

2020-03-05

宏观研究报告

房地产政策调控空间

——太平洋证券经济周期系列之五

宏观研究报告

证券分析师：杨晓

电话：010-88325259

E-MAIL: yangxiao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090004

相关研究：

列之一：2015-2018 年房地产周期对经济周期的冲击与影响

列之二：2019 年房地产各线城市销售和
投资预测

系列三：“消失”的房地产周期——太平洋
证券经济周期

系列四：房地产投入产出模型：房地产
回落将主要影响那些行业？

核心观点：研究新冠疫情对房地产投资的影响。在此基础上，根据“十三五”经济目标，分析后续房地产投资的合意增速。结果显示，为完成经济目标，2020 年 2-4 季度房地产投资增速不应低于 9%，年内房地产市场有一定的政策空间。

一、中国房地产市场现状：整体底部+分线分化。当前中国房地产周期处于底部区间。2015-2019 年房地产周期持续时间较长，由于 2016 年棚改及去库存政策导致三四线及以下城市房地产销售大涨，而三四线及以下房地产销售面积占 65%-70%，因此三四线城市销售厚尾导致本轮房地产周期整体厚尾现象严重，厚尾则意味着透支未来消费空间。

一二线和三四线及以下城市出现分化，分线分化不仅导致整体房地产厚尾现象，而且改变了未来房地产分析和投资的逻辑。更加合理的分析框架为：将一二线和除一二线之外的分别来看，之后将二者加总。未来一二线城市销售下行，三四线下行后有上行趋势。

二、内外部冲击和“十三五”任务：房地产政策空间较大。中国经济周期很大程度即为房地产周期，中国增长指标（GDP、工业增加值）跟房地产投资较为同步。房地产弹性较大，房地产调控对于完成“十三五”任务的有效性和必要性兼备。

（1）通过 3 种方法推算若完成“十三五”目标需要多少房地产投资。完成“十三五”目标需要 2020 年增长约 5.6%，房地产投资约 7%。

（2）受疫情影响，且考虑房地产周期本身特征，假设 1 季度房地产投资增速为-5%。则 2-4 季度房地产投资增速须达到 9.7%，才能完成“十三五”需要的房地产投资规模。

（3）另一个角度，假设因疫情影响 2020 年 1 季度 GDP 同比为 3%，若完成“十三五”则需要 2020 年 2-4 季度 GDP 增速达 6.3%，相应的 2-4 季度房地产投资增速应达到 9%，政策空间依然存在。

因此，要完成“十三五”目标，无论从房地产本身角度还是从 GDP 逆周期调控角度，2020 年房地产调控空间都非常充分。

三、房地产调控政策工具及时点：充足必要。房地产调控工具主要有资金（首付款、房贷利率）、税收（契税、印花税）和供给（保障房、准入制度）等。未来因城施策政策较大的发挥空间即在于供给方面。房地产调控时点大都为销售数据底部区间。

风险提示：政策力度不达预期

目录

一、中国房地产市场现状：整体底部+分线分化.....	4
1、2015-2019 年房地产周期底部.....	4
2、分线分化趋势.....	5
二、内外部冲击和“十三五”任务：房地产政策空间较大.....	7
1、房地产投资与增长数据同步.....	7
2、完成“十三五”目标需要多少房地产投资？.....	7
3、疫情冲击对 2-4 季度房地产投资影响.....	9
3、房地产政策逆周期调控空间.....	10
三、房地产调控政策工具及时点：充足必要.....	11
1、房地产相关政策种类.....	11
2、房地产政策工具特点.....	11
3、房地产政策调控时点.....	16

图表目录

图 1	2005-2019 房地产开发投资完成额、房屋新开工面积、商品房销售面积累计同比	4
图 2	商品房销售面积同比	5
图 3	一二、三四线城市销售面积同比	5
图 4	一线城市商品房成交面积同比	6
图 5	房地产开发投资和增长	7
图 6	房地产开发投资完成额、商品房销售面积累计同比	16
表 1	2020 房地产增速估计	8
表 2	2010-2019 房地产各项指标各月均值占比	9
表 3	2020 房地产投资需要量估计	10
表 4	2020 年 2-4 季度房地产投资增速估计	10
表 5	中央房地产政策	12
表 6	一线城市房地产政策	13
表 7	二线城市房地产政策	14

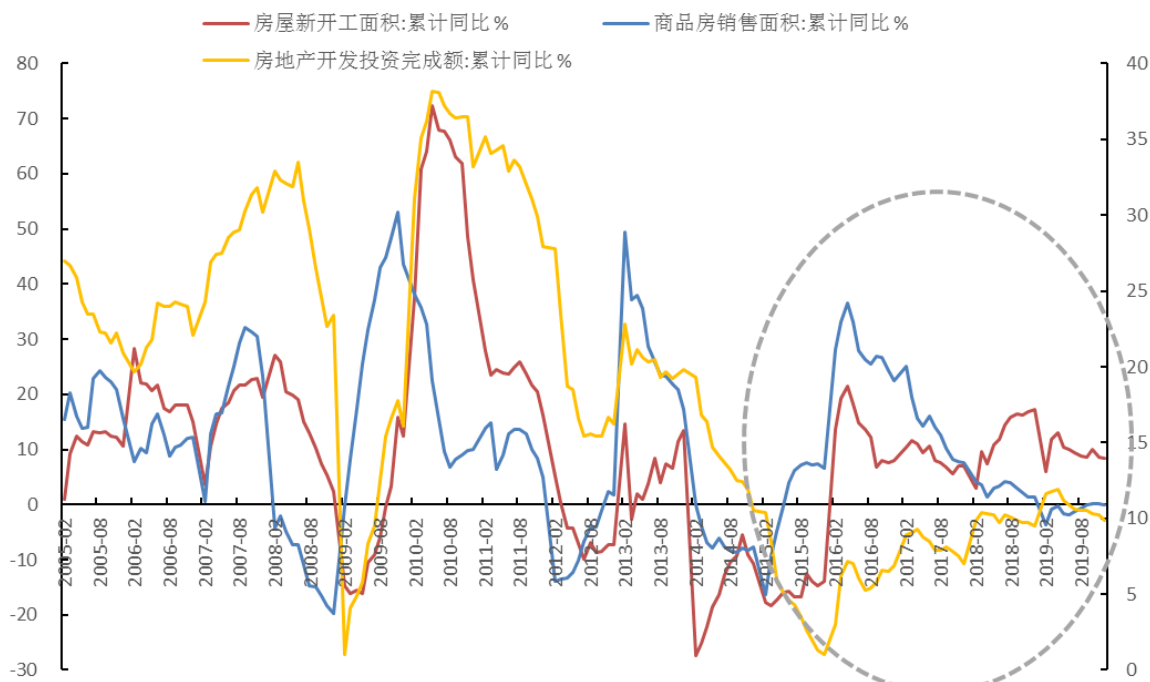
一、中国房地产市场现状：整体底部+分线分化

1、2015-2019 年房地产周期底部

当前中国房地产周期处于底部区间。2015-2019 年房地产周期持续时间较长，由于 2016 年棚改及去库存政策导致三四线及以下城市房地产销售大涨，而三四线及以下房地产销售面积占整体销售面积 65%-70%，因此三四线城市销售厚尾导致本轮房地产周期整体厚尾现象严重。

厚尾现象有多严重？从历史经验来看，中国房地产周期总体时长为 38-48 个月左右。房地产核心指标中，销售、新开工、投资等数据都呈现高峰厚尾现象，数据从底部到顶部的时长大概是从顶部回落到新底部的一半，假设房地产周期时长 46 个月，那么顶部回落时长为 30 个月。但是本轮房地产周期销售数据顶部回落时间已经达 40 个月以上。房地产销售作为前瞻指标发生厚尾，则房地产新开工和投资也即呈明显厚尾，如 2018 年新开工逆势上行主要反映 2017 年三四线城市销售上涨。

图 1 2005-2019 房地产开发投资完成额、房屋新开工面积、商品房销售面积累计同比

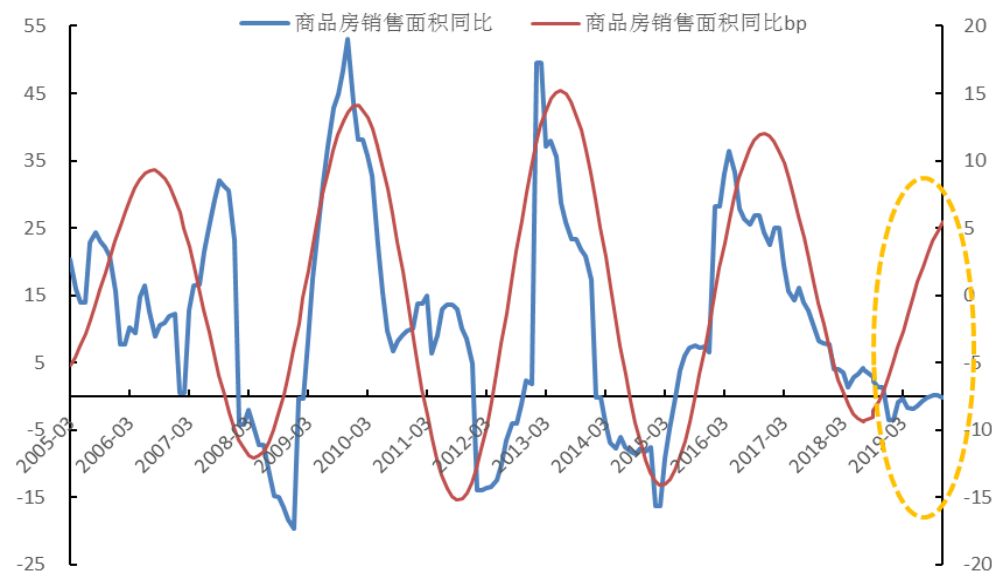


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

厚尾现象有何影响？厚尾则代表本轮周期可行消费域被扩大，导致后期消费乏力。2019 年全年房地产销售同比大都在 0 以下震荡，我们对数据做滤波处理则表现的更加清晰，本轮地产厚尾现象严重，区别于之前的“瘦长”形状。房地产销售底明显滞后于按照历史规律出现的底，且按照历史规律，2019 年下半年房地产销售应

该趋势向上，但直至 2020 年初依然处于负增长状态，加之疫情影响，未来短期房地产销售将呈拖累形式。房地产销售不足则相应新开工和投资则后继乏力。

图 2 商品房销售面积同比



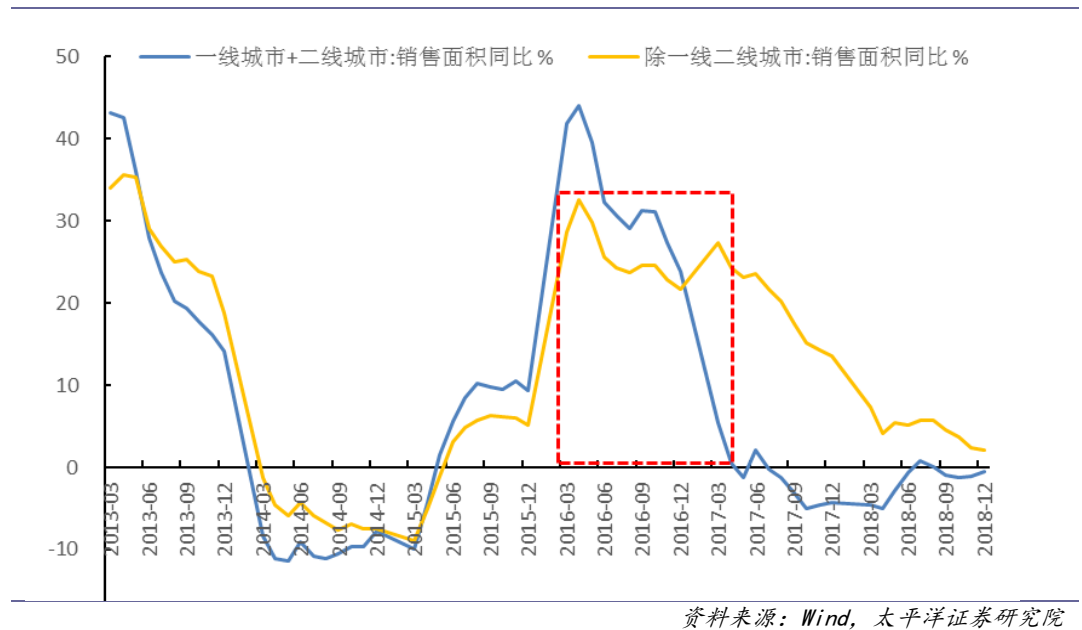
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2、分线分化趋势：一二线和除一二线城市分化

厚尾导致透支未来消费空间，分线城市分化是造成厚尾现象的主要原因。三四线及以下城市房地产销售同比于 2016 年 4 月达到顶部，后于 2017 年 3 月达到新的顶部，出现了双顶现象，这种现象在历史上并未出现过，主要原因是棚改去库存对三四线城市销售起了放大作用，也即超出了消费可行域，透支部分未来消费。

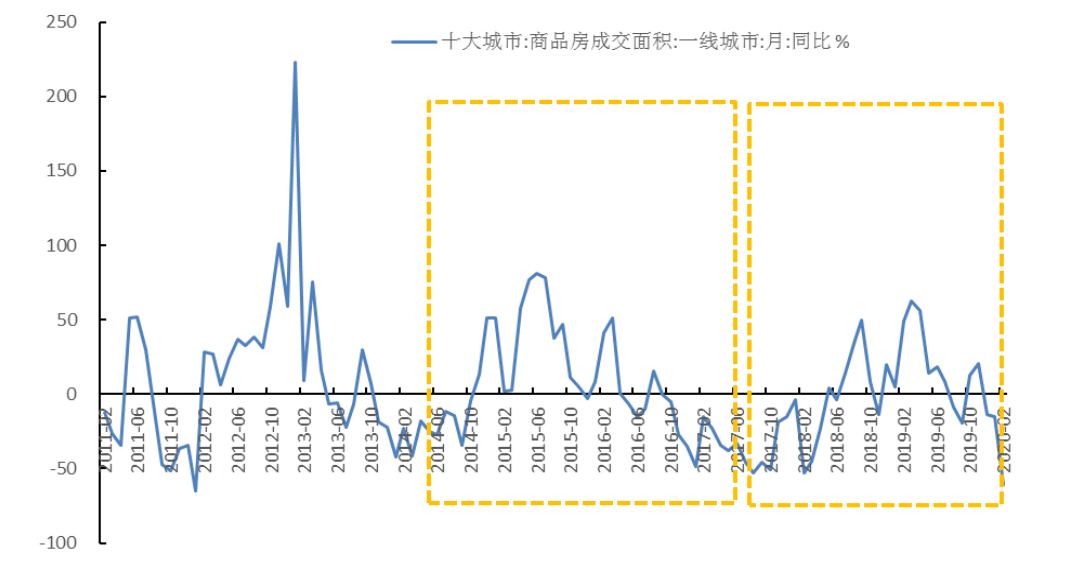
分线分化不仅导致整体房地产厚尾现象，而且改变了未来房地产分析和投资的逻辑。在 2015 年之前的房地产周期中，一二三四线城市各种指标同起同落，因此我们做房地产分析看总量指标就可以达到很高准确性，但是 2015 年房地产周期出现了分线分化现象，由于惯性思维导致 2018-2019 年的房地产分析均出现较大偏误。考虑到房地产分化主要表现在一二线和除一二线之外的分化，因此更加合理的分析框架为：将一二线和除一二线之外的分别来看，之后将二者加总。

图 3 一二、三四线城市销售面积同比



未来一二线城市销售下行，三四线下行后有上行趋势。分线来看，一二线城市房地产销售增速 2016 年 4 月到达顶部后逐步回落，2017 年四季度达到底部区域之后上行，直至 2019 年中达到顶部之后回落，目前一二线城市房地产销售处于下行阶段。三四线城市销售同比分别于 2016 年 4 月和 2017 年 3 月达到双顶，2017 年 3 月之后逐步回落，2018 年仍呈低增长，2019 年全年则逐步回落，综合其双顶+厚尾现象，若无其他影响三四线未来将呈下降后逐步上升趋势。

图 4 一线城市商品房成交面积同比



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

以上为目前中国房地产市场现状分析，考虑到内外部疫情影响冲击，未来房地产形势不容乐观，接下来简要分析疫情影响和房地产政策空间。

二、内外部冲击和“十三五”任务：房地产政策空间较大

1、房地产投资与增长数据同步

根据历史数据，中国经济周期很大程度即为房地产周期，中国增长指标（GDP、工业增加值）跟房地产投资较为同步。消费数据较为平稳波动性较小，出口主要由外需决定，投资波动率较大因此很大程度上影响了经济周期。投资是政策弹性最大部门，若受到不可抗力等原因引起经济大幅波动，投资依然是政策把控主线。投资结构中，制造业投资主要集中于中小企业且受总需求影响较大，基建杠杆作用相对较小，因此房地产依然是弹性最大部门。

因此，房地产调控对于完成“十三五”任务的有效性和必要性兼备。

图 5 房地产开发投资和增长



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2、完成“十三五”目标需要多少房地产投资？

假设我们完成“十三五”目标则需要2020年增长达到约5.6%，2020年全年房地产投资需达到7%左右。

通过3种方法推算若完成“十三五”目标需要多少房地产投资。

方法 1：支出法 GDP 与固定资本形成、固定资本形成与固定资产投资、固定资产投资与房地产投资，四者存在相对稳定的比例关系。通过完成 5.6%增速需要多少 GDP 倒推房地产投资规模。

2020 年不变价 GDP=2019 年不变价 GDP*1.056=941,578（亿元，下同）

2020 年支出法 GDP=2020 年不变价 GDP*1.04=979,241

2020 年固定资本形成=2020 年支出法 GDP*0.43=421,0734

2020 年固定资产投资=2020 年固定资本形成/0.595=707,687

2020 年房地产投资=2020 年固定资产投资*0.2=141,537

2020 年房地产投资增速=141,537/132194-1=7.07%

方法 2：利用房地产投资与 GDP 的弹性关系，倒推 2020 年需要的房地产投资规模。

2020 年支出法 GDP=979,241（同上）

2020 年支出法 GDP 变化=979,241-2019 年 GDP=51,929

2020 年房地产投资变化=2020 年支出法 GDP 变化*17.97%（弹性系数）=9,329

2020 年房地产投资增速=（9,329+13,2194）/132,194-1=7.06%

方法 3：通过固定资本形成与支出法 GDP 弹性、房地产投资与固定资本形成弹性，倒推 2020 年需要的房地产投资规模。

2020 年支出法 GDP 变化=51,929（同上）

2020 年固定资本形成变化=2020 年支出法 GDP 变化*45.4%（弹性系数）=23,577

2020 年房地产投资额变化=2020 年固定资本形成变化*39.82%（弹性系数）=9,388

2020 年房地产投资增速=（9,388+13,2194）/132,194-1=7.10%

综合以上三种方法，如若完成“十三五”规划，则需要 2020 年房地产投资增速达到 7%左右。

表 1 2020 房地产增速估计

方法1：支出法GDP与固定资本形成，固定资本形成与固定资产投资，固定资产投资与房地产投资，四者存在相对稳定的比例关系。通过达成5.6%增速需要多少GDP倒推房地产投资规模。 2020年不变价GDP=2019年不变价GDP*1.056=941,578（亿元，下同） 2020年支出法GDP=2020年不变价GDP*1.04=979,241 2020年固定资本形成=2020年支出法GDP*0.43=421,0734 2020年固定资产投资=2020年固定资本形成/0.595=707,687 2020年房地产投资=2020年固定资产投资*0.2=141,537 2020年房地产投资增速=141,537/132194-1=7.07%								
2019年不变价GDP（亿元，下同）	2020年不变价GDP同比%	2020年不变价GDP	2020年支出法GDP	固定资本形成总额	固定资产投资额	2020年需房地产投资额	2019年房地产投资额	2020年需要房地产投资增速%
891646.10	5.60	941578.28	979241.41	421073.81	707687.07	141537.41	132194.26	7.07
方法2：利用房地产投资与GDP的弹性关系，倒推2020年需要的房地产投资规模。 2020年支出法GDP=979,241（同上） 2020年支出法GDP变化=979,241-2019年GDP=51,929 2020年房地产投资变化=2020年支出法GDP变化*17.97%（弹性系数）=9,329 2020年房地产投资增速=（9,329+13,2194）/132,194-1=7.06%								
2019年不变价GDP	2020年不变价GDP同比%	2020年不变价GDP	2020年支出法GDP	2020年支出法GDP变化	2020年房地产投资额变化	2020年房地产投资额	2019年房地产投资额	2020年需要房地产投资增速%
891646.10	5.60	941578.28	979241.41	51929.47	9329.56	141523.83	132194.26	7.06
方法3：通过固定资本形成与支出法GDP弹性、房地产投资与固定资本形成弹性，倒推2020年需要的房地产投资规模。 2020年支出法GDP变化=51,929（同上） 2020年固定资本形成变化=2020年支出法GDP变化*45.4%（弹性系数）=23,577 2020年房地产投资额变化=2020年固定资本形成变化*39.82%（弹性系数）=9,388 2020年房地产投资增速=（9,388+13,2194）/132,194-1=7.10%								
2019年不变价GDP	2020年不变价GDP同比%	2020年不变价GDP	2020年支出法GDP	2020年支出法GDP变化	2020年固定资本形成变化	2020年房地产投资额变化	2020年房地产投资额	2020年需要房地产投资增速%
891646.10	5.60	941578.28	979241.41	51929.47	23577.27	9387.52	141581.79	7.10

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3、疫情冲击对2-4季度房地产投资影响

假设1季度房地产投资增速为-5%，2-4季度房地产投资增速须达到9.7%，才能完成“十三五”需要的房地产投资规模。

从2010-2019年均值来看，房地产销售、新开工、投资、土地购置等核心指标1季度占比15%左右，占比相对其他季度小，4季度各指标占比30%左右，尤其房地产销售明显倾向于4季度。而疫情影响主要表现在1季度。接下来我们量化测算疫情对房地产投资的影响。

表2 2010-2019 房地产各项指标各月均值占比

2010-2019 均值	商品房销售面积		房屋新开工面积		房地产开发投资		本年购置土地面积		土地购置费	
1-2月(占比)	7.63	15.89	9.58	18.22	8.22	16.25	9.53	16.14	5.81	13.81
3月	8.26		8.64		8.03		6.61		7.99	
4月	6.85		8.45		7.35		6.41		7.30	
5月	7.34	24.79	9.60	29.37	8.85	28.07	8.84	26.42	9.44	29.47
6月	10.60		11.32		11.87		11.17		12.72	
7月	7.18		8.49		8.66		7.80		8.96	
8月	7.32	24.76	8.64	26.27	9.09	27.98	8.84	25.66	9.76	29.40
9月	10.26		9.14		10.23		9.03		10.69	
10月	8.76		7.66		9.00		7.91		8.89	
11月	10.15	34.57	9.10	26.14	9.37	27.70	11.18	31.78	10.02	27.32
12月	15.65		9.38		9.33		12.69		8.41	

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

由上文可知, 未来一二线城市为下行趋势, 三四线城市则为下行后缓慢上涨, 结合 2019 年数据特点, 2019 年全年房地产销售低迷, 新开工增速回落, 2020 年全年房地产投资有下行趋势。受到疫情影响, 我们假设 1 季度房地产投资同比增速为-5%。

从房地产销售数据来看, 投资数据未来并不乐观, 我们的假设相对中性。1-2 月百强房地产企业销售面积同比增速-25%, 百强房地产企业销售面积占全国 75%左右, 因此计算 1-2 月全国房地产销售同比增速约-30%, 考虑到 3 月仍受一定影响, 1 季度全国房地产销售面积约-35%。

我们基于以上测算和假设, 2-4 季度房地产投资增速须达到 9.71%。考虑到 2020 年房地产投资不容乐观, 很难达到 2019 年 9.9%的增速, 因此未来房地产政策空间较大。

表 3 2020 房地产投资需要量估计

	2020年房地产投资额(亿元)	2020年房地产投资增速%
全年	141523.83	7.06
1季度(假设-5%)	22612.77	-5.00
2-4季度	118911.06	9.71

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

3、房地产政策逆周期调控空间

另一个角度, 假设因疫情影响 2020 年 1 季度 GDP 同比为 3%, 若完成“十三五”则需要 2020 年 2-4 季度 GDP 增速达 6.34%, 相应的 2-4 季度房地产投资增速应达到 9%, 政策空间依然存在。

表 4 2020 年 2-4 季度房地产投资增速估计

2019年2-4季度 不变价GDP（亿 元，下同）	2020年2-4 季度不变价 GDP同比%	2020年2-4季 度不变价GDP	2020年2-4季 度固定资本形 成总额	2020年2-4季 度固定资产投资 额	2020年2-4季 度房地产投资 额	2019年2-4季 度房地产投资 额	2020年2-4季 度房地产投资 增速%
738541.59	6.34	785069.71	351083.18	590055.76	118011.15	108391.35	8.88

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

综上，我们通过房地产本身和 GDP 角度测算，若完成“十三五”目标 2020 年 2-4 季度房地产投资增速至少为 9%。但值得注意的是，从房地产投入产出模型（《房地产投入产出模型：房地产回落将主要影响哪些行业？》）来看，我国房地产投资对 GDP 的效率未来有下降趋势，因此若效率有大幅波动，则需要更大的房地产投资增速来支撑。

三、房地产调控政策工具及时点：充足必要

1、房地产相关政策种类

从影响房地产的主要政策来看，主要分为房地产政策和货币政策。房地产政策主要有中央政策和地方政策，货币政策主要由央行执行的降准降息等。中国房地产政策和货币政策一般是同向、大部分时间同时，主因中国房地产周期在历史上很大程度代表中国经济周期，而货币政策和经济周期为一个硬币的两面。

从房地产政策制定机构来看，主要分为中央政策和地方政策。其中中央政策主要有金融、土地等政策，中央政策力度相对地方政策具有决定性影响，地方政策主要有交易税等政策，是因城施策的重要表现。

从房地产政策影响力度来看，主要分为刺激和普通。房地产刺激政策主要有 2009 年 4 万亿和 2016 年棚改货币化去库存，房地产普通政策主要有降低首付比和限购限贷等。

2、房地产政策工具特点

从历史经验来看，房地产政策调控都是国家层面发起各部门配合，主要涉及部门为：国务院、财政部、住建部、央行、银监会、国土资源部。按照房地产政策工具的性质，房地产政策包括需求和供给两方面，需求面主要为资金和税收方面支持，供给方面则为保障房和棚改等，需求方政策相对影响力度更大，但未来供给方政策也有很大发挥空间。

资金：首付款、房贷利率、信贷政策等

税收：契税、营业税、印花税、土地增值税等

供给：保障房、棚改、租赁政策等

2019 年中央经济工作会议强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，

全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制”。未来对于房地产的定位不会改变，房住不炒；房价地价等重要政策指标是民生的重要部分，也会保持在合理范围内；因城施策则根据本地房地产情况有一定灵活性。

未来有哪些政策工具可用？一二线和三四线等有何区别？

(1) 资金：首付款和二套房等政策是十分常见的房地产政策，影响力度相对较大，需谨慎使用。房贷利率主要跟随 LPR 利率，MLF 利率降低因此相应 LPR 利率也有所降低，此外存量贷款 LPR 转换也会对存量房贷利率产生影响。因此房贷利率虽然不如中小企业信贷等受到支持力度大，但是也有一定下降空间。

(2) 税收：税收直接影响房地产交易，对于首次需求和改善性需求都有直接影响。

(3) 供给：未来因城施策政策较大的发挥空间即在于供给方面，保障房、棚改等都是国内外民生政策的重要落实点，未来有继续实施的可能性。发展租赁市场也是我国住房长效机制的重要组成部分，而地方均可根据自己情况灵活实施。

此外，商改住、各种放宽准入等也有参考性，如广州 2019 年 7 月发布《广州市商业、商务办公等存量用房改造租赁住房工作指导意见》，符合相关法律标准的写字楼、商场、酒店等商业项目均可按规定改建为租赁住房。

表 5 中央房地产政策

年份	政策出台时间	政策文件	政策工具	房地产政策主要内容
2008	10月22日	财政部《继续加大保障民生投入力度切实解决低收入群众基本生活》	首付款/契税/印花税/土地增值税	对个人首次购买90平方米及以下普通住房的，契税税率暂统一下调到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。居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房贷款利率的下限扩大为基准利率的0.7倍，最低首付款比例调整为20%，下调个人住房公积金贷款利率，各档次利率分别下调0.27%
	10月22日	中国人民银行《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》（银发[2008]302号）	首付款/房贷利率	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；最低首付款比例调整为20%。下调个人住房公积金贷款利率，其中，五年期以下（含）由现行的4.32%调整为4.05%，五年期以上由现行的4.86%调整为4.59%，分别下调0.27个百分点。
	10月22日	《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》（财税〔2008〕137号）	契税/印花税/土地增值税	个人首次购买90平方米及以下普通住房的，契税税率统一下调到1%，暂免征土地增值税和印花税
	12月20日	《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》（国办发〔2008〕131号）	保障房/信贷/营业税	保障性住房建设；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；支持房地产开发企业合理的融资需求。
	12月29日	《关于个人住房转让营业税政策的通知》（财税[2008]174号）	营业税	个人购买不足2年的非普通住房对外销售全额征收营业税；超过2年的非普通住房或者不足2年的普通住房对外销售差额征收营业税；超过2年的普通住房对外销售免征营业税
2009	5月13日	国土资源部发布《国土资源部关于切实落实保障性安居工程用地的通知》	土地/保障房	加快编制保障性住房用地供应计划，调整土地供应结构，扩大民生用地的比例，确保保障性住房用地的需求
	5月25日	《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发〔2009〕27号）	保障房	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%
2014	9月30日	中国人民银行、中国银监会联合《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	首付款	首套房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，对拥有1套住房并已结清购房贷款的按首套房贷款政策执行，二套房认定标准“认贷不认房”取消了对外地人的限贷政策
	10月9日	住房和城乡建设部、财政部和央行联合《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》	公积金	要求各地放宽公积金贷款条件。今后职工连续缴存6个月即可申请公积金贷款，公积金贷款额度将有所放宽，推进公积金异地使用
	11月24日	《不动产登记暂行条例》（国务院令第656号）	宏观政策	国家实行不动产统一登记制度
2015	3月30日	《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》（财税〔2015〕39号）	营业税	个人购买不足2年的住房对外销售全额征收营业税；超过2年的非普通住房对外销售差额征收营业税，超过2年的普通住房对外销售免征营业税
	3月30日	中国人民银行、住建部和银监会联合《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》	首付款	对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的，第二套最低首付款不低于40%；用住房公积金委托贷款购买的，首套住房最低首付款为20%，拥有1套住房并已结清购房贷款的二套最低首付款比例为30%
	8月27日	财政部、中国人民银行、住房和城乡建设部《关于调整住房公积金个人住房贷款购房最低首付款比例的通知》（建金[2015]128号）	首付款	对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的，再次申请住房公积金委托贷款购买住房的，最低首付款比例由30%降低至20%
	9月24日	《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》	首付款	在非限购城市，居民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%；各省结合当地实际情况自主确定辖内住房最低首付款比例。
2016	2月2日	国土资源部、财政部、人民银行、银监会《关于加强土地储备与融资管理的通知》（国土资发〔2012〕162号）	土地政策	加强土地储备机构管理，列入名录的土地储备机构可以向银行业金融机构贷款。
	2月17日	《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》（财税[2016]23号）	契税/营业税	个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米及以下的减按1%征收契税，90平方米以上的减按1.5%征收契税；购买第二套住房，面积为90平方米及以下的减按1%征收契税，90平方米以上的减按2%征收契税；个人销售不足2年住房的全额征收营业税，2年以上免征营业税
	3月25日	《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综[2016]11号）	棚改	推进棚户区改造货币化安置，切实化解存量商品住房；对棚户区改造项目实行减免优惠政策
	5月17日	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》（国办发〔2016〕39号）	住房租赁	展住房租赁企业，鼓励房地产开发企业开展住房租赁业务，规范住房租赁中介机构，对住房租赁给与各种税收优惠

资料来源：公开资料整理

表 6 一线城市房地产政策

城市	年份	政策出台时间	政策文件	政策工具	房地产政策主要内容
北京	2010	9月29日	《关于转发《财政部 国家税务总局 住房和城乡建设部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》》	契税	对个人购买普通住房，减半征收契税，购买90平方米及以下普通住房，减按1%税率征收契税。
	2011	2月15日	《北京市人民政府办公厅关于贯彻落实国务院办公厅文件精神进一步加强本市房地产市场调控工作的通知》	保障房/住房租赁	1. 建立和完善基本住房制度 2. 大力发展公共租赁住房，运用土地供应等政策措施，吸引机构投资者参与公共租赁住房的建设和运营
	2013	3月30日	《北京市人民政府办公厅贯彻落实《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》精神进一步做好本市房地产市场调控工作的通知》	棚改/保障房	1. 进一步加大保障性安居工程建设力度。落实建设筹集各类保障性住房任务。 2. 推进新增五片棚户区改造，开展非成片棚户区和危旧房改造。
	2013	3月31日	《北京市住房和城乡建设委员会关于进一步做好房地产市场调控工作有关税收问题的公告》	土地增值税	房地产开发企业按照政策规定销售各类保障性住房取得的收入，暂不预征土地增值税。
	2016	9月30日	《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的若干措施》	住宅供应	加大住宅用地供应力度，保证套型建筑面积90平方米以下住房面积所占比重不低于70%

上海	2008	10月23日	《上海市人民政府办公厅转发市建设交通委等五部门关于促进本市房地产市场健康发展若干意见的通知》	契税/印花税/土地增值税/首付款/公积金贷款	1. 个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的，契税下调到 1%。2. 个人销售或购买住房暂免征收印花税、土地增值税。3. 居民购买普通自住房最低首付款比例调整为 20%。4. 下调个人住房公积金贷款利率。5. 个人将购买超过 2 年的普通住房对外销售的不负担营业税等
	2009	12月28日	《市政府办公厅转发关于本市贯彻国务院常务会议精神进一步促进房地产市场健康发展实施意见的通知》	保障房	建立和完善住房保障体系，全面推进包括廉租房等保障性住房建设。进一步加大经济适用住房工作推进力度，根据实际情况，逐步放宽准入条件，扩大经济适用住房的建设和供应规模。
	2012	7月27日	《市政府办公厅关于进一步严格执行房地产市场各项调控政策的通知》	保障房	加快住房用地供应，确保保障性住房和普通商品住房用地供应规模，优化住房用地供应结构。
	2013	3月30日	《市政府办公厅印发本市贯彻《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》实施意见》	棚改/保障房	全力推进大型居住社区建设和旧区改造。优化共有产权保障住房（经济适用住房）、公共租赁住房申请分配工作。全面推进旧区改造工作，逐步推开郊区城镇棚户简屋改造。
	2016	3月24日	《关于进一步完善本市住房市场体系和保障体系促进房地产市场平稳健康发展的若干意见》	住宅供应	增加商品住房用地供应，提高商品住房用地的中小套型比例，中心城区不低于 70%，郊区不低于 60%（供需矛盾突出的郊区，供应比例提高到 70%）。
	2016	10月8日	《市住房城乡建设管理委、市规划国土资源局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》	住房供应/保障房	进一步加大商品住房用地供应力度。进一步增加商品住房用地中保障性住房（含人才公寓）配建的比例和房地产开发企业自持住房的比例。
深圳	2011	3月29日	《关于进一步做好我市房地产市场调控工作确保年度新建住房价格控制目标的通知》	住宅供应	进一步加大安居型商品房用地供应力度，确保各类保障性住房和中小套型商品住房用地不低于年度住房建设用地供应总量的 70%。
	2013	4月10日	《深圳市人民政府办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》	保障房/住宅供应	进一步加大公共租赁住房、安居型商品房和普通商品住房用地供应力度，确保各类保障性住房和中小套型普通商品住房用地不低于年度总量的 70%。
	2016	4月13日	《深圳市人民政府办公厅关于完善住房保障体系促进房地产市场平稳健康发展的意见》	保障房	加大保障性安居工程建设力度，进一步完善多渠道、分层次、广覆盖的住房保障体系。
	2016	10月18日	《深圳市人民政府办公厅转发市规划国土委等单位《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》的通知》	住宅供应	增加中小户型、中低价位普通商品住房的供应。新增商品住房项目，套内建筑面积在 90 平方米以下的普通住房的建筑面积和套数占比不低于商品住房项目总建筑面积和总套数的 70%。
广州	2011	2月23日	《关于贯彻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的实施意见》	保障房	进一步加大保障性安居工程建设力度，通过新建、改建、购买、长期租赁和利用空置直管房等方式，多渠道筹集保障性住房，逐步扩大住房保障覆盖面。
	2013	3月31日	《关于贯彻广东省人民政府办公厅转发国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作通知的实施意见》	保障房/优先贷款	1. 确保各类保障性住房和中低价位、中小套型普通商品住房用地供应比例不低于住房用地供应总量的 70%。2. 对中小套型住房套数达到项目开发建设总套数 70%以上的普通住房建设项目，银行业金融机构要优先支持其开发贷款需求。

资料来源：公开资料整理，太平洋证券研究院

表 7 二线城市房地产政策

城市	年份	政策出台时间	政策文件	政策工具	房地产政策主要内容
杭州		2010	1月8日	棚改/ 购房补贴/ 公积金贷款/ 住房租赁/ 营业税/ 房产税/ 印花	1. 增加保障性住房房源。2. 支持自住、改善型住房需求，给予 1. 3% 的购房补贴。3. 每户公积金贷款最高额度为 80 万元，个人最高额度为 50 万元。住房公积金贷款最长期限上调。4. 对个人出租住房不分用途，营业税在 3% 的基础上减半征收，房产税按 4% 的税率征收，免征城镇土地使用税；对个人出租、承租住房签订的租赁合同，免征印花
		2015	6月24日	棚改	1. 优先安排棚户区改造安置房建设用地。2. 棚户区改造项目
		2016	2月29日	棚改/ 首付款/ 公积金/ 契税/ 营业税/ 住房租赁	1. 积极推进棚户区改造项目货币化安置。2. 个人住房贷款最低首付款比例降至下限。3. 支持职工使用公积金贷款购买二手房，贷款年限总和限制从 40 年放宽到 50 年，最低首付款比例降到 20%。4. 降低契税税率。5. 个人将购买 2 年（含）以上的住房对外销售的，免征营业税。6. 鼓励个人或机构购买库存商品住房开展租赁业务。
成都	2015	4月22日	《成都住房公积金管理中心关于贯彻落实《关于进一步提高住房公积金使用效率促进住房消费实施意见的通知》的通知》	首付款/ 担保费	1. 降低住房贷款首付款比例，购买首套住房的首付款比例不得低于 2 成；已有一套住房并已结清住房贷款余额的不得低于 3 成；已有一套住房但未结清相应住房贷款余额的不得低于 4 成。2. 停止向借款人收取期房阶段性担保费

	2015	7月6日	《成都住房公积金管理中心关于调整我市单笔住房公积金贷款最高额度的通知》	公积金贷款	单笔住房公积金贷款最高额度 50 万元提高到 60 万元
重庆	2016	1月8日	《重庆市人民政府办公厅关于进一步加快推进国有企业棚户区改造工作的通知》	棚改	1. 加大财政补助力度。2. 落实税费减免。严格执行国家及市级有关棚户区改造项目税费优惠政策。企业参与国有企业棚户区改造，符合规定的棚户区改造支出，准予在企业所得税前扣除。
	2017	4月14日	《重庆市人民政府办公厅关于促进全市商业商务房地产市场平稳健康发展的意见》	商业房/首付款/购房补贴	1. 支持实施商业商务用房转型。2. 支持开发企业自持经营商业商务用房。3. 购置首付款比例下调，加快信贷投放，延长还贷周期。4. 给予一般纳税人补贴。
	2018	6月22日	《重庆市人民政府办公厅关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》	住房租赁/保障房	1. 大力培育和发展住房租赁市场，提高保障性住房保障力度 2. 有序实施年度土地供应计划，加快主城区住房用地供应，增加商品住房有效供给。
武汉	2010	1月19日	《市人民政府关于大力推进保障性住房建设促进房地产市场健康发展的意见》	保障房/住房租赁/契税	1. 扩大住房保障覆盖面，保障性住房供应量不少于全市住房供应总量的 20%。2. 着力发展公共租赁住房，落实支持公共租赁住房建设的税收优惠政策。3. 减征契税
	2011	2月18日	《市人民政府办公厅关于贯彻落实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的意见》	保障房	加大保障性安居工程建设力度。
	2013	11月18日	《市人民政府办公厅关于进一步加强房地产市场调控工作的意见》	保障房	增加住房用地供应，特别是加大保障性住房和中低价位、中小套型普通商品住房用地供应力度。
西安	2008	9月4日	《关于恢复房地产业发展的若干意见》	首付款/贷款利率/土地收益金	1. 下调贷款利率和首付款比例，给予购房补贴 2. 鼓励已购公有住房上市交易，首次上市交易时，土地收益金按交易价格的 1%计收。
	2010	4月28日	《西安市人民政府关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的若干意见》	保障房/土地收益金	1. 加大保障性住房建设力度，更好地解决中低收入家庭住房困难。2. 鼓励已购公有住房上市交易，已购公有住房首次上市交易时，土地收益金减半收取。
	2013	11月22日	《西安市人民政府办公厅关于进一步做好房地产市场调控工作的意见》	保障房	增加普通住房用地供应，优先向保障房项目供地。建立保障房土地储备制度，优先向保障房项目供地。
苏州	2019	5月11日	《市政府关于进一步促进全市房地产市场持续稳定健康发展的补充意见》	土地出让报价规则	将土地出让报价条件从定值调整为区间设置。
天津	2011	2月28日	《关于贯彻国务院办公厅文件精神进一步做好我市房地产市场调控工作的实施意见》	保障房	加大保障性住房建设力度，大力发展公共租赁住房。扩大住房保障范围，建立分层保障，应保尽保，租、售、补相结合的住房保障体系。
	2013	3月31日	《天津市人民政府办公厅关于进一步做好我市房地产市场调控工作的实施意见》	保障房	继续加大住房用地供应，继续加大普通商品住房及保障性住房供应。保障性住房和中小套型普通商品住房供地占住房建设用地年度供应总量的 70%以上。
	2014	10月17日	《市国土房管局等六部门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》	契税/保障房	1. 加大税收政策支持力度，降低契税税率。2. 增加保障性住房、普通商品住房及用地供应
南京	2009	12月25日	《关于支持自住型和改善型住房消费促进房地产市场平稳健康发展的意见》	购房补贴/住房供应	1. 给予房款 0.5%-1%的购房补贴。4. 增加普通商品住房供应。建立行政审批事项集中会商机制，提高行政服务效率。
	2018	12月24日	《关于完善我市房地产市场调控工作的意见》	税收补贴/印花税/土地增值税/契税	1. 对个人转让 2 年以上住房取得的所得，其缴纳的个人所得税根据地方分成部分给予补贴。2. 对个人销售或购买住房暂免征收印花税。3. 对个人销售住房暂免征收土地增值税。4. 契税税率由 4%调整为 3%。
	2013	11月24日	《市政府关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》	保障房	住宅用地供应规模增加 10%。进一步优化供应结构，切实加大中低价位、中小户型住房用地供应规模，对保障性住房用地做到应保尽保
	2014	9月20日	《市政府关于保持我市房地产市场健康发展的通知》	棚改/保障房	加快危旧房棚户区改造，不断加大对中小套型普通商品住房和保障性安居工程建设的支持力度。
长沙	2008	7月20日	《长沙市人民政府关于促进我市房地产业健康发展的若干意见》	交易税/棚改	1. 二手房交易综合税下调为 1.1%。二手商品房交易营业税给予全额补贴。2. 棚户区拆迁安置原则上实行货币补偿。补偿款免征个人所得税和契税。
东莞	2009	3月3日	《关于转发省府办公厅《关于促进我省房地产市场平稳健康发展的若干意见》的通知》	购房补贴/公积金贷款/契税	1. 鼓励普通商品住房消费，给予优惠政策。2. 住房公积金贷款上限上浮 10 万元-20 万元，住房公积金贷款年限延长至 30 年。3. 个人首次购买普通住房，其契税按 1%征收。
	2010	3月28日	《转发国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》	保障房/棚改	1. 落实棚户区改造项目税费减免政策。2. 建立健全保障性住房用地协调机制，及时落实保障性住房建设的用地需求和建设资金。
	2011 年	6月24日	《关于进一步做好房地产市场调控工作实施意见的通知》	住房租赁	落实国家的税费优惠政策，提高公共租赁住房对社会资本的吸引力，引导各类主体参与公共租赁住房建设。
青岛	2013	5月9日	《关于继续做好房地产市场调控工作持续推进房地产市场平稳健康发展的意见》	保障房	加快形成保障性住房实物供应量，年内配租配售保障性住房不少于 9000 套。

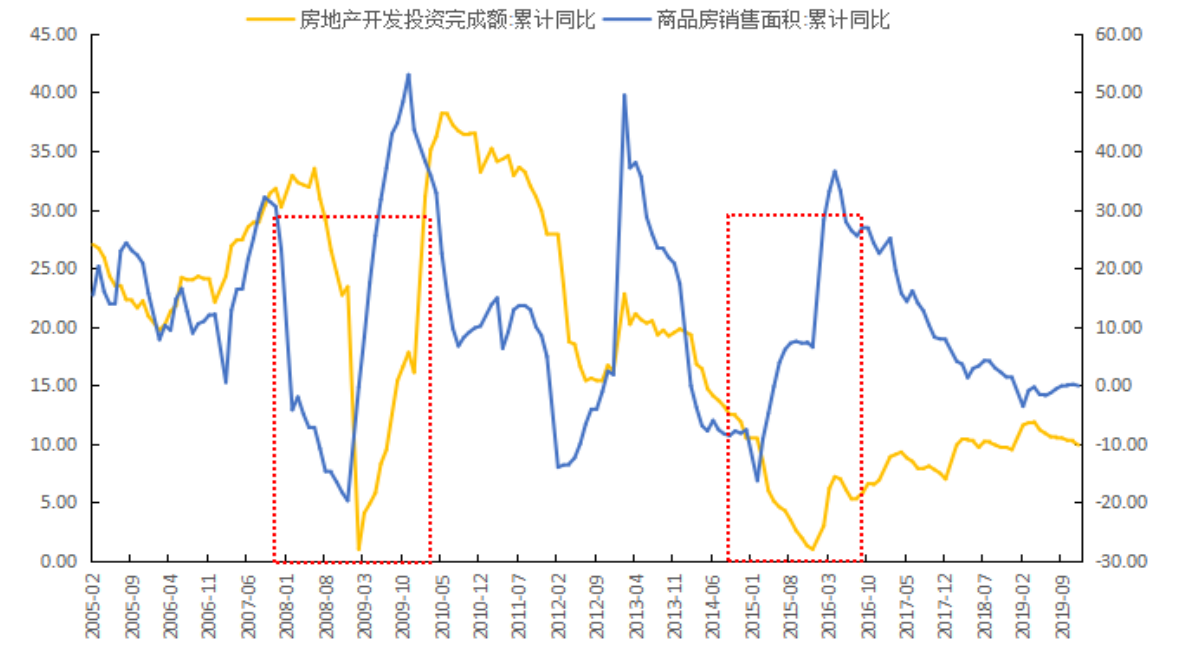
沈阳	2016	3月28日	沈阳市人民政府办公厅关于促进房地产市场健康发展的实施意见(试行)	公积金贷款/首付款	1. 加大住房公积金贷款支持力度。2. 实行“认贷不认房”政策，最低首付比例为20%，最高贷款额度提高为单方50万元、双方70万元、三方90万元。
	2008	11月11日	《关于进一步活跃房地产市场的若干意见》	交易税/购房补贴/公积金贷款/首付款/滞纳金	1. 个人存量住房转让所涉及的营业税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加、土地增值税和印花税暂缓征收。2. 实行购房补贴。3. 贷款最高金额上限上调至20万元。商品房贷款最长期限延长到30年，首付款比例调整为20%。4. 鼓励改善性购房。6. 降低滞纳金收取比例。
宁波	2013	3月1日	《宁波市人民政府办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》	保障房	加快普通商品住房和保障性安居工程建设，进一步增加普通商品住房用地供应。
	2016	4月1日	《宁波市人民政府关于深化住房制度改革促进房地产市场平稳健康发展的若干意见》	棚改/交易税/购房补贴/公积金贷款	1. 加大棚户区改造货币化安置力度，加快棚户区改造。2. 落实房产交易税收优惠和购(租)房补贴政策。3. 将购买商业、办公用房购房补贴的比例调整为80%。4. 加大住房公积金对个人购房的支持。5. 加大“公转商”贴息贷款力度，缩短贷款审批时间，加快贷款发放速度。

资料来源：公开资料整理，太平洋证券研究院

3、房地产政策调控时点

房地产政策放松时点都落于房地产销售增速下降区间。

图 6 房地产开发投资完成额、商品房销售面积累计同比



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。