7.2 本轮调控反思一：重行政调控，轻经济手段

房地产长期看人口，中期看土地，短期看金融。

短期的调控政策，或刺激需求急剧释放、或压抑需求延后释放，只是短期的权宜之计，无法解决长期供需不平衡的根本矛盾。本轮调控短期行政手段“创新”不断，“限购、限价、限售、限土拍、限商改住”使宏观销售数据短期冷却，微观上，新盘开盘即售罄的“购房热”在多个城市出现，说明热点城市供需不平衡的长期矛盾依然存在。采取经济手段，核心是实现供求平衡和需求平稳释放，进而实现价格稳定和市场平稳健康发展。

## 7.3 本轮调控反思二：重抑制需求，轻增加供给；重短期调控，轻长效机制

本轮调控和过去一样，重使用需求端政策，如“调首付比例”、“调贷款利率”、“限购”、“限售”、“降交易契税”等。需求抑制政策只是暂时性政策，松动后需求会大幅反弹。而供给端的政策，如调整土地供给、发展住房保障工程、完善租赁房市场等才是平衡供需的长期之策。

图表68： 本轮调控需求端和供给端政策一览

城市	由人才新政带来的新增 户籍人口（估计/万人）	带动购房需求-17年 （万平）	17年商品住宅成交 量（万平）	人才新政需求贡 献
成都	16	160	588	27%
南京	10	100	710	14%
武汉	15	150	2089	7%
杭州	5	50	164	30%

资料来源：地方统计局，恒大研究院

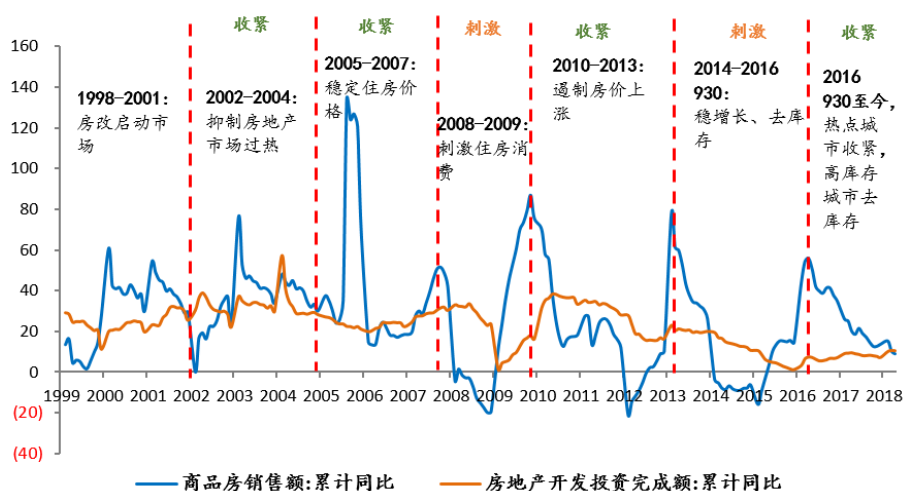
类别	作用机制	调控对象	运用实例
需求端	调购房杠杆	首付比例	15 年 330 降二套首付比
		首套房认定标准	14 年 930 认贷不认房
		利率折扣	14 年 930 首套利率 0.7 折
		贷款额度	15 年 930 扩公积金贷款额度
		贷款条件	14 年 10 月公积金贷款要求连缴 6 月
		放贷效率	调贷款审批效率、放款期限等
		首付贷等场外融资	严查消费贷流入市场
	调交易量	营业税免征期限	15 年 330 降免征期限至 2 年
		契税税率	16 年 217 降契税税率
	管制需求	限购	16 年 930 密集重启限购
		限价（+摇号）	16 年 3 月苏州率先限价
		限售	17 年 3 月厦门率先限售
供给端	调开发杠杆	房地产开发贷款	严控土地开发贷
		标准化债权融资	16 年 10 月地产公司债收紧
		非标融资	17 年 12 月后非标受严监管
		股权融资	-
	管土拍环节	土拍限价	苏州等城市土拍熔断
		限土地用途	限地价竞配建、限地价竞自持
		限保证金比例	济南、福州等提保证金比例
	控供地计划	调整供给计划	16 年 9 月推人地挂钩、库存与地挂钩
	保障房供给	保障房、棚改、共有产权房	推动共有产权房建设
	租房供给	公租房、企业自持	推动租售并举

资料来源：恒大研究院

## 7.4 本轮调控反思三：政策切换加大市场波动

四年间调控从刺激到收紧的紧急切换，是中国二十年房地产调控的缩影。调控在“刺激-收紧-再刺激-再收紧”之间反复变动，例如 08 年刺激政策出台后房价在 09 年空前暴涨，10 年起“国十条”、“国四条”等严厉调控出台遏制房价，14 年起行业面临高库存的风险，随即刺激政策再度开始，又引发 16 年以来新一轮房价暴涨。刺激带来泡沫，过度收紧引发库存风险，政策本身加剧了市场的波动。

图表69： 中国二十年房地产调控周期回顾



资料来源：国家统计局，恒大研究院

## 7.5 本轮调控反思四：中央和地方目标冲突下因城施策面临考验

房地产市场是极具地方特色的市场，本应由地方政府守土有责，充分担负起“因城施策”的任务，可在实际中，也存在一些问题。

有些地方政府支出过度依赖土地出让收入和房地产相关税费，实际上是当地房地产市场火爆的受益者。因此调控权下放到地方后调控演变成“被动式调控”，地方政府往往在房价大幅上涨后才出手干预，缺乏自我约束机制。因此地方政府一方面通过限购、限价、限售、限土拍控制房价，另一方面在一些“小政策”上动手脚，对冲调控收紧的影响，例如17年3月以来各地密集出台人才引进政策、南京18年4月上调公积金贷款额度、内蒙古18年6月推进非住宅商品房去库存。因城施策下中央和地方目标冲突使调控效率变低，是16年930以来的收紧周期耗时长、见效慢的根本原因。

## 7.6 本轮调控反思五：应宣告去库存政策基本结束

15年来“去库存”作为调控基调已持续近三年，可以分为三个阶段：（1）第一阶段是全面去库存。14年12月全国发展与改革工作会议提出“有序化解商品房库存”，15年11月总书记提出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”。全国去库存是14-15年调控的主要任务；（2）第二阶段是因城施策去库存。随着热点城市16年起复苏，全面去库存转向因城施策去库存。16年3月两会政府工作报告、16年12月中央经济工作会议均坚持这一定调，提出“要重点解决三四线城市房地产库存过多的问题”；（3）第三阶段是欠发达区域去库存，17年以来三四线城市快速复苏，去库存成效显著，但欠发达区域库存仍然较高。17年12月住房城乡建设会议提出“部分三四线城市和县城要继续做好去库存工作”，仍维持房地产“去库存”的论调。



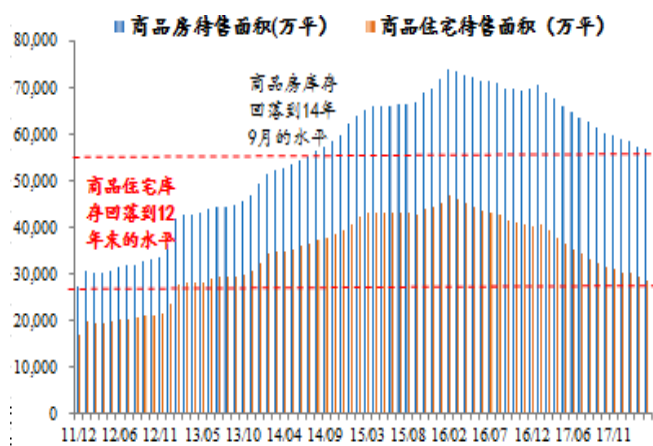
18年以来，房地产市场热度不减，库存持续下降。18年4月商品住宅库存2.85亿平，同降24.5%，已降至2012年末的水平。同时非一线城市房价涨幅坚挺，18年4月二三线城市房价同比涨幅4%和6.5%，如仍处于“去库存”的思路下，将加剧部分城市房价反弹的风险。。

图表70： 去库存作为调控基调已持续近三年



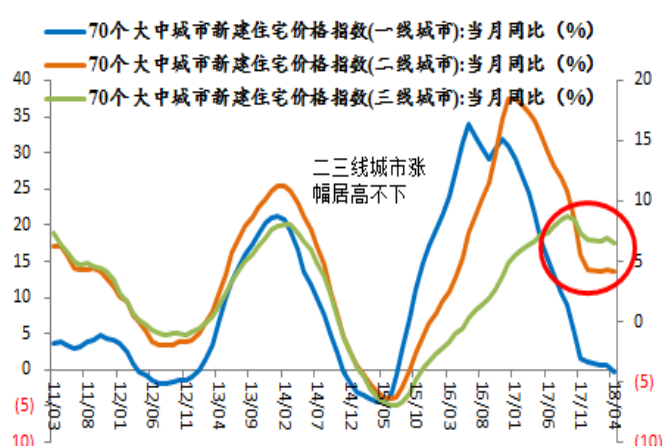
资料来源：公开新闻，恒大研究院

图表71： 当前住宅库存已回落到12年末的水平



资料来源：wind，恒大研究院

图表72： 18年来非一线城市房价涨幅依然坚挺



资料来源：wind，恒大研究院

## 7.7 本轮调控反思六：住房制度的价值有待明确

解决居民住房问题，必须“高收入靠市场，中等收入靠支持，低收入靠保障”。本轮地产调控中，棚户区改造显著提升了棚改户住房条件，改善了城市面貌，但是少数地区过度棚改、过度货币化安置，棚改户获得超额福利，失去住房保障要义。对于中等收入家庭，由于信贷政策持续变动，无论是刚需还是改善性需求，都未获得持续有效的支持。对中端群体的支持在本轮调控中依然被忽视。而“限购、限价”等行政管制下建筑质量倒退，“毛坯房”取代精装修房，也是市场失灵的直接表现。

## 7.8 未来调控展望：构建新时代住房制度



调控影响短期波动，住房制度才是决定一国房地产市场平稳健康的根本。

未来从供给着手，从短期调控政策过渡到长效机制建设、从行政手段过渡到经济手段、从商品属性为主过渡到构建强调居住属性的住房制度非常重要。在“房子是用来住的，不是用来炒的”旗帜指引下，建立“多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”将是住房制度改革的新方向。

按照“房地产长期看人口，中期看土地，短期看金融”的分析框架，建议根据人口流动情况分配建设用地指标，根据库存去化周期调节土地供应，优化城市工业用地、住宅用地和商业用地结构；金融政策鼓励支持刚需和改善性需求，抑制投机性需求。

图表73：“多主体供应、多渠道保障、租购并举”是住房制度改革新方向



资料来源：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，所提供信息均根据国际和行业通行准则，从公开渠道获取，但对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。同时，本公司有权对本报告所含信息补充、更正和修订相关信息，但不保证及时公布，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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。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。

本报告相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，视为分析师个人观点，本公司可根据客观情况和不同数据来源发出其它与本报告所提供信息不一致或者表达不同观点。报告中相关表述均从专业角度出发，不含有任何道德、政治或其他偏见，投资者不得基于偏见视角理解，本公司对此可能引起的后果不承担任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。本报告内容仅供报告阅读者参考，投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接后果不承担任何责任。

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，需在允许的范围内使用，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。

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号鸿翔大厦12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