

6月房地产行业研究月报：专题系列

——经济增长、政策调控与房地产周期：历史与展望

陕国投房地产行业研究报告系列

◆ 主要观点：

1、房地产政策具有三大目标：保民生、稳增长、防风险。2010年以来，以上述三大目标为导向，国内房地产市场经历了两轮紧缩性政策与两轮宽松性政策。

2、房地产政策无法完全解释房地产周期，在国内城镇化稳步发展的条件下，经济的增长及预期成为影响房地产需求的关键因素。

3、宽松性调控政策将延续，但进一步的刺激空间已不大。房地产调控措施对于抑制市场和促进市场的作用具有非对称性，宽松性市场调控措施可能难以有效推动市场的反弹。

4、从短期看，房地产行业回稳的关键在于疫情的稳定与经济增长预期。从中长期来看，我国房地产市场的结构性特征将更加明显，人口净流入规模大、产业发展潜力强劲的城市将面临更大的房地产发展机遇。

◆ 往期报告：

- 1、政策始见底，市场再下探（2022年5月）
- 2、政策密浪力促发展，谁在裸泳谁能上岸？（2022年4月）
- 3、政策利好促回温，剩余风险需警惕（2022年3月）
- 4、政策调控逐步优化，房地产行业稳字当头（2021年11月）
- 5、房地产企业违约原因与房地产行业前景分析（2021年10月）

研究人员：

王硕 总经理
创新与研究发展部

顾凌骏 博士
gulj@siti.com.cn

刘刚 博士
liug@siti.com.cn

徐一宁 博士
xuyin@siti.com.cn

贺晗
heh@siti.com.cn

高雨欣
gaoyx@siti.com.cn



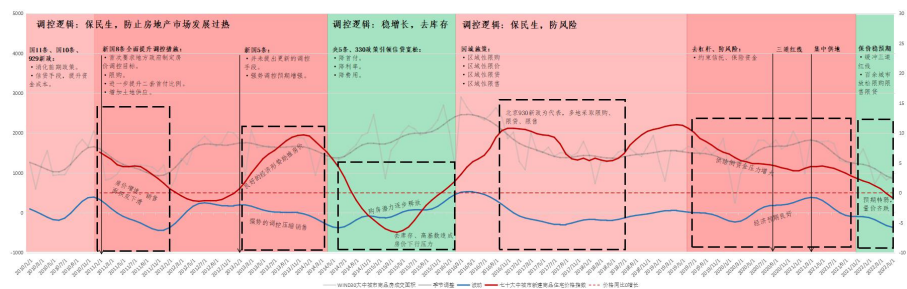
去年底以来，国内房地产政策出现松动迹象，今年3月至6月初，中央及各地政策集中发力，国内房地产市场受到“总量宽松”与“因城施策”两个维度的共同推动。从政策力度来看，累计出台稳楼市政策的城市已达到约150个，涉及限购、限售、首付比例、房贷成本等各方面的放松，首套房贷款利率下限已降至4.25%，达到近20年来的低点。形成鲜明反差的是，房地产市场的拐点迟迟没有出现。自去年房地产债务危机以来，商品房销售面积与价格增速呈现持续下滑的趋势，住宅价格已出现同比下跌。

为什么高强度的政策调控效果不佳？后期政策和行业会如何发展？对于上述问题的解答需要充分理解调控政策的逻辑与房地产周期的成因。

1、房地产政策的三大目标：保民生、稳增长、防风险

梳理国内房地产行业调控政策可以发现三条主线，即保民生、稳增长、防风险。我国政府在上述三大目标间的权衡取舍形成了不同时期房地产政策的主基调和政策周期。梳理近10年以来的房地产调控政策可以清晰地看到两轮紧缩性政策与两轮宽松性政策。

图1：2010年-2022年国内房地产政策周期

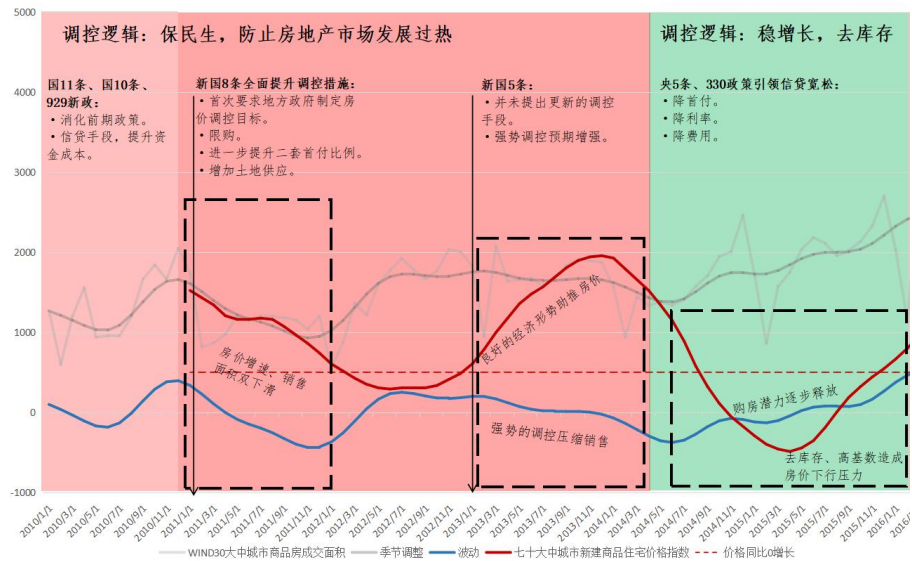


1.1、2009年底-2014年初：保民生，防止房地产市场发展过热

2009年底开始，为消化08年金融危机后的房地产促进政策，我国房地产行业进入了为期4年的紧缩性政策周期。2010年，“国11条”“国10条”和“929新政”从信贷手段提升购房成本，然而并未有效遏制房地产市场过热。2011年1月，“新国8条”的出台全面提升了调控力度。“新国8条”提出了限购措施，并首次要求地方政府制定房

价调控目标，与前期出台的“问责制”共同形成了对地方政府调控房价的严格约束。“新国8条”的出台造成了为期1年的房价增速与销售面积双下滑。2013年2月，“新国5条”的出台虽然未提出新的调控措施，但进一步扩大了限购范围，削弱了市场预期，造成销售面积的下滑。此轮调控的目标旨在抑制房价过快增长，保障民生需求。

图 1-1: 2010 年-2022 年国内房地产政策周期



1.2、2014 年初-2016 年初：稳增长，去库存

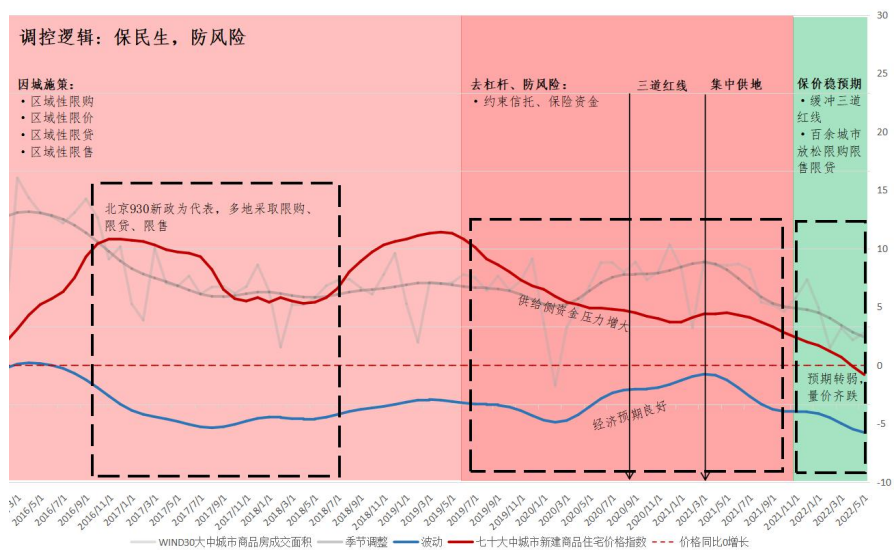
2014 年以来，房地产库存压力逐步增大，“稳增长”需求开启了新一轮扩张性调控。房地产是国民经济的重要支柱，房地产自身占 GDP 的比重在 5%-7%，与房地产直接相关的国有土地使用权出让金收入是财政收入的重要组成部分。“新国 5 条”颁布之后，房地产市场销售面积不断下滑。在稳增长压力下，2014 年 5 月央行出台“央 5 条”，推动房贷正常化，此后，一系列房贷松绑措施促进购房潜力逐步释放。

1.3、2016 年初-2021 年底：保民生，防风险

然而在市场恢复的过程中出现了明显的地区结构性差异，2016 年 3 月，政府工作报告首次提出“因城施策”，通过差别化调控有序化解库存，并遏制部分地区的房价过快上涨。上海、武汉、江苏等地依据因城施策的指导开始收紧房贷政策，然而成效并不明显。直到 2016 年 9 月，以北京“930 新政”为代表，多地采取严格的限购、限贷、限售措施，房价增速、销售面积开始回落。

与之前紧缩性调控不同，本轮房地产调控的另一个主要目标是预防房地产金融风险。2016年9月，银监会在三季度经济金融形势分析会上明确提到“严控房地产金融风险”；《2016第四季度中国货币政策执行报告》也直指楼市风险和泡沫。2019年开始，房地产企业的资金端受到严格约束，融资条件不断收紧；2020年8月，“三道红线”的出台进一步对房企资金端形成了巨大的压力。自2019年中至今，国内房价同比增速已持续3年下滑。

图 1-2: 2010年-2022年国内房地产政策周期



1.4、2020年底以来：稳地价、稳房价、稳预期

“三道红线”的政策影响在2021年中集中爆发，房地产市场预期迅速降温。2021年底以来国内新冠肺炎疫情的反复进一步削弱了经济增长预期。“总量宽松”与“因城施策”两个维度的大力度刺激也未能扭转行业下滑趋势。

2、经济增长与房地产周期

房地产政策周期具有明确的逻辑，能够对房地产业发展产生重要影响。然而，房地产政策无法完全解释房地产周期，尤其是在房价的解释方面。例如，2013年至2014年间，“新国5条”未能遏制房价上涨；2016年底之后，多地采取严格的收缩政策，然而房价增长依然维持高位。其背后的原因一方面是因为潜在的内生性问题，即高房价引致强收缩；另一方面，房地产业的发展具有很强的经济增长驱动性，而调

控政策往往是滞后的。

对比工业增加值产出缺口与销售面积波动可以看到，2013-2018年中工业增加值产出缺口与2014-2019年中间房地产的销售波动具有明显的一致性。对比工业增加值产出缺口与房价同比增速可以看到，2013年-2014年房价的高速上涨对应了同期经济的良好表现；2017至2019年房价高速增长也对应着同期的正向产出缺口。

图2： 房地产销售与产出缺口

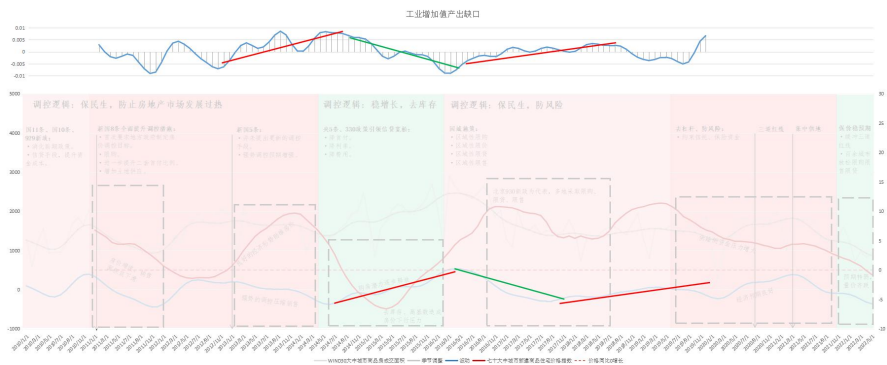
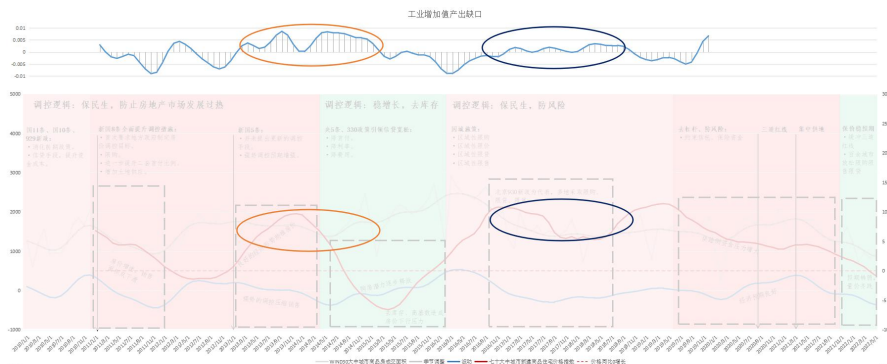


图3： 房价增速与产出缺口



3、未来房地产行业走势预期

3.1、政策预期

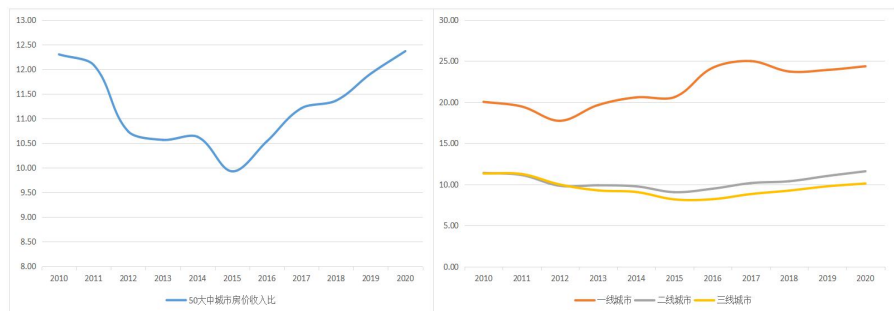
从国内房地产政策的逻辑来看，显然当前处于稳增长阶段，宽松性调控政策将延续，但进一步的刺激空间已不大。从最新的数据看，房价同比已出现下跌，成交量也未见拐点，在稳增长的需求下宽松性政策将继续延续。然而，回顾以往政策周期，贷款管理（包括公积金）、购房资格、出售限制、税费调节是主要的政策调控措施，而年初以来上述举措已全面实施，部分城市的促进措施也层出不穷，未来能够采取的新手

段已不多。

3.2、市场预期

宽松的市场调控措施可能难以有效推动市场的反弹。本轮房地产周期有一个重要的特点，即房价增速的回调已长达3年，这是近10年来从未出现过的。这一现象背后反映的可能不仅仅是行业去杠杆和防风险调控，更反映了经济增长的预期以及房价收入比的不断上升。在这一背景下，购房需求的下降很难通过宽松性调控措施改善。

图4：房价收入比



我们认为，**房地产调控措施对于抑制市场和促进市场的作用具有非对称性**。在需求旺盛时期，限购、限售能够及时、有效地遏制需求（包括炒房需求）。然而**如果是经济预期走弱导致的需求自身不足，此时放开限购、限售只是为需求的增长提供了空间，而非直接提升需求。当需求不足时，给需求提供空间意义并不大。**

贷款政策虽然能够影响购房成本，但是正如2018年央行年度工作会议中指出，“房地产等资产市场天然容易加杠杆，具有买涨不买跌的特征，容易出现顺周期波动和超调，这就使利率等价格调节机制难以有效发挥作用。”从过往十年的数据来看，贷款利率对市场的影响确实也不大。

从短期看，房地产行业回稳的关键在于疫情的稳定与经济增长预期。从近两年的房地产市场行情看，2020年疫情之后国内经济发展趋势向好，一定程度上激发了需求，房价增速也一度回稳。然而，2021年中之后，行业债务危机叠加疫情反复迅速削弱了市场预期，导致市场一路下滑。所以，促进房地产市场的关键是从根本上解决需求转弱的成因，即疫情的稳定与经济增长预期的修复。

从中长期来看，我国房地产市场的结构性特征将更加明显。宏观上

看，我国经济增长将从高速增长转向高质量增长，平稳的经济增速将引导房地产市场的平稳发展。同时，当前的房价收入比也决定了房地产市场高速发展的时代已过去。然而，在区域结构上，人口流动和城市经济发展的差异将成为影响未来我国房地产市场的重要因素。人口净流入规模大、产业发展潜力强劲的城市将面临更大的房地产发展机遇。

4、结论

- 房地产政策具有三大目标：保民生、稳增长、防风险。2010年以来，以上述三大目标为导向，国内房地产市场经历了两轮紧缩性政策与两轮宽松性政策。
- 房地产政策无法完全解释房地产周期，在国内城镇化稳步发展的条件下，经济的增长及预期成为影响房地产需求的关键因素。
- 宽松性调控政策将延续，但进一步的刺激空间已不大。房地产调控措施对于抑制市场和促进市场的作用具有非对称性，宽松性市场调控措施可能难以有效推动市场的反弹。
- 从短期看，房地产行业回稳的关键在于疫情的稳定与经济增长预期。从中长期来看，我国房地产市场的结构性特征将更加明显，人口净流入规模大、产业发展潜力强劲的城市将面临更大的房地产发展机遇。

免责声明：

本资料（以及所有相关附件）应要求而准备，仅供向特定客户提供作为参考，不构成任何证券或其他金融工具的要约、要约邀请、建议或推荐，并不可做类似解释。本资料（以及所有相关附件）未经陕西省国际信托股份有限公司（以下简称“陕国投”）和其关联机构的事先书面同意，不得全部或部分复制或分发于任何人。本资料所包含的信息来源于陕国投认为可靠的数据来源，但陕国投不就资料的准确性或完整性作出任何明示或暗示的陈述或保证。过去表现并不代表未来，陕国投不就未来表现作出任何明示或暗示的陈述或保证。此处的意见或估计可以不经通知而加以修订。陕国投可能在经营范围内不时向本资料提及的公司或证券、金融工具的发行人提供金融服务，或持有该公司或发行人的证券或金融工具，相关信息应要求可提供。陕国投可能发行过其他与此处信息不一致、结论不同的报告，这些报告反映了准备报告的分析师的与此处分析不同的假设、意见和分析方法。本资料描述的条款（以及所有相关附件）仅为供讨论的指示性条款，并且取决于陕国投内部及外部的法律和合规的意见及审批。本资料并未旨在提供您可能所需要的所有信息，在任何情况下，您应就该资料中所提及的交易以及其中所涉及的数据进行自己的调查和分析。任何接收到该材料的人都应该对资料中所描述的交易作出独立的判断以及咨询其自己的专业顾问。陕国投并没有提供任何法律、会计或者监管建议。任何人不能将此材料中任何关于本地法律、会计准则以及法规的相关法律、会计或者监管要求等方面的陈述，意图用作违反所适用之本地法律、会计准则以及法规的用途。资料中的陈述是为了营销或者宣传与陈述相关的交易而写就的。您不应依赖于本处所述之陈述，并且应该根据您所处的具体环境寻求独立的意见。
