



房价：谁说了算！？

投资要点：

- 四季度房屋成交量将明显萎缩，房价呈稳中微降趋势
- 明年二季度重点城市房价或较目前水平下降 10%

报告摘要：

- 中央政府近期加强房地产调控的着力点，即通过及时出台相关政策改善公众预期，引导刚性需求以及投资投机性需求勿盲目入市，同时加大地方政府的执行力度进一步巩固公众预期，并加快保障性住房建设和加快房地产税试点，快速增加住房有效供应，从而最终从需求和供给两个方面稳定房价。
- 在房地产市场中，中央政府、地方政府、商业银行和公众关键四方的行动和博弈直接影响楼市的供给和需求，进而决定房价走势。我们认为四季度房屋成交量将较三季度明显萎缩，房价将趋于稳定，并或将呈现稳中微降的趋势，明年一季度房价有望进入实质下降通道，到二季度时重点城市房价或较目前水平下降 10% 左右。理由如下：第一，中央政府坚决调控房地产市场的决心有望持续改善公众预期，再加上四季度供应的明显增加，决定了房价四季度将呈现稳定或者下跌趋势。第二，土地财政制度不可能一步到位打破、房产开发商资金压力不大决定了四季度房价下降幅度有限。第三，加快保障性住房建设，明年上半年将有大量保障性住房入市，推动房市进入实质下降通道。
- 2010 年新一轮的房地产调控可以划分为二季度的政策密集出台期和第三季度的细化执行期，调控效果分别表现为二季度的量跌价滞以及第三季度的阶段性回暖。房价总体价格并没有出现下跌，主要原因表现为历史经验影响了公众预期、房企资金充裕抗调控能力强、通胀预期升温以及国内货币宽松带动房市需求上升三个方面。
- 1998 年-2009 年的房地产市场发展经历了“大力发展—着力规范—重提大力发展”三个阶段，其间房市调控形成了两个预期：一是中央政府不会持续深度调控房地产，经济形势不好，政府紧缩性房产调控就会发生转向；二是房价越调越高，只涨不跌。

首席分析师

邵宇

电话：010-88085949

Email: shaoyu@hysec.com

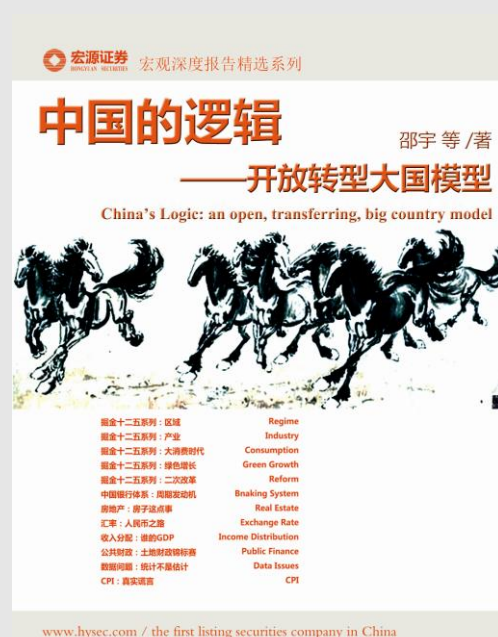
分析师

蔡笑 李伟杰

电话：010-88085801

Email: caixiao@hysec.com

相关研究



www.hysec.com / the first listing securities company in China

目录

一、对四季度及 2011 年上半年房市走向的判断	5
(一) 中央政府近期加强房市调控的思路	5
(二) 分析框架：影响房市走向的“关键四方”	6
(三) 中央政府、地方政府、商业银行和公众预期的行为分析	7
(四) 四季度及明年上半年楼市走向展望	11
二、2010 年新一轮房地产调控：背景、政策及效果	13
(一) 2010 年房地产调控出台背景	13
(二) 2010 年房地产调控的两个阶段	14
1、二季度：政策密集出台	14
2、三季度：政策严格执行和细化落实	15
(三) 2010 年房地产调控效果评估	17
1、二季度：量跌价滞	17
2、三季度：房市阶段性回暖	17
3、原因分析	18
三、1998-2009 年房地产市场调控：鼓励发展与规范调整交替	20
(一) 1998 年 7 月-2003 年 6 月房市调控：大力发展	20
(二) 2003 年 7 月-2008 年 6 月房市调控：着力规范	20
1、2004 年房地产调控：旨在控制房地产投资增速	20
2、2005 年房地产调控：既控制投资增速又要抑制房价上涨过快	24
3、2006 年房地产调控：调整住房供应结构、稳定住房价格	26
4、2007 年-2008 年 6 月房地产调控：着力解决中低收入家庭住房需求，稳定房价	29
(三) 2008 年 7 月-2009 年 11 月房地产市场调控：重提大力发展	33
1、调控背景	33
2、调控重点	34
3、调控效果	35
(四) 1998-2009 年历次房地产市场调控总结与借鉴	38

插图

图 1: 房市走向分析的基本框架	6
图 2: 2009 年 2 月以来自筹资金占房地产开发资金总额比 (%)	19
图 3: 2003 年下半年开始物价大幅上升 (%)	21
图 4: 2003 年固定资产投资真实增速为 1994 年以来最高 (%)	21
图 5: 2003 年房地产投资快速增长带动固定资产投资增速在 30%以上 (%)	21
图 6: 2003 年下半年开始房价上涨过快 (%)	22
图 7: 2003 年货币供应明显加快 (%)	22
图 8: 2003 年信贷增速明显加快 (%)	22
图 9: 2004 年房地产投资增速大幅回落 (%)	24
图 10: 2004 年房地产国内信贷大幅下滑 (%)	24
图 11: 2004 年全国土地交易价格指数持续上升 (季度, %)	24
图 12: 2004 年全国房地产销售价格指数进一步上扬 (季度, %)	24
图 13: 2005 年房地产投资增速逐月回落 (%)	26
图 14: 2005 年房地产价格涨幅逐季回落 (%)	26
图 15: 2006 年上半年房地产投资增速出现反弹 (%)	27
图 16: 05 年 6 月-06 年 6 月经济适用房开发投资占比偏低 (%)	27
图 17: 2006 年上半年部分城市房价增长过快 (%)	27
图 18: 2006 年房地产开发结构有所改善 (%)	29
图 19: 2006 年全国房屋销售价格趋于平稳, 但部分城市房价上涨依然较快 (%)	29
图 20: 2007 年房地产开发投资快速增长, 2008 年则逐月回落 (%)	33
图 21: 07 年房价同比大幅上升, 08 年逐月回落 (%)	33
图 22: 07 年房价环比逐月上升, 08 年逐月下降 (%)	33
图 23: 09 年各月房地产开发投资累计增速稳步回升 (%)	36
图 24: 09 年全年房地产投资增速仍处于 2000 年最低点 (%)	36
图 25: 2009 年全国房屋销售价格同比和环比持续走高 (%)	37
图 26: 2009 年深圳、杭州、南京、北京、上海等地房价同比大幅上涨 (%)	37
图 27: 2009 年深圳、杭州、南京、北京、上海等地房价环比大幅上涨 (%)	38
图 28: 1998-2009 年房地产市场调控的三个阶段	39
图 29: 房屋销售价格指数与真实利率关系	41

表格

表 1: 7 月份以来中央出台的促进投资的政策措施	8
表 2: 2010 年前三季度中国房地产企业住宅销售金额 TOP10	10
表 3: 9 月 29 日“新国五条”后各地出台的政策措施	11
表 4: 2010 年国庆期间主要城市楼市日均成交量均较 9 月大幅下滑	11
表 5: 2010 年 4-6 月中央出台的房地产调控重要措施	14
表 6: 2010 年 4-6 月地方出台的房地产调控重要措施	14
表 7: 8 月份以来房地产调控从严的趋势得到确认和加强	15
表 8: 9 月 29 日“新国五条”与 4 月 17 日“新国十条”比较	16
表 9: 重点城市“新国十条”出台前后房屋销售情况比较	17
表 10: 2010 年 5-6 月京沪穗深商品住宅销售情况比较	17
表 11: 2010 年 7-8 月京沪穗深商品住宅销售情况比较	18
表 12: 2007-2009 年主要上市房地产企业销售金额	19
表 13: 2003-2004 年中央政府出台的房地产调控措施	23
表 14: 2005 年“老国八条”、“新国八条”和“八条意见”主要内容	25
表 15: 2005 年中央政府出台的房地产调控措施	25
表 16: 2006 年中央政府出台的房地产调控措施	28
表 17: 2007 年 1 月-2008 年 9 月中央政府出台的房地产调控措施	31
表 18: 2007 年国务院《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》主要内容	31
表 19: 2008 年上半年中央政府出台的房地产调控措施	32
表 20: 2008 年下半年各地出台的房地产“救市”措施	34
表 21: 2008 年国务院《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》六大内容	35
表 22: 2008 年 10 月-2009 年年底中央出台的房地产救市措施	35
表 23: 1998-2009 年房市调控的关键节点	39

一、对四季度及 2011 年上半年房市走向的判断

10 月 19 日晚间，央行宣布自 20 日起金融机构一年期存、贷款基准利率均上调 0.25 个百分点。在三季度房地产市场出现阶段性回暖、房价依然高位运行的背景下，央行此次加息的一个目的即进一步抑制房地产价格的过快上涨。受此影响，20 日沪市房地产板块整体下跌近 5%，位居各大板块跌幅首位。我们认为，此次加息是 9 月 29 日中央政府加强房地产市场的延续，一方面将直接增加个人房贷的利息成本，抑制住房需求；另一方面，将强化公众对政府坚持房地产市场调控的决心，公众的观望情绪将聚集，进而抑制公众需求。当然，加息对房地产市场的影响程度还取决于未来一段时间内加息的频率和幅度，目前市场对于央行是否进入加息周期尚存较大分歧，因此，央行是否继续加息及其频率将是判断未来楼市走向的重要参考因素。在下文中我们提出了判断楼市走向的分析框架，分析了四季度房市调控中中央政府（包括调控决心及货币政策）、地方政府、商业银行、房地产企业和公众预期的行为，并对四季度及明年上半年楼市走向进行了判断。结合近期中央政府楼市调控的走向，我们认为四季度房屋成交量将较三季度明显萎缩，房价将趋于稳定，并或将呈现稳中微降的趋势，明年一季度房价有望进入真正的下降通道，到二季度时重点城市房价或较目前价格水平下降 10% 左右。具体分析框架和逻辑判断如下。

（一）中央政府近期加强房市调控的思路

在主要城市的房价仍居高不下并有反弹迹象的背景下，国务院多部委在 9 月 29 日再次联手出台调控措施（简称“新国五条”），旨在进一步完善和落实 4 月 17 日出台的“新国十条”，突出体现在以下五个方面：（1）针对一些地区对于落实中央调控要求还在观望和等待的现状，“新国五条”首条即强调各地要加大贯彻落实房市调控的力度，并明确要求地方政府未出台新政细则的要出细则，已经出台细则的要完善。同时，要严格实行问责制，对政策落实不到位、工作不得力的，要进行约谈，直至追究责任。（2）针对刚性需求回暖的问题，“新国五条”规定对贷款购买商品住房，首付款比例调整到 30% 及以上，以抑制刚性需求盲目入市。（3）针对二套房以及三套房贷政策执行不力的问题，“新国五条”规定对贷款购买第二套住房的家庭，严格执行首付款比例不低于 50%、贷款利率不低于基准利率 1.1 倍的规定，并要求各商业银行暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款，更进一步明确抑制投资投机性需求。（4）针对各地保障性住房建设严重不足的问题，“新国五条”要求加大对各地 2010 年住房建设计划和用地供应计划实际完成情况的督查考核力度，切实落实中小套型普通商品住房和保障性住房建设计划和供地计划，切实增加住房有效供给。（5）针对土地财政导致地方政府执行力度不大的情况，“新国五条”明确加快推进房产税改革试点工作，并逐步扩大到全国。

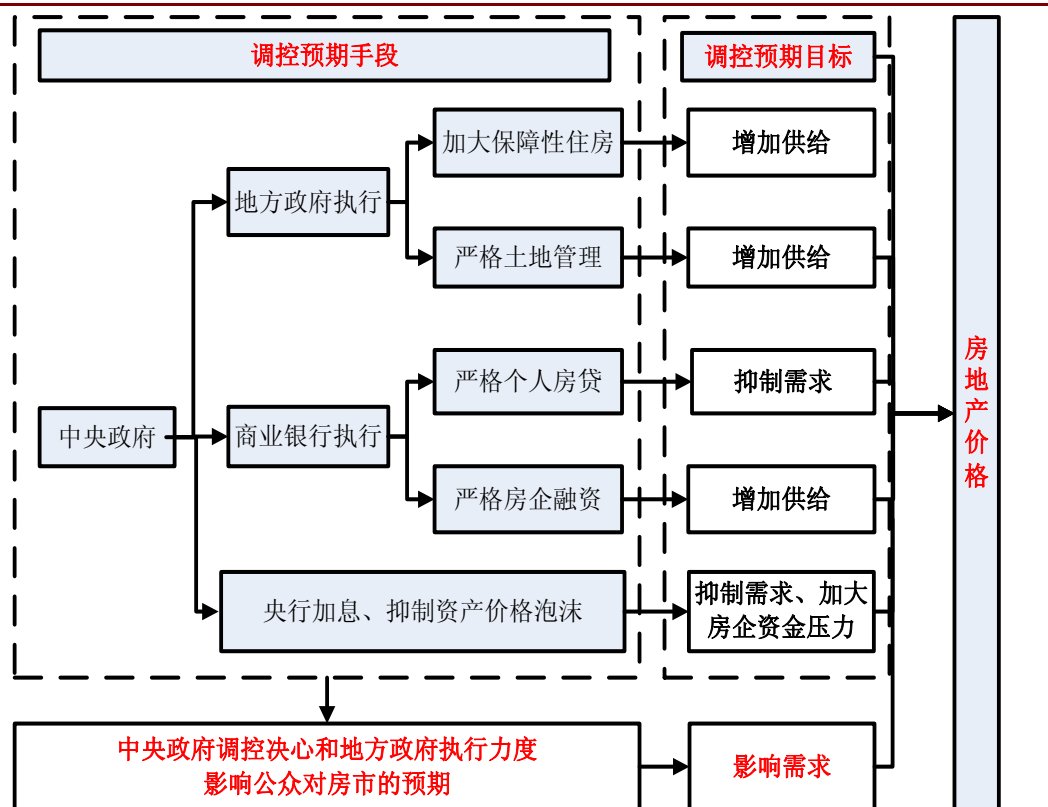
从上述五个方面的内容可以看出中央政府近期加强房地产调控的着力点，即通过及时出台相关政策改善公众预期，引导刚性需求以及投资投机性需求勿盲目入市，同时加大地方政府的执行力度进一步改善和巩固公众预期，并加快保障性住房建设和加快房地产税试点，快速增加住房有效供应，从而最终从需求和供给两个方面稳定房价。上述着力点的分析也可以看出中央进一步完善房地产市场调控的思路，即将长期问题与短期问题相结合，遏制投机购房需求，加快增加住房有效供给，使房地产市场走出当前“屡调屡涨”的怪圈。其中，上述内容的第一点、第二点和第三点均是着重解决当前房地产调控中出现的短期问题，如地方政府存在观望情绪、刚性需求回暖和投资投机性需求高涨等。而上述内容的第四点和第五点则是希望建立完善房地产市场调控的长效机制，如将房地产税作为房地产市场调控的长效机制推出相关试点，而加快

保障性住房建设无疑是遏制城市房价过快上涨、弥补住房市场化配置局部“失灵”的长效机制安排。

（二）分析框架：影响房市走向的“关键四方”

市场供需状况，仍然是决定房价走势的最重要因素。在房地产市场中，中央政府、地方政府、商业银行和公众关键四方的行动和博弈直接影响楼市的供给和需求，进而最终决定房价走势。从历次房地产调控可以看出，中央政府主要依靠以下五个工具调控房地产市场，围绕这五个政策工具，中央政府、地方政府、商业银行和公众相互博弈，引导市场供给和需求。一是中央政府希望通过加大保障性住房建设加大住房市场的供应，其效果取决于地方政府的执行力度；二是中央政府希望通过严格二套房及以上房贷条件，抑制投资投机性需求，其效果主要取决于商业银行的执行力度；三是中央政府希望严格限制房地产企业信贷融资，间接促进房地产企业加大供应，效果主要取决于商业银行的执行力度；四是中央政府希望加大土地管理，加大供应，其效果主要取决于地方政府的执行力度；五是，当资产价格泡沫高涨的时候，中央政府会选择加息，抑制资产价格泡沫，这将一方面抑制住房需求，另一方面加大房地产企业资金压力。六是上述五大工具的执行力度间接影响到公众的预期，从而影响到公众的需求（图 1）。从调控的预期目标来看，中央政府继续希望从增加供给和抑制需求两个角度稳定房价，具体来说，增加供给的政策工具主要有加大保障性住房、严格土地管理、严格房企融资，抑制投资、投机性需求的政策工具主要为严格个人房贷和加息，同时中央政府调控房市的决心和地方政府的执行力度间接影响公众的预期，进而影响公众的需求。

图 1：房市走向分析的基本框架



数据来源：Wind 资讯 宏源证券

（三）中央政府、地方政府、商业银行和公众预期的行为分析

结合上面的分析框架,我们认为四季度以及未来更长一段时间的房地产市场调控将呈现以下特点:

1、中央政府:坚持房地产市场调控决心前所未有,如果未达到预期目标,调控措施或将进一步加码

由于房地产是国民经济的支柱产业,产业链涉及众多上下游行业,每一次调控都会引发人们对经济有可能下滑的担忧。特别是自7月份来,由于6月份经济数据确认经济增速正在下滑后,市场对于中央政府放松房地产调控的预期一直存在并得到加强,我们认为中央政府在四季度将继续坚持房地产市场紧缩调控,并延续至明年,理由如下:

一是从中央政府重建公信力和加快经济结构调整角度考虑,中央政府将坚决支持房地产市场调控。从2003年以来,中国历经数次房地产调控,但房价越调越高,已经远超普通民众的承受能力,住房问题已成为影响社会稳定的重要民生问题。对于住房问题,之前中央政府更多注重其经济属性,即认为房地产行业是经济发展的重要支柱产业,导致中央政府调控房地产决心不够坚决,当经济形势不好时有可能放松房地产调控政策,从而造成房地产调控政策缺乏连续性,政府公信力受到冲击。与之前数次房地产调控不同的是,本轮房地产调控既强调房价问题是经济问题,但更强调房价问题是影响社会稳定的重要民生问题,使得本次调控中央政府的决心空前,国庆节前夕多部委再次联合出台新“国五条”,显示了中央坚持房地产调控的决心。历次经验也表明,如果此轮房地产调控不成功,房价必将迎来新一轮的更大幅度的报复性反弹,这将更加激化当前的住房市场矛盾,因此,此次调控对于中央政府来说只能成功不能失败。此外,今年以来调整经济结构提高到前所未有的高度,而坚持房地产市场调控、保持房地产业健康持续发展正是调结构的关键措施之一,这也是中央政府坚定房地产市场调控的重要原因。刚刚闭幕的十七届五中全会强调“十二五”期间要加快建立扩大消费需求的长效机制,而深化住房市场改革则是扩大消费需求、调整经济结构的突破口。国家发改委主任张平在10月19日表示,中国必须进行福利和房市改革,以释放国内购买力从而使经济实现可持续增长,这表明中央高层对于继续深化房市改革、追求更加有质量的增长形成共识,深化房市改革将成为“十二五”期间的重要议题。

二是从房地产调控对经济的影响程度来看,坚持房地产调控并不会引发经济“二次探底”,坚持房地产紧缩政策将大幅打压经济增长的担忧不足为虑。自4月楼市新政出台以来,有关楼市调控是否会影响国内经济,进而导致经济“二次探底”的争议就一直存在,调控中也屡次出现“楼市调控已经到位”、“不宜再出政策”等各式声音。而上一轮的楼市调控,也正是由于全球金融危机的爆发,导致国内经济增速放缓而中断。因此,基于国内外经济环境,本轮地产调控所面临的一个突出问题就是调控是否会引发中国经济的“二次探底”,虽然房地产开发投资占中国全社会固定资产投资的比重在20%左右,房地产调控紧缩政策在一定程度上将打压房地产开发投资,进而压低全社会固定资产投资,但从三季度以来,中央政府希望通过加大保障性住房建设、区域振兴规划、新兴产业发展和民间投资的步伐来对冲房地产紧缩政策对投资影响的政策思路越发清晰,上述四个方面建设步伐的加快有望避免投资增速的大幅下滑,从而保证经济增长的平稳回落(表1)。与历次调控不同的是,本次调控特别强调加快保障性住房建设,将是避免经济“二次探底”的重要前提。保障性住房的大规模开工有助于对冲商品房投资的减少,从建设计划看,2010年全国共将新增各类保障性住房580万套,如果按平均每套60

平方米计算，今年新开工面积总计将达到 3.48 亿平方米，这将有力支撑国内投资增速。

三是市场担忧房地产调控的深入有可能带来房价的大幅度下跌，进而引发金融风险。数据显示，中国对房地产整体的银行贷款只有 21 万亿元人民币左右，占整个贷款的比重大概是 19%。同时，相对于国内 25 万亿元的居民存款，居民抵押贷款仅是 5.6 万亿元。因此，从银行贷款方面看，其所占比例不是很高，房地产金融没有形成系统性风险。而之前交通银行、北京银行、民生银行等商业银行披露的新一轮房贷压力测试结果业显示，房贷风险总体可控。即使在房价下降 50%的情况下，交行对公房贷（开发贷款）的不良率仅增加 1.6%，对私房贷（按揭贷款）的不良率仅增加 1.2%。而当房价下跌 30%且利率上升 108 个基点时，北京银行房地产贷款的不良率仅增加 0.64 个百分点，经营风险可控。民生银行也表示，当房价下跌 30%、利率上涨 1.62 个百分点、信贷规模减少 20%和国内生产总值下滑 1.5%时，该行的房贷业务仍然能够盈利。

综合上述三个方面，我们认为中央政府此轮调控房地产市场的决心空前，房地产调控不会放松，只会从严执行，且此轮房地产调控不会很快结束，调控时间长短将取决于房价走势，或将延续至明年下半年。

表 1: 7 月份以来中央出台的促进投资的政策措施

	公布日期	中央高层、部委	政策措施
保障性住房	10 月 12 日	住建部	前三季度，全国城镇保障性住房和各类棚户区改造开工 520 万套，占年度计划 580 万套的 90%
区域振兴规划	8 月 17 日	温家宝	主持召开振兴东北地区等老工业基地领导小组第二次会议，加快形成新的增长极
民间投资	9 月 19 日	国家发改委	浙江、广东等地区积极贯彻落实中央关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见
	9 月 26 日	国家发改委	鼓励民间资本参与发展医疗事业的相关政策已上报国务院，将在 10 月底出台
新兴产业	9 月 8 日	国务院	审议并原则通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》
	10 月 18 日	国务院	下发《关于加快培育发展战略性新兴产业的决定》

数据来源：宏源证券

2、地方政府：在现行土地财政的约束下，地方政府的执行力度将受到中央政府问责地方政府以及房地产税试点程度的影响

住房制度改革之后，我国的土地出让制度相应发生变化，政府可以通过出让土地获得越来越多的收入。1998 年，全国土地出让收入仅 68 亿元，2000 年土地出让收入为 595 亿元，2001 年为 1295 亿元，2002 年为 2416 亿元，2003 年为 5421 亿元，2009 年为 1.5 万亿元。这种地方政府严重依赖土地出让金等收入的问题，被形象地称为“土地财政”。“土地财政”现象愈演愈烈，充分说明地方政府利益与房价繁荣与否高度相关，这直接导致地方政府执行房地产紧缩调控力度不大。土地财政导致地方政府执行力度不大，与我国的“分税制”改革直接相关。我国现行的税制始于 1994 年的“分税制”改革，分税制改革后，中央税收占财政总收入的比重由 1993 年的 22%提高到改革后的 50%左右，且中央财政支出占比反而有所下降；而地方政府财政收入占比不断下降，财政支出却有所上升。这导致中央政府和地方政府之间出现了财权与事权不匹配的问题，地方政府在财权不断下降的情况下，却承担着不断扩大的支出任务，因此，各级地方政府努力扩大财政收入来源。在这种分税制下，不断推高商品房建设的土地价格成为各级地方政府扩大财源的重要手段，因为契税、房产税、土地增值税、城镇土地使用税等与不动产有关的税收及土地出让金，都属于地方的财政收入。

“新国五条”针对地方政府执行不力的现状分别从短期和长期两个方面提出了解决之道。

从短期来看，中央政府加大对地方政府的问责力度，敦促地方政府加大执行力度。4月17日“新国十条”中提出问责，但之后流于形式，而9月29日“新国五条”进一步提出问责，但之后问责制度是否会真正实行、问责的程度又将如何均还是未知数，这也将极大影响到地方政府的执行力度。从长期来看，中央政府希望通过加快房地产税试点并逐步推广至全国逐步改善愈发严重的“土地财政”，力求治本。目前，上海正在积极准备房地产税试点工作，而市场也预计房地产税试点离正式开始不远，但房地产税试点的快慢、试点范围、试点方案中的税率确定以及可行性均将直接影响此项措施的效果，可以预见房地产税收征收从试点到全国推广、从不完善到逐步完善还需要经历一个比较长的过程，此项“治本”措施短期内对地方政府影响不大。因此，从上述两个方面的分析看，上述措施的实质效果还有待进一步观察，当前其更主要的是起到改善公众预期、增强公众对中央政府加强楼市调控信心的作用。

3、商业银行：虽然严格房地产信贷和融资的政策还需要进一步监督和落实，但近期从严执行的趋势预示需求进一步抑制、开发商融资渠道继续收紧

由于我国房地产业对银行信贷依存度很高，信贷政策对住房消费和开发的影响显著，历次调控均十分注重信贷政策。“国10号文”中实行更为严格的差别化住房信贷政策和加强对房地产开发企业融资的监管需要商业银行执行，对于房地产调控，信贷政策依旧是非常有力的措施。

“国10号文”曾要求，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。此外，“国10号文”还要求在商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款。但从4月新政以来的情况来看，各商业银行对二套房以及三套房信贷政策执行明紧暗松，大部分地区执行不力。在此背景下，9月29日出台的“新国五条”要求不分地区，各商业银行一律暂停发放居民家庭第三套及以上住房贷款，但商业银行是否严格执行二套房以及三套房信贷政策还需要进一步监督和落实。同时，据财经媒体10月20日报道，银监会已下发《关于提示房地产企业规避调控政策有关风险的通知》，要求切实做好房地产信贷管理、严控房地产开发贷款风险。综合判断，虽然房地产信贷和融资政策的执行力度还需要进一步监督和落实，但从目前情况看，房地产信贷和融资政策的执行力度相较之前进一步从严执行，这将进一步抑制需求，并收紧开发商融资渠道。

4、房地产企业：调控政策虽已影响到开发商的资金流，但前三个季度良好的销售业绩弱化了房地产企业加速推盘和降价销售的动力

从理论上说，对房地产开发企业信贷和融资等方面的控制意味着其对外融资难度在加大，房地产开发企业资金流压力将开始显现，开发商的资金压力逐渐加大，必须加快销售回笼资金，加快推盘和降价销售的动力也逐渐强化。从房地产开发资金来源来看，三季度开始，随着调控政策的逐步落实，开发商的资金流压力开始逐步加大。数据显示，1—8月，房地产开发企业本年资金来源44364亿元，增幅由1-2月的累计同比增长69.5%逐步回落至1-8月累计同比增长35%。其中，企业自筹资金16627亿元，增长50.7%；国内贷款8459亿元，增长27.8%。与其他资金来源相比，增幅最为突出。开发商自筹资金的增多，显示出调控政策已经影响到开发商，其效果是否会在四季度传导至新盘销售中还存在不确定性，因为房地产开发商去年销售业绩和今年前三季度销售业绩良好，特别是受三季度房市阶段性回暖的提振，房地产开发商三季度销售业绩大幅攀升，在一定程度上缓解了资金压力，从而弱化了房地产企业加速推盘和降价销售的动力。据《2010年前三季度中国房地产企业住宅销售排行榜》显示，

随着八、九月份房地产市场的阶段性回暖，房地产企业销售业绩也随之创下历史新高，今年前三季度万科以 692 亿元的销售金额创下了同期业绩历史最高位（表 2）。

表 2：2010 年前三季度中国房地产企业住宅销售金额 TOP10（亿元）

排名	企业	销售金额	排名	企业	销售金额
1	万科集团	692	6	绿城中国	326
2	保利地产	405	7	富力地产	217
3	中海外	399	8	碧桂园	215
4	恒大地产	375	9	龙湖集团	180
5	绿地集团	367	10	雅乐居	170

数据来源：《2010 年前三季度中国房地产企业住宅销售排行榜》，宏源证券

5、住房供给：去年下半年高企的房地产开发投资增速和保障性住房建设的加力预示四季度商品房市场供应量将明显增加

切实增加住房有效供给是房地产调控的一大主线，首先，从项目入市的情况看，2009 年上半年由于房地产市场调整和国际金融危机冲击，全国房屋新开工面积一直处于下降状态。去年下半年起，房地产投资增幅和新项目开工情况开始回暖，经过一年左右的准备和建设，近期这些新增项目开始逐渐入市。其次，作为此轮房地产调控的核心措施，加强保障性住房建设将进一步增加住房供给量，考虑到建设周期，保障性住房大量供应估计集中在明年上半年，但这还将取决于各地开工建设保障性住房的力度。10 月 12 日，住建部公布今年前三季度，全国城镇保障性住房和各类棚户区改造开工 520 万套，占年度计划 580 万套的 90%。因此，去年下半年高企的房地产开发投资增速将保证四季度住房供应量增加，同时保障性住房建设的加力也会给明年上半年的住房供应量形成坚实的支撑。

6、央行加息：降低通胀预期，增加持有成本，进一步抑制需求

中国人民银行 10 月 19 日晚间宣布，自 20 日起金融机构一年期人民币存贷款基准利率均上调 0.25 个百分点。此次加息，出乎市场预料，意在管理通胀预期和抑制资产泡沫，将对房地产市场产生较大影响。短期来看，此举一方面将直接增加个人房贷和房地产开发贷款的利息成本，进一步抑制住房需求，并加大房企资金压力；另一方面，将进一步强化公众对政府坚持房地产市场调控的决心，公众的观望情绪将进一步聚集，进而影响公众需求。9 月 29 日进一步加强房地产调控的多项政策出台后，央行再次加息，进一步向市场明确了中央政府坚决抑制房地产市场泡沫的决心，同时，考虑到 9 月份楼市回暖的一个重要原因即通胀预期升温，此次加息也将改善公众的预期，减少这部分的购买需求。因此，综合来看，此次加息主要通过增加个人购房和房企信贷资金成本、改善公众通胀预期来抑制需求。长期来看，此次加息可能意味着新一轮加息周期的开始，不排除在通胀预期继续高企、国内流动性依旧充裕的情况下央行将进一步加息的可能性，一旦加息周期得到确认，随着加息的累积效应，将对房地产市场需求产生显著影响。

7、公众预期：取决于中央政府调控房地产市场的决心，以及地方政府的执行力度

以往的历次房地产调控形成了公众强烈的预期，即中央政府并不会深度调整房地产市场，房价将继续上涨。这种预期能否打破，将取决于以下两个方面：（1）中央政府调控房地产市场的决心以及进一步的政策；（2）地方政府以及商业银行的执行情况。9 月 29 日“新国五条”

的主要目的在于改善公众的预期,在三季度特别是9月份以来房地产市场出现阶段性回暖趋势的情况下,中央政府果断、及时地出台“新国五条”表明了中央政府的调控决心不变,中央政府不会让房价疯涨;同时,通过重点强调加快保障性住房建设以及加快房地产税的试点工作来告知公众中央政府调控楼市的决心。目前深圳、厦门、上海、宁波、杭州等多个城市纷纷出台“限购令”(表3),多地楼市成交量出现较大幅度下滑,表4显示,主要城市国庆期间日均成交量与9月相比,普遍下滑。其中,一线城市中,北京、上海日均成交量下滑明显,分别下跌64%和52%;二线城市中,南京、重庆、成都、武汉下滑幅度都在50%以上。这表明“新国五条”已经起到改善公众预期的初步目的,但能否持续改善公众的预期,还取决于中央政府对地方政府执行力度的监督以及后续政策。

表3: 9月29日“新国五条”后各地出台的政策措施

时间	城市	主要政策
9月30日	深圳	从10月1日起,深圳户籍居民家庭限购两套住房,非深圳市户籍居民家庭限购一套住房
9月30日	厦门	从10月1日起,同一购房家庭只能再新购一套商品住房
10月7日	上海	出台《关于进一步加强本市房地产市场调控加快推进住房保障工作的若干意见》,规定居民家庭只能购买一套新商品住房,将为开征房产税试点做准备,加强土地增值税征管,预征率为2%-5%
10月9日	宁波	规定每户居民在本市只能新购1套住房
10月9日	福州	10月10日至12月31日,福州市暂时实行市内户籍居民家庭仅可在福州市五城区内新购买一套商品住房政策
10月11日	江苏省	出台《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展加快推进保障性住房建设的通知》,明确各地须出细则
10月11日	杭州	出台《关于进一步加强我市房地产市场调控 加快保障性住房建设的实施意见》,暂定杭州市及外省市居民家庭只能在杭州市新购买一套商品住房(含二手存量住房)。
10月12日	南京	出台了《关于贯彻住建部等部委宏观调控政策促进我市房地产市场持续健康发展的意见》,限制购买第三套住房
10月13日	天津	本市及外省市居民家庭在市内六区范围内只能新购一套商品住房
10月15日	广州	规定广州户籍家庭和常住家庭只能新购一套商品住宅,而未满18岁的人士不能单独购买商品住房
10月19日	大连	暂定同一购房家庭(包括夫妻双方及未成年子女,下同)只能在本市新购一套商品住房(含二手存量住房)

数据来源: 宏源证券

表4: 2010年国庆期间主要城市楼市日均成交量均较9月大幅下滑

城市	10月1-7日成交量(万平方米)	比8月(%)	比9月(%)
北京	1.61	-64%	-37%
上海	2.99	-52%	-34%
深圳	3.05	98%	263%
广州	3.22	-19%	42%
杭州	0.52	-75%	-61%
南京	0.38	-81%	-68%
成都	0.81	-74%	-66%
重庆	3.5	-60%	-43%
武汉	1.97	-53%	-40%

数据来源: 中国指数研究院, 宏源证券

(四) 四季度及明年上半年楼市走向展望

上述分析表明,从各政策工具对供需的影响分析看,主要有以下几个影响:(1)中央政府坚持房地产市场调控的决心,以及地方政府近期出台的一系列调控细则,有望改善公众预期,

减少公众盲目入市；(2) 央行加息、商业银行严格执行房贷政策将直接增加个人房贷成本，有助于抑制需求；(3) 央行加息以及严格房地产企业融资管理将加大房企信贷资金压力，但前三季度房企良好的销售业绩弱化了房地产企业加速推盘和降价销售的动力；(4) 去年下半年高企的房地产开发投资增速预示四季度商品房市场供应量将明显增加，保障性住房建设的加力表明明年上半年将迎来保障性住房的大量入市。综合判断，我们认为四季度房屋成交量将较三季度明显萎缩，房价将趋于稳定，并或将呈现稳中微降的趋势，明年一季度房价有望进入真正的下降通道，到二季度时重点城市房价或较目前价格水平下降 10% 左右。理由如下：

第一，中央政府坚决调控房地产市场的决心有望持续改善公众的预期，再加上四季度商品房供应的大量增加，决定了四季度房价将呈现稳定或者下跌趋势。从经济角度看，保障性住房建设的加力有助于对冲房地产紧缩对经济的冲击，减少加大房地产调控对经济冲击的担忧。从政治的角度看，住房问题已经成为一个影响社会稳定的重要民生问题，加强房地产市场调控，促使房价稳定有助于重建政府公信力和保持社会稳定。因此，从这两个角度看，让房价回归合理区间并保持稳定符合中央政府的利益。近期各地出台多项调控细则已让公众的观望预期重新聚集，再加上央行加息也将进一步抑制需求，这将带来四季度成交量的大幅萎缩，再加上四季度住房供应的明显增加，将在一定程度上保持房价稳定或者下跌趋势。

第二，土地财政制度不可能一步到位打破、房产开发商资金压力不大决定了四季度以及明年上半年房价下降幅度有限。在现行土地财政制度下，地方政府的执行力度将受到中央政府问责地方政府以及房地产税试点程度的影响，还具有不确定性。同时，去年以及今年前三个季度房屋销售的良好业绩弱化了房地产企业加速推盘和降价销售的动力。在这两个方面的约束下，重点城市的房价下降幅度有限。结合第一条的分析，综合判断，四季度房价将呈现稳中微降的趋势，重点城市房价较目前价位或有 3%-5% 左右的降幅。

第三，保障性住房建设的加力，保障性住房有望在明年上半年大量入市，或将带动重点城市房价进入实质下降通道。保障性住房的大力建设。有望对房地产市场形成两大实质性影响，一是将在明年上半年形成大量保障性住房供应，二是将对改善公众预期、增强公众对政府加强房地产调控的信心具有决定性影响。因此，在这种情况下，随着明年上半年保障性住房大量入市以及公众预期的持续改善，房价有望进入实质性下降通道，将给房价形成较大压力。但考虑到保障性住房建设是一个长期制度，其完善还需较长时间，不是一蹴而就的，即使在上述各地大力建设保障性住房的理想状态下，明年上半年保障性住房大量入市对住房市场的冲击较为有限，因此我们预计明年二季度重点城市房价或将较目前水平有 10% 的跌幅。

当然，上述逻辑分析和判断还取决于以下三个方面的变化，我们的判断也将依据下述情况不断修正：

首先，保障性住房建设力度攸关此轮房地产调控成败。我们分别考虑两种情景：(1) 如果各地保障性住房建设符合中央调控的进度，则符合我们上面的假定，房价在明年上半年有望进入实质性下降通道。(2) 如果各地保障性住房建设并没有按照中央调控的步伐前进，一方面可能出现明年上半年住房供应并没有明显增加，同时不断改善的公众预期也可能会因为保障性住房建设的滞后而重新恶化。因此，在这种情况下，一旦四季度末明年初住房没有大量增加，之前观望情绪下的需求有可能改变预期重新入市，或将带来房价在明年上半年出现报复性回升。因此，从这两个方面看，保障性住房建设的力度攸关此轮房地产调控成败，保障性住房制度的完善程度

其次，房地产税的试点情况是影响此轮房地产调控成败的另一个重要因素。房地产税试点作为此轮房地产调控中的“重磅武器”，一直悬而未决，虽然9月29日“新国五条”明确要加快房地产税收试点的进度，但其依然具有较大的不确定性。房地产税收试点进度的快慢、试点方案的可行性包括包括税率的确定、试点范围等等均将对公众的预期形成实质性影响，同时一旦房地产税得到逐步完善，有望逐步打破“土地财政”的约束，这将给中国房地产市场带来实质性影响。

第三，加息周期是否来临以及未来三个季度加息的频率也是影响房市调控进程的一个关键因素。央行10月19日宣布加息，引发了市场关于中国是否进入加息周期的讨论，综来看，市场分歧较大。考虑到持续加息将对房市带来显著的负面效应，如2007年连续六次加息对于抑制房地产泡沫起到了显著的作用，当然即使已经进入加息周期，加息对房地产市场的影响还取决于加息的频率及幅度，从历史经验看，加息周期的前期阶段对房市影响不大，但随着加息幅度的累积，加息周期的中后段将对房市走向产生显著影响。在这种情况下，一旦央行重启加息周期，在加息累积到一定幅度后，将加速房地产市场调整的速度，对此，我们将在后续报告中持续关注。

二、2010年新一轮房地产调控：背景、政策及效果

（一）2010年房地产调控出台背景

2009年，为抵御国际金融危机的影响，为发挥房地产支柱产业在促进经济增长中的作用，房地产宏观调控发生重大转向，房地产市场再次迎来大力发展阶段，对扩内需、保增长发挥了至关重要的作用，但也带动房价异常过快上涨。2009年全国房地产市场成交量近9.4亿平方米，比上年增长42.1%。房屋销售价格同比涨幅自2009年6月份开始转正后持续走高，12月份，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨7.8%，环比上涨1.5%，较11月份环比涨幅扩大0.3个百分点。2009年12月14日，国务院召开常务会议，要求加快保障性住房建设，遏制部分城市房价过快上涨的势头，提出四条政策措施。12月17日，财政部、国土资源部、中国人民银行、监察部、审计署等五部委联合出台《关于进一步加强土地出让收支管理的通知》，要求要综合运用土地、金融、税收等手段，加强和改善对房地产市场的调控。09年年末中央密集出台信贷、税收、土地等一系列房地产宏观调控政策，显示管理层对房价上涨过快的担忧，政策收紧倾向明显。2010年1月10日，国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》。《通知》共11条，被称为“国十一条”：（1）加快中低价位、中小套型普通商品住房建设；（2）增加住房建设用地有效供应，提高土地供应和开发利用率；（3）加大差别化信贷政策执行力度；（4）继续实施差别化住房税收政策；（5）加强房地产信贷风险管理；（6）继续整顿房地产市场秩序；（7）进一步加强土地供应管理和商品房销售管理；（8）加强市场监测；（9）力争到2012年末，基本解决1540万户低收入住房困难家庭的住房问题；（10）中央将加大对保障性安居工程建设的支持力度；（11）进一步健全和落实稳定房地产市场、解决低收入家庭住房困难问题由省级人民政府负总责，市、县人民政府抓落实的工作责任制。

一系列文件的出台，并没有给中国持续升温的房地产市场降温，各地的新开楼盘价格持续走高，房地产过度发展带来的隐忧引起中央的高度重视。为了抑制房价的过快上涨，4月17日国务院出台的“新国十条”，随后各部委连续出台了一系列力度空前的房地产调控政策，新一轮房地产调控开始。

(二) 2010 年房地产调控的两个阶段

2010 年 4 月 17 日国务院出台“新国十条”(国 10 号文),标志着新一轮地产调控开始,此轮房地产调控可以划分为两个阶段,一是二季度的政策密集出台期,二是第三季度的政策严格执行期。

1、二季度：政策密集出台

自 4 月份国务院出台“国 10 号文”以来,各部委相继出台了一系列政策措施(表 5),与历次调控相比,政策呈现以下两个特点。(1)实行更为严格的差别化信贷政策:首次将信贷差别扩大化,即由“首套、二套及以上”两个等级变为“首套、二套、三套及以上”三个等级;首次将二套房贷首付比例提升至 50%;首次提出暂停三套及以上住房的房贷;首次提出对没有 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停贷款。(2)加大保障房住房建设成为本轮调控的一大重点。本轮调控政策重点要求加快保障性安居工程建设,确保市场上普通商品住房和保障房的有效供给,解决低收入群体住房困难的问题。2010 年全国共建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套,改造农村危房 120 万户,均较去年有较大幅度增加。

表 5: 2010 年 4-6 月中央出台的房地产调控重要措施

公布日期	发布机构	政策条目
4 月 17 日	国务院	《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》,俗称“新国十条”
4 月 20 日	住建部	关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知
4 月 27 日	住建部	关于加强经济适用住房管理有关问题的通知
5 月 5 日	住建部、民政部、财政部	关于加强廉租住房管理有关问题的通知
5 月 21 日	国税总局	关于房地产开发企业开发产品完工条件确认问题的通知
5 月 25 日	国务院	关于进一步严格征地拆迁管理工作切实维护群众合法权益的紧急通知
5 月 26 日	国税总局	关于土地增值税清算有关问题的通知
6 月 4 日	住建部、央行、银监会	关于规范商业个人住房贷款中二套住房认定标准通知
6 月 12 日	住建部等七部委	关于加快发展公共租赁住房的指导意见
6 月 18 日	住建部等六部委	关于做好住房保障规划编制工作的通知

数据来源: 宏源证券

在上述各部委相关政策不断出台之际,地方政府也出台各项落实政策,但地方政府总体执行力度渐趋温和(表 6)。如“国十条”中规定商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区,商业银行可根据风险状况,暂停发放购买第三套及以上住房贷款,但各地在具体执行过程中并没有进行限制;又如“国十条”要求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,但在热点城市中只有北京随后出台了“限购令”,而深圳、上海、广州等城市在二季度并没有出台相关政策措施。

表 6: 2010 年 4-6 月地方出台的房地产调控重要措施

公布日期	省市	公文名称
4 月 23 日	青岛市	关于促进房地产市场平稳健康发展进一步加快住房建设的意见
4 月 27 日	海南省	贯彻国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展通知的实施意见
4 月 30 日	北京市	贯彻落实国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨文件的通知
4 月 30 日	浙江省	坚决遏制部分城市房价过快上涨促进房地产市场平稳健康发展的实施意见
5 月 5 日	西安市	关于进一步促进房地产市场稳定健康发展的若干意见

5月6日	深圳市	贯彻落实国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知
5月7日	厦门市	关于促进我市房地产市场平稳健康发展的意见
5月14日	江西省	关于印发学习贯彻国发〔2010〕10号文件省政府专题会议纪要的通知
5月16日	云南省	关于切实做好稳定住房价格工作的若干意见
5月19日	甘肃省	关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的实施意见
5月20日	广州市	关于贯彻落实国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知精神努力实现住有所居的意见
5月22日	重庆市	关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的实施意见
5月22日	福州市	关于贯彻落实国务院文件精神促进房地产市场平稳健康发展的通知
5月24日	湖北省	关于进一步加强住房保障工作的意见
5月27日	河南省	关于进一步加强市场监管，促进房地产市场平稳健康发展的通知
6月13日	天津市	关于促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见
6月16日	山东省	关于保持全省房地产市场稳定健康发展的意见
6月22日	贵州省	关于进一步稳定住房价格促进房地产市场平稳健康发展的通知
6月22日	山西省	关于加快保障性住房建设促进房地产市场平稳健康发展的通知
6月28日	宁夏回族自治区	关于稳定住房价格促进房地产市场平稳健康发展的意见

数据来源：宏源证券

2、三季度：政策严格执行和细化落实

1998-2009 年的房地产调控表明，只要宏观经济形势趋缓，政府保增长的需求就会超过调结构的动力，房地产紧缩政策就会放松，因此，在 7 月份数据确认经济正进一步放缓之后，市场关于本轮房地产紧缩政策将放松的预期越来越强烈。特别是，8 月 12 日中房协副会长朱中一称已“上书”国务院建议暂缓出台新调控措施进一步加强了市场对房地产调控政策将转向的预期。在这种背景下，决策层、监管层及官方媒体采取了一系列措施重申坚决执行房地产紧缩政策，以稳定市场预期（表 7）：（1）8 月 13 日，国务院副总理李克强在北京市考察廉租住房、公共租赁住房等建设，强调要加快保障性安居工程建设步伐，同时要求继续贯彻国务院关于房地产市场调控的一系列政策措施。（2）8 月 16 日，官方报纸《人民日报》发表文章，重申政府调控房地产市场的决心不动摇。（3）8 月 19 日，国土资源部召开房地产用地专项整治工作新闻通气会，要求各地加快查处进度，各级国土资源管理部门务必于 10 月底前基本完成查处任务。（4）8 月 21 日，国务院副总理李克强在江苏省常州市主持召开加快保障性安居工程建设工作座谈会并讲话，指出各地保障性住房建设进展还不平衡，政策支持力度有待提高，同时他要求各地要继续落实好国务院关于房地产调控的政策措施。（5）9 月 13 日，国务院总理温家宝在世界经济论坛上表示，稳定房价和提供住房保障是各级政府的重要职责，并将继续抑制投资投机性需求。（6）9 月 17 日，国务院副总理李克强在加快保障性安居工程建设工作座谈会上强调要着力推进保障性安居工程，继续坚决抑制投资投机性需求。

表 7：8 月份以来房地产调控从前的趋势得到确认和加强

公布日期	部委	政策措施
8月4日	银监会	重申关于第三套房贷政策
8月13日	李克强	强调要加快保障性安居工程建设步伐，强调要继续贯彻国务院关于房地产市场调控的一系列政策措施
8月16日	人民日报	重申政府调控房地产市场的决心不动摇
8月19日	国土资源部	加大对房地产开发商囤地炒地和违法违规用地的查处力度
8月20日	深圳	涉及商品房预售款相关要求的《深圳房地产市场监管办法》将于9月1日起开始正式实施
8月21日	李克强	要求各地继续落实好国务院关于房地产调控的政策措施，切实增加住房有效供应，坚决抑制投机炒作行为

8月22日	国土资源部	据媒体报道，国土部近期约谈了部分土地违法严重地区的市政府主要负责人
8月26日	国家发改委	国家发改委主任张平称下半年将稳定房地产调控政策，进一步遏制部分城市住房价格过快上涨
9月13日	温家宝	强调稳定房价是各级政府的重要职责，并将继续抑制投资投机性需求，加快保障性住房的建设
9月17日	李克强	强调要着力推进保障性安居工程，并重申要坚定不移地落实国务院关于房地产市场调控的一系列措施
9月26日	国土资源部、住建部	发布《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》
9月28日	财政部	出台《关于支持公共租赁住房建设和运营有关税收优惠政策的通知》
9月29日	财政部、国家税务总局、住房和城乡建设部	出台《关于调整房地产交易环节契税个人所得税优惠政策的通知》，通知出台五项措施，这是继新“国十条”后，楼市迎来的第二轮调控

数据来源：宏源证券

在三季度特别是8月份以来市场关于房地产调控政策是否会发生重大转变一直是市场关注的焦点之际，中央高层相继表态坚持房地产市场调控不放松，特别是国务院副总理李克强一个月内相继三次强调坚决抑制房地产投机炒作行为和加快保障性住房建设，可以看作是对“房地产调控将逐步放松”这一预期的强硬回应，再次表明中央坚决执行房地产调控政策的决心和力度，也再次印证了我们之前的判断（参见8月9日的报告《经济回调态势仍在延续》），即房地产调控政策短期内不会放松，三季度房地产调控以严格执行和细化落实为主基调，或将有更多的调控细则和措施出台。

房地产调控从严的判断在9月下旬逐步得到确认和加强。9月29日，财政部、国家税务总局、住房和城乡建设部发出《关于调整房地产交易环节契税个人所得税优惠政策的通知》，通知出台五项措施（下称“新国五条”），这是继新“国十条”（国“10号”文）后楼市迎来的第二轮调控。与国“10号文”相比，“新国五条”进一步细化和严格，突出表现在以下几个方面（表8）：（1）暂停发放第三套房贷：各商业银行暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款，要加强对消费性贷款的管理，禁止用于购买住房。（2）推进房产税改革试点：我国将加快推进房产税改革试点，并逐步扩大到全国。（3）部分城市限购房套数：房价过高、上涨过快、供应紧张的城市，要在一定时间内限定居民家庭购房套数。（4）囤地捂盘房企将停发股票债券不给贷款：对有违法违规记录的房地产开发企业，要暂停其发行股票、公司债券和新购置土地，各商业银行停止对其发放新开发项目贷款和贷款展期。（5）严格地方问责：明确要求地方政府未出台新政细则的要出细则，已经出台细则的要完善。

表8：9月29日“新国五条”与4月17日“新国十条”比较

关键词	4.17“国十条”表述	9.29调控措施表述
首套房首付比例	要求对购买首套住房建筑面积在90平方米以上的，贷款首付比例不得低于30%。	不分住房大小，一律要求首套贷款首付要30%及以上
第三套及以上住房贷款	在商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款。	不分地区，要求各商业银行一律暂停发放居民家庭第三套及以上住房贷款
非本地居民购房	对不能提供1年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款	对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购房贷款
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	对于房价过高、上涨过快、供应紧张的城市，要在一定时间内限定居民家庭购房套数
问责	对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，影响社会发展和稳定的，要追究责任	明确要求地方政府未出台新政细则的要出细则，已经出台细则的要完善

数据来源：新浪财经、宏源证券

(三) 2010 年房地产调控效果评估

1、二季度：量跌价滞

“4 15”房地产调控政策出台后近 3 个月时间内，全国各地楼市进入量跌价滞的调整阶段（表 9、10）。“新国十条”等一系列房产调控新政出台后，全国楼市热度随即出现了不同程度的回落，其中，北京、上海、广州、深圳、杭州等城市的楼市成交量降幅较大，部分城市的房价也出现了松动。统计数据显示，在 4 月 17 日“新国十条”出台后，上海、北京、深圳、南京和杭州等城市 4 月 18 日-30 日均住宅销售面积、住宅销售套数均较“新国十条”出台前的 4 月 1 日-17 日大幅下滑，上海和杭州的房价也出现了小幅回落。随着中央部委和地方政府相继出台落实“新国十条”的细则，房市观望情绪不断积聚，各重点城市楼市成交量不断萎缩，中原地产的统计数据显示，5 月、6 月北京、上海、深圳、广州四个城市成交面积和成交金额同比下降幅度大部分均在 50%-80%之间不等。房价虽有所回落，依然处于高位，国家统计局 70 个大中城市的房屋销售价格显示，5、6 月份 70 个大中城市房价分别同比增长 12.4%、11.4%，环比分别增长 0.2%、-0.1%。

表 9：重点城市“新国十条”出台前后房屋销售情况比较

城市	住宅销售面积（日均）		住宅销售套数（日均）		住宅销售价格（日均）	
	4 月 18 日-30 日	（4 月 18 日-30 日）/ （4 月 1 日-17 日）	4 月 18 日-30 日	（4 月 18 日-30 日）/ （4 月 1 日-17 日）	4 月 18 日-30 日	（4 月 18 日-30 日）/ （4 月 1 日-17 日）
上海	55024.2	-27.3%	555.6	-21.4%	15727.6	-2.4%
北京	29317.2	-15.5%	246.5	-5.6%	/	/
深圳	5122.2	-61.2%	57.9	-60.2%	/	/
南京	20651.8	-14.9%	184.5	-13.8%	/	/
杭州	18860.9	-59.0%	156.5	-60.7%	15088.7	-11.2%

数据来源：Wind，宏源证券

表 10：2010 年 5-6 月京沪穗深商品住宅销售情况比较

城市	成交面积		成交均价		成交金额	
	同比（%）	环比（%）	同比（%）	环比（%）	同比（%）	环比（%）
北京（5 月）	-73.7%	-63.3%	39.2%	-18.8%	-63.3%	-70.2%
北京（6 月）	-76.5%	-7.80%	36.8%	0.1%	-67.8%	-7.7%
上海（5 月）	-72.7%	-49.1%	1.8%	-32.8%	-72.2%	-65.8%
上海（6 月）	-69.1%	19.6%	-15.1%	-7.3%	-73.8%	10.8%
深圳（5 月）	-84.3%	-59.2%	56.6%	-4.4%	-75.5%	-61.0%
深圳（6 月）	-78.8%	28.17%	19.6%	-13.6%	-74.7%	10.7%
广州（5 月）	-29.2%	2.2%	54.5%	13.5%	9.4%	16.1%
广州（6 月）	-52.4%	-4.3%	29.8%	-3.0%	-38.2%	-7.2%

数据来源：Wind，宏源证券

2、三季度：房市阶段性回暖

进入 7 月以来，市场关于房地产市场调控将放松的预期不断加强，尽管相关部委不断强调继续坚持房地产市场调控方向不变，但市场预期仍出现小幅松动，房地产市场出现回暖迹象（表 11）。7 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 10.3%，涨幅比 6 月份缩小 1.1 个百

分点；环比与上月持平。中原地产的数据则表明，7月份以来，北京、深圳等重点城市商品住宅成交价逆势上涨，成交面积也出现了回升，7月北京市商品住宅成交面积、成交均价和成交金额环比增长30.2%、1.31%和31.9%，7月深圳市商品住宅成交面积、成交均价和成交金额环比增长-6.8%、7.1%和-0.2%。进入8月份以来，市场关于房地产调控将放松的预期更加浓烈，北京、上海、深圳和广州等重点城市商品住宅销售情况均出现了阶段性回暖。中原地产数据显示，8月北京市商品住宅成交面积、成交均价和成交金额环比增长24.8%、6.3%和32.7%，8月深圳市商品住宅成交面积、成交均价和成交金额环比增长83.7%、6.9%和96.4%，8月上海市商品住宅成交面积、成交均价和成交金额环比增长26.0%、26.3%和59.2%，8月广州市商品住宅成交面积、成交均价和成交金额环比增长10.3%、1.0%和11.4%。8月份，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨9.3%，涨幅比7月份缩小1.0个百分点；环比与上月持平。9月份，在“金九银十”传统销售旺季的刺激下，房屋销售价格继续回升。9月份，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨9.1%，涨幅比8月份缩小0.2个百分点；环比上涨0.5%，近四个月以来房屋销售价格环比增长首次出现回升。9月，全国商品房销售额5498亿元，增长35.2%。

表 11：2010 年 7-8 月京沪穗深商品住宅销售情况比较

城市	成交面积		成交均价		成交金额	
	同比 (%)	环比 (%)	同比 (%)	环比 (%)	同比 (%)	环比 (%)
北京 (7 月)	-70.1%	30.2%	29.1%	1.31%	-61.3%	31.9%
北京 (8 月)	/	24.8%	/	6.3%	/	32.7%
上海 (7 月)	-58.3%	27.1%	-22.6%	-6.2%	-67.7%	19.3%
上海 (8 月)	/	26.0%	/	26.3%	/	59.2%
深圳 (7 月)	-80.1%	-6.8%	24.1%	7.1%	-75.4%	-0.2%
深圳 (8 月)	/	83.7%	/	6.9%	/	96.4%
广州 (7 月)	-55%	-28.6%	18.2%	-5.8%	-46.9%	-32.7%
广州 (8 月)	/	10.3%	/	1.0%	/	11.4%

数据来源：Wind，宏源证券

3、原因分析

最严厉的房地产调控已经过去5个月，尽管楼市在二季度出现“量跌价滞”，但三季度却出现了阶段性回暖迹象，上述分析表明，4月份“新国十条”以来出台的一系列房地产调控措施并没有扭转楼市价格上涨的预期，究其原因，主要表现为以下几个方面。

首先，以往历次调控形成了政府为保持经济快速增长不会深度调整房地产市场的预期，房价在调控中节节高升，影响了公众对此轮调控的预期。2003-2008年中央政府一直坚持房地产紧缩政策，但房价越调越高，特别是在2008年秋爆发全球性金融危机后，中央政府之前延续6年的房地产紧缩政策发生重大转向，开始大力刺激楼市，以提振经济，带来了2009年房市的再度繁荣，房价涨幅也再创新高。因此，进入2010年后，虽然中央政府出台了堪称史上最严厉的房地产紧缩政策，但随着6月份以来宏观经济数据的走弱，公众开始担忧中央政府调控房地产市场的决心和力度，观望的情绪开始松动，刚性需求和投资投机性需求在三季度纷纷入市，带动房市阶段性回暖。

其次，房地产开发商资金充裕，应对楼市紧缩性调控能力增强。2009年的房地产市场在国家刺激经济的政策作用下，销售额创历史最高纪录，全年新房销售超过4万亿元人民币。表19显示，2009年万科、保利地产、金地集团和碧桂园分别完成销售金额634.2、433.8、210.8

和 232.0 亿元，分别同比增长 32.5%、111.5%、84.9%和 32.6%，增速均较上年大幅增加。从房地产投资的资金来源也显示目前房地产自有资金仍比较宽松（图 2）。2009 年 2 月-12 月，房地产企业自筹资金累计值占房地产开发资金总额比逐步下降，由 2 月的 36.6%降至 12 月的 31.3%。而 2010 年 2 月-8 月，房地产企业自筹资金累计值占房地产开发资金总额比逐步上升，由 2 月的 32.9%升至 8 月的 37.5%，显示企业自有资金仍然充裕。

第三，通货膨胀预期再加上国内投资品种匮乏，导致游资纷纷投资房市。受自然灾害影响，7 月份以来，食用农产品价格高企，推动 7、8 月 CPI 分别达至 3.3%、3.5%，大大超过一年期存款利率，通胀预期不断升温，在这种情况下，资金重新选择投资楼市。

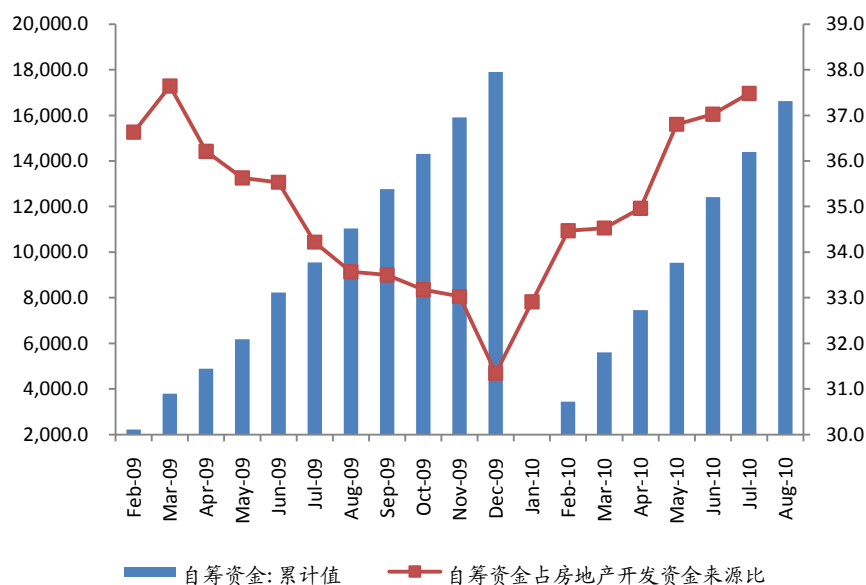
第四，国内货币政策宽松，资金面依旧充裕。为应对国际金融危机，2009 年全年人民币各项贷款增加 9.59 万亿元，同比多增 4.69 万亿元，天量信贷投放对支持国内经济走出危机发挥了积极作用，但同时也为资产市场创造了极为充裕的资金面。2010 年以来，中央政府继续实行宽松的货币政策，全年信贷投放量虽比 2009 年降低，但仍将高达 7.5 万亿元。社会整体资金面的充裕，为资产市场的投资和投机炒作创造了条件，房地产市场的投资、投机性需求依旧非常强烈。

表 12：2007-2009 年主要上市房地产企业销售金额

年份	万科		保利地产		金地集团		碧桂园	
	金额（亿元）	同比（%）	金额（万元）	同比（%）	金额（万元）	同比（%）	金额（亿元）	同比（%）
2007	523.6	/	1704100.0	/	975000.0	/	158.0	/
2008	478.7	-8.6	2051100.0	20.4	1140300.0	17.0	175.0	10.8
2009	634.2	32.5	4338200.0	111.5	2108300.0	84.9	232.0	32.6

数据来源：Wind，宏源证券

图 2：2009 年 2 月以来自筹资金占房地产开发资金总额比（%）



数据来源：Wind 资讯 宏源证券

三、1998-2009 年房地产市场调控：鼓励发展与规范调整交替

1998 年至 2009 年，房地产市场发展经历了三轮调控。第一轮调控：受 1997 年亚洲金融危机影响，1998 年 3 月至 2003 年 6 月，政府出台了信贷、税收、土地供给等一系列鼓励房地产市场发展的政策措施，以提振经济。第二轮调控：2003 年 7 月至 2008 年 6 月，面对持续过热的房地产市场，政府主要从土地、信贷、税收、保障性住房、房地产市场交易秩序等五个方面规范房地产市场的发展。第三轮调控：受 2008 年国际金融危机的影响，2008 年 7 月至 2009 年 11 月，由地方到中央，从税收、信贷、投资项目最低资本金比例要求等方面逐步放松前期的房地产紧缩政策，大力鼓励房地产市场的发展。

（一）1998 年 7 月-2003 年 6 月房市调控：大力发展

1998 年 7 月，国务院发布 23 号文——《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》，明确了房地产市场化的基本方向，促使住宅业成为新的经济增长点。23 号文提出了深化城镇住房制度改革的目标，即从 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；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，最低收入家庭租赁由政府或单位提供的廉租住房，中低收入家庭购买经济适用住房，其他收入高的家庭购买、租赁市场价商品住房；发展住房金融，培育和规范住房交易市场。自此至 2003 年 6 月，房地产市场宏观调控政策取向以发展为主，房地产市场被视为 1997 年亚洲金融危机之后扩大内需的重要推手，信贷、税收、土地供给一系列鼓励政策相继出台。此后，我国房地产业迅速发展，1999-2002 年，我国房地产开发投资增速快速增长，大大高于同期固定资产投资增速。1999-2002 年，我国房地产开发投资增速分别达 11.0%、19.5%、25.3%和 21.9%，同期的固定资产投资增速分别为 5.5%、10.5%、14.4%和 18.3%。2003 年，国务院又下发《关于促进房地产市场持续健康发展的原则》（国发〔2003〕18 号文），将房地产确立为我国国民经济的支柱产业，房地产业成为经济增长的重要推动力量。

（二）2003 年 7 月-2008 年 6 月房市调控：着力规范

2003 年，中国经济出现过热迹象，突出表现在房地产投资快速增长等方面带动固定资产投资增速过快，在此背景下，央行于 6 月 13 日发布了名为 121 号文的《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》，严控房地产信贷，紧缩性房地产调控拉开序幕。此轮房地产调控横跨 6 个年度，其中，2004 年调控加强，2005-2006 年达到高潮，2007 年属于深化阶段，并延续至 2008 年上半年。房地产市场调控由之前的“大力发展”转向“着力规范”，政府主要从信贷、税收、保障性住房、土地、房地产市场交易秩序等五个方面规范房地产市场的发展。

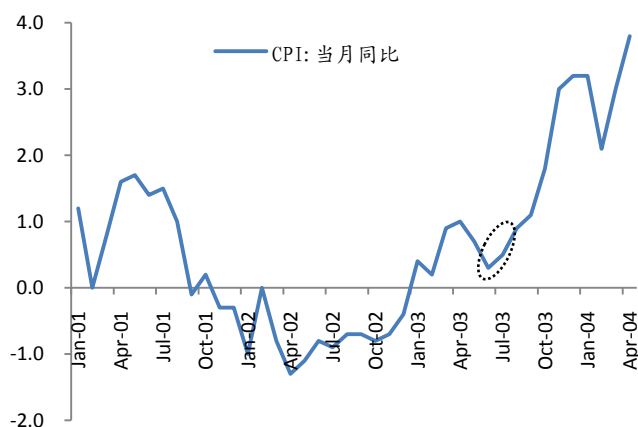
1、2004 年房地产调控：旨在控制房地产投资增速

（1）调控背景

2003 年，中国经济开始出现过热迹象，主要表现在以下三个方面：一是物价开始大幅上升（图 3）。1 月份 CPI 同比增幅仅为 0.4%，而 11 月份 CPI 同比增幅已大幅上升至 3.0%，12 月份 CPI 同比增幅更是增至 3.2%；二是固定资产投资增速过快（图 4）。2003 年中国固定资产

投资扣除物价后的真实增速达 27.9%，大大高于 2000-2002 年的平均增速 19.1%，同时也是 1994 年以来的最高值。投资增速过快主要表现为房地产、汽车行业投资的快速增长，并带动钢铁、建材等行业投资出现热潮（图 5）。在此背景下，从 2003 年下半年开始，房地产业在发展过程中出现了部分地区房价上涨过快的现象，2003 年全国房屋销售价格涨幅达 5%，而 2000-2002 年全国房屋销售价格涨幅分别为 0.8%、1.8% 和 3.4%（图 6）。三是货币供应量、银行信贷大幅增加（图 7、图 8）。2003 年广义货币供应量 M2 同比增长 20%，明显超过 2000 年的 14.4%、2001 年的 14.1% 和 2002 年的 15.0%。受消费信贷和四大银行争取上市扩大贷款以降低呆坏账比例刺激，2003 年银行信贷大幅增加，而房地产业和汽车行业是信贷投放的重点行业。2003 年 12 月，各项金融机构贷款余额同比增长 21.1%，而 2002、2001、2000 年同期分别为 15.8%、11.6% 和 13.4%。

图 3：2003 年下半年开始物价大幅上升（%）



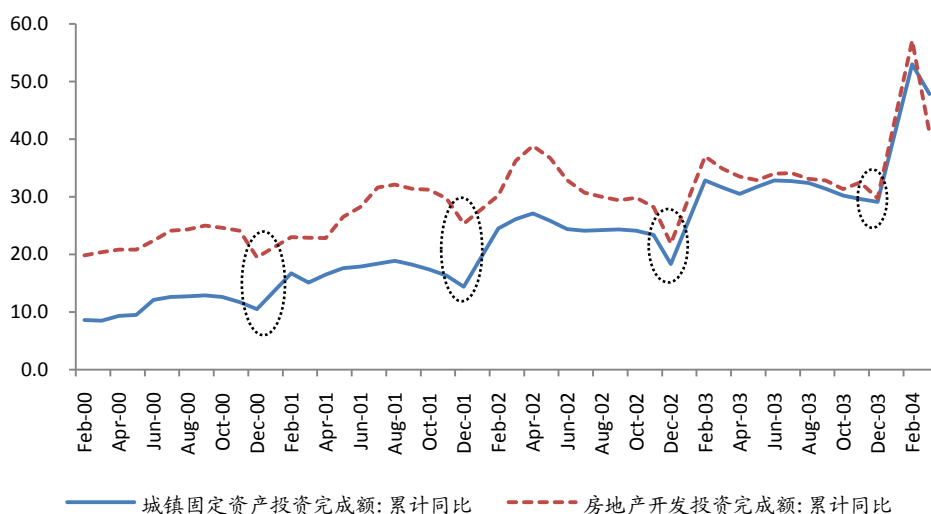
数据来源：Wind，宏源证券

图 4：2003 年固定资产投资真实增速为 1994 年以来最高（%）



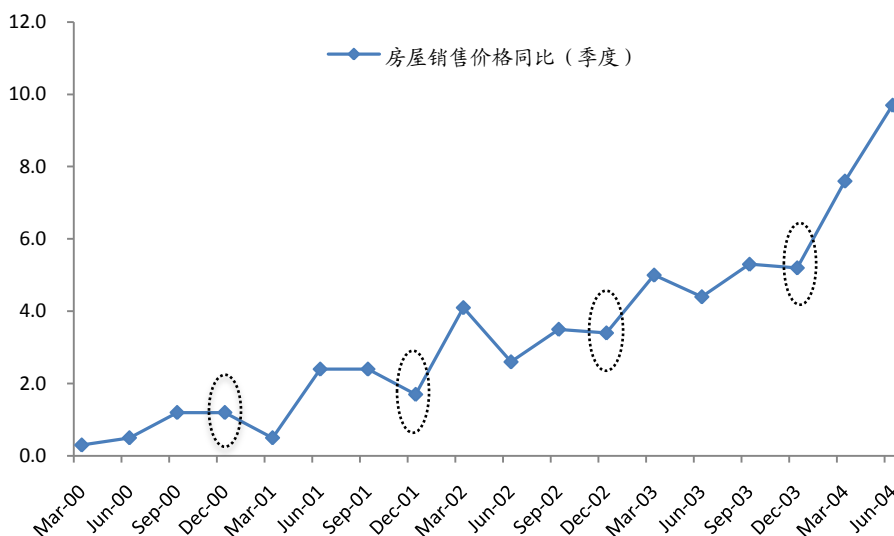
数据来源：Wind，宏源证券

图 5：2003 年房地产投资快速增长带动固定资产投资增速在 30% 以上（%）



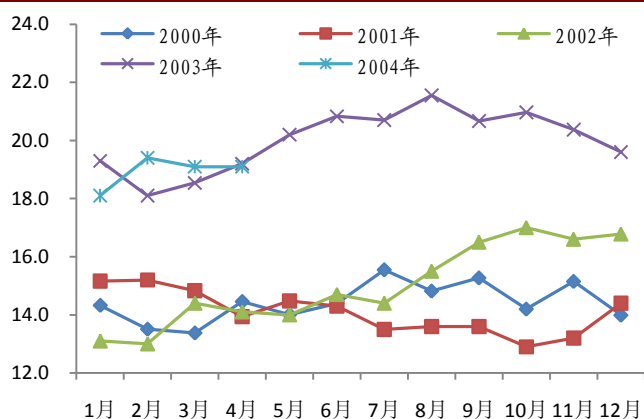
数据来源：Wind 资讯 宏源证券

图 6：2003 年下半年开始房价上涨过快（%）



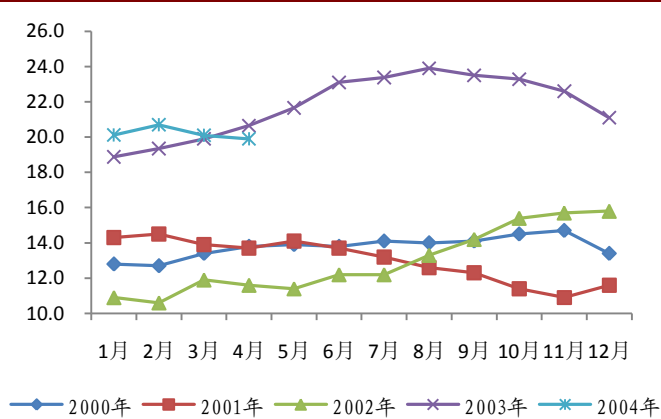
数据来源：Wind 资讯 宏源证券

图 7：2003 年货币供应明显加快（%）



数据来源：Wind，宏源证券

图 8：2003 年信贷增速明显加快（%）



数据来源：Wind，宏源证券

（2）调控重点：通过“管严土地、看紧信贷”控制供给,降温房地产投资

2004 年初，为抑制房地产投资过快增长，中央政府严把土地审批和信贷投放两个闸门，控制房地产投资和开发规模，为呈现过热态势的经济适度降温。4 月 9 日，温家宝总理主持召开国务院常务会议时表示，要进一步采取有力措施，有效遏制投资过快增长势头，必须适度控制货币信贷增长。同月 26 日，中共中央政治局会议强调，各地区各部门要集中精力抓好中央确定的各项宏观调控政策措施的落实，适度控制货币信贷增长，严格控制新开工项目。随后，一系列涉及房地产的行业政策、金融政策和土地政策相继出台，剑指过热的房地产市场（表 13）：一是看紧信贷，国务院 4 月 27 日出台政策措施将房地产开发项目（不含经济适用房项目）资本金比例由 20%提高到 35%及以上，同时央行两次提高银行存款准备金率，银监会也相继出台了加强房地产信贷业务管理的通知，意在严格控制房地产行业的信贷；二是严管土地，加大对房地产用地的治理整顿力度，严格审批管理，从源头上控制土地供给。

表 13: 2003-2004 年中央政府出台的房地产调控措施

公布日期	发布机构	政策措施
行业政策		
2004 年 4 月 27 日	国务院	将房地产开发固定资产投资项目资本金比例由 20%及以上提高到 35%及以上
2004 年 4 月 29 日	国务院	要求各地区在 1 个半月内对所有在建、拟建固定资产投资项目进行一次全面清理
金融政策		
2003 年 6 月 5 日	中国人民银行	出台《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》，即“121 号文件”
2004 年 2 月 6 日	银监会	出台《商业银行房地产贷款风险管理指引(征求意见稿)》
2004 年 4 月 11 日	中国人民银行	4 月 25 日起，资本充足率低于一定水平的金融机构，执行 8%的存款准备金率
2004 年 4 月 30 日	央行、发改委、银监会	联合下发《关于进一步加强产业政策和信贷政策协调配合，控制信贷风险有关问题的通知》
2004 年 10 月 29 日	中国人民银行	10 月 29 日起，一年期存款基准利率上调 0.27 个百分点，一年期贷款基准利率上调 0.27 个百分点
土地政策		
2004 年 3 月 30 日	国土部、监察部	联合下发《关于继续开展经营性土地使用权招标投标挂牌出让情况执法监察工作的通知》
2004 年 4 月 28 日	国务院办公厅	下发《关于深入开展土地市场治理整顿严格土地管理的紧急通知》
2004 年 10 月 31 日	国务院	下发《国务院关于深化改革严格土地管理的决定》
2004 年 12 月 2 日	国土资源部	下发《关于开展全国城镇建设存量用地情况专项调查工作的紧急通知》
2004 年 12 月 6 日	财政部、国土部、央行	联合出台《进一步加强新增建设用地土地有偿使用费征收使用管理的通知》
2004 年 12 月 14 日	国务院	召开全国深化改革严格土地管理工作电视电话会议

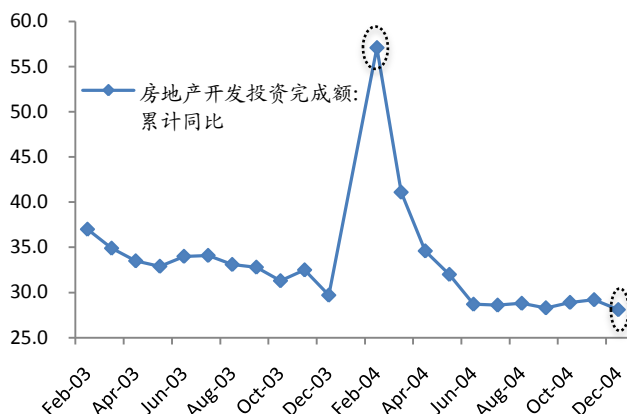
数据来源：宏源证券

(3) 调控效果

2004 年调控措施主要通过控制土地和信贷供给来控制房地产供给，房地产信贷扩张速度和房地产开发投资增速放缓(图 9、图 10)。截至 2004 年末，商业性房地产开发贷款余额 2.38 万亿元，增长 28.7%，同比下降 16 个百分点。其中，房地产开发商贷款增速下降尤为显著，年末贷款余额为 0.78 万亿元，同比增长 17.3%，增速下降 31.8 个百分点。房地产投资增长速度由 2004 年 1-2 月的累计同比增长 57.1%逐月下降到年末的累计同比增长 28.1%，出现大幅回落。

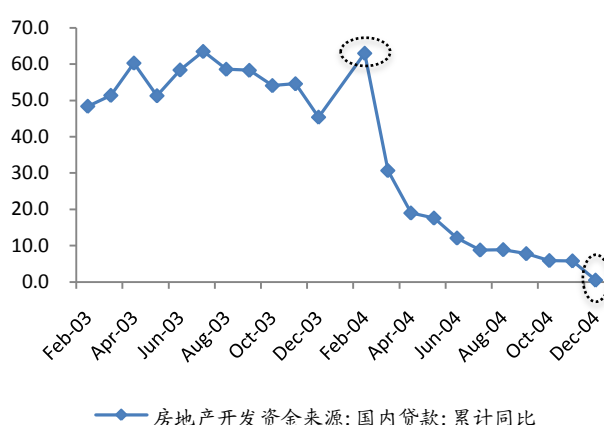
2004 年的房地产调控可以说达到了抑制房地产投资过快增长、为过热的经济降温的首要目的，但 2004 年实行的房市调控措施总体上抑制了商品房供应量的增加，事实上起到了推高房价的作用。一是对土地供给的严格控制，使得土地交易价格上涨，部分推高了房价(图 11)。2004 年，全国土地交易价格同比上涨 10.1%，大大超过 2000-2003 年年均 4.0%的增幅，土地交易价格 1-4 季度各季分别上涨 7.5%、11.5%、11.6%和 10%。分地区看，在 35 个大中城市中，2004 年 4 季度土地交易价格同比涨幅超过 10%的城市有 9 个，由高向低排序分别是上海、厦门、杭州、大连、成都、天津、沈阳、福州和宁波。二是土地供应的减少使得部分地区对落实经济适用住房政策、保证经济适用住房供应重视不够，房地产市场供求结构发生变动，中低价位商品住房供应量下降，高档商品房供应增加，导致商品房平均价格上扬。2004 年全国经济适用住房投资同比增长为-2.5%，占住宅开发投资的比例由 2003 年的 6.13%下降到 4.61%。三是投资和投机性购房推动住房价格的进一步上涨。1998 年以来扩大内需、刺激住房消费的一些政策仍然在发挥作用，同时国家对“地根”的紧缩，影响了消费者对房价的预期。而房地产开发商利用市场信息的不对称有意炒作，进一步强化了消费者的看涨预期，引发更多人跟风购买，间接推高房价。

图 9：2004 年房地产投资增速大幅回落（%）



数据来源：Wind，宏源证券

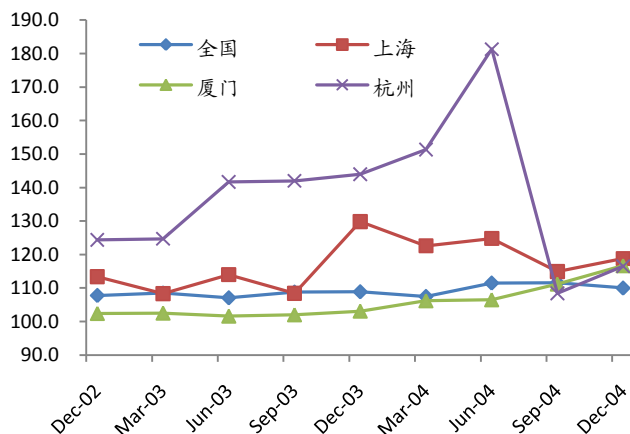
图 10：2004 年房地产国内信贷大幅下滑（%）



数据来源：Wind，宏源证券

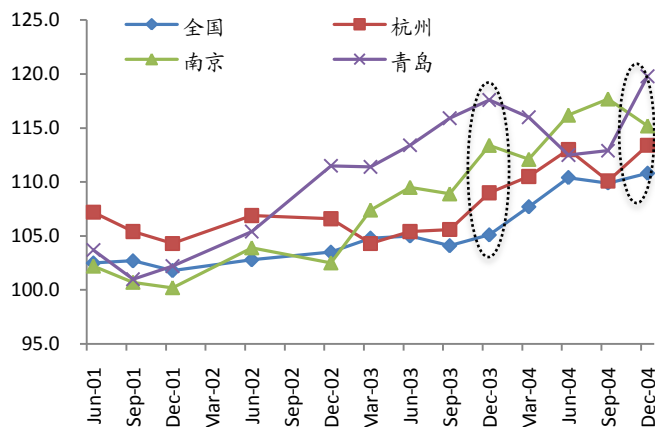
在上述着重于抑制房地产供给，而对需求特别是非合理性需求缺乏有效控制的情况下，2004 年商品住房价格大幅上涨，尤其是南京、杭州等东南沿海城市房价涨幅更大（图 12）。据国家统计局的数据，2004 年全年房屋销售价格上涨 9.7%，大大超过 2000-2003 年年均 2.8% 的增速，1-4 季度房屋销售价格各季分别上涨 7.7%、10.4%、9.9% 和 10.8%。分地区看，在 35 个大中城市中，房屋销售价格同比涨幅超过 10% 的城市也有 9 个，由高向低排序分别是青岛、南京、济南、杭州、沈阳、成都、宁波、上海和重庆。

图 11：2004 年全国土地交易价格指数持续上升（季度，%）



数据来源：Wind，宏源证券

图 12：2004 年全国房地产销售价格指数进一步上扬（季度，%）



数据来源：Wind，宏源证券

2、2005 年房地产调控：既控制投资增速又要抑制房价上涨过快

（1）调控背景

2004 年房价全国性的持续上涨以及部分城市上涨幅度过大引发了全社会对是否会出现“房地产泡沫”并进而影响经济平稳运行的担忧，进一步加强房地产调控的预期孕育其中。2005 年 3 月 5 日，根据房地产市场出现的新情况和新问题，温家宝总理在政府工作报告中首次明确提出要重点抑制房地产价格过快上涨，这表明局部地区房地产市场存在泡沫已经成为共识，房价过高问题已经上升到政治高度。房地产调控由控制房地产投资增速过快的单一目标，向既控制投资速度又要抑制商品住房价格上涨过快的双重目标转换。

(2) 调控重点

2005 年“两会”结束后，一揽子调控房市的政策迅即出台：3 月 17 日，央行宣布提高商业银行自营性个人住房贷款利率 0.2 个百分点；3 月 26 日，国务院办公厅下发了《关于切实稳定住房价格的通知》，从八个方面提出了抑制房价过快上涨的具体路径，被称为“老国八条”；4 月 27 日，国务院又在“老国八条”基础上从规划、土地等 8 个方面提出了“加强房地产市场引导和调控的八条措施”，即“新国八条”；5 月 11 日，建设部、发改委、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、银监会等七部委联合下发了《关于做好稳定住房价格工作的意见》；此后，各相关部门又出台了一系列政策措施（表 14、表 15）。

表 14：2005 年“老国八条”、“新国八条”和“八条意见”主要内容

老国八条	新国八条	八条意见
一、高度重视稳定住房价格工作	一、强化规划调控，改善商品房结构	一、强化规划调控，改善住房供应结构
二、切实负起稳定住房价格的责任	二、加大土地供应调控力度，严格土地管理	二、加大土地供应调控力度，严格土地管理
三、大力调整和改善住房供应结构	三、加强对普通商品住房和经济适用住房价格的调控，保证中低价位、中小户型住房的有效供应	三、调整住房转让环节营业税政策
四、严格控制被动性住房需求	四、完善城镇廉租住房制度	四、加强房地产信贷管理，防范金融风险
五、正确引导居民合理消费预期	五、运用税收等经济手段调控房地产市场	五、明确享受优惠政策普通住房标准
六、全面监测房地产市场运行	六、加强金融监管	六、加强经济适用住房建设，完善廉租住房制度
七、积极贯彻调控住房供求的各项政策措施	七、切实整顿和规范市场秩序	七、切实整顿和规范市场秩序
八、认真组织对稳定住房价格工作的督促检查	八、加强市场监测，完善市场信息披露制度	八、加强市场监测，完善市场信息披露制度

数据来源：宏源证券

表 15：2005 年中央政府出台的房地产调控措施

公布日期	发布机构	政策措施
行业政策		
2005 年 3 月 26 日	国务院	下发《关于切实稳定住房价格的通知》，即“老国八条”
2005 年 4 月 27 日	国务院	温家宝总理提出八项措施引导和调控房地产市场，称之为“新国八条”
2005 年 5 月 11 日	建设部等七部委	下发《关于贯彻〈国务院办公厅转发建设部等部门关于做好稳定住房价格工作意见的通知〉的通知》
2005 年 5 月 31 日	国家税务总局、财政部、建设部	联合出台《关于加强房地产税收管理的通知》
2005 年 10 月 7 日	国家税务总局	出台《关于实施房地产税收一体化管理若干具体问题的通知》
金融政策		
2005 年 3 月 17 日	中国人民银行	取消 5 年以上住房商业贷款优惠利率，贷款利率下限由原来的 5.31% 提高到 5.51%；住房公积金贷款利率上调 0.18%；对房价上涨过快城市或地区，个人住房贷款最低首付款比例可由现行的 20% 提高到 30%
2005 年 8 月 28 日	银监会	提高房地产信托发行门槛；申请贷款的房地产开发企业开发项目资本金比例不低于 35 %
土地政策		
2005 年 1 月 10 日	国土资源部	正式对外发布了《2005 年工作要点》，《要点》中对建设用地供应政策采用了“从严从紧”四个字

数据来源：宏源证券

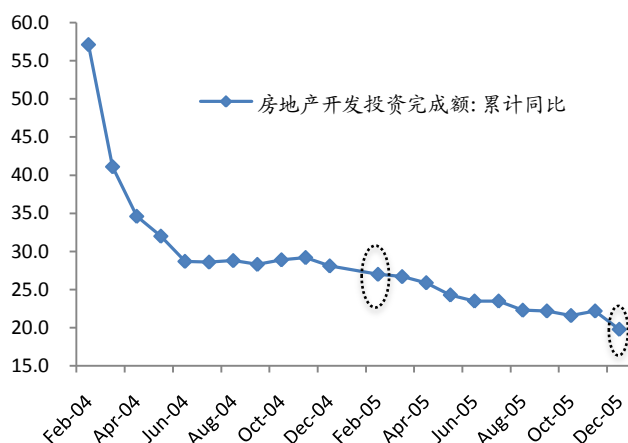
从上述出台的一系列措施来看，为避免 2004 年房地产调控只注重抑制供给从而带来房价大幅上涨的负面效应，2005 年房地产市场调控做了相应调整，即同时从增加供给和抑制需求两个方面入手来规范调整房地产市场，实现稳定房价的目的。调控重点由房地产投资规模转向房地产价格，调控手段转向调节需求和加强供给并重。一方面，加大住房供应结构调整的力度，

着力增加普通商品住房、经济适用住房和廉租住房供给,保障城镇低收入家庭住房需求。同时,抓紧清理闲置土地,促进存量土地的合理利用,提高土地实际供应总量。另一方面,综合采取信贷、税收等经济手段,提高炒房成本,抑制房地产投机需求;合理控制城市拆迁改造规模,严格控制被动性住房需求。同时,整顿房地产市场秩序,出台了不准预售房再转让、实行购房实名制、上网交易等措施,并依法严肃查处违法违规销售行为。

(3) 调控效果

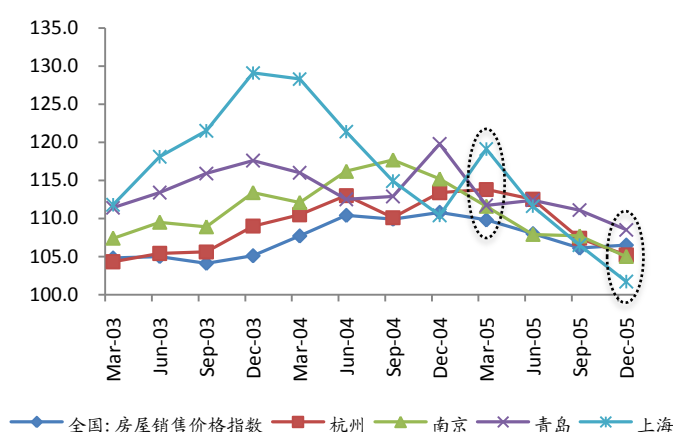
2005 年多部委联动加强房地产市场调控,房地产开发投资增长和房价上涨过快的势头初步得到抑制。房地产开发投资完成额累计同比由 1-2 月的 27%逐月下降至 1-12 月的 19.8%,2005 年全年房地产开发投资增速较 2004 年回落 8.3 个百分点(图 13)。2005 年全国房屋销售价格指数逐季回落,由一季度的 109.8 回落至四季度的 106.5,全年房屋销售价格同比上升 7.6%,低于 2004 年的 9.7%,房价过快上涨的势头得到初步抑制(图 14)。同时,2004 年房价上涨过快的地方如杭州、南京和上海等城市房价得到有效抑制,上海、南京、杭州、青岛房价同比增速分别由 2004 年的 18.8%、15.3%、11.8%和 15.3%下降至 2005 年的 9.7%、8.1%、9.7%和 10.9%。

图 13: 2005 年房地产投资增速逐月回落(%)



数据来源: Wind, 宏源证券

图 14: 2005 年房地产价格涨幅逐季回落(%)



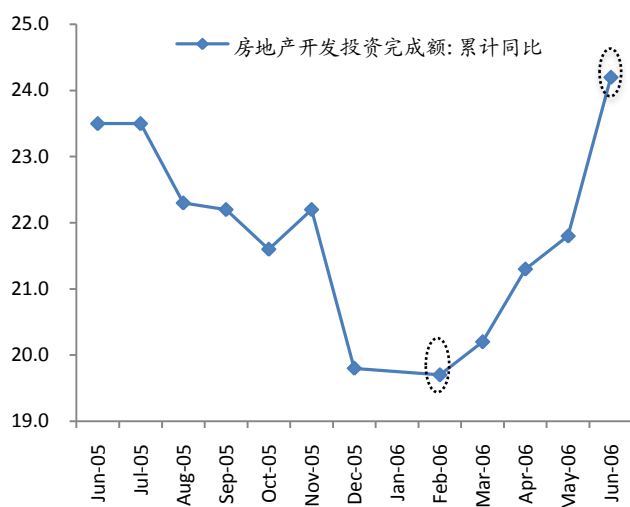
数据来源: Wind, 宏源证券

3、2006 年房地产调控: 调整住房供应结构、稳定住房价格

(1) 调控背景

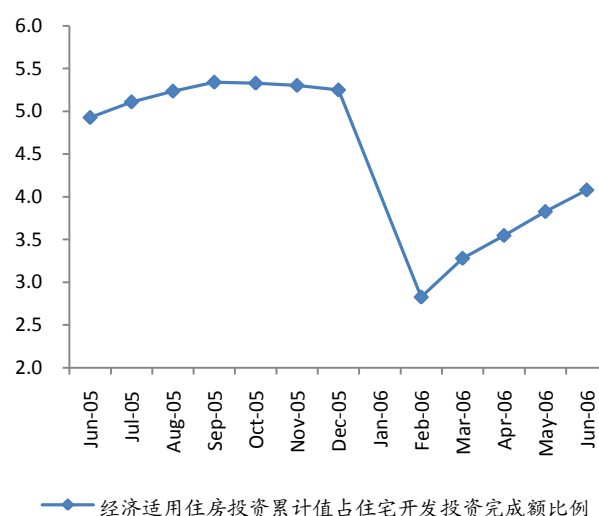
2005 年实施加强房地产市场调控的决策和部署以来,房地产开发投资增长和房价上涨过快的势头得到初步抑制。但房地产领域的一些问题尚未根本解决,2006 年上半年少数大城市房价上涨过快,住房供应结构不合理矛盾突出。一是房地产投资增速出现反弹,2006 年 1-6 月份累计增速逐月提高,至 6 月底累计同比增速达 24.2%,较 2005 年全年同比增速加快 4.4 个百分点(图 15);二是供给结构不合理状况依然存在,部分大中城市中低收入家庭急需的中低价位住房和经济适用住房的比例偏低,供给不足。2005 年 6 月-2006 年 6 月,经济适用房开发投资每月累计值占住宅开发投资总额的比约在 2.8%-5.3%之间(图 16);三是部分城市深圳、北京、广州、厦门、大连等城市房屋销售价格持续快速上涨。2006 年上半年,全国房屋销售价格指数同比上升 5.6%,深圳和北京分别上升 12.3%和 7.9%(图 17)。

图 15: 2006 年上半年房地产投资增速出现反弹 (%)



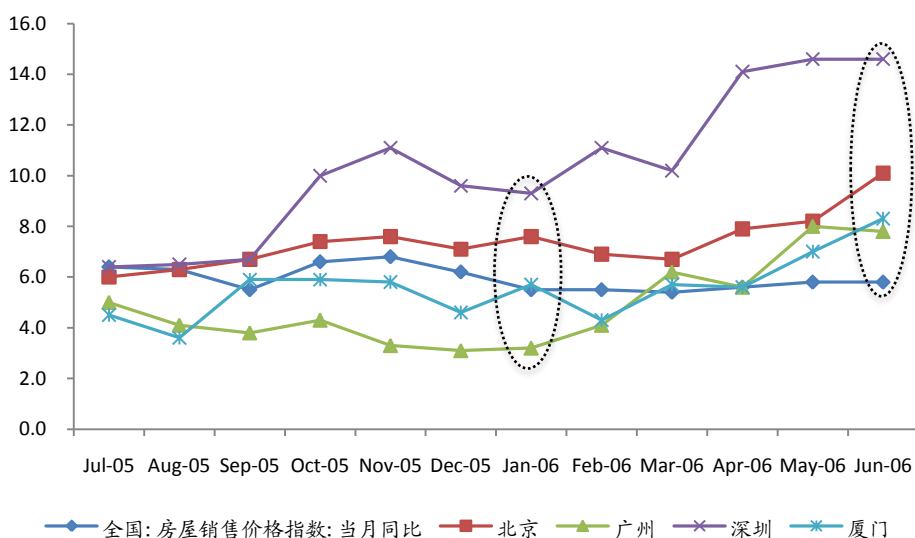
数据来源: Wind, 宏源证券

图 16: 05 年 6 月-06 年 6 月经济适用房开发投资占比偏低 (%)



数据来源: Wind, 宏源证券

图 17: 2006 年上半年部分城市房价增长过快 (%)



数据来源: Wind 资讯 宏源证券

(2) 调控重点

针对 2006 年上半年房地产投资增速出现反弹、部分城市房价上涨过快的问题, 国务院启动了以调整住房供应结构、稳定住房价格为目标房地产宏观调控 (表 16)。5 月 17 日, 国务院常务会议从调整住房供应结构, 发挥税收、信贷、土地政策调节作用, 合理控制城市房屋拆迁规模和进度, 整顿和规范房地产市场秩序, 解决低收入家庭住房困难, 完善房地产统计和信息披露制度等方面提出了促进房地产业健康发展的六项措施。5 月 29 日, 国务院办公厅转发建设部、央行等十部门《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》(国办发[2006]37 号), 对上述六项措施进行了细化, 在套型面积所占比率、新房首付等方面作出了量化规定, 各部委和地方政府也相继出台相关配套措施。7 月 11 日, 建设部、中国人民银行等 6 部委联合发布

《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》(建住房〔2006〕171号),从市场准入、经营管理、机构和个人购房等方面对外资进入我国的房地产市场进行规范,并对监管责任提出了明确要求。12月28日,国家税务总局发布《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》(国税发〔2006〕187号),要求各地从2007年2月1日起,开展房地产开发企业土地增值税清算,正式向企业征收30-60%不等的土地增值税。

2006年房地产调控延续了2005年《国务院办公厅关于切实稳定住房价格的通知》和《国务院办公厅转发建设部等部门关于做好稳定住房价格工作意见的通知》提出的各项政策措施,继续从供给和需求两个角度综合解决房价问题,并根据房地产市场的新情况对部分政策措施作了适当调整:

切实调整住房供应结构方面,针对2005年房地产调控中住房结构不合理状况依然存在、部分城市房价已远超中低收入人群承受能力的现状,加大满足城市当地居民自主性需求的中低价位、中小套型普通商品住房供应,有步骤地解决低收入家庭的住房困难,成为调控的核心和目标。主要包括:一是要求地方政府进一步解决低收入家庭的住房困难,加快城镇廉租住房制度建设和经济适用住房建设,真正解决低收入人群的住房问题。二是加大中低价位、中小套型普通商品住房供应,规定自2006年6月1日起,90平方米以下普通住房的供地面积和开发面积不得低于当年计划面积的70%,土地的供应要在限套型、限房价的基础上,采取竞地价、竞房价的办法,保证中低价位、普通住房供给。

抑制投资、投机性需求方面,继续综合运用信贷、财税等手段,提高炒房成本,加大房地产市场秩序的整治力度。一是调整住房转让环节营业税,抑制投机炒房;二是规范外资购房的管理,减少“热钱”流入对住房价格的冲击;三是有区别地调整住房消费信贷的首付比例,引导合理消费;四是加强对房地产开发企业的开发、销售行为的管理,规范房地产市场秩序。

表 16: 2006 年中央政府出台的房地产调控措施

公布日期	发布机构	政策措施
行业政策		
2006年5月17日	国务院常务会议	从税收、信贷、土地政策等方面提出促进房地产业健康发展的六项措施
2006年5月29日	国务院办公厅	《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》(国办发〔2006〕37号)
金融政策		
2006年7月11日	建设部、央行	《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》(建住房〔2006〕171号)
税收政策		
2006年12月28日	国家税务总局	发布《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》(国税发〔2006〕187号)

数据来源: 宏源证券

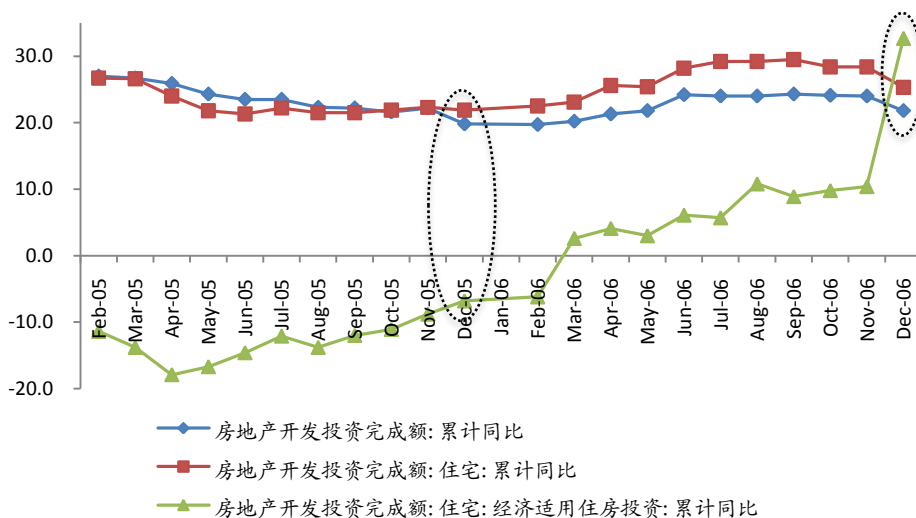
(3) 调控效果

2006年,随着各项调控措施的逐步贯彻落实,以调整住房供应结构和稳定住房价格为目的的房市调控取得初步成效:

房地产开发投资保持平稳增长,住房供应结构不合理的状况得到缓解,经济适用房投资回升明显。2006年全年房地产开发投资1.9万亿元,同比增长21.8%,比上年同期加快2个百分点,低于同期固定资产投资增速。其中,住宅投资增长速度为25.3%,高于同期房地产投资增速3.5个百分点;经济适用房投资同比增长32.7%,经济适用住房投资下降的趋势得到明显改善(图18)。

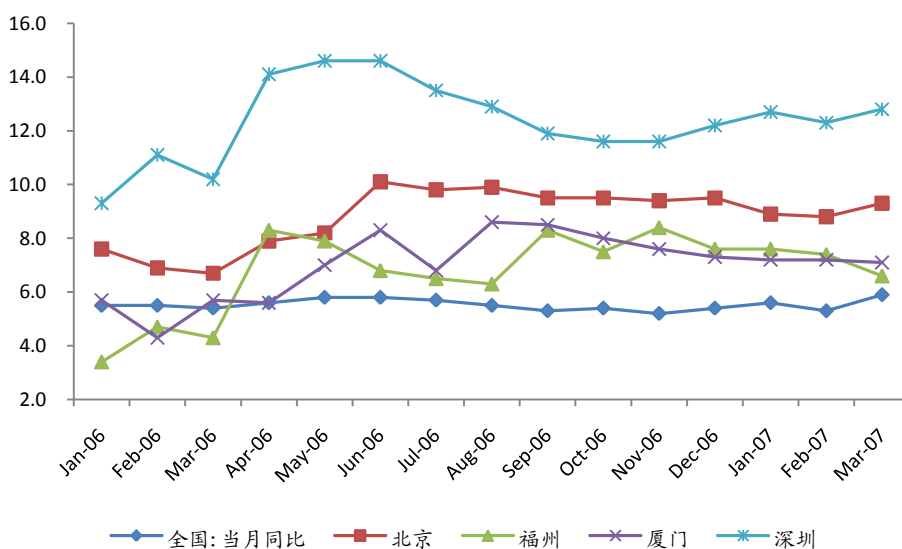
房屋销售价格涨幅趋于平稳，但部分城市房价上涨依然较快。2006 年，70 个大中城市房屋销售价格上涨 5.5%，比上年回落 2.1 个百分点。分地区看，2006 年第四季度 70 个大中城市中，部分城市房价涨幅仍然较大，同比上涨较快的有深圳、北京、福州、厦门等城市（图 19）。

图 18: 2006 年房地产开发结构有所改善（%）



数据来源: Wind 资讯 宏源证券

图 19: 2006 年全国房屋销售价格趋于平稳，但部分城市房价上涨依然较快（%）



数据来源: Wind 资讯 宏源证券

4、2007 年-2008 年 6 月房地产调控：着力解决中低收入家庭住房需求，稳定房价

(1) 调控背景

2007 年年初以来，全国房地产市场继续呈现过热势头。一是房地产投资增速高位上扬。

2007年1-4月,全国房地产开发投资同比增长27.4%,较同期固定资产投资增速(20.4%)和去年全年房地产投资增速(21.8%)明显偏快;二是房价上涨较快。2007年1-4月全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨5.6%,一些热点城市房价依然偏高并且上涨较快,其中深圳涨幅高达12.7%,北京涨幅达9.1%。在这种情况下,2007年3月5日,温家宝总理在两会《政府工作报告》中提出要从三个方面促进房地产业持续健康发展,为2007年房地产调控定调。一是房地产业应重点发展面向广大群众的普通商品住房,建立健全廉租房制度,改进和规范经济适用房制度。二是正确运用政府调控和市场机制两个手段,保持房地产投资合理规模,优化商品房供应结构,加强房价监管和调控,抑制房地产价格过快上涨,保持合理的价格水平。三是深入整顿和规范房地产市场秩序,强化房地产市场监管,地方各级政府要对房地产市场的调控和监管切实负起责任。

(2) 调控重点

在2006年房地产调控着重解决住房供应结构不合理的基础上,2007年的房地产市场调控思路更加清晰,措施也更加细化,并根据新情况进行了调整(表17)。

一是继续强调城市廉租住房制度是解决低收入家庭住房困难的主要途径,并进一步强化了政府建设保障性住房的责任,着力解决中低收入家庭住房困难问题。2007年8月,《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》发布(国发[2007]24号)(表18),第一次以国务院文件的形式强化了住房保障制度,明确了廉租房制度在住房保障体系中的重要地位,指出要把廉租房制度作为解决城市低收入家庭住房困难的主要途径。多层次的住房供应体系早在1998年“23号文”《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》中就提出,但近几年中过分强调市场在住房供应中的作用,虽然从2005年以来中央政府一再推进廉租住房制度建设,但经济适用房比例逐年下降,住房供应结构性问题并没有得到解决。2007年中央政府明确提出把解决低收入家庭住房困难工作纳入政府公共服务职能,明确地方政府每年在向人民代表大会所作的《政府工作报告》中报告解决城市低收入家庭住房困难年度计划的完成情况,单纯重视市场、忽视住房保障的趋向得到进一步扭转。此后,多部委联合出台了相关细则,进一步完善保障性住房建设制度。11月8日,国家八部委出台完善廉租住房保障制度的细则——《廉租住房保障办法》;11月19日,其中七个部门出台《经济适用房住房管理办法》,对经济适用房建设又做了更加明晰的规定。可以说,2007年是政府真正开始承担住房保障责任的一年,住房保障政策得到强化。

二是继续运用金融、税收等手段,坚决抑制投资、投机性需求。2007年3月-12月间,央行连续六次加息,一年期存款基准利率由年初的2.52%提高至年末的4.41%;9月27日,央行、银监会发布《关于加强商业性房地产贷款管理的通知》,第二套(含)以上住房贷款首付不低于40%,并严格房地产开发贷款;12月11日,央行、银监会发布《关于加强商业性房地产信贷管理的补充通知》,明确以借款人家庭(包括借款人、配偶及未成年子女)为单位认定房贷次数,并对其他问题进行了补充通知。

表 17: 2007 年中央政府出台的房地产调控措施

公布日期	发布机构	政策措施
行业政策		
2007 年 1 月 16 日	国家税务总局	发布《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》
2007 年 1 月 22 日	建设部、央行	发布《关于加强房地产经纪管理规范交易结算资金账户管理有关问题的通知》
2007 年 4 月 2 日	建设部等八部委	发布《关于开展房地产市场秩序专项整治的通知》
2007 年 5 月 23 日	商务部、国家外汇管理局	发布《关于进一步加强、规范外商直接投资房地产业审批和监管的通知》
2007 年 8 月 7 日	国务院	出台《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》
2007 年 11 月 14 日	财政部	出台《廉租住房保障资金管理办法》
2007 年 11 月 27 日	建设部、国土部等九部委	发布《廉租住房保障办法》
2007 年 11 月 30 日	建设部、发改委、国土部等七部门	发布《经济适用住房管理办法》
金融政策		
2007 年	中国人民银行	央行 6 次加息，10 次提高存款准备金率
2007 年 9 月 27 日	央行和银监会	联合发布《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》
2007 年 12 月 11 日	央行、银监会	发布《关于加强商业性房地产信贷管理的补充通知》
土地政策		
2007 年 3 月 26 日	财政部、国土部	发布《关于调整中央分成的新增建设用地土地有偿使用费分配方式的通知》
2007 年 9 月 28 日	国土资源部	颁布《招标拍卖挂牌出让国有建设用地使用权规定》
2007 年 11 月 19 日	国土部、财政部、央行	联合制定印发了《土地储备管理办法》

数据来源：宏源证券

表 18: 2007 年国务院《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》主要内容

主要内容	具体措施
一、进一步建立健全城市廉租住房制度	■ 逐步扩大廉租住房制度的保障范围 ■ 合理确定廉租住房保障对象和保障标准 ■ 健全廉租住房保障方式 ■ 多渠道增加廉租住房房源 ■ 确保廉租住房保障资金来源
二、改进和规范经济适用住房制度	■ 规范经济适用住房供应对象 ■ 合理确定经济适用住房标准 ■ 严格经济适用住房上市交易管理 ■ 加强单位集资合作建房管理
三、逐步改善其他住房困难群体的居住条件	■ 加快集中成片棚户区的改造 ■ 积极推进旧住宅区综合整治 ■ 多渠道改善农民工居住条件
四、完善配套政策和工作机制	■ 落实解决城市低收入家庭住房困难的经济政策和建房用地 ■ 确保住房质量和使用功能 ■ 健全工作机制，落实工作责任 ■ 加强监督检查，继续抓好国务院关于房地产市场各项调控政策措施的落实

数据来源：宏源证券

2008 年上半年房地产宏观调控依然延续了 2007 年紧缩式调整的思路，在信贷、税收、土地和保障性住房建设方面进一步出台了相关政策措施（表 19）。国务院总理温家宝 3 月 5 日在十一届全国人大一次会议上作政府工作报告时说，2008 年房地产调控要采取四项措施：一要请务必阅读正文之后的免责条款部分

健全廉租住房制度，增加房源供给；二要增加中低价位、中小套型普通商品住房供应，合理调整城市土地供给结构，增加中小套型住房用地；三要综合运用税收、信贷、土地等手段，增加住房有效供给，抑制不合理需求，防止房价过快上涨；四要加强市场监管。

表 19：2008 年上半年中央政府出台的房地产调控措施

公布日期	发布机构	政策措施
行业政策		
2008 年 4 月 16 日	国税总局	下发《关于房地产开发企业所得税预缴问题的通知》
金融政策		
2008 年 1 月 18 日	央行、银监会	联合印发《经济适用住房开发贷款管理办法》
2008 年 4 月-6 月	中国人民银行	4 月 25 日、5 月 20 日、6 月 15 日、6 月 25 日分别上调存款准备金率 0.5 个百分点
土地政策		
2008 年 1 月 3 日	国务院	出台《关于促进节约集约用地的通知》(国发〔2008〕3 号)
2008 年 2 月 7 日	国务院	出台《土地调查条例》，对于土地调查做出比较全面的界定
2008 年 6 月 1 日	监察部、人保部、国土部	《违反土地管理规定行为处分办法》6 月 1 日起施行

数据来源：宏源证券

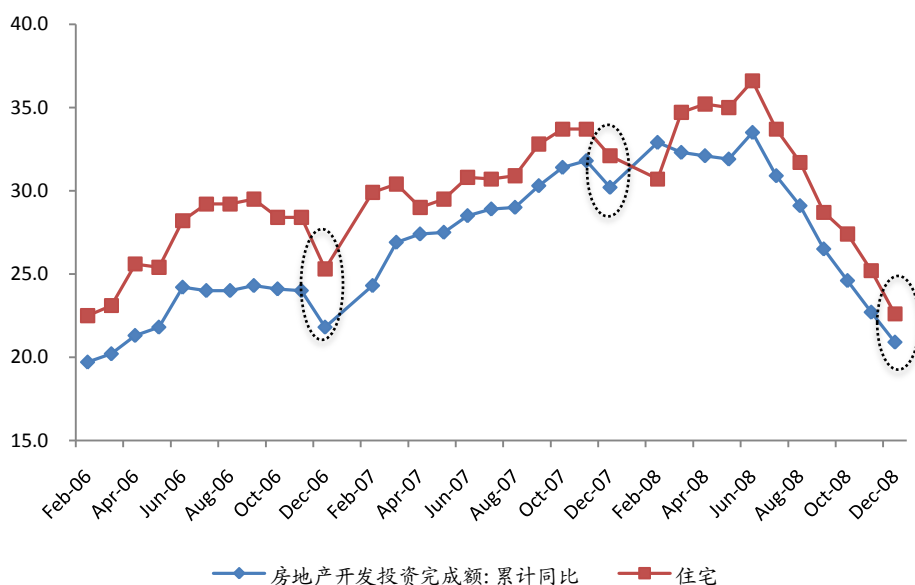
(3) 调控效果

2007 年年初-2008 年 6 月间的房地产调控可以说是 2003 年以来房地产市场紧缩式调控的深化和完善，在各项宏观调控政策的共同作用下，2007 年房地产开发投资结构开始优化，房地产投资增速进入 2008 年后逐月回落，全国房屋销售价格总体涨幅依然较高，但部分城市房价涨幅出现趋缓迹象。

2007 年房地产开发投资快速增长，开发结构优化（图 20）。2007 年全年房地产开发投资 2.5 万亿元，同比增长 30.2%，增速比上年提高 8.4 个百分点，高于固定资产投资增速 5.4 个百分点。其中，商品住宅完成投资 1.8 万亿元，增长 32.1%，占开发投资总量的 71.2%，占比较上年增加 1 个百分点；90 平方米以下住房投资占 16.6%，较年初提高 5.2 个百分点；经济适用住房完成投资 833.8 亿元，增长 19.7%，占开发投资总量的 3.3%。2008 年，随着房地产紧缩调控的深入，房地产开发投资增速开始逐月回落。2008 年上半年，房地产开发投资增速延续了 2007 年以来的上升趋势，保持在 30%以上，6 月份达到顶点 33.5%，随后受市场销售下滑影响逐月回落。2008 年全年，全国完成房地产开发投资 3.06 万亿元，比上年增长 20.9%，增速回落 9.3 个百分点。

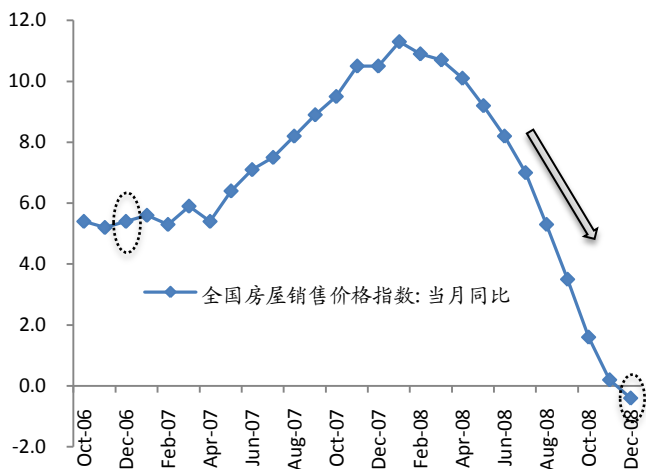
房屋销售价格 2007 年上涨势头依然较猛，但年末出现放缓迹象，进入 2008 年后，随着房地产调控的继续严格执行，房价同比数据和环比数据开始放缓（图 21、22）。2007 年各季，全国房屋销售价格同比分别上涨 5.6%、6.3%、8.2%和 10.2%。12 月份，全国房屋销售价格同比上涨 10.5%，涨幅与 11 月份持平，环比上涨 0.2%，比 11 月份降低 0.6 个百分点。2008 年房屋销售价格涨幅回落，年末房价同比下降。2008 年市场观望气氛渐趋浓厚，商品房销售量相对下降，部分开发商资金趋紧，房屋销售价格同比涨幅从 2008 年初开始逐月回落，2008 年各季全国房屋销售价格同比分别上涨 11.0%、9.2%、5.3%和 0.5%，12 月份出现自 2005 年 7 月以来首次同比下降；环比价格从 8 月份变为负增长，下降速度不断加快。2008 年，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 6.5%，比上年回落 1.1 个百分点；其中，12 月份同比下降 0.4%，环比下降 0.5%。全国 70 个大中城市中，12 月份房价同比出现下降的城市有 22 个，深圳同比下降 11.2%；房价环比下降的城市则达 55 个。

图 20：2007 年房地产开发投资快速增长，2008 年则逐月回落（%）



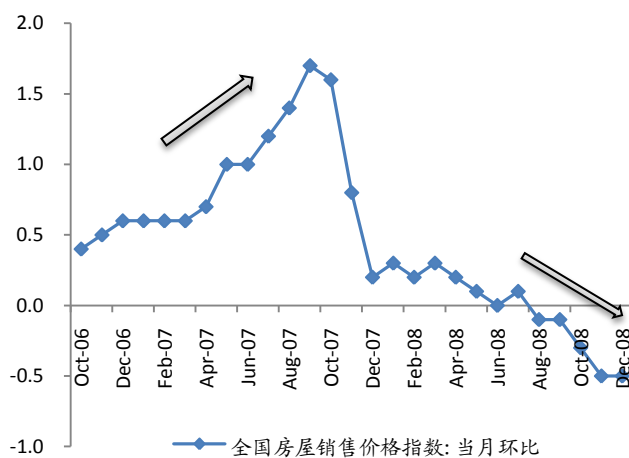
数据来源：Wind 资讯 宏源证券

图 21：07 年房价同比大幅上升，08 年逐月回落（%）



数据来源：Wind, 宏源证券

图 22：07 年房价环比逐月上升，08 年逐月下降（%）



数据来源：Wind, 宏源证券

（三）2008 年 7 月-2009 年 11 月房地产市场调控：重提大力发展

1、调控背景

2008 年秋，美国次贷危机逐步演变为百年一遇的全球性金融危机，全球多国相继出台大规模经济刺激计划，在此背景下，横跨 6 个年度的房地产紧缩政策开始发生重大转向。为应对国际金融危机对我国可能产生的影响，中央政府重提大力发展房地产市场，房地产调控由“大力紧缩”转向“大幅放松”，而且是“自下而上”式的，从 2008 年 7 月份开始，长沙、沈阳、厦门、福州、常州、石家庄、西安、苏州、南京、杭州、上海、郑州和成都等多个城市纷纷出台稳定和促进房地产市场发展的政策（表 20）。10 月 22 日财政部和央行出台相关措施，拉开

了中央稳定和促进楼市发展序幕，其后又有包括《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》在内的多项重要措施出台，紧缩型调控越放越松，性质渐变。12月17日，温家宝总理主持召开国务院第40次常务会议，研究部署促进房地产市场健康发展的政策措施。12月20日，国务院办公厅正式印发了《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》(国办发〔2008〕131号)，提出六方面政策措施，房地产再度成为中国经济“保八”的重要推动力，房地产税收优惠、信贷优惠等政策纷纷出笼(表21、表22)。

表 20：2008 年下半年各地出台的房地产“救市”措施

公布日期	省市	内容
7月20日	长沙	二手房交易税由1.98%调整为1.1%；公积金贷款首付30%降为20%，贷款最长期限由20年调整为30年
7月30日	沈阳	辽宁中部七城市居民可在沈办理异地公积金贷款
8月1日	厦门	购买70~80平方米商品住房可办理不超过2人的常住户口
8月5日	福州	契税减半征收
9月1日	常州	取消对二次及以上住房公积金贷款最高额度限制；开放住房公积金异地贷款
9月4日	石家庄	购房享受0.5%、1%、1.5%不等的补贴
9月4日	西安	对购房客户按购房款总额给予一定比例的财政补贴，分1.5%、1%、0.5%三个等级
9月10日	苏州	恢复第二套房公积金贷款；一、二手房首付比例分别下调10%
10月13日	南京	所购面积不超过90平方米的，补贴总房价的1%；90平方米到144平方米之间的，补贴总房价的0.5%
10月14日	河南	购买首套自住商品房中请住房公积金贷款的，首付款缴纳比例可由30%降到20%；购买普通商品房的，可按一定比例减免房地产交易契税
10月14日	杭州	对购买100万元以上房产的购房者，可办理杭州市户口；住房公积金贷款最高额度由50万元提高到60万元；公积金贷款首付比例由30%降低至20%等
10月15日	上海	上调补充住房公积金贷款上限，每户家庭购房总贷款额度最多至60万元
11月1日	宿迁	购房可获得0.5%到7%不等的财政补贴
11月1日	郑州	首付比例从30%降至20%；贷款5年以上的，贷款利率由原来的5.13%下调至4.86%
11月29日	成都	公积金贷款最高额度升至40万元，公积金贷款利率下调0.54%，购房70平方米以上的外地人可入户成都

数据来源：宏源证券，新浪财经

2、调控重点

始自2008年秋的大力促进房地产市场发展的政策主要包括两个方面：一是通过信贷优惠政策促进住房消费和开发。2008年10月22日，央行发布《扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度，支持居民首次购买普通住房》，政策重点是降低个人房贷的门槛，尤其是首次购买普通自住房和改善型普通自住房的贷款需求者，将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的0.7倍，最低首付比例调整为20%。而12月20日的《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》中进一步放松房贷政策，不仅初步界定的“改善型需求”，而且还规定“对其他贷款购买第二套及以上住房的，贷款利率等由商业银行在基准利率基础上按风险合理确定”，这意味着放权给商业银行自主决策。由此，对抑制市场需求作用明显的“二套房贷政策”，在很大程度上已经放松。2009年5月27日，国务院发布的《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》中明确，保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为30%。这是自2004年以来执行35%自有资本金贷款比例后的首次下调，已恢复到1996年开始实行资本金制度时的水平，从而预示着紧缩了数年的房地产开发信贷政策开始“松绑”。此前，2008年12月3日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会出台《廉租住房建设贷款管理办法》(银发〔2008〕355号)，两个政策分别对经济适用房

和廉租房建设贷款做出优惠措施,尤其是贷款利率的下调和企业自有资金比重的降低,有助于促进这两类保障性住宅的开发建设。二是通过税收优惠政策促进住房消费。2008年10月22日,财政部和国家税务总局联合下发《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》,对个人首次购买90平方米及以下普通住房的,契税税率暂统一调到1%;对个人销售或购买住房暂免征收印花税;对个人销售住房暂免征收土地增值税。

表 21: 2008 年国务院《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》六大内容

六大内容	具体措施
一、加大保障性住房建设力度	■ 争取用3年时间基本解决城市低收入住房困难家庭住房及棚户区改造问题 ■ 多渠道筹集建设资金 ■ 开展住房公积金用于住房建设的试点
二、进一步鼓励普通商品住房消费	■ 加大对自住型和改善型住房消费的信贷支持力度 ■ 对住房转让环节营业税暂定一年实行减免政策
三、支持房地产开发企业积极应对市场变化	■ 引导房地产开发企业积极应对市场变化 ■ 支持房地产开发企业合理的融资需求 ■ 取消城市房地产税
四、强化地方人民政府稳定房地产市场的职责	■ 落实地方人民政府稳定房地产市场的职责 ■ 因地制宜解决其他住房困难群体住房问题
五、加强房地产市场监测	■ 继续加强房地产市场监测分析 ■ 加强监督检查
六、积极营造良好的舆论氛围	■ 坚持正确的舆论导向

数据来源: 宏源证券

表 22: 2008 年 10 月-2009 年年底中央出台的房地产救市措施

公布日期	发布机构	政策措施
行业政策		
2008年10月22日	财政部和国税总局	联合下发《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》
2008年12月20日	国务院	出台《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》
2009年5月27日	国务院	发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
金融政策		
2008年10月22日	中国人民银行	出台《扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度,支持居民首次购买普通住房》
2008年12月3日	央行和银监会	《廉租住房保障资金管理办法》
2009年1月13日	四大国有银行	只要2008年10月27日前执行基准利率0.85倍优惠、无不良信用记录的优质客户,原则上都可以申请七折优惠利率
2009年6月19日	银监会	发布《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》
2009年10月16日	住建部等七部委	联合发出《关于利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点工作的实施意见》

数据来源: 宏源证券

3、调控效果

2009年,为应对国际金融危机,国家采取了一系列促进房地产市场健康发展的对策,对提振信心、促进住房消费和投资发挥了重要作用。在上述一系列信贷、税收和土地政策的刺激下,商业性房地产贷款余额出现大幅度增长,带动房地产开发投资稳步回升,房屋销售价格同比和环比增速一举扭转2008年年初以来的跌势,大幅回升。

商业性房地产贷款余额快速增长。截止 2009 年年末，主要金融机构商业性房地产贷款余额为 7.33 万亿元，同比增长 38.1%，增速比上年同期高 27.7 个百分点，超过同期各项贷款增速 6.7 个百分点。其中，地产开发贷款超高速增长，年末地产开发贷款余额 6678 亿元，同比增长 104.1%，比上年末高 98.4 个百分点；房产开发贷款回升相对缓慢，年末房产开发贷款余额 1.86 万亿元，同比增长 15.8%，增速比上年末高 4.6 个百分点；个人购房贷款持续回升，特别是下半年增速明显加快，年末个人购房贷款余额 4.76 万亿元，同比增长 43.1%，比上年末高 33.3 个百分点，其中新建房贷款和再交易房贷款增速分别达 40% 和 79%。截至 2009 年年末房地产贷款余额占各项贷款余额的 19.2%，占比较上年末高 1 个百分点。2009 年新增房地产贷款 2 万亿元，占各项贷款新增额的 21.9%，占比比上年提高 11.1 个百分点，同比多增 1.5 万亿元。其中，个人购房贷款新增 1.4 万亿元，约为 2008 年的 5 倍，为 2007 年的 2 倍。从新建房贷款新增额与新建住宅销售额的比例关系来看，2009 年为 26.3%，分别比 2008 年和 2007 年提高 16 个和 4 个百分点。

房地产开发投资稳步回升（图 23、24）。2009 年全国累计完成房地产开发 3.62 万亿元，比上年增长 16.1%，年内各月房地产开发投资累计增速不断回升，但仍处于 2000 年以来的最低水平。其中，商品住宅投资 2.56 万亿元，比上年增长 14.2%，占房地产开发投资的比重为 70.7%。2009 年全国房地产开发企业房屋施工面积 31.96 亿平方米，比 2008 年增长 12.8%；房屋新开工面积 11.54 亿平方米，增长 12.5%；房屋竣工面积 7.02 亿平方米，增长 5.5%。其中，住宅竣工面积 5.77 亿平方米，增长 6.2%。2009 年全国房地产开发企业完成土地购置面积 3.19 亿平方米，比上年下降 18.9%。

图 23: 09 年各月房地产开发投资累计增速稳步回升 (%)

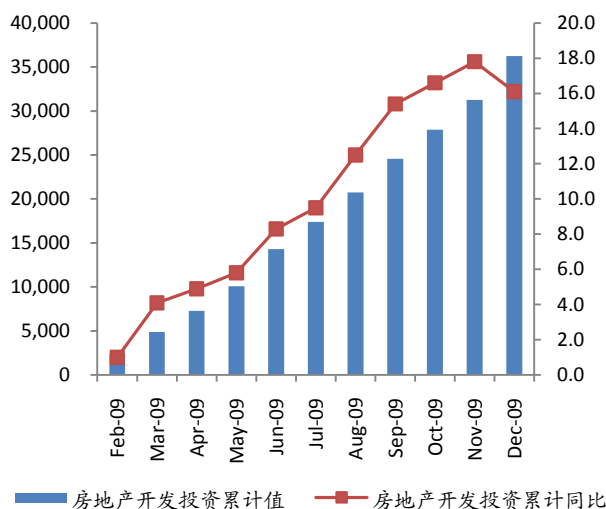
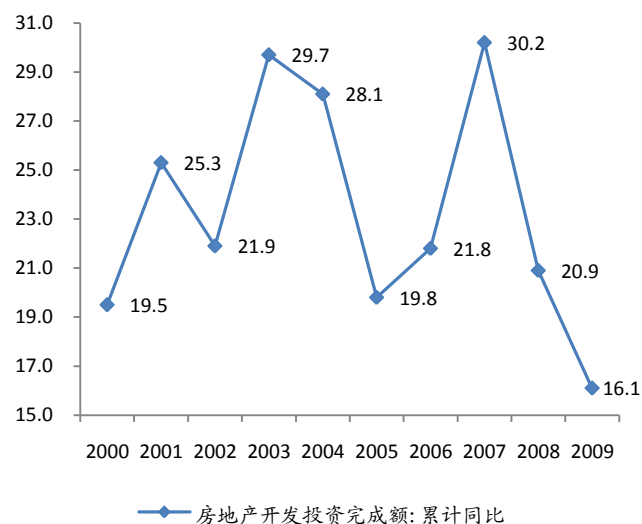


图 24: 09 年全年房地产投资增速仍处于 2000 年最低点 (%)



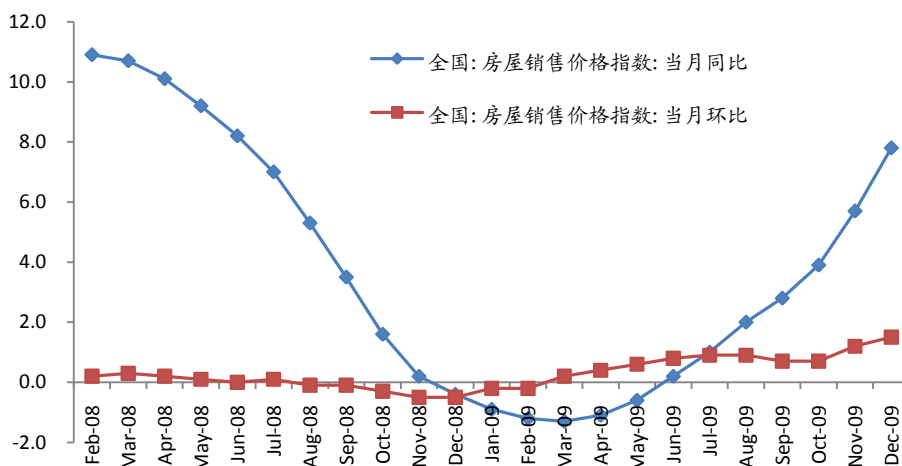
数据来源: Wind, 宏源证券

数据来源: Wind, 宏源证券

房屋销售价格同比和环比增速大幅回升（图 25、26、27）。房屋销售价格同比涨幅自 2009 年 6 月份转正后持续走高，12 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 7.8%，涨幅比去年同期扩大 6.3 个百分点。房屋销售价格环比涨幅自 09 年 1 月份起开始逐步回升，自 3 月份转正后逐步走高，12 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格环比上涨 1.5%，涨幅较上

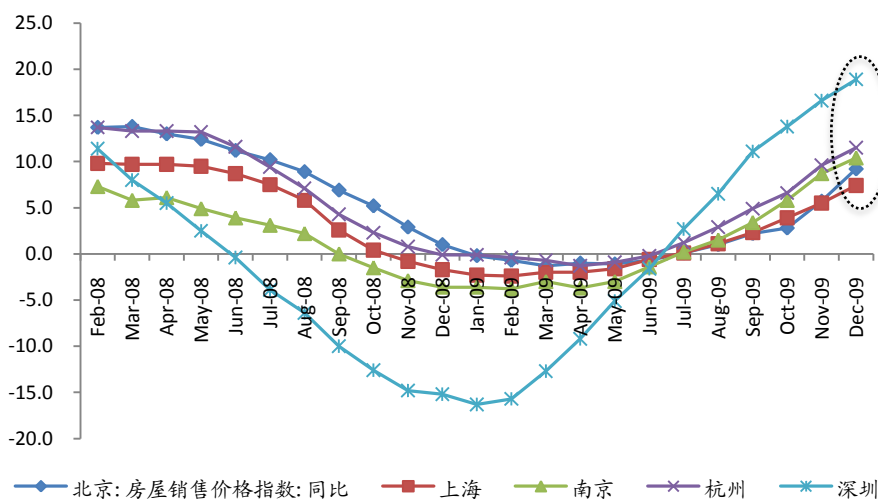
年同期扩大 2 个百分点。70 个大中城市中，房屋销售价格同比涨幅超过 10% 的城市分别为深圳（18.9%）、温州（14.5%）、金华（12.0%）、杭州（11.5%）、湛江（11.0%）和南京（10.4%）。

图 25：2009 年全国房屋销售价格同比和环比持续走高（%）



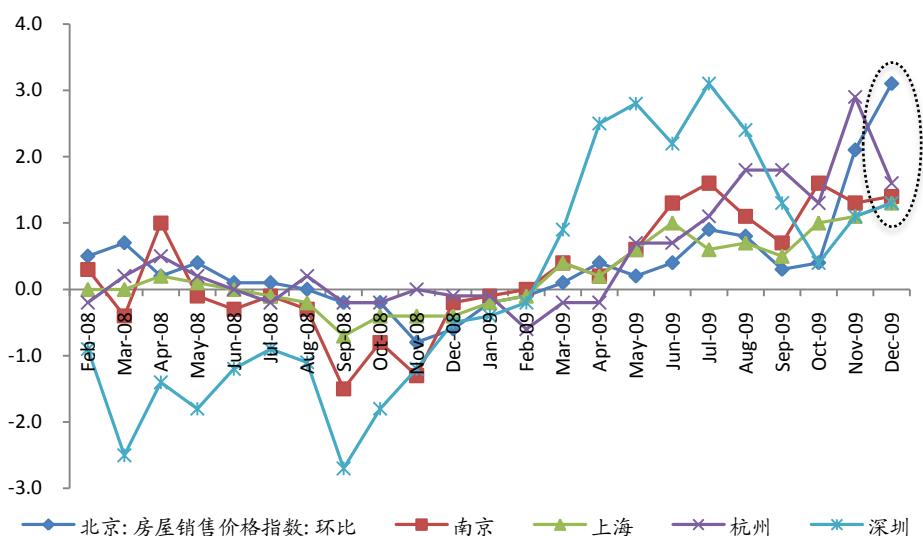
数据来源: Wind 资讯 宏源证券

图 26：2009 年深圳、杭州、南京、北京、上海等地房价同比大幅上涨（%）



数据来源: Wind 资讯 宏源证券

图 27: 2009 年深圳、杭州、南京、北京、上海等地房价环比大幅上涨 (%)



数据来源: Wind 资讯 宏源证券

(四) 1998-2009 年历次房地产市场调控总结与借鉴

从上面分析可以看出, 1998 年-2009 年的房地产市场发展经历了三个阶段, 一是 1998 年 7 月-2003 年 6 月由住房制度改革开启的“大力发展”阶段, 二是 2003 年 7 月-2008 年 6 月为抑制房价过快上涨的“着力规范”阶段, 三是 2008 年 7 月-2009 年 12 月为保增长而“重提大力发展”房地产业的阶段(图 28)。1998-2009 年十年房地产调控中政府主要运用以下手段和工具, 力求实现预定目标(表 23):

第一, 在 1998-2003 以及 2008 年 7 月-2009 年年底两轮大力发展房地产业的阶段, 中央政府主要通过运用信贷、税收等一系列优惠政策促进房地产开发投资和消费。

第二, 在 2003 年 7 月-2008 年 6 月“着力规范”房地产业阶段, 中央政府根据房地产市场的新情况, 不断调整调控目标和调控手段。在调控目标方面, 2004 年房地产调控主要是控制房地产投资增速, 而 2005 年-2008 年 6 月则为稳定房价, 抑制房价的过快上涨。与之相对应, 中央政府采取了不同的调控手段。2004 年房地产调控主要通过严管信贷和土地供给两个手段, 抑制房地产开发投资的过快增长。2005 年-2008 年 6 月房地产调控手段则主要是从抑制投资、投机性需求和增加供应两个角度出发抑制房价的过快上涨。抑制投资、投机性需求方面主要是从信贷、财税等方面入手, 并在调控中不断细化和完善。抑制投资、投机性需求方面, 2005 年调整住房转让环节营业税、取消 5 年以上住房商业贷款优惠利率等, 2006 年规定个人住房按揭贷款首付款比例不得低于 30% 并进一步调整住房转让环节营业税, 2007 年规定第二套(含)以上住房贷款首付不低于 40% 并六次加息。调整住房供应结构、加大住房供应方面, 2005 年提出着力增加普通商品住房、经济适用住房和廉租住房供给, 保障城镇低收入家庭住房需求; 2006 年进一步要求加快城镇廉租住房制度建设和经济适用住房建设, 真正解决低收入人群的住房问题, 同时明确规定 90 平方米以下普通住房的供地面积和开发面积不得低于当年计划面积的 70%, 保证中低价位、普通住房供给; 2007 年提出把廉租房制度作为解决城市低收入家庭住房困难的主要途径, 强化了地方政府在保障性住房建设中的责任, 并出台了完善保障性住

房建设的多个细则。

图 28：1998-2009 年房地产市场调控的三个阶段



数据来源：Wind 资讯 宏源证券

表 23：1998-2009 年房市调控的关键节点

时间	重大事件	调控目标	调控重点
1998 年 7 月	国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》	大力发展房地产业，促进房地产业成为新的经济增长点	通过信贷、税收优惠政策，促进房地产投资和消费
2004 年 4 月	国务院常务会议表示，要有效遏制投资过快增长势头，并适度控制货币信贷增长	抑制房地产投资增速过快增长	严管信贷和土地供应
2005 年 3 月	国务院办公厅下发《关于切实稳定住房价格的通知》，被称为“老国八条”	既控制投资增速又要抑制房价上涨过快	抑制投资投机性需求和加强供给并重
2006 年 5 月	国务院办公厅出台《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》	抑制房价过快上涨、稳定房价	加大中低价位、中小套型普通商品住房供应，并抑制投资投机性需求
2007 年 8 月	国务院发布《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》	抑制房价过快上涨、稳定房价	强化政府保障性住房建设责任，着力解决中低收入住房困难，并抑制投资投机性需求
2008 年 12 月	国务院办公厅正式印发《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》	中国经济“保八”的重要推动力	房地产信贷、税收优惠政策，促进房地产投资和消费

数据来源：宏源证券

上述回顾显示，1998-2009 年间房市调控呈现出两个特征：

第一，从整个大的阶段来看，每当经济出现困境，房地产业均会作为保增长的支柱产业而大力发展，政府之前实行的房市紧缩性调控均会转向宽松。如 1997 年亚洲金融危机爆发，为对冲金融危机对我国经济的负面影响，中央政府于 1998 年 7 月发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，拉开住房制度市场化的序幕，以此促进房地产业成为新的经济增长点，房地产业进入大力发展阶段。又如，2008 年国际金融危机爆发后，我国之前实行的横跨 6 个年度的房地产紧缩政策逐步放松，至 2008 年年底彻底发生转向，危机面前房地产业再次成为保增长的重要推动力，房地产业再次进入大力发展阶段。与之相对应，1998 年

-2009 年房市调控也经历了“放松-紧缩-放松”的循环，两次放松均是因为金融危机，一次是 1997 年的亚洲金融危机，一次是 2008 年的国际金融危机。

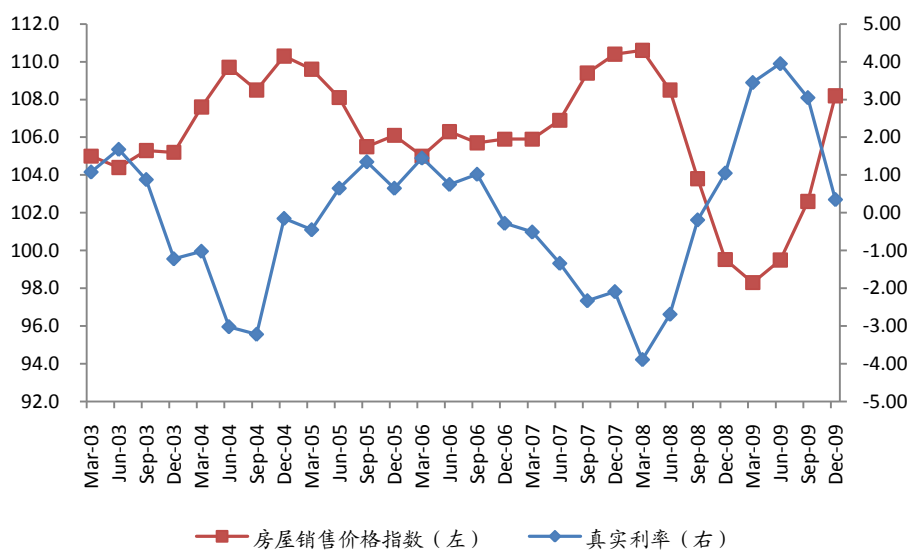
第二，从各个阶段来看，在房地产调控的第二个阶段即 2003 年-2008 年间，从 2004 年起，国家均会在每年的某个月开启或者进一步加强房地产调控，剑指过高的房价，但从实际效果来看，房价并未下降，相反还越调越高，因此市场形成房价越调越涨的预期。从各个年度来看，房地产市场均陷入“调控—观望—反弹”的怪圈，而且这种怪圈每经历一次循环往复，房价均会攀升至一个高点。上述 2004-2006 年历次调控的效果分析中可以发现，每年房地产调控措施出台后，在随后的几个月内房地产投资增速均会受到一定程度的抑制，房价上涨幅度也会出现趋缓的态势，但一进入新的一年，房地产投资增速、房价上涨幅度均会出现较大幅度的反弹。

可以说，1998-2009 年的房市调控中市场形成了两个预期：一是中央政府不会真正调控房地产，一遇到经济形势不好，政府紧缩性房产调控就会发生转向；二是房价越调越高，只涨不跌。究其原因主要有以下两个方面：

首先，政府特别是地方政府过于倚重房地产业对 GDP 的拉动作用，导致房地产市场阶段性过热，促使房价持续上升。我国的房地产业经常出现过热状态是同现存的体制密切相关的。一方面，由于中央政府主要以 GDP 考核地方政府，由于房地产业能够拉动多个上下游行业的发展，因此，各地均十分重视房地产业的发展，使房地产业的发展状况与地方政府的实际利益深度相关。另一方面，1994 年“分税制”改革后，中央政府和地方政府之间财权与事权不匹配的问题逐渐凸显，地方政府更有动力去推高土地价格，推动房地产业发展。因此，地方政府对于房地产业比较倚重，地方政府利益与房地产业的繁荣息息相关，决定了地方政府执行中央政府调控房价的动力不足，导致房地产市场不断出现阶段性过热，房价上涨过快。

其次，2003 年以来宽松的货币政策再加上国内缺乏投资品种，充裕的流动性只能投资、投机于房地产业，使得房地产市场投机气氛浓厚，进一步推高了房价。在住房供给刚性的前提下，这种需求过于膨胀，必然加剧住房供不应求态势，人为拉高住房价格，而房价上涨更加刺激投机性购房参与，形成恶性循环，迫使房价飞涨。2003 年以来，中国货币环境宽松主要表现为广义货币供应量高速增长和低利率状况长期存在。我国广义货币(M2)供应量年均增长 18.5%，M2 余额由 2003 年底的 22.1 万亿元增加至 2009 年底的 60.6 万亿元，M2/GDP 比由 2003 年的 162.8% 升至 2009 年的 178.0%，货币供应十分宽松。同时，我国中央银行对低利率的容忍度较高，一年期存款基准利率较长时间低于通货膨胀率。宽松的货币环境是资产价格泡沫的温床，从 M2 与房屋销售价格指数、真实利率（一年期存款基准利率-通货膨胀率）与房屋销售价格指数的走势图来看，两者均存在一定程度的相关性（图 29）。

图 29: 房屋销售价格指数与真实利率关系



数据来源: Wind 资讯 宏源证券

分析师简介:

邵 宇: (SAC 执业证书编号: S1250109121393), 宏源证券研究所首席分析师, 复旦大学金融学博士。复旦大学金融研究院研究员, 牛津大学圣安东尼学院 SWIRE 学者。主要研究领域: 全球(开放)宏观经济学、固定收益、金融工程。

蔡 笑: 宏观经济分析师, 苏州大学金融学博士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

李伟杰: 宏观经济分析师, 中国人民银行金融学博士, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究领域: 国家资产负债表、商业银行跨国经营、金融计量经济学。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。