

宏观研究

本轮房地产调控冲击有多大？ ——历次调控效果全梳理

民生宏观专题报告

2016年10月11日

报告摘要：

● 本轮房价上涨情况回顾

本轮房价于2015年下半年股灾后开始大幅上涨，在2016年涨幅排名前40位的城市中，约32个城市房价上涨幅度高于2015年其城镇可支配收入增速，上涨区域不仅包括一二线城市，还出现了众多有国家战略和区域战略规划覆盖的三四线城市，上涨顺序并不完全呈现由中心一二线城市向周边城市扩散的趋势，而本轮上涨过程中，出现一些有战略规划的三线城市领涨的情形。结合多方面因素，可以判断本轮上涨为投资性需求制造市场恐慌情绪拉动部分刚需所致。

● 房地产调控政策梳理

从供给端和需求端两方面来看，房地产调控政策的主要抓手是抑制住房需求和调节土地和住房供给。限购限贷、提高契税、提高贷款利率等都是遏制需求的有效手段，可在短期内直接调控成交量和房价。而通过增加土地供给总量，改变土地供给结构和控制公共住房供给等政策，是从上游土地市场的政策端和房地产开发销售过程方面对房价进行调控的重要方式。本文对历次全国及各城市房地产调控政策进行了系统性梳理。

● 两次房地产调控异同

2011年和2016年两次房地产调控的相同点在于均侧重于通过限购限贷等需求端政策进行调节，并且均在房地产过快上涨一段时间后密集出台，具有一定的逆周期性，不同点在于此次调控一线城市限购限贷政策更加严格、多数城市在首付比设置等政策细节上设置了差异化限制以及两次调控货币政策环境不同。

● 调控效果

2011年的房地产调控政策有效地抑制了房地产价格过快上涨。货币政策方面，货币宽松一般会刺激房价回升，时滞3个月以上，货币紧缩传导至房价的时间因城市而异，在3-12个月之间。货币紧缩并不能对抑制房价过快上涨起到决定性的作用。如果总需求旺盛，货币紧缩也难以改变上涨趋势，但如果总需求低迷，货币紧缩会对房价下滑起到助推作用。限购限贷政策方面，根据2013年的调控效果，仅限购限贷政策效果有限，且存在时滞性。总体来看，在总需求低迷时，限购限贷配合货币紧缩效果更佳。根据历年经验，当房价出现实质下跌时，调控政策会松绑，房价在一段时间后又会回升，因此，相对于调控风险，更应注意房地产市场微观层面的风险点。

● 风险提示

房价超预期下跌

民生证券研究院

分析师：朱振鑫

执业证号：S0100516020001

电话：010-85127430

邮箱：zhuzhenxin@mszq.com

研究助理：栾稀

执业证号：S0100116090002

电话：010-85127489

邮箱：luanxi@mszq.com

目录

一、本轮房价上涨情况回顾.....	4
(一) 上涨幅度：远超收入增速.....	4
(二) 上涨区域：一线和题材性城市受追捧.....	5
(三) 上涨顺序：并不完全是从一线到二三线.....	5
(四) 上涨动因：投资性需求带动.....	6
二、本轮房地产调控政策梳理.....	6
(一) 本轮房地产调控政策.....	6
(二) 房地产调控政策框架.....	9
(二) 各地房地产调控政策梳理.....	12
三、两次房地产调控的异同.....	16
(一) 相同点：侧重逆周期需求调节.....	16
(二) 不同点：调控力度、货币环境不同.....	17
四、调控效果.....	17
(一) 主要城市调控效果.....	17
(二) 效果总结.....	24
插图目录.....	27
表格目录.....	27

从长期看，房地产取决于人口，但从短期看，人口不会有太大变化，政策往往成为最关键的变量。这一轮房地产的大幅上涨正是起源于 2014 年 930 和 2015 年 330 以来的地产新政，但 2016 年 930 之后，地产政策已经明显转向，尤其是国庆假期 19 个城市连发限购限贷新政，地产上涨周期会不会随之终结？各城市之间会如何分化？本报告将系统梳理房地产市场现状、历次房地产调控政策及各地政策效果。

一、本轮房价上涨情况回顾

本文根据全国百城房地产住宅价格数据梳理出 2016 年以来房价涨幅最高的 40 个城市，总结出以下特点：

（一）上涨幅度：远超收入增速

2015 年全国城镇居民可支配收入增速为 8.2%，房价上涨前 50 名的城市其居民可支配收入均在 7%至 10%的区间内，有 32 个城市的房价增速超过了所在地城镇居民可支配收入增速。人口增速多数都在 0%至 1%之间，上海甚至出现了常住人口负增长。

从房价增速、收入增速、人口增速上来看，此轮房价上涨受人口、收入等刚需型需求因子推动较小。

表 1：2016 年 1-9 月房地产上涨最高的 40 个城市

城市	涨幅	是否开始限购	城市类别	2015 年收入增速	2015 年人口增速
昆山	43.74%	是	长三角、县级市	8.20%	0.06%
东莞	39.94%	是	珠三角、地级市	8.24%	-1.07%
珠海	38.62%	是	珠三角、地级市	8.60%	1.23%
惠州	38.22%	否	珠三角、地级市	10.10%	0.61%
廊坊	36.69%	是	京津冀、地级市	8.50%	0.11%
中山	32.74%	否	珠三角、地级市	8.60%	0.53%
南京	32.11%	是	长三角、省会	8.31%	0.24%
合肥	30.23%	是	长江经济带、省会	9.00%	1.22%
深圳	29.14%	是	珠三角、计划单列市	9.00%	5.57%
厦门	28.95%	是	计划单列市	7.53%	1.31%
无锡	26.90%	是	长三角、地级市	8.20%	0.17%
苏州	23.43%	是	长三角、地级市	7.96%	0.11%
上海	21.71%	是	直辖市、一线城市	8.50%	-0.40%
天津	20.08%	是	京津冀、直辖市	8.20%	1.98%
杭州	19.08%	是	长三角、省会	8.25%	1.42%
佛山	18.59%	是	珠三角、地级市	8.76%	1.09%
武汉	17.88%	是	长江经济带、省会	9.52%	2.61%
济南	16.52%	是	省会	2.91%	0.91%
北京	15.60%	是	首都	8.90%	0.90%
嘉兴	14.22%	否	长三角、地级市	7.96%	0.33%
郑州	13.80%	是	自贸区、省会	6.89%	4.11%
福州	13.37%	是	省会	7.80%	0.94%
温州	12.80%	否	长三角、地级市	8.68%	0.54%
石家庄	12.61%	否	京津冀、省会	8.35%	0.80%
保定	12.29%	否	京津冀、省会	8.80%	0.52%
常熟	11.96%	是	长三角、县级市	8.30%	0.00%

常州	11.17%	否	长三角、地级市	8.17%	0.11%
南昌	10.87%	是	省会	9.80%	1.20%
广州	9.86%	是	珠三角、省会	8.80%	3.22%
芜湖	9.40%	否	长江经济带、地级市	8.70%	1.02%
江阴	9.40%	是	珠三角、县级市	8.10%	0.13%
赣州	9.30%	否	长江经济带、地级市	9.00%	0.47%
长沙	6.85%	否	长江经济带、省会	8.51%	1.65%
威海	5.77%	否	环渤海、地级市	8.60%	0.00%
南宁	5.52%	是	省会	7.50%	1.05%
青岛	5.26%	否	环渤海、计划单列市	8.60%	0.56%
连云港	5.10%	否	一带一路、地级市	9.04%	0.49%
盐城	5.05%	否	一带一路、地级市	9.08%	0.08%
徐州	4.98%	否	一带一路、地级市	8.90%	0.47%
马鞍山	4.45%	否	长江经济带、地级市	8.30%	1.48%
江门	4.40%	否	珠三角、地级市	8.57%	0.18%
南通	4.22%	否	长江经济带、地级市	8.70%	0.03%
宁波	4.19%	否	长三角、地级市	8.70%	0.18%
绵阳	4.00%	否	一带一路、地级市	8.20%	0.69%
兰州	3.79%	否	一带一路、省会	10.50%	0.77%
新乡	3.53%	否	地级市	8.00%	0.22%
银川	3.23%	否	一带一路、省会	8.21%	1.12%
日照	3.11%	否	环渤海、地级市	8.20%	0.33%
成都	2.99%	是	长江经济带、省会	8.00%	1.60%
西安	2.90%	否	一带一路、省会	8.05%	0.91%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）上涨区域：一线和题材性城市受追捧

此次主要上涨区域较多，区域分布零散。不仅包括长三角、珠三角、京津冀和环渤海地区，还包括一些非以上区域的地级市，如赣州、徐州等；不仅只有传统的一二线城市和省会城市，还包括一些有国家战略规划和区域发展规划覆盖的三四线城市，如保定、廊坊等。

涨幅较大的城市中，共有 18 个城市今年以来的累计涨幅超过了北京，分布较广，包括长三角、珠三角、京津冀、东部沿海和一些与长江经济带相关的中部城市，共 28 个城市累计涨幅超过了 10%，这些城市分布更为零散。

（三）上涨顺序：并不完全是从一线到二三线

上涨顺序并无明显规律。虽然限购是由一线城市带头、二三线城市随后陆续出台，但此轮房价上涨并不完全是一线城市向二三线城市蔓延的趋势。

根据百城住宅同比增速，如果将同比增速超过 10% 作为房价大幅上涨的标志，在 2015 年下半年房价大幅上涨的城市有上海、深圳、武汉、保定，其中武汉为二线城市，保定受益于京津冀一体化，仅为河北省的一个地级市，其房价涨幅反而领先于北京。

在 2016 年 1 月至 2016 年 4 月之间，同比增速超过 10% 的城市又添加了北京、南京、合肥、廊坊、昆山、东莞、厦门、中山、惠州、珠海等多个城市，此轮更多出现的是地县

级市和经济特区。在 4 月北京、上海、深圳限购升级后，5 月至今房价大幅上涨的城市扩展到更多的二三线城市，省会城市也开始增加，如杭州、济南、石家庄、南昌等。

表 2：单月同比增速超过 10% 的城市

时间	城市
2015 年 6 月至 2015 年 12 月	上海、深圳、武汉、保定
2016 年 1 月至 2016 年 4 月	北京、上海、深圳、南京、武汉、廊坊、昆山、东莞、保定、厦门、合肥、珠海、苏州、中山、惠州
2016 年 5 月至今	北京、上海、深圳、天津、南京、杭州、武汉、廊坊、郑州、昆山、南昌、东莞、无锡、赣州、保定、常熟、厦门、合肥、珠海、苏州、济南、嘉兴、石家庄、中山、温州、惠州、江阴、佛山

资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）上涨动因：投资性需求带动

很多研究将货币宽松、城镇化率远未到顶作为此轮房价上涨幅度合理化的理由，但值得注意的是，由人口城镇化和货币宽松带来的刚需是不会如此择时择地的。

如果是货币宽松刺激了刚性需求，此轮房价上涨应该从 2015 年初就开始温和上涨，而不是在 2015 年下半年股灾之后开始在各地陆续大幅上涨；上涨区域也应向一二线城市更多集中，而不是出现众多具有“题材”的三线甚至四线城市；上涨顺序应该呈现由中心城市向外扩散，而不应出现众多有国家规划和区域规划覆盖的城市领涨。此外，这些城市的常住人口增速和城镇居民可支配收入增速也不支持其如此大幅度的上涨。

因此，此轮部分城市房价的大幅上涨，可以判断为由投资性需求制造市场恐慌情绪拉动部分刚需所致。

二、本轮房地产调控政策梳理

（一）本轮房地产调控政策

2016 年 3 月至今，为了抑制房价过快上涨，一线城市的限购限贷加码，多地随后陆续出台限购限贷政策。

表 3：近期 22 个城市调控政策相关文件及要点梳理

颁发日期	城市	政策文件	政策要点
2016/9/30	北京	《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的若干措施》（京政办发〔2016〕46 号）	限购限贷： 购买首套普通自住房的首付款比例不低于 35%，购买首套非普通自住房的首付款比例不低于 40%（自住型商品住房、两限房等政策性住房除外）。对拥有 1 套住房的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房的，无论有无贷款记录，首付款比例均不低于 50%；购买非普通自住房的，首付款比例不低于 70%。
2016/9/30	天津	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》（津政办发〔2016〕80 号）	限外限购： 对拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭，暂停在市内六区和武清区范围内再次购买住房，包括新建商品住房和二手住房。 限外限贷： 对在市内六区和武清区范围内购买首套住房的非本市户籍居民家庭，申请商业贷款首付比例不低于 40%。
2016/10/3	苏州	《关于进一步加	限购： 对拥有 1 套及以上非本市户籍居民家庭和拥有 3

		强全市房地产市场调控的意见的通知》（苏府[2016]150号）	套及以上的本市户籍居民家庭限购。 限外： 对非本市户籍居民申购第1套住房时，需要提供自购房之日起前2年内在苏州市区（含吴江区）、昆山市、太仓市累计缴纳1年及以上个人所得税缴纳证明或社会保险（城镇社会保险）缴纳证明。 限贷： 首套最低首付款比例不低于30%；对于拥有两套及以上住房的居民家庭，暂停发放商业性个人住房贷款。对于有购房贷款记录、但申请贷款购房时实际没有住房的居民家庭；有1套住房、但没有购房贷款记录的居民家庭或相应购房贷款已结清的居民家庭最低首付款比例由30%调整为50%。居民家庭拥有1套住房且相应购房贷款未结清，最低首付比例为80%。另外，严格控制公积金贷款。
2016/10/1	成都	《关于促进我市房地产市场平稳健康发展若干措施的通知》（成办发〔2016〕37号）	区域住房限购： 对主要区县（成都高新区、成都天府新区、锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区、龙泉驿区、新都区、温江区、双流区、郫县）一个自然人只能新购1套商品住房。 限贷： 购2套商业住房首付款比例不低于40%。
2016/10/1	郑州	《关于在郑州市部分区域实施住房限购的通知》（郑政办〔2016〕64号）	限购： 对拥有2套及以上本市户籍居民家庭和拥有1套以上住房的非本市户籍家庭限购180平方米以下的住房。
2016/10/2	无锡	《关于进一步促进房地产市场健康稳定发展的意见》（锡政办发〔2016〕160号）	限贷： 首次购房最低首付款比例20%不变；对已拥有1套住房的居民家庭再次购房最低首付款从不低于30%调整为40%。首次公积金贷款，首付比例仍按不低于20%执行；第二次公积金贷款，首付比例调整为不低于30%。
2016/10/2	济南	《关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》	限贷： 首套商贷最低首付比例由20%提高至30%；购第二套由30%提高至40%。家庭用于购房的公积金贷款最高额度由70万元调整为60万元，个人公积金贷款最高额度由40万元调整为30万元；本市户籍家庭购买第三套住房不提供公积金贷款。 限外限购： 对已拥有三套住房的本市户籍家庭限购；对拥有一套住房非本市户籍家庭限购。
2016/10/2	合肥	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的若干意见的通知》（合政办〔2016〕43号）	限购： 对拥有2套及以上住房的本市区户籍居民家庭限购新建商品住房；对拥有1套及以上住房或无法提供购房之日前2年内在本市区逐月连续缴纳1年以上个人所得税或社会保险证明的非本市区户籍居民家庭限购新房和二手房。 限贷： 首套商贷最低首付比例30%；购第二套为40%；对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的家庭，最低首付比例为50%。对拥有2套及以上住房的市区户籍居民家庭、拥有1套及以上住房或无法提供相关证明的非本市区户籍居民家庭发放商业性个人住房贷款。对拥有2套住房的职工购买第3套住房，停止发放住房公积金贷款
2016/10/3	武汉	《关于在我市部分区域实行住房限购限贷措施通知》	限贷： 首套商贷最低首付比例25%；第二套50%；对拥有1套住房的非本市户籍居民家庭和拥有2套及以上本市户籍居民家庭暂停商业性个人住房贷款。
2016/10/4	深圳	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的若干措施》	限外限购： 继续执行本市户籍居民家庭限购2套住房；本市户籍成年单身人士（含离异）在本市限购1套住房；对能提供5年及以上个税或社会保险证明的非本市户籍居民家庭，限购1套住房； 限贷： 对购房人家庭名下在本市无房且无商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的，继续执行贷款首付款比例最低30%的政策；购房人家庭名下在本市无房但有

			商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的，贷款首付款比例不低于 50%；购房人家庭名下在本市拥有 1 套住房的，贷款首付款比例不低于 70%。
2016/10/4	广州	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的意见》（穗府办函〔2016〕146 号）	限购： 继续执行本市户籍居民家庭限购 2 套住房，非本市户籍居民家庭能提供个税或社保证明的，限购 1 套。 限贷： 对购买首套自住家庭和拥有 1 套并结清相应购房贷款的，最低首付款比例 30%；对拥有 1 套且未结清的，最低首付款比例不低于 70%。暂停发放家庭购买第三套及以上住房贷款。
2016/10/7	佛山	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展若干措施的通知》	限购： 对拥有 2 套及以上的本市户籍居民家庭和非本市户籍居民家庭限购；对非本市户籍居民家庭拥有 1 套住房，购买第 2 套住房，需提供相关个税和社保证明。 限贷： 首次申请最低首付款比例不低于 30%；拥有 1 套且未结清贷款的，首付款比例不低于 40%；暂停两套以上的个人住房贷款。
2016/10/4	南宁	《关于加强房地产市场管理的通知》	加强商品房预售管理、商品住宅价格监管和房地产广告管理。
2016/10/5	厦门	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的意见》（厦府办〔2016〕154 号）	限购： 对拥有 2 套及以上住房的本市户籍居民家庭、拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭和无法提供相关个税和社保证明的非本市户籍居民家庭，限购 180 平方米以下商品住房。 限贷： 首购首付款比例比低于 30%；第二套且贷款未结清购买普通商品住房，首付款比例不低于 60%，购买非普通商品住房，首付款比例不低于 70%。
2016/9/26 2016/10/5	南京	《关于进一步调控我市房地产市场实施主城区限购措施的通知》、 《关于进一步调控我市房地产市场实施主城区限购措施的通知》	限购： 对拥有 2 套及以上住房的本市户籍居民家庭和拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭限购。本市户籍成年单身人士限购 1 套。 限贷： 首购最低首付款比例不低于 30%，二套房已结清贷款的居民家庭，最低首付款比例不低于 50%。拥有 1 套且贷款未结清，最低首付款比例不低于 80%。对拥有两套及以上住房的居民家庭，暂停发放商业性个人住房贷款。
2016/10/6	珠海	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展若干意见的通知》（珠府办函〔2016〕203 号）	限购： 对拥有 3 套及以上的本市户籍居民家庭、拥有 1 套及以上的非本市户籍居民家庭和无法提供相关个税和社保证明的非本市户籍居民家庭限购 144 平方米及以下普通住房。 限贷： 首购最低首付比例不低于 30%；对于有购房贷款记录、但申请贷款购房时实际没有住房的居民家庭；有一套住房、但没有购房贷款记录的居民家庭或相应购房贷款已结清的居民家庭，申请商业性个人住房贷款购买普通住房的最低首付款比例不低于 30%；居民家庭拥有一套住房且相应购房贷款未结清，再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房的最低首付款比例不低于 40%；对拥有两套及以上住房的居民家庭，暂停发放商业性个人住房贷款。
2016/9/19 2016/9/28	杭州	——	限购： 拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭限购 限贷： 对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购房，最低首付款比例由不低于 30%调整为不低于 50%。
2016/10/6	东莞	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的若干意见》	限购： 对拥有 2 套及以上住房的本市户籍居民家庭、拥有 1 套住房且无法提供相关个税和社保证明的非本市户籍居民家庭和拥有 2 套及以上住房的非本市户籍居民家庭限购新建商品房。
2016/10/6	福州	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的补充通知》（榕政办	限购： 对拥有 2 套及以上住房的本市户籍居民家庭、拥有 1 套住房和无法提供相关个税和社保证明的非本市户籍居民家庭限购 144 平方米及以下的商品房。 限贷： 首套购房本市户籍首付比例不低于 30%，非本市

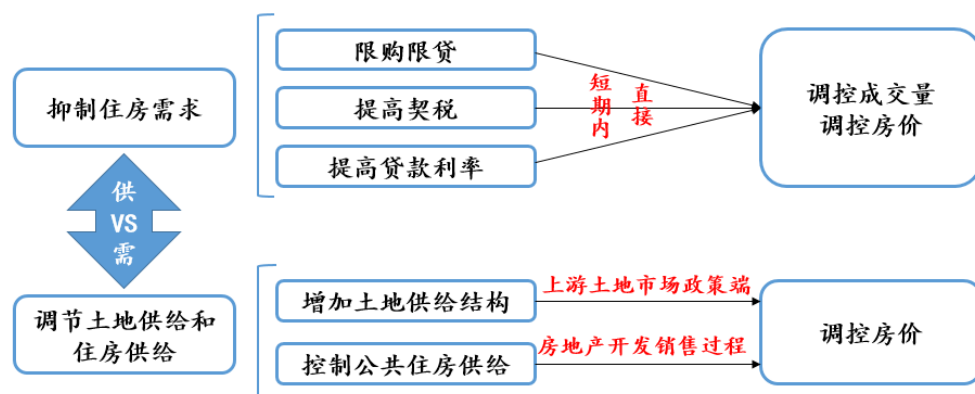
2016/10/6	惠州	(2016) 186 号 《关于进一步加强我市房地产市场监督管理工作的通知》(惠府办〔2016〕17 号)	户籍首付比例不低于 40%；对拥有 1 套且未结清贷款的本市户籍家庭申请首付比例比低于 40%。 严格预售制度和强化市场监管的相关政策。
2016/10/8	上海	《关于进一步加强本市房地产市场监管促进房地产市场平稳健康发展的意见》	加强新建商品住房预销售管理、严厉查处房地产市场违法违规行为等。
2016/10/8	南昌	《南昌市人民政府办公厅关于促进我市房地产市场持续平稳健康发展的若干意见》	限购： 对已拥有 1 套及以上住房的本市户籍居民暂停出售新建商品住房；对在市区已拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民暂停出售新建商品住房和存量住房。 限贷： 首购贷款首付比不低于 30%；拥有 1 套住房且无购房贷款记录（含在外地贷款记录，下同）、拥有 1 套住房且相应购房贷款已结清、居民无房但有 1 次购房贷款记录的，申请商业性个人住房贷款购买住房的，最低首付款比例均为 40%；拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买住房的，最低首付款比例为 50%。

资料来源：各人民政府网站、民生证券研究院

(二) 房地产调控政策框架

从供给端和需求端两方面来看，房地产调控政策的主要抓手是抑制住房需求和调节土地和住房供给。

图 1：房地产调控政策框架



资料来源：民生证券研究院整理

限购限贷、提高契税、提高贷款利率等都是遏制需求的有效手段，可在短期内直接调控成交量和房价。而通过增加土地供给总量，改变土地供给结构和控制公共住房供给等政策，是从上游土地市场的政策端和房地产开发销售过程方面对房价进行调控的重要方式。

1、限贷政策

二套房首付款比例提高或减少是调控政策紧缩或宽松的重要信号。2010 年开始，在国务院、央行和银监会层面出台一些系列政策，在全国范围内调控房地产信贷的首付比。应

对 2009 年 8 月开始的房价不断上涨，二套房首付比作为重要的调控政策不断提高。2010 年 1 月，二套房首付比为不低于 40%，4 月提高到 50%，而且规定贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。而到了 2011 年 1 月，国务院再次出台文件，将二套房首付比再次提高到 60%。而随着房价增长下滑以及经济下行压力较大，2014 年 9 月，央行开始放松二套房贷款条件，规定“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”，即首付比例不低于 30%。从地方政府层面，在中央层面的房贷条件基础上，可根据风险提高首付比，因此各城市限贷的首付比例设定不一。

2、限购政策

限购政策可以直接控制房地产需求。限购政策源于 2010 年 4 月国务院发布的《关于坚决遏制部分房价过快上涨的通知》，规定“地方人民政府可根据实际情况，采取临时性措施，在一定时期内限定购房套数”。深圳在 9 月推出具体的限购细则，对本地户籍家庭限购 2 套房，对外地户籍家庭限购 1 套，而且要求有超过 1 年缴纳社保或个税证明。随后北京、上海、广州、深圳等城市都陆续发布“限购令”。上一轮房地产调控中，有超过 31 个城市推出限购政策，形成一轮密集的房地产限购潮。

表 4：2010-2011 年各城市房地产限购限贷政策时间点

城市	限购时间点	限购结束时间
北京	2011/2/15	一直在限购
上海	2011/1/31	一直在限购
深圳	2010/10/1	一直在限购
杭州	2010/10/11	2014/8/28
珠海	2010/11/1	2016/4/13
天津	2010/10	2014/10/17
苏州	2011/3/2	2014/9/26
呼和浩特	2011/3/31	2014/6/26
南京	2011/3/1	2014/9/21
广州	2010/10/15	一直在限购
三亚	2011/3/3	一直在限购
海口	2011/2/28	2014/7/18
温州	2011/3/14	2014/7/29
福州	2010/10/10	2014/8/1
厦门	2010/10/1	2015/1/16
宁波	2010/10/9	2014/7/31
舟山	2010/10/12	2014/8
大连	2010/10/19	2014/9/3
兰州	2011/2/19	2014/9/3
太原	2010/10/9	2014/8/4
武汉	2011/2/23	2014/9/24
昆明	2011/1/18	2014/8/11
南昌	2011/3/1	2014/8/12
郑州	2011/1/6	2014/8/9
济南	2011/1/21	2014/7/10
合肥	2011/3/31	2014/8/2
南宁	2011/2/15	2014/10/1
西安	2011/2/25	2014/9/1

石家庄	2011/2/19	2014/9/15
沈阳	2011/3/8	2014/9/11
贵阳	2011/2/16	2014/9/1
成都	2011/2/15	2014/7/15
长春	2011/1/28	2015/6/4
青岛	2011/1/28	2014/9/1

资料来源：Wind，民生证券研究院

3、货币政策

货币政策并不是专门为了调节房地产市场，但房地产作为我国重要的一大产业，升息升准、降息降准不仅影响居民购房需求，同时还影响房地产开发需求，因此货币政策是调节房地产需求的重要政策工具。总体来看，货币政策作用到房价存在一定的时滞，并且货币紧缩未必能有效抑制房地产需求，但货币宽松一般能对需求起到刺激作用。

表 5：2006 年以来货币政策周期

时间段	货币政策
2006 年 4 月至 2008 年 6 月	升准升息
2008 年 8 月至 2008 年 10 月	降准降息
2008 年 10 月至 2008 年 12 月	降准降息
2010 年 1 月至 2011 年 7 月	升准升息
2011 年 11 月至 2012 年 7 月	降准降息
2014 年 6 月至 2016 年 3 月	降准降息

资料来源：Wind，民生证券研究院

4：调节土地和住房供应结构

2006 年 5 月 29 日，国务院为切实调整住房供应结构，推出了明确新建住房结构比例的“90/70”政策，即商品住房项目 90 平方米以下的住房面积比重要达到 70%以上。从地方政府的调控政策来看，强调增加土地供应是历次调控重要的手段之一。

表 6：中国房地产调控政策相关文件及要点梳理

颁发日期	颁发机关	政策文件	政策要点
1998/7/3	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 号文）	指出从 1998 年下半年开始停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化。全面推行和完善住房公积金制度。
2002/5/9	国土资源部	《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规定》（国土资源部令第 11 号）	规定“自 2002 年 7 月 1 日起，全国范围内凡商业、旅游、娱乐和商品住宅等各类经营性用地，必须以招标、拍卖、挂牌等方式出让国有土地使用权”。
2006/5/17	国务院常务会议	《促进房地产业健康发展的六条措施》（简称“国六条”）	切实调整住房供应结构，重点发展中低价位、中小套型普通商品住房、经济适用住房和廉租住房。要求进一步发挥税收、信贷、土地政策的调节作用。
2006/5/29	国务院	《关于调整住房供应结构稳	所谓“90/70”政策：明确新建住房结构比例。“十一五”时期，要重点发展普通商品住房。自 2006 年 6 月 1 日起，

		定住房价格的意见》(国办发〔2006〕37号)	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。
2010/1/13	国务院	《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》	规定第2套房首付款比例不得低于40%,贷款利率严格按照风险定价。对个人购买普通住房与非普通住房、首次购房与非首次购房的差别化税收政策。
2010/4/17	国务院	《关于坚决遏制部分房价过快上涨的通知》(国发〔2010〕10号)	限贷政策:对购买首套自住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭,贷款首付款比例不得低于30%;对贷款购买第二套住房的家庭,贷款首付款比例不得低于50%,贷款利率不得低于基准利率的1.1倍;对贷款购买第三套及以上住房的,贷款首付款比例和贷款利率应大幅度提高,具体由商业银行根据风险管理原则自主确定。限购:地方人民政府可根据实际情况,采取临时性措施,在一定时期内限定购房套数。
2011/1/26	国务院	《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》(国办发〔2011〕1号)	限贷政策:对贷款购买第二套住房的家庭,首付款比例不低于60%,贷款利率不低于基准利率的1.1倍。人民银行各分支机构可根据当地人民政府新建住房价格控制目标和政策要求,在国家统一信贷政策的基础上,提高第二套住房贷款的首付款比例和利率。限购政策:原则上对已拥有1套住房的当地户籍居民家庭、能够提供当地一定年限纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭,限购1套住房(含新建商品住房和二手住房);对已拥有2套及以上住房的当地户籍居民家庭、拥有1套及以上住房的非当地户籍居民家庭、无法提供一定年限当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭,要暂停在本行政区域内向其售房。
2013/2/26	国务院	《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)	要求对拥有1套及以上住房的非当地户籍居民家庭、无法连续提供一定年限当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭,要暂停在本行政区域内向其售房。强调充分发挥税收政策的调节作用,出售自有住房按规定应征收20%的个人所得税。
2014/9/29	中国人民银行、银监会	《关于进一步做好住房金融服务工作通知》(所谓“930房贷新政”)	指出对于贷款购买首套普通自住房的家庭,贷款最低首付款比例为30%,贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍,具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。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。
2015/9/24	中国人民银行、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%。
2016/2/1	中国人民银行、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,居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款,原则上最低首付款比例为25%,各地可向下浮动5个百分点;对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭,为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房,最低首付款比例调整为不低于30%。对于实施“限购”措施的城市,个人住房贷款政策按原规定执行。

资料来源:国务院、中国人民银行、民生证券研究院

(二) 各地房地产调控政策梳理

1、北京:“限贷+限购”调控房价

北京在2010-2011年期间推行了“限贷+限购”的双限政策。在限购方面,对本市户籍

家庭限购 2 套房，对连续缴纳 5 年以上的社保或个税的非本市户籍家庭限购 1 套房。北京的限购政策从 2011 年 2 月开始实行后，一直没有解除。在限贷方面，2010 年颁布的限贷政策是首套房和二套房首付比例分别不低于 30% 和 50%。而在 2013 年 4 月，北京二手房首付比升至 70%。

另外，从税收层面调控房价，2013 年 3 月北京首次将二手房纳入房地产调控，按个人转让住房所得的 20% 征收所得税，满五年唯一住房免征个税。

值得注意的是在 2016 年 9 月 30 日推出的限贷政策与之前有所不同。此次限贷对普通自住房和非普通自住房进行了区分，如首套房首付款比例为最低 35%，而非普通自住房的首付款比例则不低于 40%；并且限制单身仅能购买一套。

2、上海：适时调节限购标准

上海从 2011 年 1 月开始限购，本市户籍家庭限购 2 套，非本市户籍累计缴纳 1 年以上的个税或社保的家庭限购 1 套。随后分别在 2013 年 11 月和 2016 年 3 月通过提高缴纳个税和社保年限标准来紧缩限购政策。另外，上海还在 2011 年推出新版“沪四条”：包括加强商品住房销售方案备案审核、加强商品住房预订行为监管、继续严格执行住房限售政策，以及开展房地产经纪市场专项整治等四方面内容。

3、深圳：今年调控力度相对较大

深圳较早的在 2010 年 9 月就出台限购细则，对本市户籍家庭限购 2 套，非本市户籍但能提供 1 年及以上个税或社保证明的家庭限购 1 套，这一规定一直持续到今年三月。在限购的情况下，2016 年 1-8 月深圳的房价仍上涨了 12.7%，绝对房价超过纽约，直追东京（Numbeo 数据）。自此背景下，3 月和 10 月深圳提高缴纳个税或社保期限到 5 年及以上，而且对本市户籍单身人士限购 1 套。另外，二套房首付比也提高至 70%。从各城市横向对比来看，深圳的今年楼市调控力度相对较大，高于北京和上海。

4、温州：曾实行严厉限购

温州在 2011 年 3 月加入限购队伍，限购力度较大，与其他城市对本地人限购 2 套不同，对本市户籍和非本市户籍缴纳个税 1 年以上的家庭都限购 1 套房，并在 2014 年 8 月解除限购。

5、杭州：限贷是主要政策

上轮限购中，杭州在 2011 年 2 月开始推行限购，持续 3 年半，于 2014 年 8 月结束限购。此次在今年 9 月重启了对非本市户籍的家庭限购 1 套的政策，以期抑制房价，其中杭州的房价在 1-8 月上涨了 13.1%，在 70 个大中城市中排名第 9。除了限购，杭州在频频通过改变二套房首付比来调控房价，在 2010 年 1 月到 2016 年 9 月期间，杭州 8 次改变二套房最低首付比例，从 40% 逐渐提高到 70%，再随着房价回落，逐步下调到 20%，又增加到 2016 年 9 月的 50%。

6、南京：单身限购 1 套，差别化限贷

上一轮房地产调控中，南京从 2011 年开始限购，本市户籍限购 2 套，非本市户籍限购 1 套，2014 年 2 月 29 日宣布取消限购，在限贷政策方面，首套房贷款比例最低为 30%，二

套房贷款比例最低为 60%。

南京于 2016 年 10 月 5 日开启新一轮限购限贷，在限购政策上，要求成年单身（含离异）限购 1 套，避免出现“离婚买房潮”；在限贷政策上，首套房和二套房均实现差别化限贷，居民首套房（无房贷记录）首付比例不低于 30%，而对于有房贷记录但名下无住房的居民购买“首套房”首付比例不得低于 50%，对于有 1 套住房无房贷记录或房贷已还清申请二套房首付比例不得低于 50%，对于拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清，申请二套房首付款比例调整为不低于 80%。对于拥有两套及以上住房的居民家庭，暂停发放商业性个人住房贷款。

7、合肥：仅对市区限购，加大土地供应

合肥上一轮房地产限购政策是从 2011 年 3 月 31 日至 2014 年 8 月 1 日，本市户籍限购 2 套，非本市户籍限购 1 套，首套房首付比不低于 30%，二套房首付比不低于 50%。

合肥在 2016 年 10 月 2 日开启这一轮的房地产调控，在限购政策上，仅对市区限购，限贷方面进行差别化限贷，首套房首付比例最低为 30%；居民家庭拥有 1 套住房且无购房贷款记录（含外地贷款记录）、拥有 1 套住房且相应购房贷款已结清、无房但有 1 次购房贷款记录的，申请住房时最低首付比均为 40%；居民家庭拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清，二套房最低首付比为 50%。

此外，此轮合肥的房地产调控政策还包括土地供应政策，要求进一步加大居住用地（含以居住为主的商住用地）供应力度，今年内市区再供应 5000 亩居住用地，力争全年全市居住用地供应超 10000 亩。主城区内 90 平方米左右中小户型新建商品住房占比不低于 50%，以满足刚性需求，兼顾改善性需求。

8、武汉：区域性限购，本地户籍限贷不限购

武汉上一轮限购限贷开始于 2011 年 2 月 23 日，结束于 2014 年 9 月 24 日，总体政策与其他城市区别不大。

2016 年 10 月 2 日，武汉公布新一轮限购限贷政策，根据政策内容，仅对江岸、江汉、硚口、汉阳、武昌、青山、洪山区、东湖新技术开发区、经济技术开发区（不含汉南区）、东湖生态旅游风景区等部分区域实施限购限贷。首套房首付比最低为 25%，同时对于本地户籍居民，限贷不限购，政策并没有规定本地户籍家庭可购住房数量，但是对本地户籍居民家庭购买第三套住房停止贷款。对非本市户籍家庭，限购两套，且二套房停贷。

9、厦门：10 月 5 日重启限购

上一轮限购潮中，厦门在 2010 年 10 月开始限购，原本截止日期为 12 月 31 日，但厦门政府延续了限购政策，一直到 2015 年 1 月。

厦门在今年 10 月 5 号重启了限购政策，对购买 180 平方米以下的住房居民进行限购，拥有本地户籍的家庭限购 2 套，非本市户籍且可有 2 年及以上的纳税证明的家庭限购 1 套。今年厦门房价的上涨也非常抢眼，1-9 月上涨了 28.95%。在限购的同时，厦门也提高了二套房贷款首付比，对普通自住房不低于 60%，而非普通自住房不低于 70%。

10、天津：10 月开始对外地人限购限贷

在经历 1-9 月高达 20% 的房价上涨后，天津在今年 9 月 30 日就出台了限购细则，主要针对非本市户籍家庭限购 1 套，而且对非本市户籍家庭首套房贷款首付款比例要求不低于 40%，这是少有的只针对外地人的限贷政策。与上一轮限购相比，天津此次政策相对宽松。2010 年 10 月出台的限购政策，无论是本市户籍家庭，还是非本市户籍家庭都限购 1 套。

11、石家庄：可能加入限购行列

石家庄房价在今年 1-9 月的保持了较高的涨幅，上涨了 12.6%，但截至 10 月 11 日，尚未重启限购政策。石家庄上轮限购是在 2011 年 2 月到 2014 年 9 月，对本市户籍家庭限购 2 套，非本市户籍且有 1 年以上缴税证明的家庭限购 1 套。

表 7：11 个城市限购政策汇总

城市	政策调整时间	限购结束时间	本市户籍	非本市户籍	非本市户籍需 纳税交社保年限	备注
北京	2011/2/15 2013/3/30	未结束 未结束	限购 2 套 限购 2 套	限购 1 套 限购 1 套	5 年及以上 5 年及以上	限本市户籍单身人士 1 套
上海	2011/1/31 2012/6/28 2013/11/8 2016/3/25	未结束 未结束 未结束 未结束	限购 2 套 限购 2 套 限购 2 套 限购 2 套	限购 1 套 限购 1 套 限购 1 套 限购 1 套	1 年及以上 1 年及以上 2 年及以上 5 年及以上	自购房日起前 2 年内 对外地单身限购（至今） 自购房日起前 3 年内
深圳	2010/9/30 2016/3/25 2016/10/4	未结束 未结束 未结束	限购 2 套 限购 2 套 限购 2 套	限购 1 套 限购 1 套 限购 1 套	1 年及以上 3 年及以上 5 年及以上	限本市户籍单身人士 1 套
温州	2011/3/14	2014/7/29	限购 1 套	限购 1 套	1 年及以上	
杭州	2011/2/28 2016/9/19	2014/8/28 未结束	限购 2 套	限购 1 套 限购 1 套	1 年及以上	自购房日起前 2 年内 对非本市户籍
南京	2011/2/29 2016/10/5	2014/2/28 未结束	限购 2 套 限购 2 套	限购 1 套 限购 1 套	1 年及以上 1 年及以上	单身限购 1 套
合肥	2011/3/31 2016/10/2	2014/8/1 未结束	限购 2 套 限购 2 套	限购 1 套 限购 1 套	需要证明 1 年及以上	仅对市区限购
武汉	2011/2/23 2016/10/2	2014/9/24 未结束	限购 2 套	限购 1 套 限购 2 套	1 年及以上	范围为江岸、江汉、硚口、汉阳、武昌、青山、洪山区、东湖新技术开发区、经济技术开发区(不含汉南区)、东湖生态旅游风景区
厦门	2010/10/1 2011/1/1 2016/10/5	2011/12/31 2015/1/16 未结束	限购 1 套 限购 2 套 限购 2 套 (180 平方米以下)	限购 1 套 限购 1 套 限购 1 套 (180 平方米以下)	2 年及以上	自购房日起前 3 年内
天津	2010/10 2016/9/30	2014/10/17 未结束	限购 1 套	限购 1 套 限购 1 套		
石家庄	2011/2/19	2014/9/15	限购 2 套	限购 1 套	1 年及以上	

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 8：11 个城市限贷政策汇总

城市	政策调整时间	首套房	二套房	备注
北京	2010/4/40 2011/2/16 2013/4/7 2015/3/30 2016/9/30	30% 30% 30% 30% 普通 35%	50% 50% 70% 40% 普通 50%	对首套 90 平方米以上执行首付比

		非普通（40%）	非普通（70%）	
上海	2011/1/31		60%	二套房公积金不低于 60%
	2016/3/25	25%	普通 50% 非普通 70%	
深圳	2010/9/30	30%	—	暂停第三套房贷贷款 要求首购 2 年内无有住贷记录
	2013/11/6	30%	70%	
	2016/3/25	30%	40%	
	2016/10/4	无房贷记录 30% 有房贷记录 50%	70%	
温州	2011/3/14	—	60%	二套房公积金不低于 60%
杭州	2010/01	—	40%	二套房公积金不低于 60%
	2010/04	30%	50%	
	2011/2/28	30%	60%	
	2011/9/28	30%	50%	
	2011/01	30%	60%	
	2013/11/26	30%	70%	
	2015/02	30%	60%	
	2015/03/30	30%	40%	
	2015/09/01	30%	20%	
	2016/09/28	25%	50%	
南京	2011/2/29	30%	60%	
	2016/10/5	无房贷记录 30% 有房贷记录 50%	有一套无贷款 50% 有一套有贷款 80% 有两套停贷	
合肥	2011/3/31	30%	50%	
	2016/10/2	无房贷记录 30% 有房贷记录 40%	有一套无贷款 40% 有一套有贷款 50%	
武汉	2011/2/23	—	60%	
	2016/10/2	25%	本市户籍 50%，非本市户籍二套房停贷，本市户籍三套房停贷	
厦门	2013/11/26	30%	70%	二套房公积金不低于 50%
	2016/2/17	25%	40%	
	2016/10/5	30%	普通 60% 非普通 70%	
天津	2010/10	30%	50%	需提供 1 年以上纳税证明
	2016/9/30	非本市 40%	—	
石家庄	2011/2/19	30%	60%	

资料来源：Wind，民生证券研究院

三、两次房地产调控的异同

结合上一轮限购限贷政策的出台，可以发现两次调控有一定的相同点和不同点：

（一）相同点：侧重逆周期需求调节

1、侧重于限购限贷等需求端调节

总结新旧两轮的房地产调控政策，房价涨幅较高的城市中，较少城市提及加大土地供应，多数仍侧重于通过限购限贷进行需求调节。

2、限购政策具有明显的逆周期特点

从上一轮各城市限购调控政策的时间点来看，大多数城市集中限购都集中在 2010 年 10 月到 2011 年 3 月这一时间段，这时正是房价周期的上升期。除了北上广深和三亚五个城市外，其他城市都陆续明文或实质取消了限购政策，而且取消限购的时间点集中在 2014 年 9 月左右，此时是房价正进入低谷期。

（二）不同点：调控力度、货币环境不同

1、一线城市限购升级

在上一轮房地产调控中，一线城市中仅北京较其他二线城市比，限购政策更加严格，要求非本地户籍居民家庭缴纳5年以上社保，其他城市多数仅需一年，上海、深圳虽在之后有收紧限购条件，但在2011年限购时对外地居民社保要求也仅为一年。而此次限购，上海、深圳均提高了外地户籍购房门槛，将交纳社保年限提高至三年和五年，力度强于二线三线城市。

2、调控力度差异化

与上一轮对限购套数、首付比例“一刀切”的方式不同，此轮各城市调控对不同情况进行了差异化的调控。一些城市对离婚买房、卖旧房买新房提出了限制，如北京、南京等地对单身买房有限购要求，北京、上海对普通自住房和非普通自住房首付比例要求不同，深圳、南京、合肥等地对首套房首付比、二套房首付比均进行了差异化的要求，合肥、武汉等地仅对部分区域实施限购等等。

3、与上一轮货币环境不同

本轮22个城市的房地产调控政策与上一轮2010-2011年的调控政策的货币政策环境不同。上一轮从2010年10月开始到2011年7月，央行5次上调1年期商贷利率，从5.31%提高到6.56%。紧缩的货币政策大大增强房地产调控政策的效果。

当前货币政策稳健，短期没有大规模宽松和紧缩的可能性，同时当前利率仍处于历史低位，银行体系内流动性仍然较为充裕。在这种货币政策背景下，此轮房地产调控政策效果可能不如2011年那么突出。

四、调控效果

（一）主要城市调控效果

1、北京：对仅限贷限购政策反应较慢

2010年4月、2011年3月的限购限贷出台后下一个月房价增速就开始放缓，配合升息升准的货币紧缩政策，效果立竿见影。7个月后增速由正转负，此轮增速下滑一直持续到2012年2月。

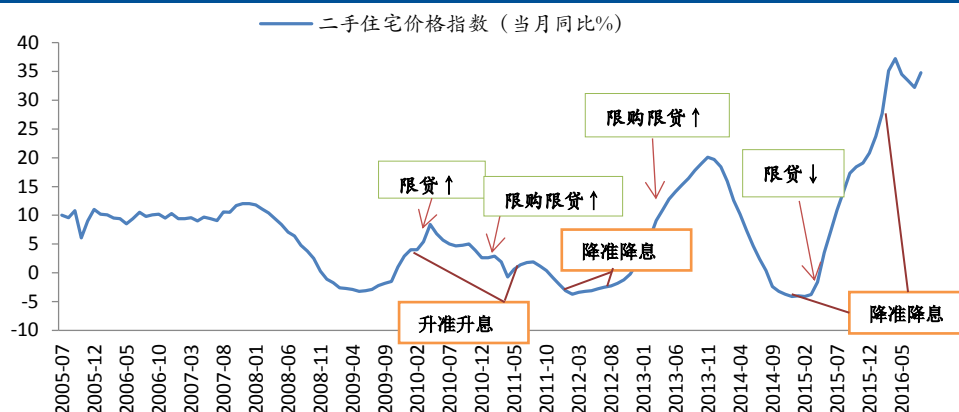
2011年11月开始降准降息，在宽松的货币政策刺激下，2012年3月降幅开始收窄，2012年12月增速由负转正，为1.6%。随后增速上升一直持续至2013年11月。

面对房价再次回升，2013年4月，北京房地产限购限贷升级，二套房首付比提高至70%。这次限购政策的背景和现在略有类似，即央行长时间无大规模刺激政策出台，政策出台后房价增速继续上升，最高点在2013年11月，当月同比增速20.1%，12月增速才开始下滑，政策时滞约8个月。约17个月后，2014年9月，北京房价同比增速为负（-2.40%）。此轮增速下滑一直持续至2015年初。

2015年2月，北京二手房价格同比增速为-4.1%，3月，北京市降低二套房首付比至

40%，同时在货币宽松的助推下，当月房价降幅开始收窄，两个月后由负转正。2015 年 5 月，二手房价格增速 3.50%，随后一直保持上升趋势，2016 年 4 月当月同比增速为 37.20%。

图 2：北京二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点



资料来源：Wind，民生证券研究院

2、上海：上一轮限购效果较好，此轮几乎没效果

2011 年 1 月 31 日，上海市出台房地产限购限贷政策，政策出台时上海市房价增速在货币紧缩的影响下已经开始下滑，出台后，2 月房价增速由 1 月的 2% 下降至 0.5%，虽然之后二季度房价增速略有回升，但总体仍是下滑趋势，2012 年 2 月，房价增速由正转负，此轮房价增速下滑至 2012 年 7 月（-1.6%）。

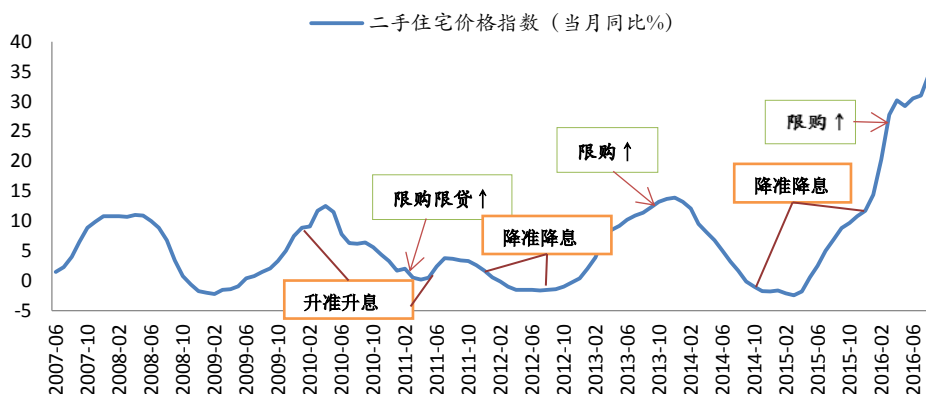
在 2011 年 11 月开始的宽松货币的刺激下，10 个月后房价降幅出现收窄，一年后（2012 年 12 月）房价增速由负转正（0.4%），这轮房价增速上升一直持续到 2013 年 12 月。

2013 年 11 月，上海市为了抑制房价过快上涨，收紧了限购政策，将缴纳社保的期限由一年提高到两年。2014 年 1 月，房价增速开始放缓，2014 年 9 月，房价增速开始为负（-0.1%），此轮房价增速下滑一直持续至 2015 年 3 月（同比-2.4%）。

2014 年 6 月，央行从定向降准开始货币宽松，2014 年 11 月降息，2015 年 2 月，央行全面降准。从降息开始算起，此轮货币宽松作用到房价上的时滞大概在 3-4 个月。

2015 年 5 月，上海房价同比增速由负转正，随后房价持续上涨，2016 年 3 月，上海市大幅收紧限购限贷政策，但是几乎没有效果，上海市房价增速持续上升，8 月当月同比 34.4%。

图 3：上海二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点



资料来源：Wind，民生证券研究院

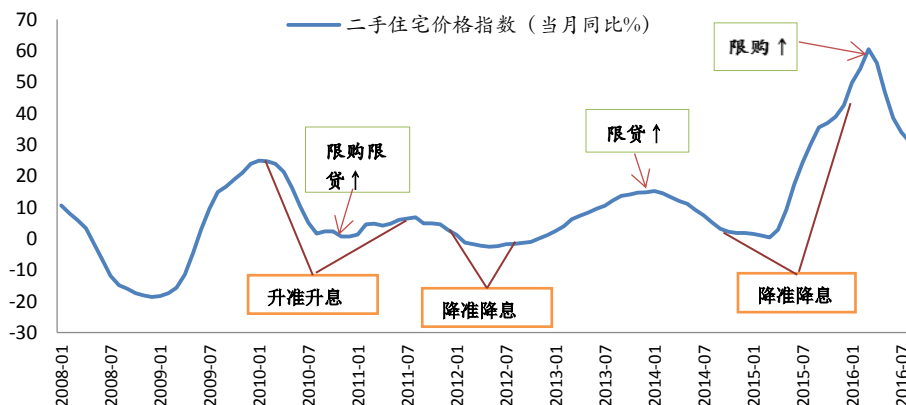
3、深圳：对限购限贷的反应较快

2010年9月，深圳市出台限购限贷政策。两个月后增速放缓，五个月后再次上升，但幅度不大，随后回落，2012年总体增速为负，值得注意的是，深圳市从2010年下半年至2013年中旬深圳房价涨幅并不大，房价走势比较平稳。

在2011年底开启货币宽松的刺激下，2012年底，深圳房价增速开始由负转正，2013年7月当月同比增速达到10%以上，2013年11月，深圳市将二套房首付比提高至70%。三个月后，增速开始下降。此轮增速下滑一直持续到2015年3月（0.4%）。

2015年，在货币宽松的刺激下深圳房价大幅上涨，当月同比增速最高达到60.5%（2016年3月），在3月更严格的限购限贷政策出台之后，次月增速开始下滑，但仍处在30%以上的超高增速区间。

图4：深圳二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点



资料来源：Wind，民生证券研究院

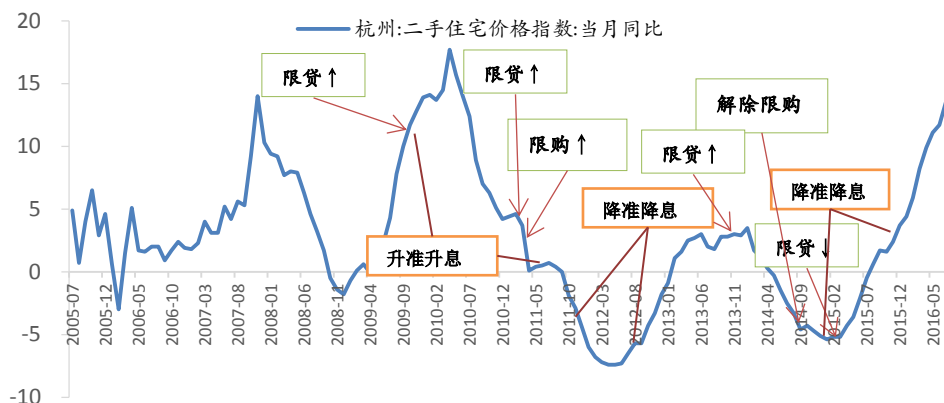
4、杭州：往年限贷政策在货币政策配合下调控效果较好

杭州主要通过限贷对房价进行调节，其从2009年开始就通过调节二套房首付比调节房地产需求。从政策效果上看，仅限贷政策，在货币紧缩或者稳健的情况下，虽有至少三个月的时滞，但能取得明显的效果。在2010年限购限贷实施后，杭州的房价增速从2011年

二季度开始下滑，2011 年底至 2013 年初房价增速降为负值。2011 年底至 2012 年央行降息降准后，2012 年下半年杭州房价出现回升，但杭州在 2013 年 11 月提高二套房首付比至 70%，将刚现上涨苗头的房价再次打压下去。

2014 年 8 月，限购解除，2015 年 2 月，限贷比例开始逐渐宽松，配合宽松的货币政策，杭州房价开始大幅上涨。

图 5：杭州二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点



资料来源：Wind，民生证券研究院

5、温州：房价持续 4 年负增长

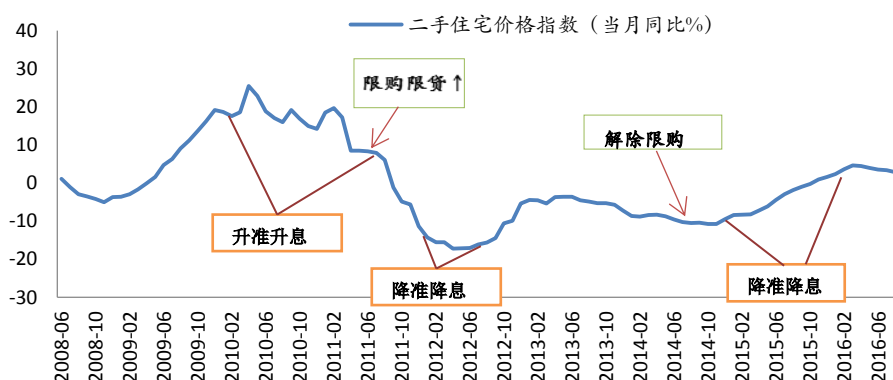
温州是一个房地产调控的特例，在 2011 年之后房价阴跌 4 年，直至 2015 年才出现回升。中央将 2010 年至今温州市发生的金融现象及其后续政策措施定调为“温州金融改革”，可见这不是一个偶然的特例。

温州在 2011 年限购力度较大，与其他城市对本地人限购 2 套不同，对本市户籍和非本市户籍缴纳个税 1 年以上的家庭都限购 1 套房。

在限购出台时，温州市房价增速已经下降，但仍在 10% 以上的高增速区间，政策出台的下个月增速大幅放缓，从 17.20% 下降至 8.5%。6 个月后降为负值，最低当月降幅 -10.7%（2014 年 10 月）。

2014 年 7 月，温州解除限购，即便在货币宽松的配合下，房价增速也在 5 个月后才出现降幅收窄。负增速一直持续到 2015 年 10 月。2015 年 11 月，房价增速由负转正，随后保持当月同比 3% 左右的稳定增长。

图 6：温州二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点



资料来源：Wind，民生证券研究院

6、南京：受货币政策波动较大

南京上一轮限购政策出台时，房价增速已经受货币政策收紧影响已呈下降趋势，紧缩的货币政策时滞约3-4个月。

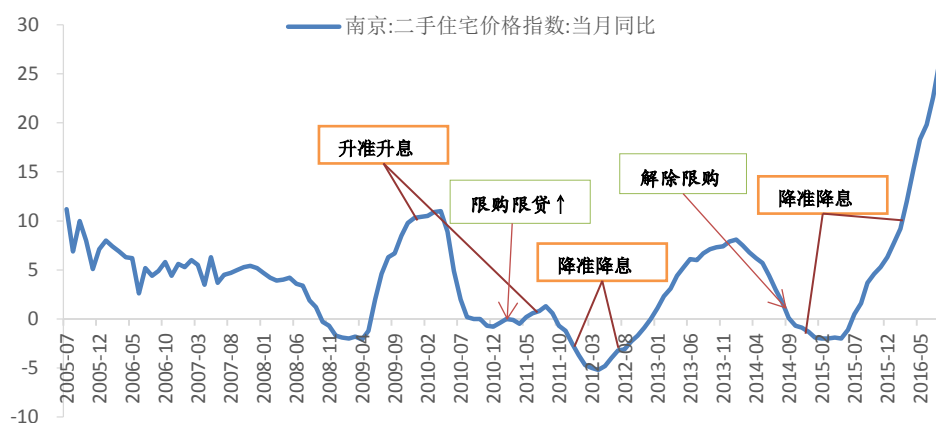
限购出台当月南京房价同比增速0%，限购政策出台后，次月南京房价同比增速-0.1%，但在两个月后2011年5月房价增速不降反升，出现了约5个月的小幅上涨，随后继续下降。

2011年11月开始降准降息，次年4月南京房价增速达到该时间段最低点（-5.8%），随后降幅收窄。2012年12月房价增速开始由负转正，此轮上涨持续了一年左右。

2014年初南京房价增速开始下降，9月南京解除限购，11月央行降息，2015年6月，南京房价增速开始回升至今，最高单月同比上涨26.4%。

总体来看，南京房价受货币政策影响较大，对紧缩的货币政策时滞较短（约3个月），宽松的货币政策时滞则在6个月左右。同时，南京房价受货币政策变化的波动性也较大。

图7：南京二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点



资料来源：Wind，民生证券研究院

7、武汉：较难看出限购限贷效果，货币政策时滞6个月

2010年1年开始的货币紧缩对武汉房价的传导略慢，在6个月后房价增速才开始下降，2011年2月，武汉开始限购，房价增速继续下跌趋势，直至2012年4月达到最低点（-1.3%）。

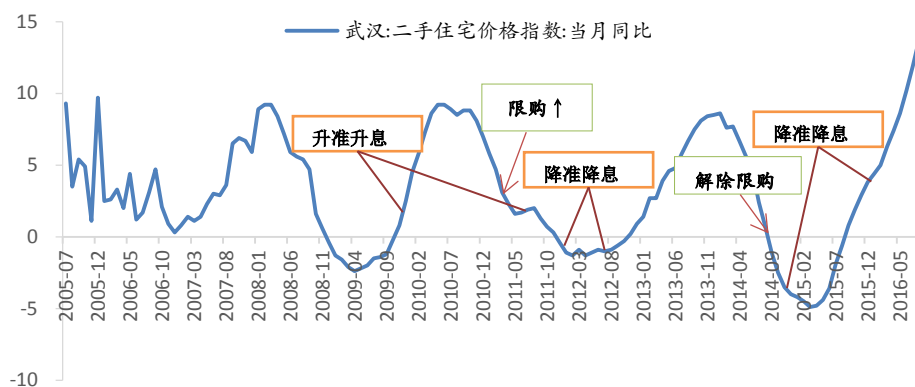
2011 年 11 月央行开始降息降准，约 5-6 个月后房价增速开始回升，12 个月后房价增速由负转正。

2014 年 9 月解除限购，限购解除并没有阻止武汉房价增速的进一步下滑。2014 年 11 月，央行降息，2015 年 3 月，房价跌幅收窄，时滞约 5 个月，9 月，增速由负转正。

武汉房价对货币紧缩和货币宽松的时滞均在 5-6 个月左右，随货币政策变化的波动也较大。

从数据中很难看出限购限贷政策对武汉房价的作用效果，其上一轮限购出台在房价增速下降之际，而解除限购也未能缓解房价增速下滑。

图 8：武汉二手住宅价格指数当月同比和调控政策时点



资料来源：Wind，民生证券研究院

8、合肥：上轮调控房价对货币紧缩的时滞较长

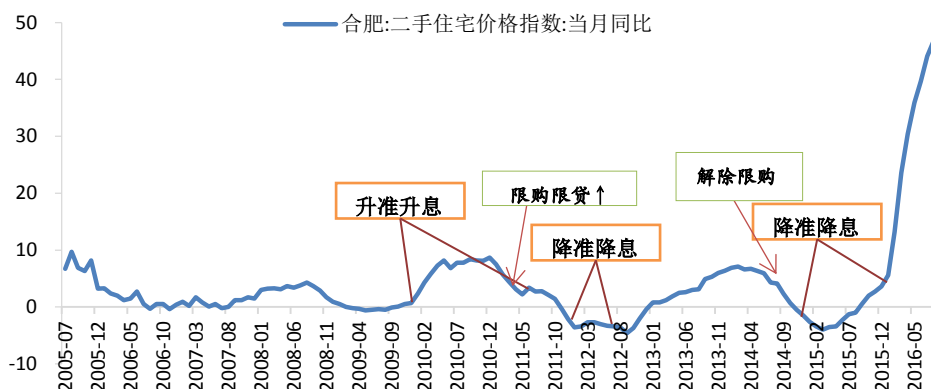
在 2010 年 1 月开始升准升息之后，合肥房价依然继续上涨，直至 2011 年 1 月增速才开始回落，货币紧缩时滞约 12 个月。

在房价回落之际，2011 年 3 月合肥顺势推出限购限贷政策，合肥房价增速继续下滑，这一轮增速下滑一直到 2012 年 9 月才达到最低点（-4.6%）。

2011 年 11 月，货币开始宽松，但未能阻止合肥房价继续下跌，10 个月后，增速才现回升，一直持续至 2014 年一季度，随后增速又现下滑。

在上一轮调控周期中，合肥房价对货币政策的时滞性较长，在 10-12 个月左右。但此轮降息降准对合肥房价的刺激作用却很快，2014 年 11 月降息，2015 年 3 月房价降幅收窄，2015 年 9 月增速转正。

图 9：合肥二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点



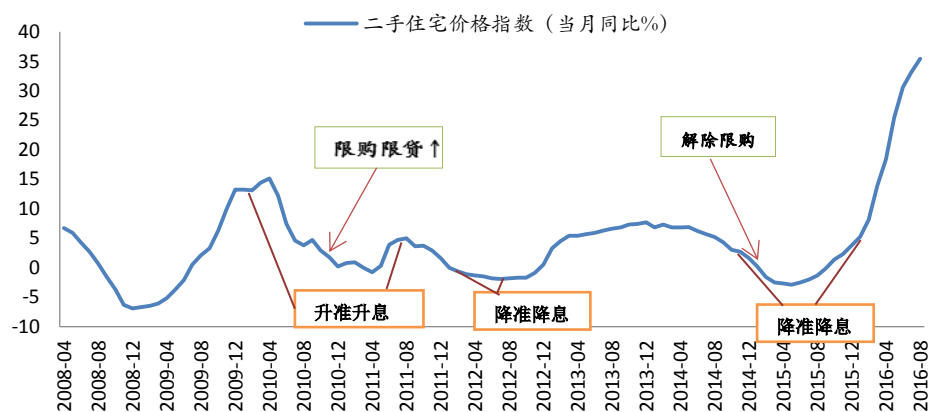
资料来源：Wind，民生证券研究院

9、厦门：限购限贷作用温和，解除限购宽松效果明显

厦门的限购限贷政策在2010年10月开始实行，由于厦门的房价增长率仅为2.9%，较9月下降1.8%。在限购限贷6个月后，房价上涨增速还有所提高，从2011年4月的-0.8%上升到7月的4.7%，随后一路下降到2012年8月的-1.8%。可见限购限贷对厦门的房价增长作用温和。

但值得注意的是，在解除限购的政策有明显效果。伴随着这一时期降准降息的宽松货币政策，厦门在2015年1月解除限购。在宽松调控政策推出3个月后，厦门的二手房指数同比就触底反弹，一路上涨。可见在宽松的货币政策环境下，房价对解除限购的宽松政策反映灵敏。

图10：厦门二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点

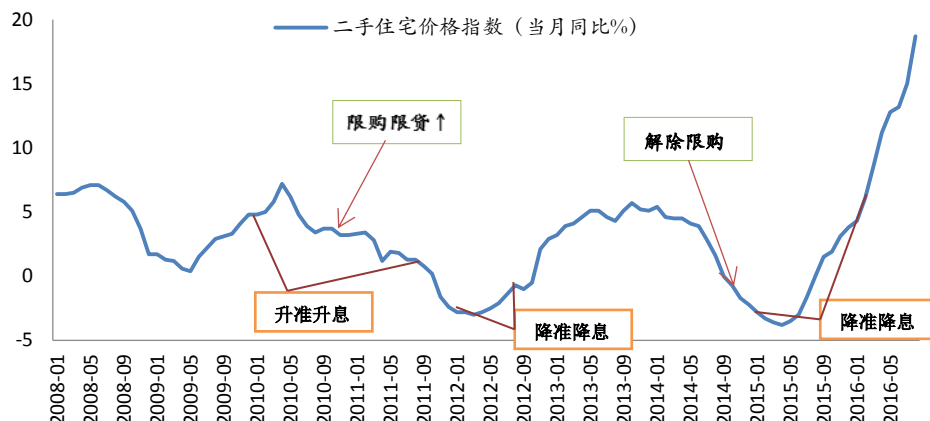


资料来源：Wind，民生证券研究院

10、天津：严格限贷限购效果明显

天津的限购限贷政策也开始于2010年10月，此时货币政策正处于不断紧缩的过程中。再加上天津的限购政策更为严格，对房价的影响也更为明显。在实行限购政策后，二手房价格指数增速一路下降，从2010年10月的3.7%一直达到2012年3月的-3%。另外，解除限购的效果与厦门几乎一样，房价反弹明显。

图 11: 天津二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点



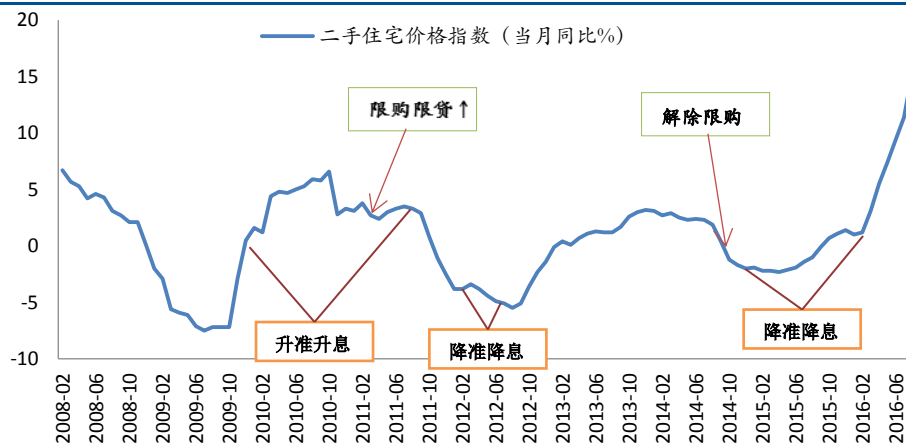
资料来源: Wind, 民生证券研究院

11、石家庄：限贷限购短期作用不明显，中期效果凸显

石家庄在 2011 年 2 月限贷限购后，房价指数同比增速在 4 个月内有略有提高，但随后大幅下降，从 2011 年 7 月的 3.7%，一直下降到 2012 年 7 月的-5.1%，可见石家庄限购限贷后的 17 个月后，房价达到谷底。

解除限购之后，石家庄房价与其他大中城市走势基本一致，房价增速在经历了一段时滞之后回升。

图 12: 石家庄二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点

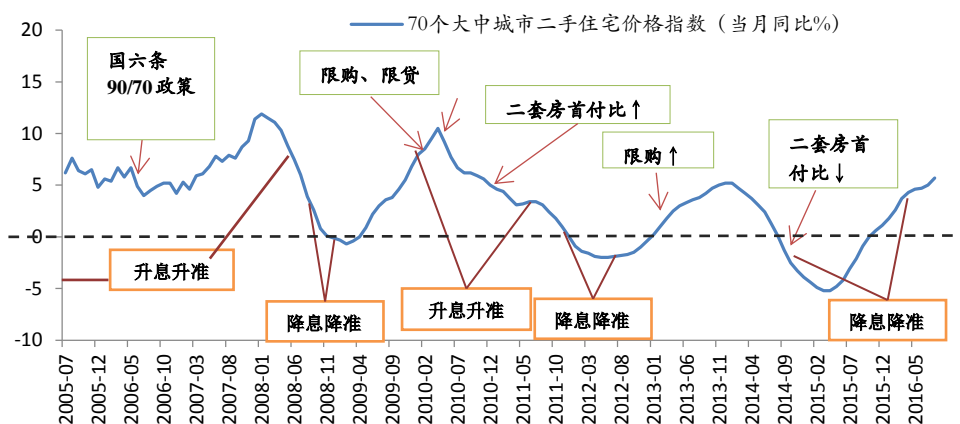


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 效果总结

结合各地房地产调控效果和全国 70 城的数据，可以看出需求侧的房地产调控政策能对房地产价格增速起到抑制作用，但有一定的时滞性，此外房地产调控政策对房价的影响还有以下特点：

图 13: 房地产限购限贷调控政策效果



资料来源：Wind，民生证券研究院

1、调整供给结构对当时房价作用不大

国六条的 90/70 政策是一项调节供给结构的政策，该政策出台后房价短期出现回落，但很快又继续上升。

2、货币政策并不是决定因素，时滞 3 个月以上

总体来看，货币宽松一般会刺激房价回升，时滞 3 个月以上。在 2011 年的房地产调控中，货币紧缩传导至房价的时间因城市而异，在 3-12 个月之间。

但需要注意的是，货币紧缩并不能对抑制房价过快上涨起到决定性的作用。如果房地产需求旺盛，货币紧缩也难以改变上涨趋势，但如果房地产需求低迷，货币紧缩会对房价下滑起到助推作用。比如在 2005 年至 2007 年经济过热长时间的升息升准并没有抑制房价上涨，但在上一轮房价调控中，货币紧缩对部分一二线城市的效果十分明显，在限购出台之前，房价就在货币政策的影响下进入下行通道，2013 年-2014 年间的货币稳健（无大规模刺激政策）也抑制了部分城市的购房需求。

之所以效果差别很大的原因在于 2005 年-2007 年间加息是抑制经济过热，而 2011 年的调控在金融危机之后，内外需低迷，货币紧缩是为了抑制由危机后宽松导致的通胀，而不是调节实体经济需求，此时货币紧缩对房地产企业的打击较大，部分房企出现资金链断裂的风险，均主动下调新房价格，整体房价也随之下跌。

3、仅限购限贷政策效果有限，时滞不一

2013 年在房价升温后，多地出台了相对较为严格的限购限贷政策。这一期间，央行长时间未进行大规模的货币宽松操作。从 70 城数据来看，仅限购限贷政策存在约半年左右的时滞，在各主要城市的实施过程中，时滞长短不一，北京在政策收紧后 8 个月才出现增速下滑，深圳时滞为 3 个月左右。同样解除限购限贷在没有货币政策配合下，也存在一定的时滞，温州在政策解除后 5 个月才出现房地产价格降幅收窄。

4、货币政策配合房地产调控政策效果更佳

需求型的调控政策能够取得一定抑制房价过快上涨的效果，仅货币紧缩和仅限购限贷一般会有一定的时滞，但在 2010 年至 2011 年的调控中，持续的货币紧缩配合不断升级的

限购限贷政策在各地均取得了不错的效果，一直至 2012 年降准降息之前，房价增速均在不断下滑，甚至连一线城市都出现了负增速。

但硬币总有两面，这一组合在抑制房价过快上涨取得较好效果的同时，货币宽松配合限购限贷松绑也能对房价上涨起到强烈的刺激作用，在 2015 年至今的房价上涨周期中，在货币政策和调控政策的助推下，叠加由实体经济资产收益率下滑导致的资产荒，多地房价出现超高增速上涨。

总体来看，若要从需求侧有效抑制房地产价格过快上涨，在总需求低迷时，限购限贷配合货币紧缩的调控效果更佳。

5、相对于担忧政策调控风险，更应注意微观层面的或有风险点

有些研究担忧房地产调控政策收紧会刺破房地产泡沫从而引发更大的系统性风险，但是从政策层面上，这一担忧显得略微多余。房地产市场的运行和宏观经济运行息息相关，从 70 大中城市的数据来看，当地产价格增速转正为负、地产价格开始实质下跌之际，需求侧的房地产政策就会适时松绑，房价在一段时间后又会出现回升。

在顶层设计较为全面且已有一定的操作经验之时，对房地产风险的担忧或许应聚焦到微观层面上，比如违规资金涌入房市、地产开发企业自身的流动性管理、中介机构的违法违规行等，“千里之堤”中的“蚁穴”也需引起足够的重视。

插图目录

图 1: 房地产调控政策框架.....	9
图 2: 北京二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点.....	18
图 3: 上海二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点.....	18
图 4: 深圳二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点.....	19
图 5: 杭州二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点.....	20
图 6: 温州二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点.....	20
图 7: 南京二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点.....	21
图 8: 武汉二手住宅价格指数当月同比和调控政策时点.....	22
图 9: 合肥二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点.....	22
图 10: 厦门二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点.....	23
图 11: 天津二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点.....	24
图 12: 石家庄二手住宅价格指数当月同比和紧缩调控政策时点.....	24
图 13: 房地产限购限贷调控政策效果.....	24

表格目录

表 1: 2016 年 1-9 月房地产上涨最高的 40 个城市.....	4
表 2: 单月同比增速超过 10% 的城市.....	6
表 3: 近期 22 个城市调控政策相关文件及要点梳理.....	6
表 4: 2010-2011 年各城市房地产限购限贷政策时间点.....	10
表 5: 2006 年以来货币政策周期.....	11
表 6: 中国房地产调控政策相关文件及要点梳理.....	11
表 7: 11 个城市限购政策汇总.....	15
表 8: 11 个城市限贷政策汇总.....	15

分析师与研究助理简介

朱振鑫，民生证券研究院宏观分析师、腾讯财经等专栏作家。毕业于社科院世界经济与政治研究所，金融风险管理师（FRM），专长于世界经济和国际金融研究，译有《交易快手》、《曾经的辉煌》等财经畅销书。

栾稀，民生证券研究院研究助理。金融学博士，本科毕业于厦门大学，硕士毕业于复旦大学，博士毕业于中国社科院金融研究所，负责宏观金融研究，侧重商业银行和货币政策。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证研究参考所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。