



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产

周路

证券投资咨询业务证书编号: S1300511100001
(8621) 2032 8519
lu.zhou@bocigroup.com

*袁豪为本报告重要贡献者

限购政策近期难以放松，退出将遵循承继式原则

政策消息

据《中国经营报》12月2日报道，住房和城乡建设部(下称住建部)日前知会地方政府，对于限购政策将要于2011年年底到期的城市，地方政府需在到期之后对限购政策进行延续。而根据多家市场研究机构的统计，至少有10个城市的住房限购措施，将于2011年年底到期。除此之外，住建部还向地方政府知会了包括一般情况下不对已经出台的地方房地产调控政策进行“方向性调整”、楼市调控政策承继性连接等在内的一系列主旨精神。在中央经济工作会议前夕，在政府与企业、中央与地方之间博弈最为激烈的楼市调控，仍看不到放松的迹象。

消息点评

尽管该消息未有官方红头文件正式对应，但我们认为基本秉承了中央高层和监管部门近期对于楼市调控的一再表态。据我们统计，截至目前共有46个城市出台了限购令(见图表1，不包括出台限价令城市)，其中明确给出限购执行期限的城市共有14个，包括福州、厦门、海口、济南、青岛、石家庄、苏州、徐州、合肥、金华、长春、贵阳、南宁和呼和浩特。其中，除南宁(截至2012年2月29日)、呼和浩特(截至2012年2月29日)和徐州(截至2012年4月30日)外，其余11个截止时间都为2011年12月31日。而截至目前为止，限购令即将到期的多数城市尚未对明年限购是否继续执行明确表态，对于该政策的暧昧和骑墙态度可见一斑。

在多地限购令即将到期而政策后续走向不甚明了之际，近期又有多个地方政府接连出台微调政策试探中央政府底线，上演了新一波的中央与地方的博弈小高潮，期间有北京、武汉降低普通住宅标准、杭州出台经济开发区人才住房补贴、成都下放限购资格认定权力、重庆重提购房退税等等，此外，近期央行在三年之后首次宣布下调存款准备金率0.5个百分点，即使银根松动并非针对房地产行业，但这次下调也给政策松绑的博弈小高潮推波助澜了一把，再加之近期市场对于宏观经济下滑风险的顾虑，对于政策放松将早于预期也逐渐甚嚣尘上。

在这种市场放松预期渐起之际，周末住建部对于政策的后续走向给出了明确的观点：(1)对于限购政策将要于2011年年底到期的城市，地方政府需在到期之后对限购政策进行延续；(2)秉承一般情况下不对已经出台的地方房地产调控政策进行方向性调整的总体精神，即便现有调控政策进行调整，也将遵循着“承继式”的原则。

我们的理解为：

住建部给出的第一个观点与我们在 11 月 29 日的《中银国际房地产周报：政策博弈加剧，成交略有改善》中观点一致，即：目前房地产行业的核心调控政策不具备退出的理由，限购仍将延续。我们主要逻辑如下：行业政策的转向与否主要取决于中央政府对于调控达标的预期和可承受的经济恶化底线这两大方面。一方面，就前者而言，目前房价虽有调整但幅度和持续时间仍然有限，离民众预期相差更远，保障房形成有效供应也尚待时日，房产调控尽管取得初步成果，但显然还未达预期目标，从此点上来讲没有放松政策的理由；另一方面，就后者而言，目前的国内外经济格局虽然错综复杂，但中央针对下滑的风险尚有牌可打，还不至于冒高昂的政治风险来重新依靠房地产救市，诸如信贷定向宽松等政策短期内尚无法惠及地产行业。近期温家宝、李克强等高层关于楼市调控政策不放松的一再表态表明了中央政府就目前的经济数据来看经济恶化的底线还没有到，楼市调控效果也有待进一步显现。

而住建部给出的第二个观点是：调控政策一般情况下不进行调整，但如果调整，将遵循着“承继式”的原则。这其实一方面明确了中央对于调控将常态化的态度，即便是采用非限购方式的调控政策，中央政府未来也将对房价进行长期调控，使之适度回归合理水平；另一方面也暗示了未来限购政策退出的可能性以及退出的方式。事实上限购政策这种扭曲市场的行政化手段力度过猛，而且也并非长久之策，限购政策的退出机制以及后续跟进政策衔接亟待解决。目前中央政府很清楚地了解房地产行业调控面临的两大问题：（1）前期一直采用的限购调控虽然短期内压制了房价的过快上涨甚至导致局部下跌，但该政策只治标不治本，房价过快上涨的根结并没有解决，所以倘若限购政策在近期退出势必将会带来很严重的房价报复性反弹；（2）地方政府对于土地财政的依赖并没有得到有效的疏导和转移，目前土地出让金收入占财政一般预算性收入一半以上甚至一倍以上的城市比比皆是，中央政府也很清楚限购政策导致的房地产市场萎靡对于这些地方政府带来的苦楚，但由于目前地方政府对于土地财政过于依赖的问题并没有有效的解决方法，所以一旦限购放开，这个毒瘤仍将继续蔓延扩散。因此，虽然限购并不能根治以上两点问题，但就目前而言，限购政策退出并没有合适的跟进政策作为承续，所以近期退出只会使问题更加严重，使得来之不易的楼市调控成果半途而废。

我们回顾前期的一些政策措施及官员表态可以发现，其实后续跟进政策一直在研究和尝试当中。针对房价过高导致的民生问题，国家正大力推进保障房建设，以“市场+保障”并举的双轨制思路解决部分中低收入人群的住房问题；针对投资性需求的合理引导和税收调节，房产税及其配套机制（如 40 多个房地产热点城市房屋权属登记系统和数据库的异地联网）等政策及措施也一直在推进当中，如近期对于上海和重庆的房产税试点经验的总结，这是为后续房产税在全国更大范围地铺开积累经验；而针对地方对于土地财政过度依赖的问题，如地方自行发债、增值税试点、资源税改革等政策也在陆续推出，以改善地方政府的税收结构。只不过房地产行业的这几大问题不是一朝一夕形成的，问题根深蒂固，牵涉面也很广，导致这些后续跟进政策的研究和推出进程比较缓慢。倘若经济没有恶化到非常严重的地步或楼市出现失控的非理性下跌的话，目前的调控政策还将持续一段时间，直至被验证有效的一组跟进政策的推出为止。

因此，我们的观点是：限购限贷等核心调控政策将在未来一段时间继续从严执行，直至被验证有效的一组跟进政策的推出为止，不过出于局部优化的考虑以及对首套刚需购房者的合理回归，政策微调还是将会有选择地被放行，但这并不能被简单地解读为调控政策的转向。在楼市基本面的调整时间和幅度尚不足的情况下，政策实质放松短期内很难看到。不涉及核心政策的微调带来的边际效应有限，不足以带来板块趋势性投资机会。维持对地产板块的 **中立** 评级。

图表 1. 46 个城市限购令汇总

省/直辖市 城市 截止日期			本市户籍家庭				非本市户籍家庭				其他内容	
			无房产 可购买	拥有 1 套 房可买	拥有 2 套 房及以上 可购买	无纳税、 社保证明 的无房产 可购买	纳税、 社保证明 符合条 件的无房 户可购买	社保纳税 明合条件, 有 1 套房及以上 可购买	社保证明 明合条件, 有 1 套房及以上 可购买	社保及个税 缴纳证明 要求	是否包括 二手房	范围概要
广东(4)	广州	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	前 2 年内累计 1 年以上	是	是	本市
	深圳	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	本市
	佛山	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	本行政区域内
	珠海	-	1 套	1 套	新购 1 套	不得购买	1 套	新购 1 套	1 年以上	否	是	香洲主城区
福建(2)	福州	2011/12/31	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	五城区
	厦门	2011/12/31	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	前 2 年内累计 1 年以上	是	是	本市
海南(2)	海口	2011/12/31	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	本市
	三亚	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上 (含 1 年)	是	是	主城区
北京(1)	北京	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	连续 5 年(含)以上	是	是	本市
天津(1)	天津	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年	是	是	本市
山东(2)	济南	2011/12/31	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	前 2 年内累计 1 年以上	是	是	本市
	青岛	2011/12/31	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	本市
河北(1)	石家庄	2011/12/31	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年 (含) 以上	是	是	市内五区、高新区
山西(1)	太原	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	一	是	市辖六区
河南(1)	郑州	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	本市市区
上海(1)	上海	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	前 2 年内累计 1 年以上	是	是	本市
江苏(4)	南京	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年 (含) 以上	是	是	本市
	无锡	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	一	是	本市市区
	苏州	2011/12/31	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	前 2 年内累计 1 年以上	是	是	市区
	徐州	2012/4/30	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上 (含 1 年)	是	是	主城区
安徽(1)	合肥	2011/12/31	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	有证明即可, 无时间要求	是	是	本市城区
浙江(7)	宁波	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	前 2 年内累计 1 年以上	是	是	本市
	杭州	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	前 2 年内累计 1 年以上	是	是	本市城区
	温州	-	1 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	本市
	金华	2011/12/31	1 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	1 套	有证明即可, 无时间要求	是	是	市区
	绍兴	-	-	-	-	不得购买	1 套	1 套	1 年以上	否	是	市区
	舟山	-	1 套	1 套	1 套	1 套	1 套	1 套	前 2 年内累计 1 年以上	是	是	本市
	台州	-	1 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	前 2 年内累计 1 年以上	否	是	市区
	衢州	-	1 套	1 套	1 套	暂停新购住房	1 套	暂停新购住房	前 2 年内累计 1 年及以上	是	是	市区
黑龙江(1)	哈尔滨	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	本市市区
吉林(1)	长春	2011/12/31	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	本市
辽宁(2)	大连	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	本市
	沈阳	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	二环区域内
湖南(1)	长沙	-	2 套	1 套	不得购买	1 套	1 套	不得购买	无	否	是	市辖五区
湖北(1)	武汉	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年	是	是	本市
贵州(1)	贵阳	2011/12/31	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年 (含) 以上	-	是	本市
广西(1)	南宁	2012/2/29	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	本市市区
江西(1)	南昌	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	本市市区
陕西(1)	西安	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	是	是	本市
甘肃(1)	兰州	-	2 套	1 套	不得购买	1 套	1 套	不得购买	前 2 年连续 2 年	是	是	本市
新疆(1)	乌鲁木齐	-	2 套	1 套	不得购买	1 套	1 套	不得购买	无	-	是	本市
青海(1)	西宁	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	1 年以上	-	是	市区
宁夏(1)	银川	-	2 套	1 套	不得购买	1 套	1 套	不得购买	无	-	是	本市
内蒙古(1)	呼和浩特	2012/2/29	2 套	1 套	不得购买	1 套	1 套	不得购买	-	是	是	本市市区
四川(1)	成都	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	有证明即可, 无时间要求	是	是	主城区
云南(1)	昆明	-	2 套	1 套	不得购买	不得购买	1 套	不得购买	前 2 年内累计 1 年以上	是	是	主城四区

资料来源: 中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371