

房价与房地产调控：规律与展望

相关研究：

湘财证券-房地产行业 2013 年 1-2 月
房地产月度数据点评：行业基本面
明显改善，调控政策趋严成必然
-20130318

湘财证券-房地产行业-京沪穗版
“新国五条”实施细则点评：京沪
穗实施细则出台，严控投资鼓励刚
需-20130331。

房地产行业走势图：



分析师：

苏多永

(8621)68634510-8010

sd3378@xcsc.com

执业证书编号：

S0500511070003

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路
958号华能联合大厦5层湘财证券研
究所

<http://www.xcsc.com>

基本观点：

□ 市场化改革加剧供需矛盾，房价快速上涨

国际经验，城市化率在 30%-70% 之间属于加速城市化阶段，1996 年我国城市化进入加速城市化阶段，1998 年的房改正处于加速城市化的早期。城市化的快速推进导致住房需求急剧膨胀，既包括来自城市居民的购房需求（首次购房需求、改善需求、投资需求和被动需求），也包括城市化造成的“农转非”购房需求（首次购房需求），还包括富有阶层的投资需求。而 1998 年的房改过度市场化，住房保障体系缺失，供需矛盾加剧，房价快速上涨。1998-2012 年全国商品住宅销售均价复合增长率 8.6%，若考虑到区域变化、供给结构变化，实际涨幅更大。

□ 越高越调、越调越高，房地产调控政策失灵

房价的非理性上涨导致房地产调控政策趋严，一般情况下房价上涨 15% 以上，次年就会出台严控政策。如 2009 年房价上涨 24.72%，国家出台了 2010 年的“国十条”、“国四条”、“国十一条”等严控政策；2013 年 2 月房价上涨 20.63%，国家随即出台更加严厉的“国五条”。国家调控政策是对房价暴涨的反应，15% 是暴涨的底线，一旦超过这一底线，严控政策随之而来。

□ 限购限贷是主要手段，新的调控政策效果有待观察

2010 年以来以来的调控政策呈现出由“松”到“紧”（如差别信贷政策），由“模糊”到“具体”（如限购政策），由“市场化调控”向“行政手段”（如限购、限贷政策）演进的特点，限购、限贷、房产税、保障房、交易所得税是主要的调控手段。当前，国家出台了更为严厉的调控政策，但地方实施细则不细，是中央调控政策的地方翻版，很难达到预期的效果。同时，政策倒逼成交量急剧放大，且价格持续走高，能否达到预期效果仍有待观察。

□ 住房矛盾决定住房政策，调控政策成为常态

从国际经验来看，住房问题突出表现在三大矛盾，即住房供求总量矛盾、住房供求结构矛盾、住房分配公平与效率矛盾，住房政策的制定及其演变主要取决于所面临的住房矛盾。当前，我国处于城镇化加速时期，住房供给总量矛盾仍是主要矛盾，增加供给改变供需关系才是调控的主要着力点。同时，也要严格控制投资投机性需求，坚持供给和需求并重的调控政策。因此，未来房地产调控将成常态，并沿着四条主线：一是增加保障性住房供给，解决中低收入家庭住房难题；二是限购政策成常态，严控投资投机性需求；三是信贷差别化执行，鼓励刚性抑制投资投机；四是房产税逐步完善，全面推广成必然。

□ 行业整体看好，关注行业龙头

从行业发展趋势看，房地产行业中期看好，在此阶段仍将是卖方市场，卖方拥有定价权。从政策来看，调控将成常态，政策效果如何仍有待观察，但要警惕二次调控带来的风险。从上市公司来看，很多上市公司 2012 年销售创历史新高，2013 年销售目标不断上调，行业和公司基本面明显改善和提升，预收账款能够保障未来 1-2 年业绩增长。因此，我们建议重点关注行业龙头和区域龙头。重点推荐招商地产、荣盛发展、苏宁环球和滨江集团。

目录

1	市场化改革与房价快速上涨.....	4
1.1	中国住房体制市场化改革	4
1.2	市场化改革与房价快速上涨.....	4
2	房价与房地产调控：越高越调、越调越高.....	6
2.1	房价与房地产调控：内在逻辑关系	6
2.2	政策失灵：越调越高、越高越调.....	7
3	2010 年以来的房地产调控政策.....	8
3.1	国务院出台的调控政策	8
3.2	各部委出台的调控政策	9
3.3	新国五条主要内容.....	10
3.4	新国五条对市场的影响	11
4	房地产调控规律及展望.....	13
4.1	住房矛盾与房地产调控	13
4.2	我国住房矛盾与房地产调控	14
4.3	我国房地产调控展望.....	16
4.4	警惕房地产市场的二次调控	18
5	行业整体看好，关注行业龙头.....	19
5.1	需求强劲，卖方市场未改变.....	19
5.2	调控成常态，效果有待观察	20
5.3	重点关注行业龙头	20

图目录

图 1:经济适用房销售面积及占商品住宅销售面积比重.....	5
图 2:经济适用房投资完成额及商品住宅投资额比重.....	5
图 3:我国城镇总人口和全国城镇化率	6
图 4:我国商品住宅销售均价及其涨幅	6
图 5: 房价上涨与房地产市场调控内在逻辑.....	7
图 6: 房价再次暴涨“新国五条”出台	8
图 7: 2010 年以来国务院出台的调控政策.....	9
图 8: 2011 年各部委出台的房地产调控政策.....	10
图 9: “新国五条”主要内容.....	11
图 10: 住房矛盾与房地产调控政策.....	14
图 11: 我国保障性住房政策演变.....	17

表目录

表 1: 我国住房体制改革三阶段及其主要内容.....	4
表 2: 政策倒逼效应下的一二线城市成交情况（单位：万平方米）	11
表 3: 政策倒逼效应结束后的成交量（万平方米）	12
表 4: 刚性需求测算表（万平方米）	15
表 5: 置换需求测算表（万平方米）	15
表 6: 一线城市房价上涨情况.....	19
表 7: 重点公司估值表	21

1 市场化改革与房价快速上涨

1.1 中国住房体制市场化改革

住房体制改革是我国经济体制改革的一项重要内容，是对传统福利分房制度的变革，以建立起符合市场经济机制的住房体制，实现住房的商品化和社会化。我国住房体制改革呈现出 3 阶段特征，即 1978-1988 年的探索试点阶段，先后推出了“三三制”的补贴出售新建住房方案和“提租补贴、租售结合、以租促售、配套改革”的租金制度改革方案；1988-1998 年逐步推开和深化改革阶段，重点改革低租金制度，实物分配向货币分配和市场分配转变，实现“四改三建”。1998 年至今的住房体制市场化改革阶段，全面停止住房实物分配，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。在住房保障制度方面，提出了加快廉租房、公租房、经济适用房、中低价位商品房建设，构建“四位一体”的住房保障制度。同时，出台了《物权法》，通过制度建设继续推进住房体制市场化改革，居民拥有对住房的产权、抵押权、收益权，并受法律保护。

表 1：我国住房体制改革三阶段及其主要内容

期间	改革阶段	方案/文件	主要内容
1978-1988 年	探索试点	新建住房改革方案	政府、企业和个人各承担 1/3，并在郑州、常州、四平、沙市试点。
		租金制度改革方案	提租补贴、租售结合、以租促售、配套改革，选定烟台、唐山、蚌埠进行房改试点。
1988-1998 年	逐步推开和深化改革	住房制度改革实施方案	提租补贴、租售结合，实行成本租金，住房补贴纳入工资，进入成本，实行市场租金。
		公房低租金制度改革	实物福利分配逐步转变为货币工资分配，买房或租房取得住房所有权或使用权，住房作为商品进入市场。
		提出住房改革目标	建立新的城镇住房制度，实现住房商品化、社会化；加快住房建设，改善居住条件，即“三改四建”。
1998 年至今	市场化改革	市场化改革	停止住房实物分配，实行住房分配货币化，建立和完善以经济适用住房为主多层次城镇住房供应体系。
		建立住房保障制度	加快廉租房、公租房、经济适用房、中低价位商品房建设，构建“四位一体”的住房保障制度。
		物权法出台	从制度建设确保住房体制市场化改革，居民拥有对住房的产权、抵押权、收益权，并受法律保护。

资料来源：相关政策文件，湘财证券研究所

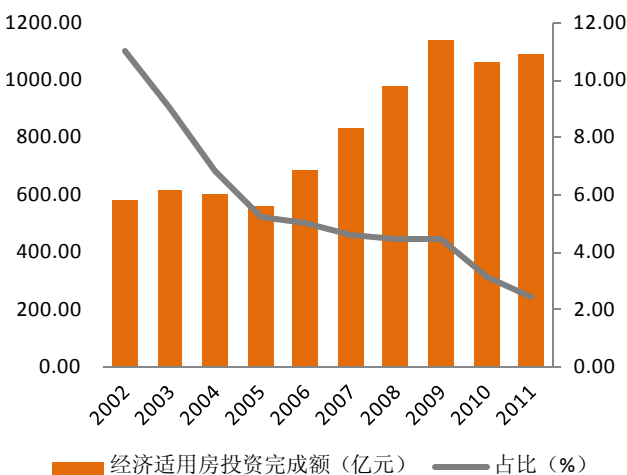
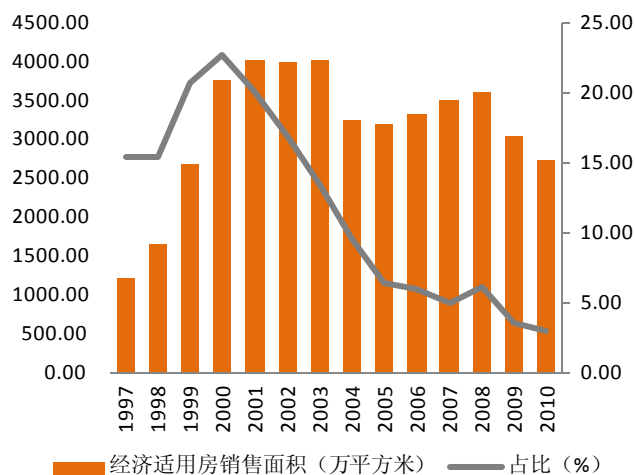
1.2 市场化改革与房价快速上涨

市场化改革带来了两大致命问题：一是住房保障体系缺失，中低收入家

庭住房问题凸现。1998 年的房改提出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，但我国经济适用房建设远远滞后于商品房建设，经济适用房供给远低于商品住宅供给。1998 年我国经济适用房销售面积 1667 万平方米，占商品住宅销售面积的 15.39%；2010 年我国经济适用房销售面积 2749 万平方米，较 1998 年增长 1.17 倍，但占商品住宅销售面积的比重下降至 2.94%。

图 1:经济适用房销售面积及占商品住宅销售面积比重

图 2:经济适用房投资完成额及商品住宅投资额比重



资料来源：iFinD，湘财证券研究所

二是供需失衡，房价快速上涨。根据国际经验，城市化率在 30%-70% 之间属于加速城市化阶段，1996 年我国城市化进入加速城市化阶段，1998 年的房改正处于加速城市化的早期。由于过度市场化，住房保障体系缺失，大多数居民住房问题需要通过市场化途径解决，住房需求急剧膨胀。这种住房需求既包括来自城市居民的购房需求（首次购房需求、改善需求、投资需求和被动需求），也包括城市化造成的“农转非”购房需求（首次购房需求），还包括富有阶层的投资需求。然而住房供给缺乏弹性，并不能随着需求的急剧膨胀而大幅增加，供需失衡造成房价快速上涨。1998 年全国商品住宅销售均价为 1854 元/平方米，2012 年已达到 5430 元/平方米，复合增长率 8.6%。由于中心城区可供开发土地逐渐减少和城镇向郊区拓展，偏远地区的楼盘逐渐成为商品住房供给的主力，供给结构的变化会拉低商品住宅销售均价，若以单个房地产项目看房价涨跌，房价涨幅将更大。

图 3:我国城镇总人口和全国城镇化率

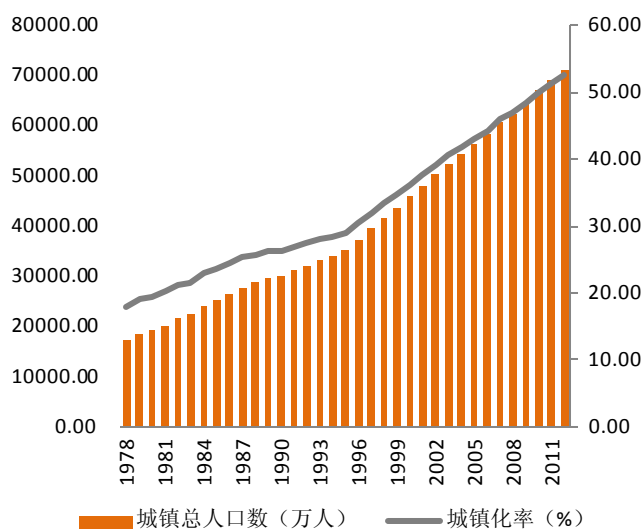
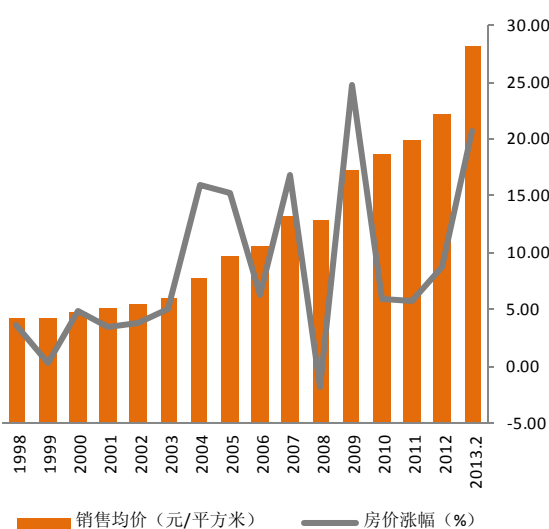


图 4:我国商品住宅销售均价及其涨幅



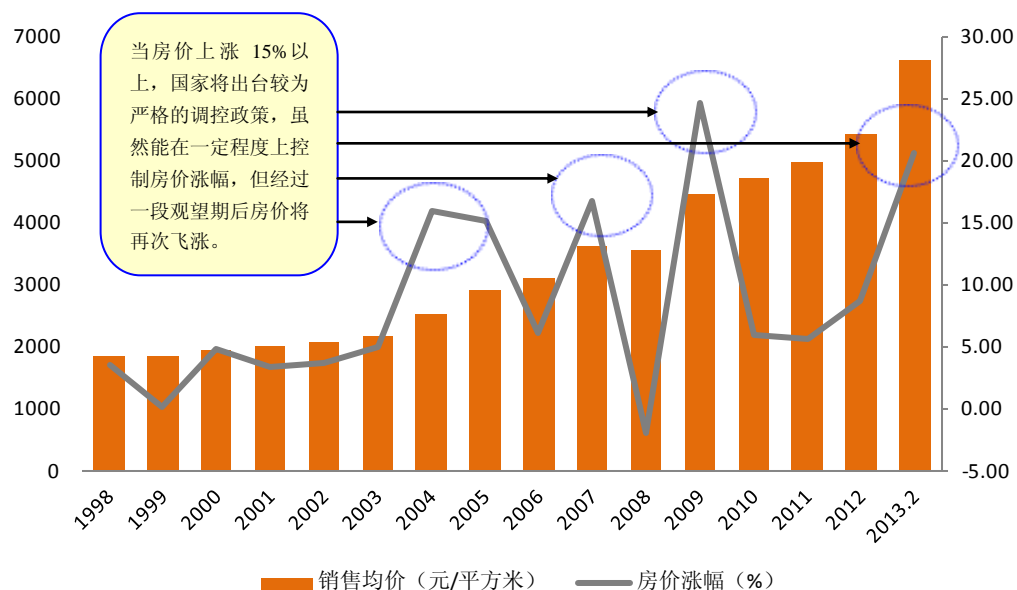
资料来源: iFinD, 湘财证券研究所

2 房价与房地产调控: 越高越调、越调越高

2.1 房价与房地产调控: 内在逻辑关系

房地产市场调控主要任务是遏制房价过快上涨, 促进房价理性回归。1998 年房改以来, 我国房地产市场整体上呈现出“量价齐升”的发展态势 (2008 年因国际金融危机冲击房价小幅下降), 全国商品住宅销售面积从 1998 年的 10827 万平方米增加到 2012 年的 98468 万平方米, 复合增长率 18.5%; 全国商品住宅销售均价从 1998 年的 1854 元/平方米上涨到 2012 年的 5430 元/平方米, 复合增长率 8.6%。房价的非理性上涨导致房地产调控政策趋严, 一般情况下房价上涨 15% 以上, 次年就会出台严控政策。如 2004 年房价上涨 15.99%, 2005 年国家出台了“国八条”; 2007 年房价上涨 16.86%, 2008 年 70/90 政策、加息、提高存款准备金、征收个人所得税等 16 项调控政策; 2009 年房价上涨 24.72%, 国家出台了 2010 年的“国十条”、“国四条”、“国十一条”等严控政策; 2013 年 2 月房价上涨 20.63%, 国家随即出台更加严厉的“国五条”。国家调控政策是对房价暴涨的反应, 15% 是暴涨的底线, 一旦超过这一底线, 严控政策随之而来。

图 5：房价上涨与房地产市场调控内在逻辑

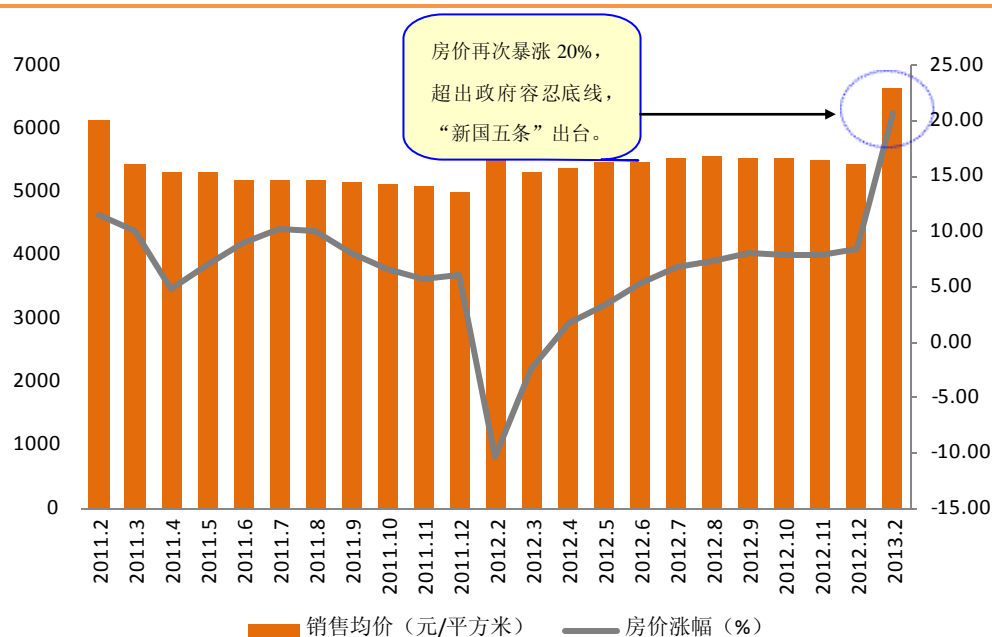


资料来源：iFinD，湘财证券研究所

2.2 政策失灵：越调越高、越高越调

我国房地产宏观调控已经陷入了“越高越调、越调越高”的政策怪圈，房地产调控政策只能遏制短期房价过快上涨，不能从根本上解决房地产供需失衡和制度缺陷等问题，“头痛医头、脚痛医脚”式的宏观调控注定是短视的、无效的，房地产调控政策失灵。2005 年“国八条”的出台使得房价上涨放缓，2006 年房价涨幅为 6.21%，增幅下降 9 个百分点，但 2007 年房价再次暴涨 16.86%，涨幅提高 10.65 个百分点。2007-2008 年的调控政策和 2010-2012 年的调控政策对房地产市场的影响路径与 2005 年调控政策基本雷同，房价涨幅只是放缓，一旦经济环境和政策预期发生变化，房价将再次报复性增长，房地产调控失灵再次上演。

图 6：房价再次暴涨“新国五条”出台



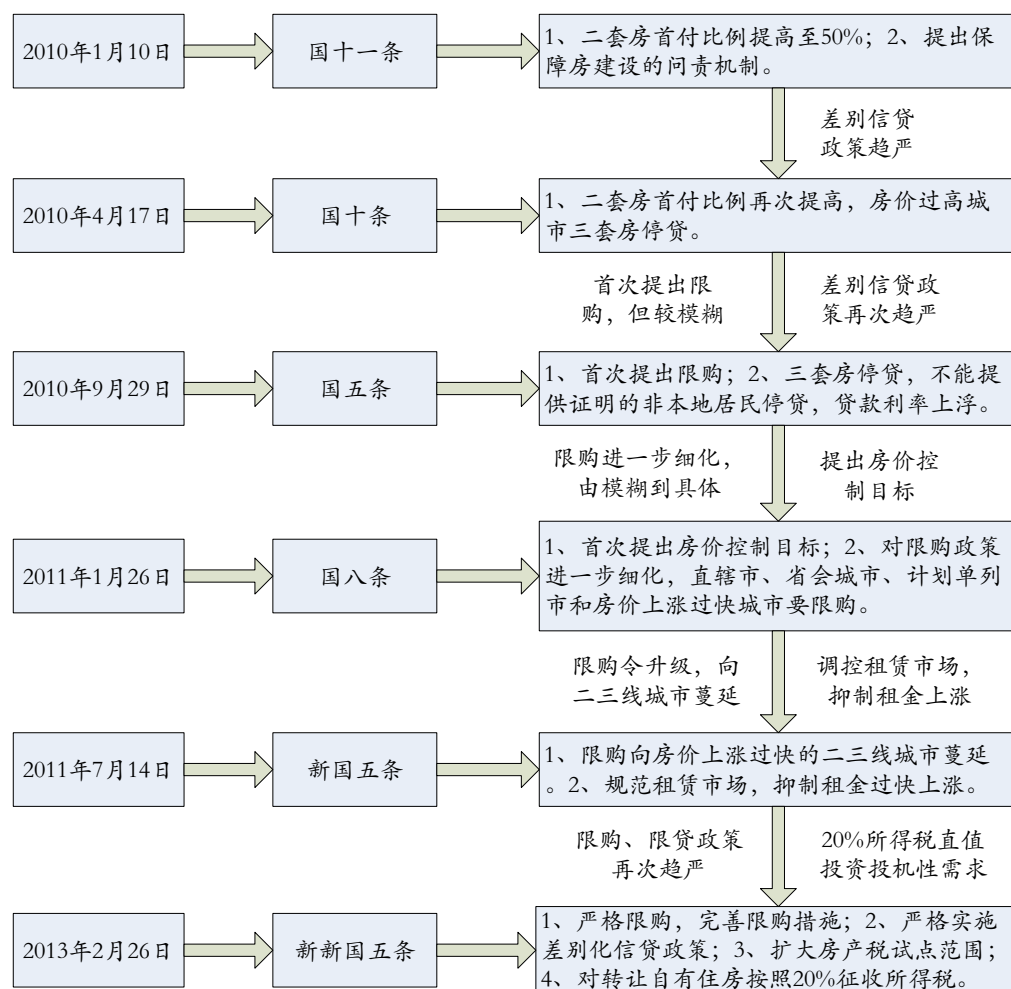
资料来源：iFinD，湘财证券研究所

3 2010 年以来的房地产调控政策

3.1 国务院出台的调控政策

2010 年以来，国务院先后出台了“国十一条”、“国十条”、“国五条”、“新国八条”、“新国五条”和“新新国五条”等调控政策，政策呈现出由“松”到“紧”（如差别信贷政策），由“模糊”到“具体”（如限购政策），由“市场化调控”向“行政手段”（如限购、限贷政策）演进的特点，“保障房建设”、“差别化信贷”、“差别化税收”、“限贷”和“限购”是 2010 年以来国务院调控房地产市场的主要政策手段。2013 年 2 月 26 日出台的“新新国五条”是对 2010 年以来调控政策的再次升级，不仅再次规范和严格限购、限贷、房产税、保障房等调控政策，而且推出对出售自有住房按规定应征收 20% 的个人所得税，调控政策直指投资性需求和投机性需求。

图 7：2010 年以来国务院出台的调控政策



资料来源：相关政策文件，湘财证券研究所

3.2 各部委出台的调控政策

住建部、银监会、国土部、发改委、财政部等部委也相继出台房地产调控政策，其中财政部的沪渝房产税试点政策落地、发改委的“一房一价”和住建部的 1000 万套保障房建设任务对市场影响较大。上海和重庆开征房产税对市场影响有限，但对于完善制度，规范市场发展具有里程碑的意义，若试点成功并向全国推广，房产税可能取代“限购”政策成为长期制度性安排，有利于打击投机性炒房行为。“一房一价”对于规范开发商的销售行为，打击捂盘惜售行为具有重要意义，开发商销售逐步“阳光化”。1000 万套保障房建设有利于优化房地产供给结构和构建住房“双轨制”，从而有利于解决中低收入家庭住房难问题。

图 8：2011 年各部委出台的房地产调控政策

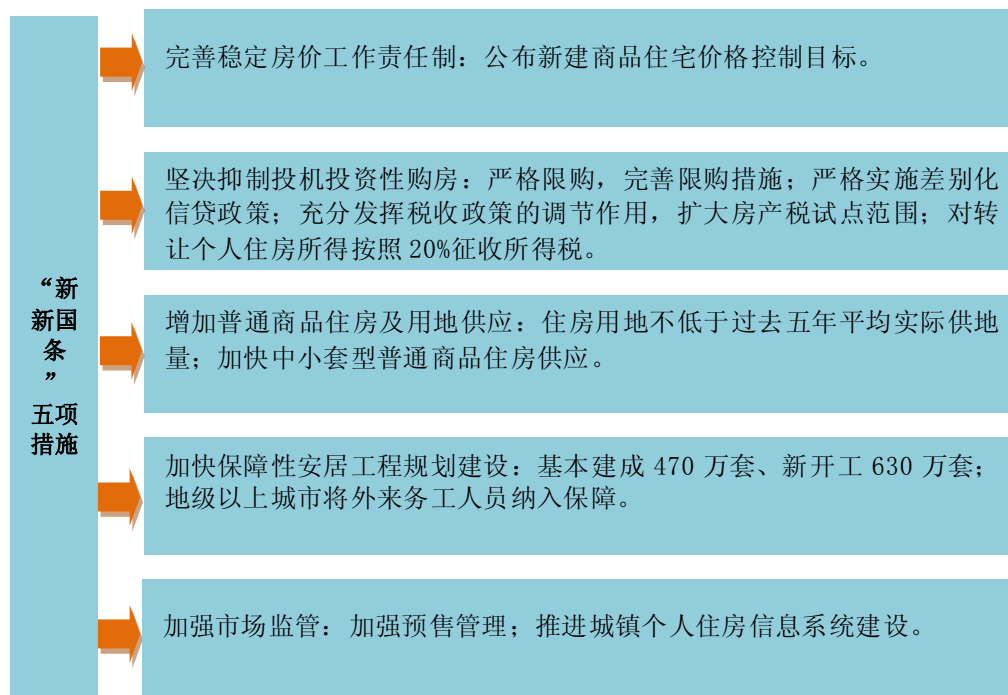


资料来源：各政策文件，湘财证券研究所

3.3 新国五条主要内容

“新国五条”重点在于抑制投机投资性需求，将限购、限贷、房产税作为政策的主要着力点，辅以保障房、土地供应、问责、征收 20% 转让自有房产个人所得税等措施。同时，加快建立和完善个人住房信息系统，研究提出住房供给体系，推进房产税制改革，完善住房金融体系和住房用地供应机制，促进房地产市场持续平稳健康发展。“新国五条”并无太多“新意”，更多的是对原来调控政策的完善、细化和规范。2010 年以来的调控政策核心内容“限购、限贷、房产税”等调控措施，“新国五条”以“限购、限贷、房产税”为政策着力点，力求控制投资投机性需求。在限购方面，“新国五条”提出已限购的城市要进一步完善限购措施，限购区域应覆盖城市全部行政区域，限购住房类型应包括所有新建商品住房和二手住房。同时，要严肃查处限购措施执行中的违法违规行为，加强对房地产开发企业和中介机构的监管，对违反限购政策的行为进行严厉惩处。在限贷方面，“新国五条”提出继续严格实施差别化住房信贷政策，落实好对首套房贷款的首付款比例和贷款利率政策，严格执行第二套(及以上)住房信贷政策，二套房首付比例和贷款利率将进一步提高。在房产税方面，“新国五条”提出总结个人住房房产税改革试点城市经验，加快推进扩大试点工作，推进房产税制改革。在征收个人转让所得税方面，明确按照转让所得的 20% 计征，这是对原有政策的一种收严，对投资性需求和投机性需求影响较大。

图 9：“新国五条”主要内容



资料来源：《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，湘财证券研究所

3.4 新国五条对市场的影响

“新国五条”出台出乎市场预料，二套房贷款政策再次收紧和二手房交易征收所得税等政策对改善性需求和投资性需求冲击较大，买卖双方均有意在“新国五条”实施细则出台前交易过户，政策倒逼短期成交火爆。“新国五条”出台后，商品住宅成交量激增，北上广深等一线城市连续四周成交量上涨，第 12 周成交量较前四周平均成交量增长了 72%；南京、杭州等 10 个二线城市第 12 周成交量较前四周平均成交量增长了 51%。但是这种政策倒逼效应并不会持久，原则上“新国五条”实施细则在 3 月 31 日之前出台，一旦政策正式实施，政策倒逼效应将衰竭。从最近 5 周成交情况来看，广州、深圳、南京、武汉等城市周环比已经出现下降，一线城市整体上升 14%，二线城市整体下降 1%，这说明随着政策实施细则出台期限的到来，政策倒逼效应逐步减弱，直至衰竭。

表 2：政策倒逼效应下的一二线城市成交情况（单位：万平方米）

	2013/2/17	2013/2/24	2013/3/3	2013/3/10	2013/3/17	前四周 平均	周环比	本周/前 四周平均
北京	2.82	19.74	22.13	32.81	41.36	19.37	26.05%	113.47%
上海	3.19	22.00	32.37	41.28	51.10	24.71	23.79%	106.79%
广州	3.00	24.25	35.36	26.10	24.41	22.18	-6.47%	10.08%
深圳	0.06	6.15	8.96	8.26	7.19	5.86	-12.95%	22.82%

一线城市	9.07	72.14	98.82	108.45	124.06	72.12	14.39%	72.02%
天津	2.04	16.68	24.80	27.26	27.53	17.69	0.97%	55.56%
杭州	0.63	8.08	15.21	16.31	16.73	10.06	2.58%	66.31%
南京	1.72	14.29	21.18	20.83	18.21	14.50	-12.60%	25.53%
武汉	3.65	19.08	30.53	34.01	31.91	21.82	-6.17%	46.28%
青岛	0.97	12.19	27.45	35.12	29.61	18.93	-15.68%	56.40%
苏州	2.62	10.60	15.85	17.06	17.63	11.53	3.36%	52.88%
宁波	0.64	5.34	7.43	7.54	10.59	5.24	40.52%	102.24%
长沙	3.72	18.60	27.29	24.50	24.89	18.52	1.60%	34.36%
昆明	3.54	12.11	14.24	12.72	14.41	10.65	13.32%	35.26%
长春	1.08	8.67	13.00	15.66	17.65	9.60	12.69%	83.80%
二线城市	20.61	125.63	196.99	211.00	209.16	138.56	-0.87%	50.95%

资料来源：Wind 行业数据库，由笔者整理而成

表 3：政策倒逼效应结束后的成交量（万平方米）

	2013/3/24	2013/3/31	2013/4/7	2013/4/14	2013/4/21	前四周 平均	周环比	本周/前 四周平均
北京	74.44	36.42	0.04	31.29	8.53	35.55	-67%	-73%
上海	42.57	51.17	22.87	31.39	33.47	37.00	47%	7%
广州	29.90	33.89	15.80	16.29	10.61	23.97	-38%	-35%
深圳	9.47	9.07	11.45	7.59	5.81	9.39	-12%	-23%
一线城市	156.37	130.55	50.16	86.55	58.42	105.90	-19%	-32%
天津	28.96	27.18	22.13	23.56	18.33	25.46	-22%	-28%
杭州	20.43	24.24	15.05	18.32	12.54	19.51	-32%	-36%
南京	18.65	28.53	16.87	18.57	13.27	20.66	-29%	-36%
武汉	30.56	27.90	26.99	33.58	21.86	29.76	-35%	-27%
重庆	55.66	59.35	51.74	40.81	40.43	51.89	-1%	-22%
成都	26.58	24.87	45.89	54.17	21.30	37.88	-61%	-44%
青岛	33.79	38.30	22.70	19.66	3.79	28.61	-81%	-87%
苏州	15.91	17.95	17.37	14.02	15.64	16.31	12%	-4%
无锡	10.38	14.13	9.93	7.23	6.10	10.42	-16%	-41%
宁波	8.54	9.74	9.10	8.78	5.09	9.04	-42%	-44%
大连	6.06	4.87	6.39	3.95	3.82	5.32	-3%	-28%
福州	11.57	9.81	5.15	3.90	2.59	7.61	-34%	-66%
厦门	23.12	21.88	10.57	7.27	4.70	15.71	-35%	-70%
长沙	22.08	32.34	18.51	17.93	17.37	22.72	-3%	-24%
昆明	19.44	13.03	10.13	19.84	13.95	15.61	-30%	-11%
长春	19.99	20.88	14.68	18.51	7.72	18.52	-58%	-58%
二线城市	351.73	375.00	303.18	310.12	208.49	335.01	-33%	-38%

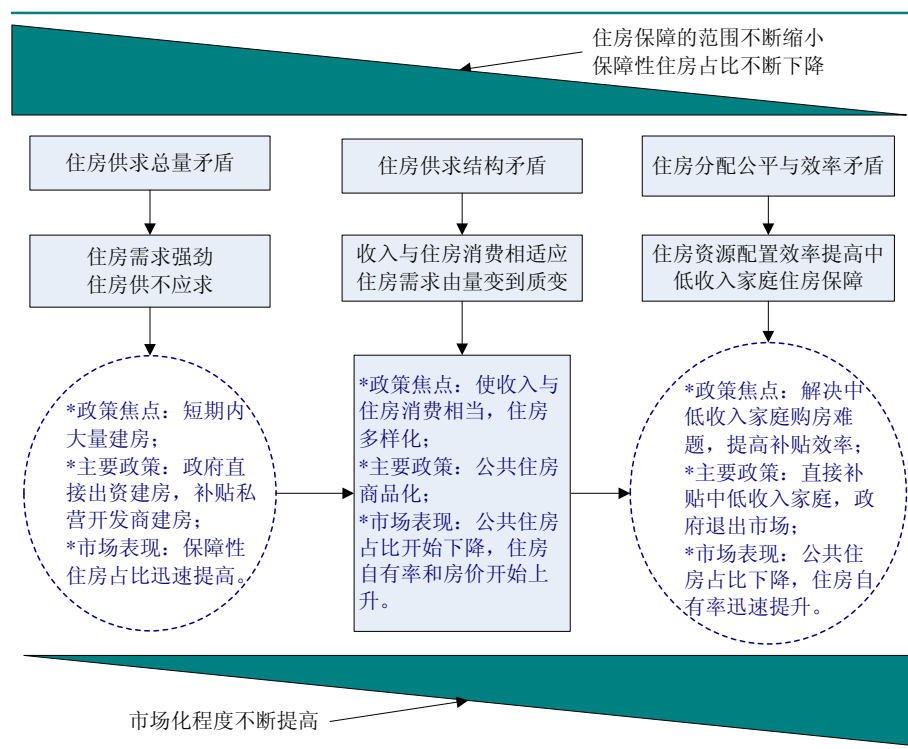
资料来源：Wind 行业数据库，由笔者整理而成

4 房地产调控规律及展望

4.1 住房矛盾与房地产调控

从国际经验来看,住房问题突出表现在三大矛盾,即住房供求总量矛盾、住房供求结构矛盾、住房分配公平与效率矛盾,住房政策的制定及其演变主要取决于所面临的住房矛盾。工业化、城市化的快速推进,人口大规模向城市集聚,人口增长速度高于城市建设速度,住房数量无法满足人们的基本需求,产生住房供求总量矛盾。面临总量矛盾,住房政策焦点在于如何有效增加住房供给,尤其是公共住房供给,如新加坡的组屋、英国的公共住房和日本的公营住宅。因此,政府直接出资建房和补贴私营开发商建房以增加住房供给是主要的住房政策,保障性住房供给不断增加。随着保障性住房供给的不断增加,总量矛盾得到有效缓解,但是居民对住房的需求也正由量变向质变转化,个性化的住房需求(如大户型、豪华住宅、资产保值增值等需求)日益上升,从而产生了住房供求结构矛盾。在此阶段,住房政策的焦点在于如何有效增加居民收入与住房消费相当的个性化住房,实现住房多样化。因此,公共住房商品化和新建住房市场化将主导住房市场,保障性住房供给仍在增加,但占比下降,而住房自有率开始上升,房价开始上涨。但是,过度市场化又会产生住房分配公平与效率矛盾,中低收入家庭住房问题日益尖锐,政府必须加大对中低收入家庭的保障力度。此时,住房政策重点关注中低收入家庭的住房问题,通过直接住房补贴的形式解决中低收入家庭的住房问题,体现住房分配的公平。同时,政府退出市场,不再大规模兴建保障性住房,鼓励私营开发商增加住房供给,强调住房分配的效率,公共住房占比快速下降,住房自有率迅速提升。

图 10：住房矛盾与房地产调控政策



资料来源：相关政策，湘财证券研究所

4.2 我国住房矛盾与房地产调控

我国正处于工业化、城市化快速发展阶段，住房供求总量矛盾是主要矛盾，房地产调控政策应聚焦于供给导向的政策，如政府直接出资建房、补贴私营开发商建房等等估计政策。但实际上，我国调控政策仍以抑制需求为导向，比如当前的主要调控手段——“限购、限贷、房产税”等都是为了抑制需求，这种政策导向难以实现预期的政策效果。纵观中国房地产调控史，2005年以来的调控政策一轮严于一轮，但却陷入了“越高越调、越调越高”的政策陷阱，房地产调控政策只能解决短期房价过快上涨问题，难以遏止房价的中长期上涨。同时，压制的需求在政策效力逐步减弱和政策预期发生变化的条件下随时可能释放，一旦这部分需求得到释放，房价将再次大幅上涨，政策失灵成为必然。当前，我国房地产市场仍处于卖方市场，过快的城镇化率、货币的超发、居民财富增长等决定了住房需求有增无减，此阶段政策导向应以增加供给为主要目标，比如保障性住房供给和中低价位商品房供给，惟有增加供给才能有效解决当前的住房矛盾。

表 4：刚性需求测算表（万平方米）

年份	出生率 (%)	当年新生人口 (万人)	总人口 (万人)	刚需家庭 (万户)	刚性需求（万平方米）			
					50	70	90	合计
1997	16.57	2048	123626	649	10814	15139	19464	45417
1998	15.64	1951	124761	623	10382	14535	18687	43604
1999	14.64	1842	125786	564	9396	13155	16913	39465
2000	14.03	1778	126743	532	8861	12405	15949	37215
2001	13.38	1708	127627	466	7775	10884	13994	32653
2002	12.86	1652	128453	449	7491	10488	13484	31463
2003	12.41	1604	129227	439	7320	10248	13175	30743
2004	12.29	1598	129988	435	7242	10139	13036	30418
2005	12.40	1621	130756	449	7489	10485	13481	31455
2006	12.09	1589	131448	523	8719	12206	15694	36619
2007	12.10	1599	132129	566	9437	13212	16986	39635
2008	12.14	1612	132802	520	8666	12132	15598	36395
2009	11.95	1595	133450	519	8653	12114	15575	36342
2010	11.90	1596	134091	557	9280	12991	16703	38974
2011	11.93	1607	134735	603	10047	14066	18085	42199
2012				637	10625	14875	19125	44624
2013				621	10349	14488	18627	43464
2014				608	10134	14188	18241	42563
2015				602	10033	14046	18059	42137
2016				570	9497	13296	17095	39889
2017				534	8905	12467	16029	37401
2018				536	8933	12507	16080	37520

资料来源：国家统计局，由笔者整理而成。

注：结婚登记滞后婚房购置一年，新生儿性别比 1：1，结婚登记时两两配对，50%为城镇家庭，婚房全部为中小户型，50 平方米、70 平方米和 90 平方米各占三分之一。

表 5：置换需求测算表（万平方米）

年份	刚需家庭 (万户)	刚性需求（万平方米）				置换需求 (万平方米)
		50	70	90	合计	
2000	532	8861	12405	15949	37215	38148
2001	466	7775	10884	13994	32653	35919
2002	449	7491	10488	13484	31463	35685
2003	439	7320	10248	13175	30743	34260
2004	435	7242	10139	13036	30418	31008
2005	449	7489	10485	13481	31455	29241
2006	523	8719	12206	15694	36619	25656

2007	566	9437	13212	16986	39635	24721
2008	520	8666	12132	15598	36395	24155
2009	519	8653	12114	15575	36342	23900
2010	557	9280	12991	16703	38974	24714
2011	603	10047	14066	18085	42199	28772
2012	637	10625	14875	19125	44624	31142
2013	621	10349	14488	18627	43464	28596
2014	608	10134	14188	18241	42563	28555
2015	602	10033	14046	18059	42137	30623
2016	570	9497	13296	17095	39889	33157
2017	534	8905	12467	16029	37401	35062
2018	536	8933	12507	16080	37520	34150

资料来源：国家统计局，由笔者整理而成。

注：刚性需求在首次购房后 5 年开始置换，其中户型面积在 50 平方米、70 平方米在 5 年后全部置换，90 平方米在 5 年后一半置换。

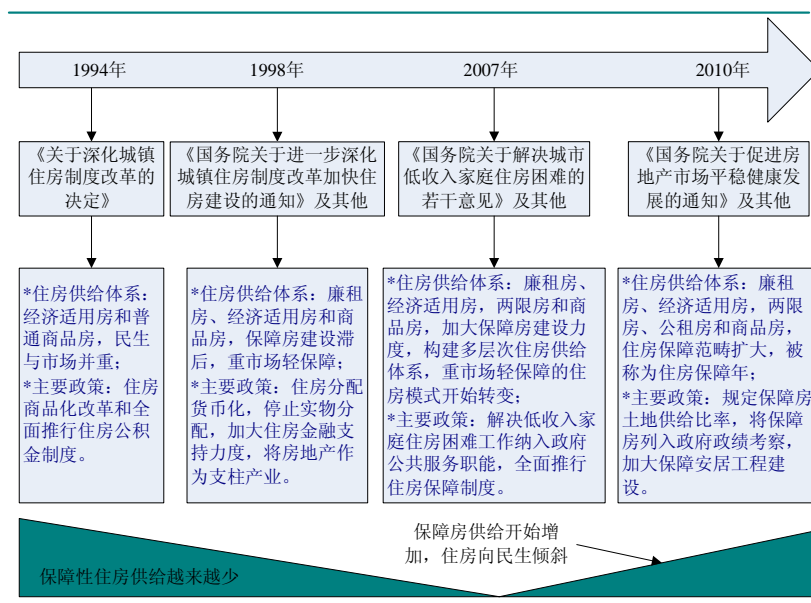
4.3 我国房地产调控展望

房价过快上涨对社会稳定、经济增长和金融安全等能够产生重大影响，房地产市场调控将一直伴随我国房地产市场由卖方市场向买方市场转变，未来房地产调控政策将沿着以下四条路径展开：

（一）加大保障性住房供给，解决中低收入家庭住房难题

1998 年国务院提出停止住房实物分配，终结了延续近 40 年的福利分房制度，调整住房投资结构，引入开发商，禁止地方政府、单位、城镇居民集资建房，加大住房金融支持力度，住房市场真正实现了市场化、商品化。但是，“重市场轻保障”的住房模式中低收入家庭的住房问题越来越尖锐，尤其是房价快速上涨使得绝大多数居民很难依靠自身力量通过市场途径解决住房。2006 年政府工作报告首次提及经济适用房和廉租房；2007 年国务院《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》提出加快建设多层次的住房供应体系，加大保障性住房的建设力度，并将其纳入政府公共服务职能，“重市场轻保障”的住房模式开始转变；2010 年国务院从土地供应和问责机制等角度强化保障安居工程建设，保障房建设纳入政绩考察，并将公租房纳入保障房范畴，“夹心层”住房之困有望得到解决，2010 年被誉为保障房元年。十二五期间，我国将建设各类保障性住房 3600 万套，其中 2011-2012 年分别新开工 1043 万套和 781 万套，基本建成 432 万套和 601 万套，2013 年计划新开工 630 万套，基本建成 470 万套，保障性住房大规模建设有助于解决中低收入家庭住房难题。

图 11：我国保障性住房政策演变



资料来源：相关政策，湘财证券研究所

（二）限购政策将成为常态调控措施，严控投资投机需求

限购政策将成为我国房地产常态调控措施，限购主要针对投资性需求，而投资性需求的释放是房价上涨的标志，控制了投资性需求就能够控制房价过快上涨。2010-2011 年房价在限购政策打压下涨幅放缓，但 2012 年地方政府短视行为放松限购政策，对非法中介机构操纵伪造购房资格视而不见，限购政策面临诸多漏洞，投资性需求在政策漏洞中释放，房价再次飚升不可避免。本文认为中央政府已经意识到限购政策的诸多漏洞，后续将加大力度打击非法中介机构、问责地方政府、处罚违规开发商和威慑违规购房者。从限购政策趋势来看，限购政策将在限购城市辖区内全面执行，包括主城区和郊区、一手房和二手房；限购城市扩容势在必行，房价上涨较快城市将加入限购行列，限购政策将成为我国房地产调控的常态措施，并在实践中不断完善和规范，严控投资投机性需求。

（三）房贷政策差异化执行，鼓励刚需限制改善投资

住房的本质属性是居住，其次才是保值增值功能，鼓励刚需限制改善投资成为信贷政策的主要着力点。当前，刚性需求仍是我国房地产市场最主要的需求，在卖方市场条件下，刚性需求只能被动接受价格，并无明显的议价能力。房地产市场调控可能对刚性需求形成“误杀”。一是，“首付两成、贷款利率七折”的信贷支持终结，刚性需求购房能力受到打压，房贷负担增加。二是，在差异化信贷政策背景下，银行等金融机构基于利润最大化背景下可能更愿意放贷给改善性需求和投资性需求，只有在资金特别充裕的背景下才

会愿意放贷给刚性需求，但在利率优惠上可能会降低，甚至取消。三是，开发商更愿意接受支付能力强的购房者，愿意为全款支付的购房者提供更大的优惠，而刚性需求支付能力较差，一般都需要贷款，刚性需求很难享受这部分优惠。因此，未来的房地产调控中房贷政策差别化执行，鼓励刚需限制改善投资成为必然。一方面，政府可能会出台强制措施要求银行必须为刚性需求提供优惠贷款，在房贷总量中优先安排刚性需求。另一方面，为了限制改善性需求和投资性需求，二套房贷利率和首付比例将提高，二套房贷首付比例可能为 7 成，贷款利率上浮 1.2 倍，甚至更高。

（四）房产税逐步完善，全面推广成必然

房产税是对房产持有阶段征税，能够增加房产持有成本，打击投资性需求。2011 年 1 月上海和重庆宣布试点房产税，房产税成为房地产调控的一大手段。试行 2 年，房产税虽然没有遏制上海和重庆房价上涨，但为房产税制度建设积累了丰富的经验，房产税将逐步完善。一、征收对象将放宽。上海仅对本市居民新购房且属于第二套及以上住房和非本市居民新购房征税，重庆征收对象是独栋别墅高档公寓，以及无工作户口无投资人员所购二套房。上海和重庆征收对象均过于狭窄，放宽征收对象可能是下一轮房产税完善的重点，拥有多套房无论是新购还是存量均有可能纳入到征收对象。二、适用税率符合国际惯例，提高的可能性不大，但差别化仍有可能。上海房产税税率暂定 0.6%，重庆房产税税率为 0.5%-1.2%，基本符合国际惯例，再次提高的可能性不大。但是，对拥有多套房实行累进税率的可能性还是存在的，这有助于打击投资投机行为。三、试点城市将扩容，房产税全面推广势在必行。从当前情况看，房价上涨较快的北京、广州、深圳等一线城市和南京、杭州、沈阳等二线城市试点房产税的可能性较大。从趋势上，随着土地出让金的逐步下降，房产税将成为地方政府新的税收来源，地方政府有动力推动实施，房产税全面推广成为必然。

4.4 警惕房地产市场的二次调控

新国五条出台后，政策倒逼成交量急剧放大，2013 年 3 月上海商品住宅新房成交量创单月历史新高，上海、杭州、福州、武汉等多个城市二手房成交创历史天量。这次调控政策的倒逼效应一方面成交量急剧放大，另一方面成交价也呈现明显上涨。根据国家统计局公布的数据，70 个大中城市 68 个城市房价上涨，1 个城市房价持平，1 个城市房价下跌。环比价格上涨的城市中，涨幅最高为 3.2%；同比价格上涨的城市中，涨幅最高为 11.2%。政策倒逼效应不仅创出成交天量，也创出成交价格的持续上涨，这说明中国房地产市场依然是卖方市场，卖方掌握定价权，购房者仅能被动接受价格。2012

年以来，房地产市场逐步回暖，整个行业基本面持续改善，很多开发商销售创下历史新高，现金流得到明显改善，再次降价跑量的可能性不大。相反，由于地方政府对中央调控政策的消极执行，房地产调控政策有效性仍是个未知数，且卖方市场未得到改变，房价持续上涨势头可能持续，警惕因房价上涨所带来的二次调控风险。

表 6：一线城市房价上涨情况

指标名称	上海: 商品住宅成交均价		北京: 商品住宅成交均价		深圳: 商品住宅成交均价		广州: 商品住宅成交均价	
	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比
2013-03	-2.71%	16.56%	2.98%	7.89%	-4.76%	12.39%	3.18%	34.91%
2013-02	13.04%	57.29%	-11.54%	10.51%	4.74%	22.39%	2.21%	15.11%
2013-01	3.13%	46.09%	10.55%	24.11%	8.37%	15.14%	2.86%	13.58%
2012-12	15.59%	21.07%	-4.58%	-7.07%	-2.41%	13.56%	4.97%	16.69%
2012-11	-13.96%	5.74%	6.97%	9.29%	-7.56%	-0.72%	9.77%	10.44%
2012-10	-0.44%	26.79%	-1.65%	-0.55%	-3.10%	5.37%	-3.51%	-2.45%
2012-09	-8.34%	17.27%	-2.75%	-7.49%	-3.61%	3.80%	1.18%	0.39%
2012-08	8.00%	34.81%	4.09%	-5.23%	6.81%	5.74%	-3.67%	-3.19%
2012-07	-18.62%	2.75%	-3.21%	-8.48%	6.51%	-3.56%	4.22%	8.22%
2012-06	15.36%	23.91%	5.29%	3.46%	4.15%	6.34%	-0.48%	6.29%
2012-05	4.96%	5.19%	1.17%	-3.88%	9.72%	19.28%	-0.23%	10.54%
2012-04	6.39%	18.80%	2.24%	3.29%	-5.09%	-18.25%	10.90%	6.58%
2012-03	31.29%	62.78%	5.48%	7.21%	3.71%	-10.01%	-11.96%	-3.06%
2012-02	4.98%	24.83%	-0.65%	-25.14%	-1.47%	-18.14%	0.85%	1.12%
2012-01	-14.53%	-27.35%	-17.22%	-18.90%	6.89%	-15.19%	5.68%	3.45%

资料来源：Wind 行业数据库，湘财证券研究所

5 行业整体看好，关注行业龙头

5.1 需求强劲，卖方市场未改变

目前，我国处于加速城市化阶段，城市化所带来的住房需求十分强劲，住房供求总量矛盾是我国房地产市场的主要矛盾。根据我们的测算，2012 年是刚性需求峰值年（44624 万平方米），2017 年是改善性需求峰值年（31142 万平方米），这意味着以刚性需求和改善性需求为主导的需求是我国房地产市场主要的需求，且这种需求十分强劲，若住房供给没有明显增加，房地产市场的供需关系不会发生明显变化，市场仍是卖方市场，供求总量矛盾仍然是我国房地产市场的主要矛盾，增加供给才是解决房地产市场问题的关键。

5.2 调控成常态，效果有待观察

房地产市场调控将成为常态，限购、限贷、房产税、所得税、保障性住房将是调控的主要手段。但是，由于地方政府实施细则不细，只是对中央政策的一种地方翻版，且在执行过程中还存在多种漏洞，调控政策很难达到预期效果。同时，我国房地产市场的主要矛盾是供求总量矛盾，供给不足时房价上涨的主要因素。而调控政策多以限制需求为主，如限购、限贷、差别化税率、20%的交易所得税等等，这种政策只是将当前的需求压制，增加购房者的成本，很难达到改革市场供需关系的效果，治标不治本。一旦政策预期发生变化，需求将释放，房价将报复性反弹。虽然我国也有供给导向的调控政策，如 70/90 政策、保障房政策，但是在执行过程中遇到多种问题，使得中低价位和保障性住房难以成为供给主力，甚至很多保障房因为位置太偏，定价不合理导致空置现象，弱化了供给政策效果。因此，“新国五条”政策效果如何仍有待观察。

5.3 重点关注行业龙头

从行业发展趋势看，房地产行业中期看好（到 2017 年），在此阶段仍将是卖方市场，卖方拥有定价权。同时，行业集中度将提高，中小地产开发商在地价高企年代很可能被边缘化，难以获得可持续的发展；行业龙头和区域龙头将是行业整合的主要受益者，并且行业龙头和区域龙头周转速度快，能够弱化政策变化所带来的冲击。从政策来看，调控将成常态，政策效果如何仍有待观察，但要警惕二次调控带来的风险。从上市公司来看，很多上市公司 2012 年销售创历史新高，2013 年销售目标不断上调，行业和公司基本面明显改善和提升，预收账款能够保障未来 1-2 年业绩增长。因此，我们建议重点关注行业龙头和区域龙头。重点推荐招商地产、荣盛发展、苏宁环球和滨江集团。

表 7：重点公司估值表

	评级	现价	市值	EPS			PE			股本
		2013/4/22	(亿元)	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	
万科 A	买入	11.70	1,286.42	1.14	1.39	1.68	10.26	8.43	6.95	109.95
保利地产	买入	12.52	893.93	1.18	1.53	1.89	10.61	8.19	6.61	71.40
金地集团	买入	7.42	331.82	0.72	0.86	1.00	10.31	8.68	7.42	44.72
招商地产	买入	27.50	472.18	1.93	2.44	3.07	14.23	11.27	8.95	17.17
荣盛发展	买入	15.67	293.34	1.15	1.46	1.87	13.63	10.77	8.40	18.72
首开股份	买入	10.07	150.55	1.27	1.59	1.92	7.93	6.34	5.24	14.95
格力地产	买入	7.11	41.10	0.51	0.63	0.77	13.94	11.32	9.29	5.78
中天城投	买入	5.88	75.21	0.45	0.58	0.69	13.07	10.22	8.56	12.79
华业地产	买入	4.24	60.17	0.35	0.47	0.63	12.11	8.99	6.76	14.19
苏宁环球	买入	6.09	124.42	0.52	0.68	1.12	11.71	8.96	5.44	20.43
滨江集团	买入	9.38	126.82	0.94	1.37	1.78	9.98	6.86	5.27	13.52
广宇集团	买入	4.18	25.00	0.57	0.62	0.61	7.33	6.76	6.82	5.98
福星股份	买入	7.88	56.11	0.89	1.12	1.41	8.85	7.03	5.60	7.12
阳光城	买入	19.93	106.82	0.93	1.27	1.70	21.43	15.65	11.69	5.36
鲁商置业	买入	4.32	43.24	0.52	0.52	0.65	8.26	8.26	6.61	10.01
苏州高新	增持	4.00	42.36	0.17	0.35	0.32	23.15	11.49	12.50	10.59
信达地产	增持	4.29	65.38	0.40	0.43	0.53	10.73	10.06	8.09	15.24
中南建设	买入	10.64	124.28	0.60	1.35	1.70	17.73	7.88	6.27	11.68
南京高科	增持	10.80	55.73	0.71	0.98	1.26	15.21	10.99	8.58	5.16
北京城建	增持	12.29	109.26	1.26	1.54	2.00	9.75	7.99	6.13	8.89
荣安地产	减持	5.77	61.22	0.38	0.44	0.65	15.18	13.11	8.89	10.61
开发类均值		8.83	203.25	0.71	0.93	1.18	14.05	10.24	7.96	21.82
陆家嘴	增持	11.39	212.77	0.63	0.70	0.79	18.19	16.31	14.38	18.68
金融街	增持	5.86	177.38	0.76	0.94	1.10	7.71	6.25	5.33	30.27
世茂股份	增持	10.16	118.97	1.17	1.39	1.64	8.68	7.32	6.21	11.71
北辰实业	增持	3.01	101.35	0.19	0.28	0.38	15.84	10.87	7.87	33.67
商业类均值		7.61	152.62	0.69	0.83	0.98	12.61	10.19	8.44	23.58
均值		8.22	177.93	0.70	0.88	1.08	13.33	10.21	8.20	22.70

资料来源：湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个.的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个.的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个.的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个.的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个.的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。