

专题报告（房地产）

砥砺前行：房地产政策放松复盘与展望

兴业期货 魏莹

从业资格编号：F3039424

投资咨询编号：Z0014895

2022 年 11 月 10 日

摘要

综合考虑房地产行业基本面恶化的程度，以及地产周期下行对宏观经济的负面影响，本轮地产调控政策潜在的放松空间与放松方向可对标 2008 年与 2014 年两轮地产放松周期。

2008-2009 年，金融危机背景下，宏观政策率先发力，地产调控政策放松紧随其后。中央优先采取放松按揭贷款约束、给与税收优惠等措施刺激地产需求，再多管齐下增强对房企融资的支持力度。政策调整呈现典型的全国性、总量型、近乎一刀切的特征，优点是力度强，见效快，缺点是灵活性差，容易引发房价的快速上涨。

2014-2015 年，房地产行业内生性矛盾突出，地产政策转向先于宏观政策。中央总量型政策与地方“因城施策”相结合，通过放松“四限”政策、按揭贷款约束、降低税费、推进棚改货币化等措施，刺激房地产销售的复苏。同期，良好的债券融资和股权融资环境，叠加银行开发贷政策的支持，以及房地产销售的回暖，房企融资也快速改善。在此阶段，地方政府政策自主性明显提高，总量型政策工具更加丰富，差异化的地方性政策也开始占据重要地位。相比中央总量型政策，地方性政策的优点是灵活，针对性强，缺点是力度轻，见效慢。在这轮放松周期中，中央政策依然占据主导地位。

2021 年四季度至今，地产下行周期的成因更加复杂，所处的宏观环境更加不利，且存在市场参与主体预期走弱，政策限制较多的特征。导致本轮放松政策的效果不及预期。目前政府已就按揭贷款政策、税收政策以及“因城施策”给与了不同程度的放松，并支持房企通过银行并购贷、债券融资等渠道来满足自身合理融资需求。对比 2008 年和 2014 年两轮放松周期，政策工具箱还有较大调整空间，即使在房住不炒，不突破现行的房地产调控政策框架的背景下，总量政策的利率/首付/税费等传统需求政策工具还未被用足，“因城施策”的“四限”政策，尤其是限贷和限购政策，也具有较大优化空间。房企融资政策放松覆盖的范

围更加有限，后续政策加码的余地也较大。

尽管多重因素导致本轮放松政策的见效缓慢，但政策见效大概率仅是“延迟”而非“缺席”。在政策的不断加码下，市场的信心和预期并未进一步滑向深渊，需求跌幅逐渐收敛，如若地产供给端政策放松进一步升级，缓解行业供给不足的问题，房地产行业有望迎来筑底后的回暖。

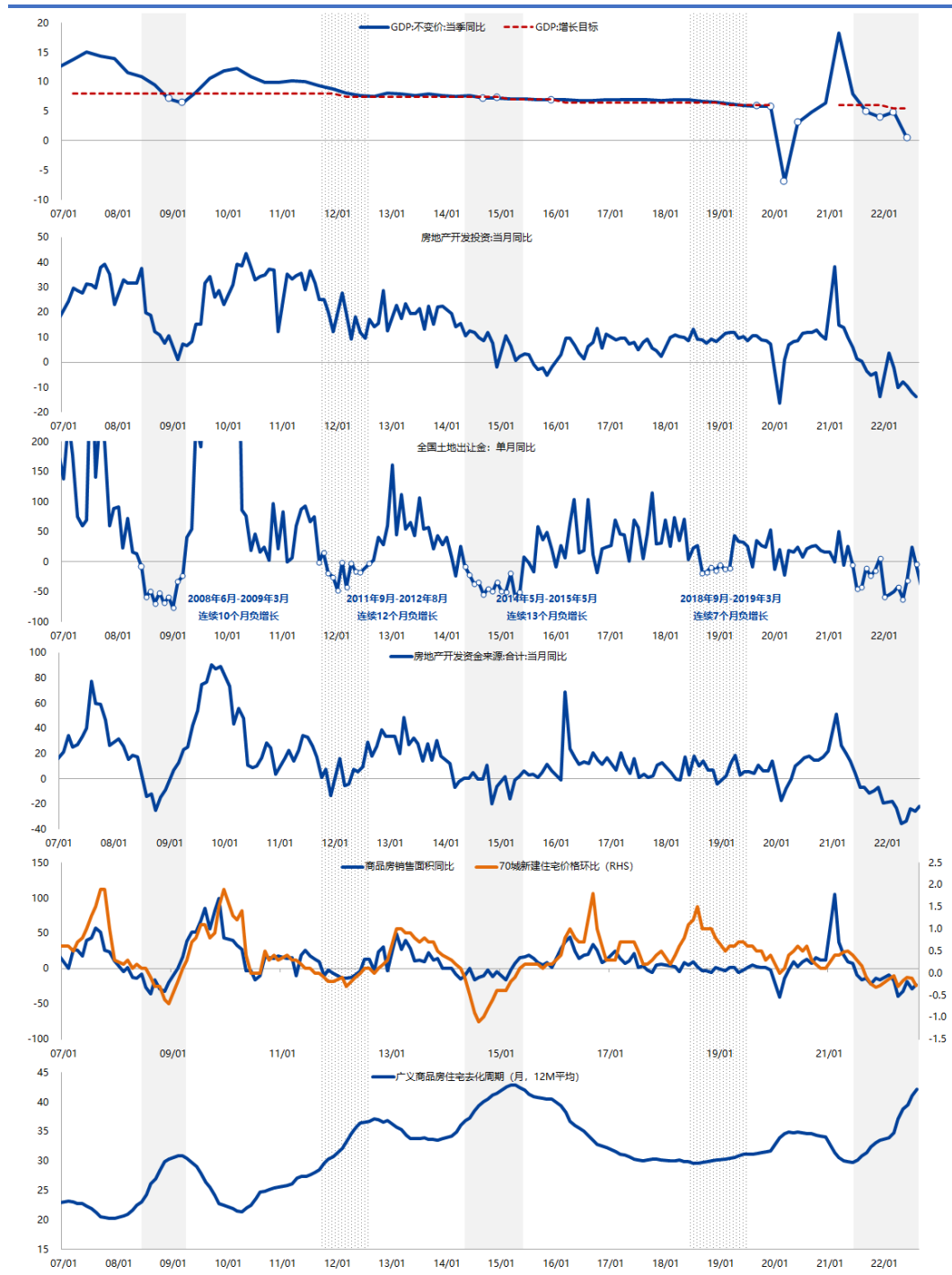
一、地产周期复盘：当前更接近 08 和 14 年行业底部

房地产行业被誉为周期之母，行业内生周期性极强，且在经济增长和国计民生中占据重要地位，因此地产的周期性波动也往往成为经济周期波动的根源之一。从长周期视角观察，地产周期取决于人口、城镇化以及经济的潜在增长速度，从短周期视角观察，地产受行业供需以及调控政策的影响，一般呈现出 3-5 年的小周期规律。在房地产小周期的顶部，楼市过度繁荣，为平抑房价上涨压力，行业政策主动收紧，带动地产周期转入下行阶段；在房地产小周期的底部，楼市陷入衰退泥沼，拖累经济下行压力增加，稳增长诉求增强，政策转向宽松，地产周期随之筑底回升。

回顾我国房地产行业二十多年的发展历史，我国房地产行业 3 年左右的周期性波动规律较为明显。以政策拐点划分，我们可以把 2008 年以来的国内房地产行业划分为 5 轮周期：2008 年-2012 年，2012 年-2015 年，2015 年-2018 年，2018 年-2020 年，以及 2020 年至今。

房地产调控政策与行业供需景气度，两者互现影响。在地产周期底部压力越大，经济衰退风险也越高，相应的地产政策放松的力度有望提高，放松的持续性或将延长。而政策放松的力度和持续性也会反过来影响地产周期底部持续的时间。通过经济增速、房地产开发投资、土地出让金、房地产销售、房价、商品住宅库存去化周期等指标，我们可以大致判断国内地产行业的压力。在房地产周期底部压力较大的阶段，地产开发投资、商品房销售、房价增速下行幅度更大，房企资金压力突出，土地出让金连续负增长，加剧地方政府财政压力，拖累 GDP 增速低于政府预设的增长目标。

图 1. 中国房地产小周期对比 (2007.01-2022.09)



数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

表 1. 五轮地产周期底部对比

地产下行周期	GDP: 不变价: 当季同比			房地产开发投资: 当月同比		全国土地出让金: 当月同比		房地产销售: 当月同比		新建住宅价格: 环比	
	下滑时间	下滑幅度	低于目标	下滑幅度	低点	负增长时间	低点	负增长时间	低点	负增长时间	低点
2008-2009	连续7个季度	-7.9	08Q4-09Q1, 连续 低于年内目标	-37	1	连续10个月	-76.59	连续10个月	-35.70	连续6个月	-0.70
2011-2012	连续6个季度	-2.5	无	-27	9	连续12个月	-47.67	连续8个月	-13.99	连续7个月	-0.30
2014-2015	断续回落	-0.8	14Q3-14Q4, 连续 低于年内增长目标	-27	-5	连续13个月	-57.17	连续13个月	-16.35	连续11个月	-1.10
2018-2019	连续6个季度	-0.9	无	-5	8	连续7个月	-18.53	连续3个月	-5.07	无	保持高增长
2021-2022	断续回落	-7.5	21Q3-22Q2, 连续 低于年内增长目标	-52	-14	连续13个月	-62.20	连续13个月	-39.00	连续11个月	-0.33

数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

统计 2007 年之后国内经历的 5 轮房地产下行周期, 其中 2008-2009 年、2014-2015 年行业下行周期的压力明显高于 2011-2012 年和 2018-2019 年。在 2008 年和 2014 年, 房地产行业不仅面临更长的下行时间, 更大的下行幅度, 拖累经济增速低于年初政府目标, 为对冲地产下行压力, 国家陆续全面放松了房地产调控政策。2021 年初, 国内房地产行业也进入了新一轮漫长的下行周期, 截至 2022 年 9 月, 房地产开发投资、土地出让金、地产销售和新建住宅价格等指标下行的持续性和幅度接近甚至超过 08 金融危机时期, 尤其是土地出让金增速连续 13 个月负增长, 各地政府财政收支压力骤增, 经济增速连续 4 个季度低于年初政府增长目标。对标 2008 年和 2014 年两轮宽松周期, 在当前稳增长压力下, 本轮房地产宽松政策具备继续加码的必要性。

为更好地分析未来地产调控政策放松的方向和空间, 本文将详细复盘和对比 2008-2009 年、2014-2015 年两轮地产下行周期中, 政策面和基本面变化过程。

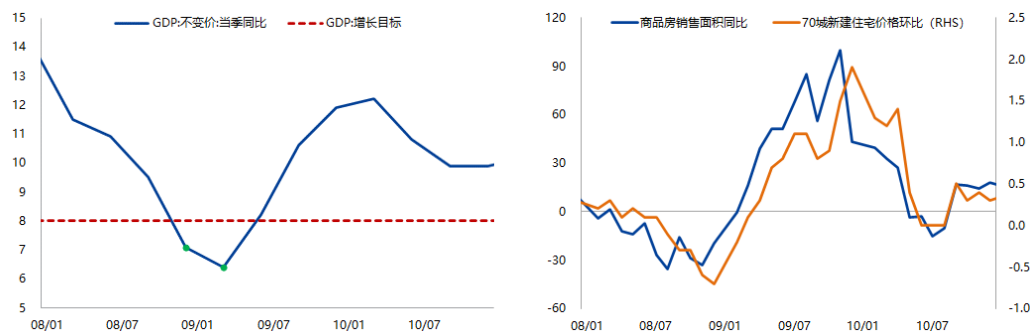
二、复盘: 2008-2009

2.1 背景: 金融危机

2008 年 8 月美国次贷危机爆发并迅速演变成为全球性金融危机, 对我国经济也造成巨大冲击, 我国 GDP 增速由 2007 年 2 季度峰值的 15% 连续速跌至 2009 年 1 季度的 6.4%, 房地产行业也大幅走弱, 全国土地出让金增速连续 10 个月回落, 房地产开发投资增速累计下滑 37 个百分点至 1%。严峻的经济形势迫使国家迅速将宏观政策方向调整为放松, 同时也放松了房地产政策调控。积极的财政政策和宽松的货币政策效果立竿见影, 2009 年 2 季度我国经济增速就快速恢复至 10% 以上。

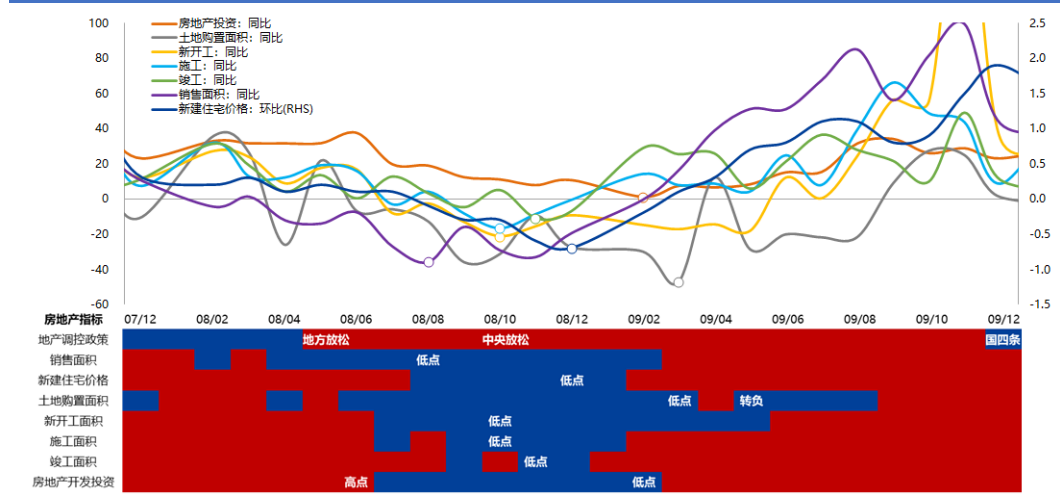
图 2. 2008-2009 年中国 GDP 单季增长速度

图 3. 2008-2009 房屋销售与房价



数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

图 4. 2008-2009 年房地产周期底部回顾



数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

2.2 政策回顾：先宏观后产业，先需求后供给

金融危机爆发之前，国内房地产行业在调控收紧的压力下颓势已显，全球性金融危机爆发则加剧了行业的下行压力。2008 年 4 月、6 月、7 月、8 月房地产销售面积、土地购置面积、新开工面积、房地产开发投资单月增速以及新建住宅价格环比增速先后转负。为应对金融危机对我国经济的全面冲击，宏观政策率先转向宽松，2008 年 9 月起央行降息，随后房地产行业的产业政策才跟进宽松。

宏观政策

2008 年 9 月至 12 月，央行先后 4 次降准 5 次降息，大型存款类金融机构和中小型存款类金融机构的存款准备金率分别累计下调 200BPS 和 400BPS，5 年期存款基准利率和贷款基准利率分别累计下降 225BPS 和 189BPS。2008 年 11 月 5 日，国常会推出总规模高

达 4 万亿的“扩内需，促经济”十项措施，包括 4000 亿元保障性住房建设计划。

图 5. 2008-2009 年降息

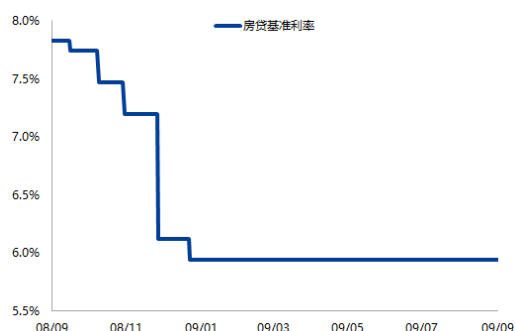
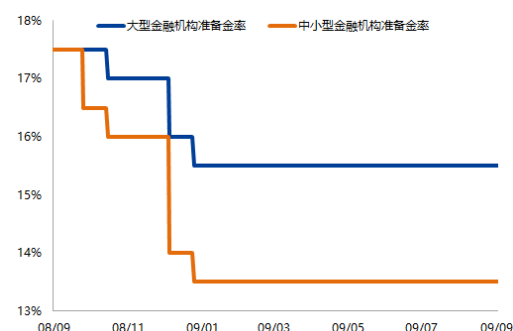


图 6. 2008-2009 年降准回顾



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

房地产行业政策：需求侧

2008-2009 年，房地产政策从需求端开始放松，由中央国家机关牵头，自上而下快速推进宽松政策，政策出台频率密集，政策力度极强，代表性政策包括降低按揭贷款首付比例、下调按揭贷款利率、以及降低购房环节税负。

降低首付比例和按揭贷款利率：2008 年 10 月 22 日，央行下发《中国人民银行关于扩大商业性个人住房贷款贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》，将商业性个人住房贷款首付比例下调至 2 成，商业性个人住房贷款利率下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍，住房公积金贷款利率下调 27BPS，并支持对改善型住房需求给予按揭利率和首付比例上的优惠。2008 年 12 月 22 日，国务院下发《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，文件中明确“改善型二套房”定义为“已贷款购买一套房，但人均住房面积低于当地平均水平”，由于各地缺乏人均住房面积相关数据，该政策实质上大幅降低了二套房的首付比例和按揭贷款利率。在 2008 年 8 月至 2009 年 12 月期间，首套房、二套房商业性贷款利率分别下降 250BPS 和 386BPS，住房公积金贷款累计下调 144BPS (5 年期及以下) 和 135BPS (5 年期以上)。

降低购房税负：2008 年 10 月 22 日，财政部和国税局下发《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》，自 11 月 1 日起，将个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的契税税率暂统一下调到 1%，免征个人住房销售/购买环节印花税、个人住房销售环节土地增值税。随后在 12 月国务院下发的《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》中，中央将个人购买普通住房免征营业税的转让期现由 5 年及以上缩短至 2 年及以上，不足 2 年转让的，由按全额征税改为差额征税。

本轮房地产调控政策放松主要基本由中央牵头并推动，地方政府的自主性非常有限。虽

然 2008 年 9 月已有部分二线城市推出购房补贴政策，同年 10 月中央首次明确支持部分城市“因城施策”，放松楼市调控，但政策与行情的拐点依然是中央推出全国层面宽松政策。

图 7. 2008-2009 年地产需求端政策放松回顾

地产政策		08/08	08/09	08/10	08/11	08/12	09/01	09/02	09/03	09/04	09/05	09/06	09/07	09/08	09/09	09/10	09/11	09/12	10/01
按揭贷款	首套房	首宅：20%；非首宅：30%		首宅/非首宅：20%															
	二套房	50%		50%→40%															
	二套房认定标准	仅认房																	认房又认贷
按揭利率	首套房	6.66%	2008年9月-2010年9月：L250BP(6.58%→4.16%)																
	二套房	8.61%	2008年9月-2010年8月：L386BP(8.51%→4.75%)																
	首套房优惠	0.85x	2008年10月-2010年9月：0.8x→0.70x																
限购政策	限购	无																	
	限价	无																	
税收优惠	营业税/增值税	5年以上免税				2年以上免税，不满2年的由全额征税改为差额征税													5年以上免税
	契税	首宅契税优惠至1%																	
	个人所得税	“满五唯一”免征					严格执行差额20%，不能查询原值的按售价1%，“满五唯一”免征												

数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

房地产行业政策：供给侧

伴随房地产需求政策的放松，政府也着手支持房企融资。标志性文件是 2008 年 12 月 13 日国务院下发的《关于当前金融促进经济发展的若干意见》，该文件在中央层面明确要求加大对房企合理融资需求的支持，拓宽房企融资渠道，“开展房地产信托投资基金试点；发挥债券市场避险功能，稳步推进债券市场交易工具和相关金融产品创新；开展项目收益债券试点”等。

开发贷方面：2014 年以前房地产开发贷余额同比增速与房地产投资到位资金中国内贷款同比走势基本一致，且房地产开发贷净增量在房企外部融资中占比均超 80%。但是受次贷危机的影响，2008 年房地产企业开发贷净增量占当年房企外部融资的比例大幅萎缩至 64.5%。2008 年 12 月央行下发《关于当前金融促进经济发展的若干意见》，要求满足合理融资需求，并“根据当前特殊时期需要，对《贷款通则》等有关规定和要求做适当调整”。2009 年 5 月 25 日，国务院又下发《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》，将房地产项目开发最低资本金比例要求由 35%下调为“保障性住房和普通商品房项目最低 20%，其他房地产开发项目最低 30%”。得益于政策的扶持，房地产开发贷余额增速于 2008 年 12 月见底后快速回升。

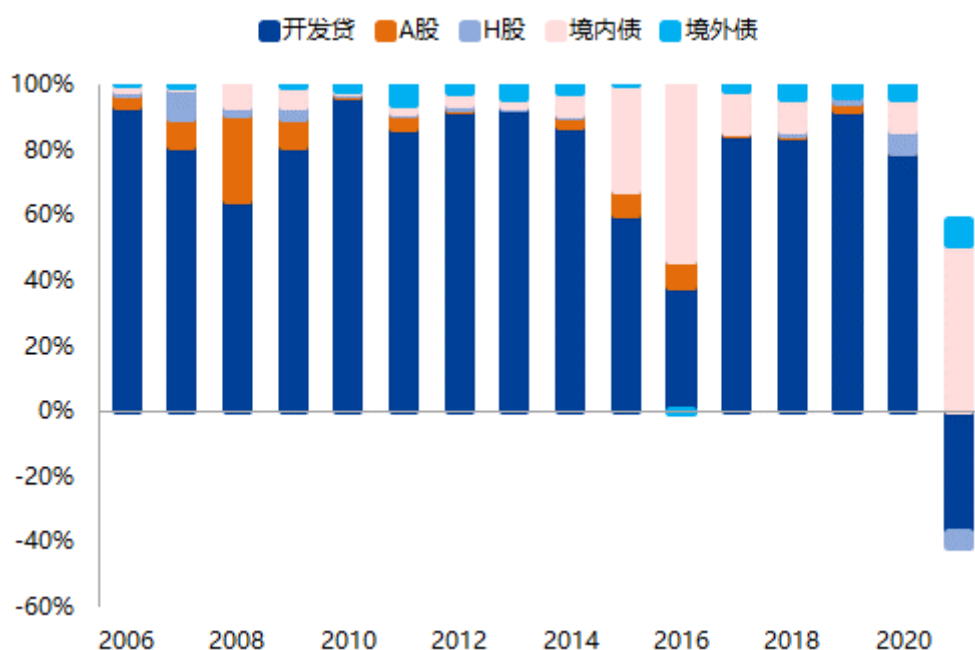
股权融资方面：2006 年 5 月股权分置改革完成，2007-2009 年，房地产企业在 A 股市场首发及增发募集资金连续三年快速增加，由 2006 年的 182 亿元攀升至 2008 年的 664

亿元，年复合增长 53.9%，创下房企上市以来的股权融资的第一轮高峰。

债券融资方面：2009 年房企发行公司债和企业债的名单大幅扩容，全年房企信用债净融资规模达到 588 亿元，创下 1990 年以来的新高。

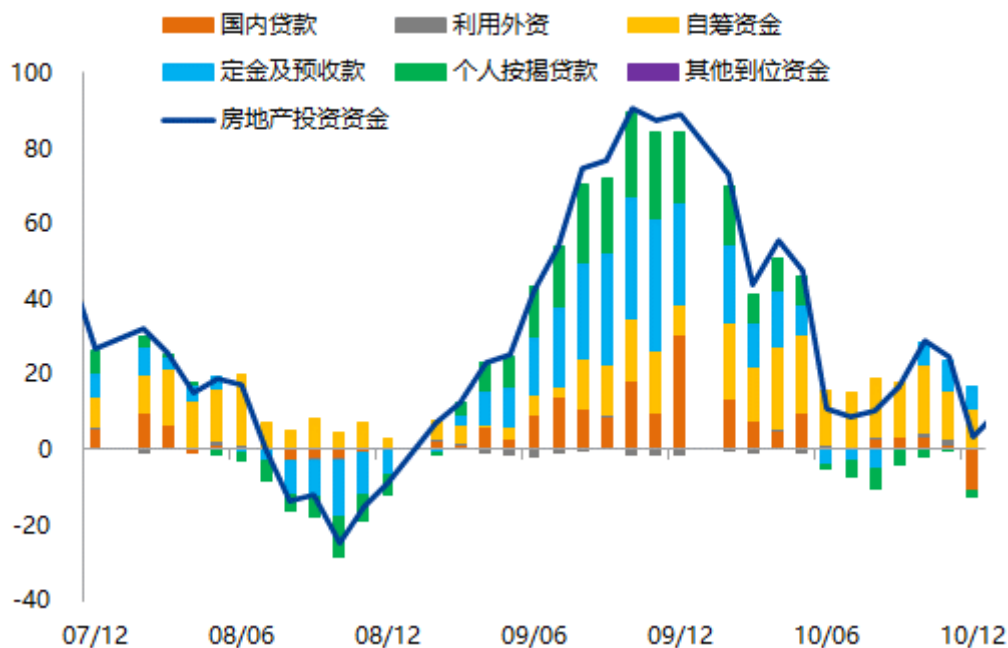
非标融资方面：2008 年 12 月 4 日，银监会下发《银行与信托公司业务合作指引》，首次正式提出促进银信合作健康、有序发展，此后银行理财资金借道信托进入实体经济，尤其是房地产行业，成为重要的信用扩张渠道。2009 年 3 月 25 日，银监会发布《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》，首次提出最近一年监管评级 2C 级（含）以上且经营稳健的信托公司可向仅取得“三证”的房地产开发项目发放贷款，且允许信托公司以投资附加回购承诺的方式对房地产开发项目进行间接融资，放松了“四证”要求，并再次打开“明股实债”的口子。在 2009 年 4 月至 2010 年新增信托贷款累计同比多增 7365 亿元至 1.1 万亿。

图 8. 房地产外部融资结构



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

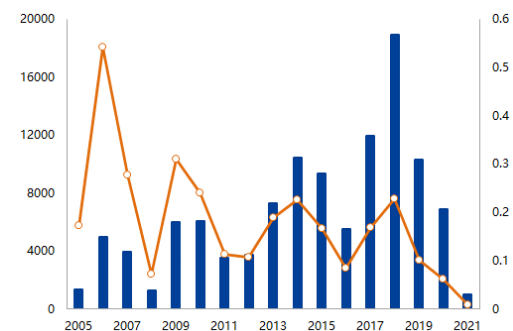
图 9. 2008 年三季度房地产投资到位资金增速见底回升



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

图 10. 2011 年前开发贷为房企主要信贷资金来源

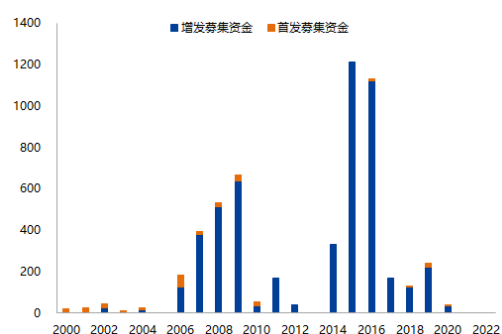
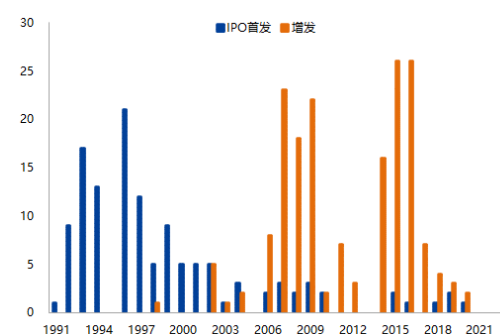
图 11. 房地产开发贷净增规模



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

图 12. 2008-2009 年房企 A 股融资次数

图 13. 2008-2009 年房企 A 股融资迎第一轮高峰



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

图 14. 2008-2009 年房企境内债发行高峰

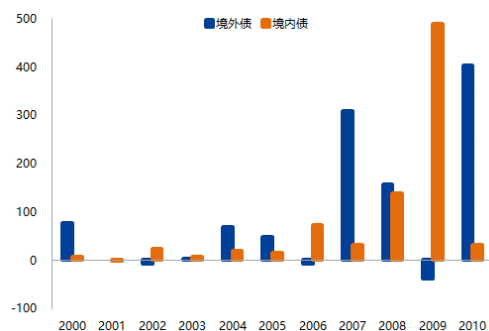
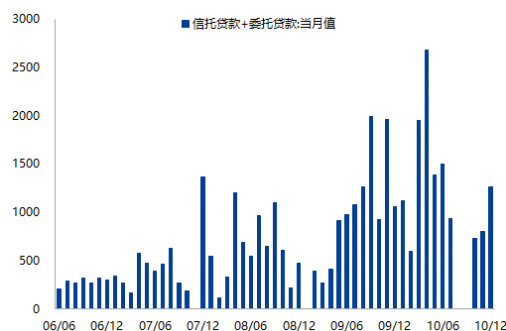


图 15. 2009 年房企非标融资大幅增长



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

2.3 政策效果

全国层面的需求端放松政策，即央行放水+按揭贷款开闸，对居民购房需求的刺激作用几乎立竿见影。2008 年 9 月央行正式降息，10 月房地产政策全面放松，11 月全国商品房销售面积，2009 年 2 月新建住宅价格环比增速先后触底回升。而 2009 年 12 月“国四条”出台标志着本轮楼市宽松政策正式结束，房地产销售、房屋价格仍保持了 3 个月及以上的正增长。随着房地产销售的持续复苏，以及房企外部融资环境的改善，房地产投资到位资金同比增速于 2008 年 12 月见底，但土地成交面积增速于 2009 年 3 月才正式止跌回升。

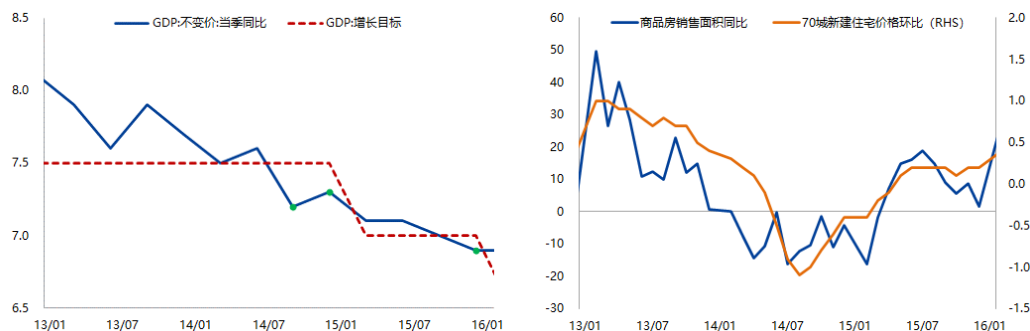
三、复盘：2014-2015

3.1 背景：房地产行业高库存矛盾突出

2013 年我国经济增长逐渐降级。2013 年三季度我国 GDP 为 7.9%，至 2015 年四季度我国 GDP 增速已下滑至 6.9%，2014 年和 2015 年连续 2 年未完成政府经济工作目标中枢，2016 年开始，我国经济增长目标下调至 6.5%，较 2013 年下降 1 个百分点。2014 年 5 月，习近平总书记正式提出“新常态”，即经济增长“从高速增长转为中高速增长，经济结构不断优化升级，从要素驱动、投资驱动转向创新驱动”。

图 16. 2014-2015 年中国 GDP 单季增长速度

图 17. 2014-2015 年房屋销售和房价



数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

这一阶段, 房地产周期的大底, 是由需求回落与行业高库存共同导致。2009 年-2011 年宽松的货币政策退出, 房地产调控政策收紧, 2010 年北上广等核心一线城市陆续开始限购, 2011 年国务院要求房价上涨过快的二三线城市也采取必要的限购措施, 该政策覆盖了绝大部分省会城市和计划单列市, 标志着限购政策的全面落实。虽然 2011 年底至 2012 年房地产政策有短暂放松, 但 2013 年 2 月新国五条调控出炉, 房地产调控又再度收紧。在此阶段, 商品房销售面积增速由 2009 年峰值的 99.63% 快速回落至 2010 年 7 月的 -15.44%, 而后进入相对低速增长阶段。与购房需求回归理性相比, 土地供应却始终保持着较高增速。在 2009 年土地财政巨大红利的刺激下, 地方政府积极加大土地出让规划, 而房地产开发企业也积极拿地扩张。2011-2013 年, 百城土地成交规划建筑总面积连续超 20 万亿平方米, 而同期商品房成交面积仅为 8 万亿平方米上下。商品房供应与需求增速差大幅走扩致行业库存迅速积累, 至 2015 年 3 月, 商品房住宅库存去化周期已达到 42.86 个月, 房地产库存过高成为行业的最重要的弊端。

2014 年房地产调控进入以“去库存”为主导的新一轮放松周期。

图 18. 百城土地成交规划建筑面积与商品房销售

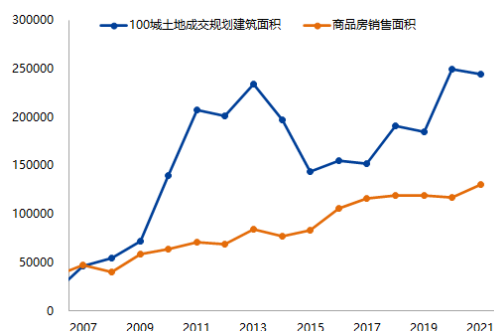
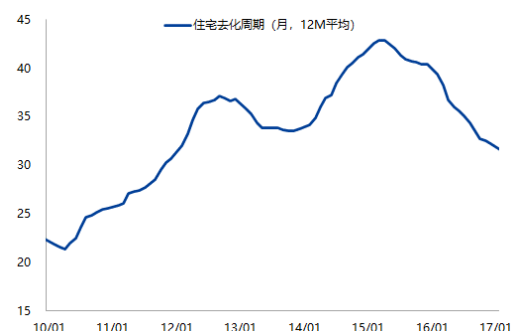
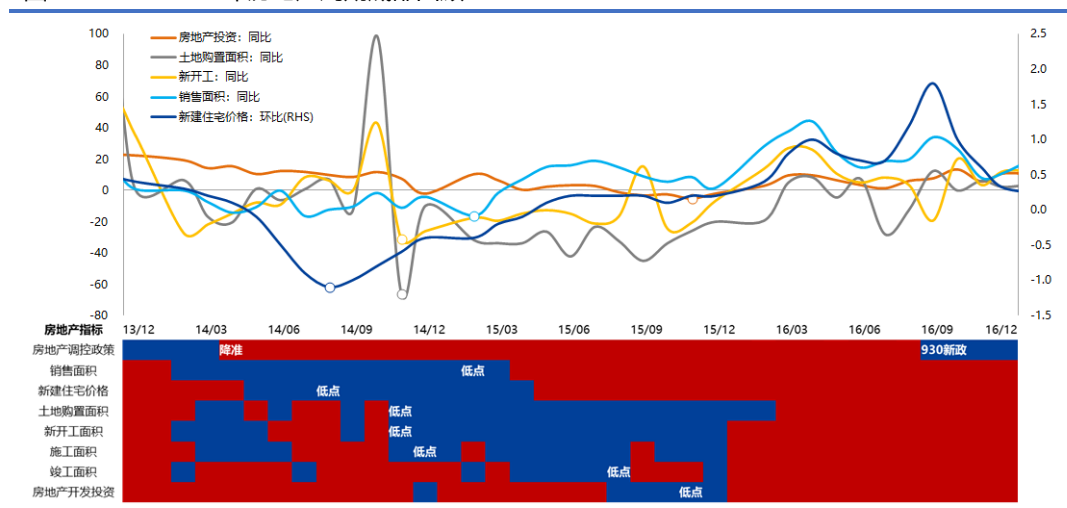


图 19. 商品住宅库存去化周期 (2010-2017)



数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

图 20. 2014-2015 年房地产周期底部回顾



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

3.2 政策回顾：中央+地方双管齐下，行业集中去库

宏观政策

央行多次降息降准为主，创设新型货币政策工具 PSL 为棚改补充资金。2014 年 6 月，李克强总理提出定向调控思想，强调精准发力。2014 年 11 月至 10 月，央行连续 6 次下调基准利率，4 次全面降准，存贷款基准利率分别累计下调 150BPS 和 165BPS，存款准备金率累计下调 250BPS。2014 年 4 月，央行创设创新型货币政策工具抵押补充贷款（PSL），用于为棚户区改造提供资金支持，2014 年 7 月，国家开发银行从央行获得 3 年期 1 万亿 PSL，PSL 资金利率较当时市场利率低约 1 个百分点，2014 年 12 月第一批 PSL 资金到位。2014 年至 2016 年间，PSL 累计发行 2.05 万亿。

图 21. 2014-2015 年降息回顾

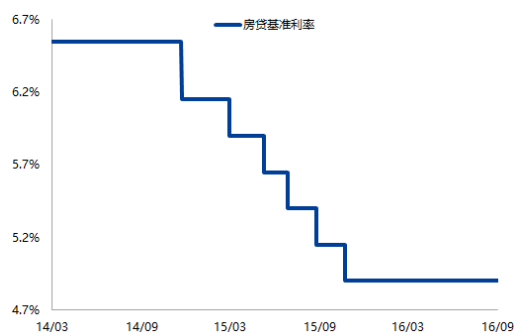
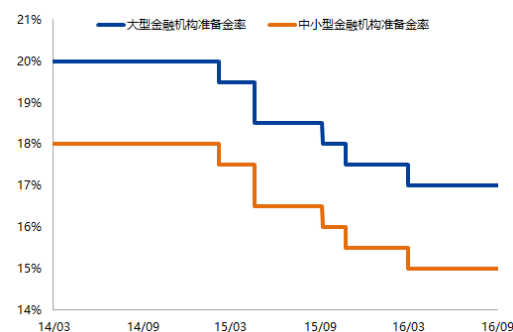


图 22. 2014-2015 年降准回顾



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

房地产行业政策：需求侧

由于本轮经济下行源于我国经济内生性因素，地产周期下行对经济的拖累相对较大，因此房地产调控政策放松先于宏观政策宽松。而房地产行业突出问题在于行业高库存的压力，且地区性房地产库存也存在显著分化，因此在房地产调控政策放松过程中，地方政府“因城施策”的主导性显著增强，地方层面的区域性政策放松亦领先中央层面的全国性政策放松。代表性房地产宽松政策包括，地方性的“四限”政策放松、降低首付比例和按揭贷款利率、棚改货币化、降低购房税负。

“四限”政策放松：为消化房地产库存，限购成为最先放松的政策。2014年2月，南宁、无锡等二线城市定向放松限购，成为本轮房地产调控政策放松的初始。2014年3月6日，住建部副部长齐骥就“双向调控”，即分类指导，做出权威解释，对一线城市继续增加供应，抑制、遏制投资投机性需求，限购政策不退出，而对库存量比较大的城市（库存销售去库周期超过12-15个月），要控制供地结构、供应结构。2014年7月，在全国住房城乡建设工作座谈会上，新任住建部部长陈政高表示，各地可以根据当地实际出台平稳房地产的相关政策，其中库存量较大的地方要千方百计消化商品房待售面积”。本次会议标志着“去库存”正式成为房地产政策的主线。2014年6月-2014年8月，全国共有38座城市宣布取消限购，截至2014年底，除一线城市外，绝大部分二三线城市均放松了限购政策，全国限购城市占比由上一年底的54%大幅降至13%。

房贷政策放松：中央多次出台政策下调住房贷款首付。2014年9月29日，央行、银监会在下发的《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》中放松了首套房/二套房认定标准，对二套房重启“认贷不认房”，即“拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房”，可享受首套房三成的首付比。随后，2015年3月30日，央行、住建部、银监会发文，将“拥有1套住房且贷款未结清的家庭”的商贷首付比例最低下调至四成，对公积金贷款购买首套房的最低首付比下调为20%；对公积金贷款购买二套房的最低首付比下调为30%。2015年9月30日，央行、银监会发文，非限购城市商贷首套首付比例由30%下调至25%。2016年2月1日央行、银监会授权非“限购”措施城市可将首套房最低首付款比例由25%下浮5个百分点，二套房最低首付比例下调为30%。同时，伴随着基准利率的下行，住房按揭贷款利率也显著下降。2014年9月底，央行宣布首套房（普宅）贷款利率下限扩大为贷款基准利率的0.7倍，2014年9月至2016年9月，首套房按揭利率由7%最低降至4.44%，最大下调幅度达到256BPS，204

二套房按揭利率由 7.21% 降至 5.39%，累计下调 182BPS，降幅略高于 2008-2009 年金融危机期间。

表 2. 2014-2016 年降低首付比政策回顾

时间	部门	文件/会议名	文件/会议内容	限购城市 (以北京为例)				非限购	
				首套 (普宅)	首套 (非普宅)	二套 (普宅)	二套 (非普宅)	首套	二套
2013年2月26日	国务院办公厅	《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》(国五条)	已实施限购且房价上涨压力较大的城市，可进一步提高二套房贷款首付比例和贷款利率。	30%	30%	≥60%	≥60%	30%	≥60%
2014年9月29日	央行、银监会	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》(930新政)	重启认贷不认房，有1套且已结清的按首套房执行，首套首付30%。	30%	30%	60%	60%	30%	60%
2015年3月30日	央行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》(330新政)	(1) 对拥有1套住房且贷款未结清的家庭，最低首付比例调整为不低于40%； (2) 住房公积金贷款购买首套房，最低首付比例为20%； (3) 对拥有1套住房并已结清贷款的家庭，住房公积金贷款最低首付比例为30%。	30%	30%	40%	40%	30%	40%
2015年9月30日	央行、银监会	《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》	在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付比例调整为不低于25%	30%	30%	40%	40%	25%	40%
2016年2月1日	央行、银监会	《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》	(1) 不实施“限购”措施城市，原则上首套房最低首付比例为25%，各地可向下浮动5个百分点； (2) 对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付比例调整为不低于30%	30%	30%	40%	40%	20%	30%

此后再无全国层面的首付比例政策出台，但是各个城市因城施策有很多。

数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

棚改货币化：2014 年 7 月，国开行获得央行 3 年期总额 1 万亿 PSL，用于支持棚户区改造、安居工程及三农和小微经济。2015 年 6 月，国务院下发《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，制定并提出棚改三年计划，要求 2015-2017 年完成 1800 万套棚改任务，同时首次明确提出“积极推进棚改货币化安置”，为“缩短安置周期”，棚改补偿模式转向货币安置优先。在政府的大力推动下，2014-2017 年，政府规划棚改规模 2250 万套，实际完成 2316 万套，棚改货币化安置比例由 2014 年的 9% 快速提升至 2017 年的 60%。央行为国开行提供 PSL 成为棚改货币化安置的重要资金来源，2014-2017 年，新增 PSL 分别为 3831 亿元、6981 亿元、9714 亿元和 6350 亿元，贡献棚改资金 65%。

表 3. 2013-2017 年棚改回顾

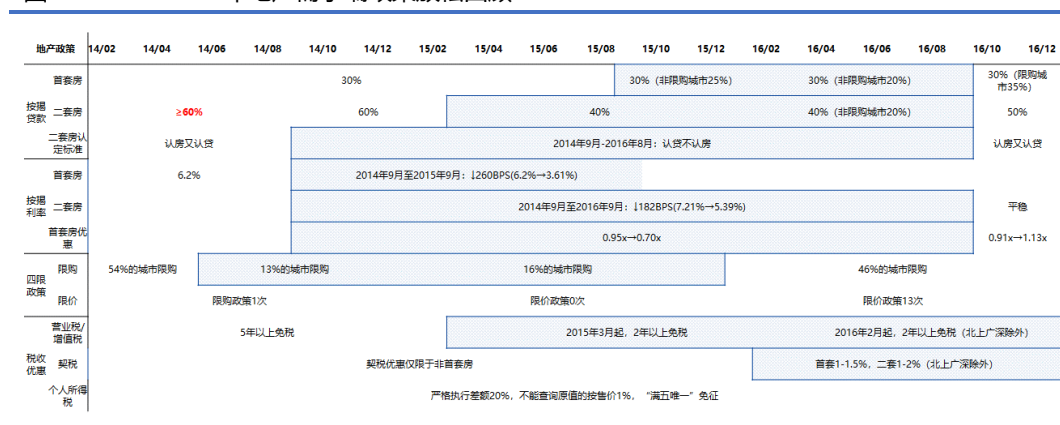
	2013	2014	2015	2016	2017
规划数量 (万套)	304	470	580	600	600
实际完成数量 (万套)	320	500	601	606	609
完成比例	105%	106%	104%	101%	102%
货币化安置比例		9.00%	29.90%	48.50%	60.00%
货币化安置数量 (万套)		45	180	294	365

数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

降低购房环节税负：2015 年 3 月，财政部、国税局下发《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，“对购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；对购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税”。2016 年 2 月，财政部、国税局和住建部下发《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策通知》，对购房交易环节的契税、营业税给与政策优惠：（1）对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平米以下的，减按 1%征收契税，面积为 90 平方米以上的，减按 1.5%征收契税（此前为 1.5%-2%）；（2）四个一线城市外，对个人购买家庭第二套住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2%的税率征收契税；（3）除一线城市外，房屋销售免征营业税的房屋持有年限从 5 年降低至 2 年。

学区房概念炒作：2014 年 1 月 14 日，教育部出台《关于进一步做好小学升入初中免试就近入学工作的实施意见》，要求各地教育行政部门和公办、民办学校不得采取考试入学。紧接着，2014 年 1 月 28 日，教育部办公厅又下发《关于进一步做好重点大城市义务教育免试就近入学工作的通知》，要求 4 个直辖市、5 个计划单列市、10 个副省级省会城市在 2014 年应制订完善进一步规范义务教育免试就近入学的方案。学区房概念被市场大力炒作，带来一、二线房价的快速上涨。

图 23. 2014-2016 年地产需求端政策放松回顾



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

房地产行业政策：供给侧

融资方面的改善则主要来自于银行开发贷、房企债权融资、股权融资政策的放松，以及非标融资的高增。2014 年 9 月，央行、银监会发文《关于进一步做好住房金融服务工作的

通知》，要求“支持房地产开发企业的合理融资需求，扩大市场化融资渠道”。

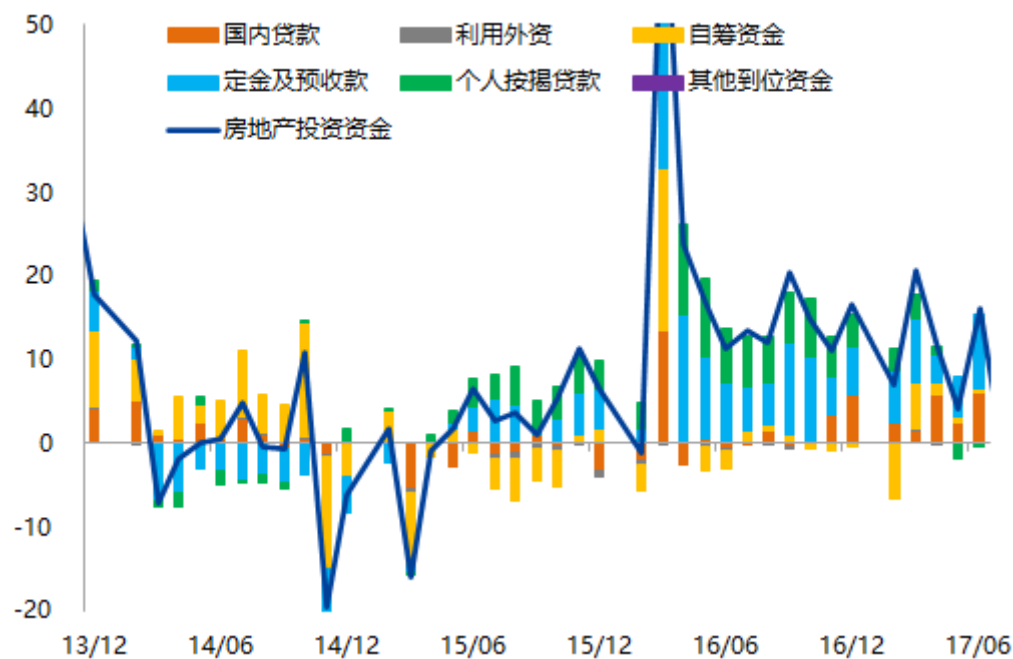
开发贷：2015年9月9日，国务院下发《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例维持20%不变，其他房地产开发项目由30%调整为25%。2014-2015年，房地产开发贷余额净增规模分别为1.04万亿和0.93万亿，余额同比增长23%和17%。

债券融资：2012年9月和12月美联储先后推出QE3和QE4，进一步加大放松货币政策的力度，全球美元资产收益率持续走低，人民币持续单边升值，再加上中国房企发行的美元债同时兼备风险可控和高利率的双重特征，对国际资本的吸引力直线上升。当时中国房企境内融资又受到较大限制，因而2013-2014年出现了一波中国房企赴海外发债的高潮。2014年10月29日，美联储正式宣布退出量化宽松，美元资产收益率开始快速攀升，2015年1月和4月中国房企美元债出现利息支付违约事件，又冲击了国际投资者对于中资房企美元债的信心，叠加2015年811汇改后人民币开始持续贬值，此轮房企发行境外债的热潮才逐渐褪去。2014年房企境内发债政策松动，境内债接力境外债，成为房企债权融资的主力。2014年7月，公司债政策有所松动。2014年9月29日，《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》提出“支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具”。2015年1月15日，《公司债券发行与交易管理办法》，将发行主体范围由境内外上市公司扩大为所有公司制法人，并在发行方式等方面进一步宽松。后续房企全面发债融资松绑，2015-2016年期间，房企境内信用债募集资金净额分别达到了4980和7702亿元。

股权融资：2014-2015年中国A股迎来一波牛市，上证指数在不到1年的时间内由2127点涨至5178点。2014年A股增发重启，2014年4月外高桥定增成功，重启房地产企业A股定增，2014年天保基建定增成功，住宅开发类项目定增重启，2015年1月证监会宣布房地产再融资业务取消国土部事前审查。2015-2016年wind口径A股房地产企业增发募集资金分别达到1212亿元和1121亿元，是2006-2009年均值的2.8倍。

非标融资：2013年起，国家及地方层面出台了一系列政策加强对影子银行，资金池业务，的政策监管，但是由于2014-2015年国内经济稳增长的压力陡然增大，在实际执行层面对影子银行的监管力度并不是特别严格。因此，虽然信托贷款及委托贷款增量规模在2013-2015年之间逐年下降，但2014-2015年年均新增规模依然是2006-2009年平均新增规模的3.4倍。

图 24. 2014-2016 年房地产投资到位资金增速



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

图 25. 2015-2016 年房企 A 股融资迎第二波高峰

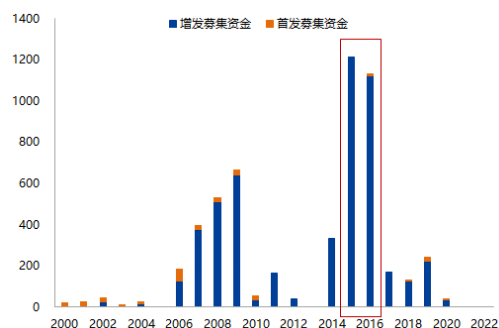
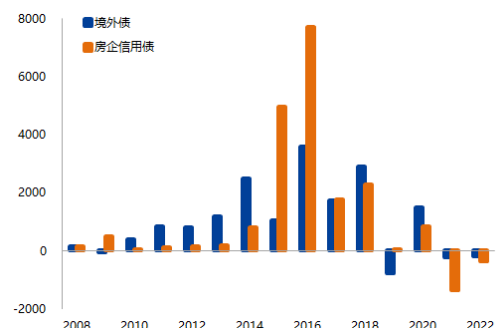


图 26. 2014-2016 年房企债券融资高峰



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

图 27. 2013-2015 年房企非标净融资逐年递减

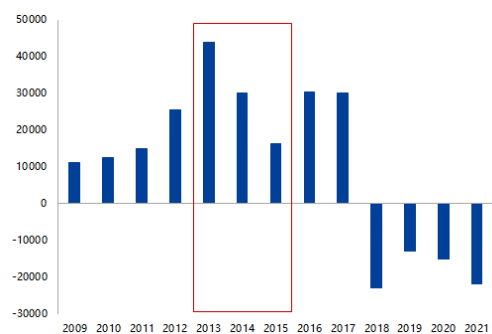
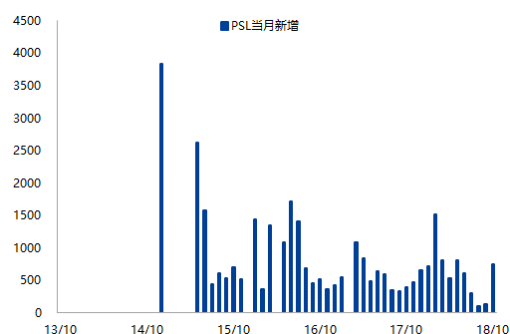


图 28. 2015-2017 年 PSL 支持棚改货币化安置



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

3.3 政策效果

本轮房地产调控政策放松始于 2014 年 7 月地方率先放松“限购”约束，9 月中央针对地产供需两端密集推出全国层面的地产宽松政策，2014 年三、四季度，国内经济增长连续低于年初目标，2014 年 12 月央行开启了连续的降准降息，2015 年中央继续推出全国层面地产宽松政策，同年 6 月确立棚改货币化安置政策。在连续的产业及宏观利好政策的刺激下，2014 年 8 月新建住宅价格环比增速最先触底，11 月新开工和土地购置面积单月增速同步见底，次年 2 月商品房销售面积单月增速见底后回升，9 个月房地产投资单月增速最终确认底部。由于本轮房地产调控政策的核心目标是消化 2009 年以来积累的行业高库存，因此需求端政策放松力度强于供给端，其中非标融资政策逐步规范化，推动需求修复节奏领先于供给修复。

四、复盘与展望：2021-2022

4.1 背景：疫情反复冲击，经济下行压力较大

2020 年全球爆发新冠疫情以来，病毒不断变异导致疫情多次反复。伴随疫情期间刺激政策退潮，经济下行压力逐步显现。同时 2020 年 4 季度起，我国出台了一些列严格的房地产调控政策，地产供需两端同时收紧，2021 年国内地产周期迅速转入下行通道。2021 年底我国经济“三重压力”矛盾显现，稳增长诉求下，地产调控政策开始纠偏，因城施策开始高频落地。但 2022 年二季度，上海疫情爆发，疫情冲击和经济下行压力均超预期，经济连续 5 个季度低于政府目标。2022 年 2 季度开始国内稳增长政策和房地产宽松政策逐渐升级。

图 31. 2020-2022 年降息回顾

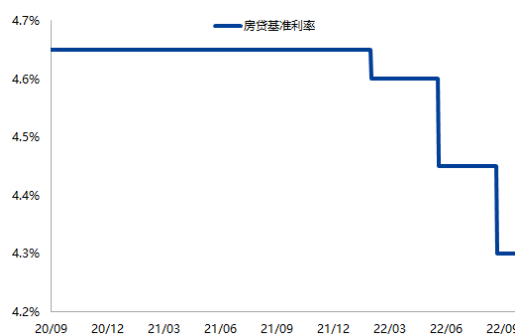
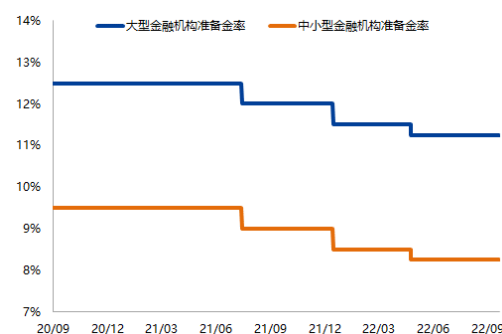


图 32. 2020-2022 年降准回顾



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部



图 29. 2020-2022 年中国 GDP 淡季增长速度

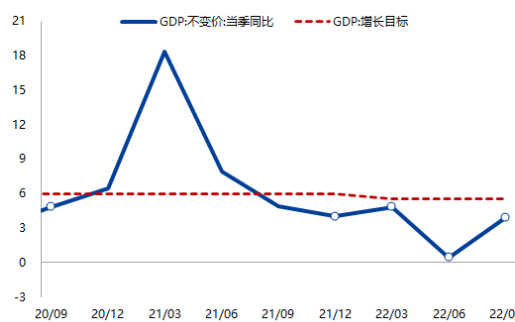
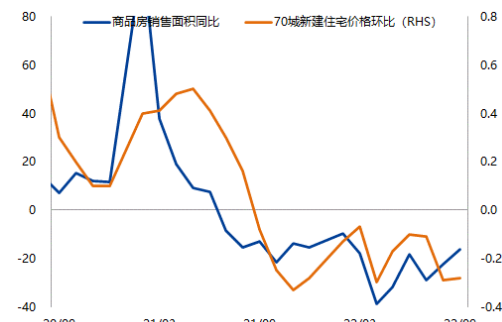


图 30. 2020-2022 年房屋销售和房价



数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

4.2 政策回顾

宏观政策

2021 年 6 月起, 央行先后分别 3 次下调存款准备金率和基准利率。但是 2022 年欧美进入超级加息周期, 3 月至 11 月美联储基准利率累计上调 375BPS, 中美货币政策周期大幅错位, 制约了国内货币政策宽松的空间。因此在本轮房地产宽松周期中, 产业政策的主导性将增强。

房地产产业政策: 需求侧

“因城施策”实施以来, 中央将部分政策调整的权力下放给地方政府, 保留在手中的政策工具数量较为有限。中央并未实质性调整“房住不炒”的政策基调, 因此在政策放松的过程中始终保持克制, 并偶尔出手纠正地方政府突破现行政策框架的刺激政策。总体看, 本轮政策放松以地方为主, 中央为辅, 先后推出三轮放松, 力度不断升级。中央核心政策主要包括下调按揭贷款利率和给与税收优惠, 地方核心政策则主要围绕四限政策放松展开。

下调按揭贷款利率: 2022 年 1 月、5 月和 8 月, 央行先后三次累计下调 5 年期 LPR 报价 35BPS。2022 年 5 月 15 日, 央行宣布首套房贷款利率改为 5 年期 LPR-20BP, 二套房贷款利率为 LPR+60BP, 根据最新 LPR 基准利率 4.3% 计算, 按揭贷款执行下限分别 4.1% 和 4.9%, 至二季度末央行。2022 年 9 月 29 日, 央行、银保监会发布通知, 计划在 2022 年底前, 放宽对 2022 年 6 月-8 月间新建商品住宅价格环比、同比连续下降的城市的利率限制, 当地政府可自主决定维持、下调或取消首套房贷款利率下限, 二套房维持当前规定。2022 年 9 月 30 日, 央行再次宣布自 2022 年 10 月 1 日期, 5 年期以下 (含) 和 5 年期以

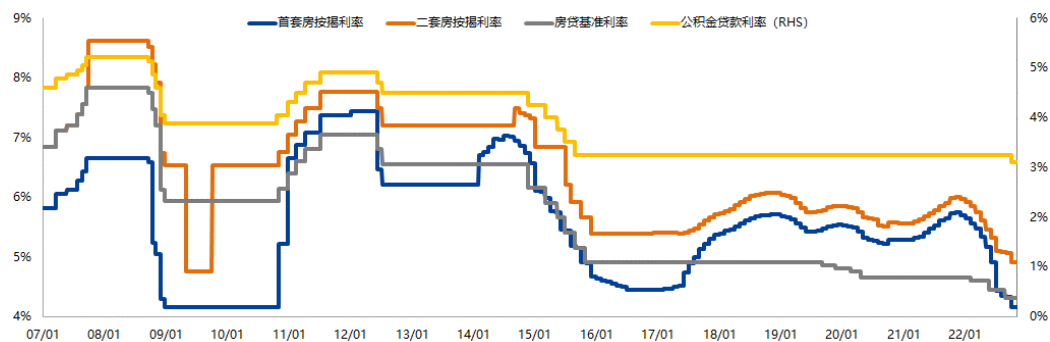
上首套房公积金贷款利率分别下调 15BP 至 2.6% 和 3.1%，二套房利率政策不变。930 新政允许符合条件的城市“取消”首套房按揭利率下限，意味着按揭利率的理论下调力度可以超过 2008 年和 2014 年，政策力度可谓当前周期最大。并且，中央政府调整利率下限政策框架是本轮房地产调控放松过程中少数的全国层面的总量型政策，具有非常强烈的信号意义。

截至 10 月底，贝壳研究院公布全国首套房贷平均利率为 4.15%，二套房贷平均利率为 4.91%，较 21 年 9 月高点累计下调 160BPS 和 109BPS。按照贝壳口径，首套和二套按揭利率与基准利率比值已分别降至 0.97 和 1.14，接近 2002 年以来的均值 0.96 和 1.08，以及 2014 年的低点 0.9 和 1.1，但较 2009 年低点 0.7 和 0.8 较大空间；首套和二套按揭利率与银行理财收益率差值也已收敛至 219BPS 和 295BPS，与 2008-2009 年的低点 51BPS 和 176BPS 以及 2014-2016 年的低点 19BPS 和 92BPS 均存在较大差距。

除核心一线城市北上广深外，几乎所有城市的按揭利率均已经降至 5 月份政策框架的下限，即首套 4.1%、二套 4.9%。930 新政之后，部分符合条件的房价下行压力较大的城市也陆续进一步下调了首套房按揭利率，其中武汉、济宁、桂林首套房贷利率已降至 3.95%，清远已降至 3.7%。按照 70 大中城市的样本估算，符合 930 新政要求的城市有 23 个，2020 年商品房销售金额约 2 万亿，占 70 城商品房市场的 20%，占全国商品房市场的 11.8%。考虑到 70 大中城市样本以外城市多为三四线城市，且近半数城市房价在 6-8 月连续下跌，预计 930 政策影响的商品房市场规模占比或近 1/3。从已下调首套按揭利率的城市样本看，上述符合条件的城市首套房按揭利率下限突破 4% 约束的概率较高，意味着未来全国首套房贷平均利率折扣比例可能达到 0.9 倍，即使基准利率保持不变，未来房贷利率也有 23BPS 以上的下调空间。

不过也有两点值得注意。首先，本轮房贷利率下调周期，正处于国内降息欧美央行史无前例快速加息的阶段，货币政策节奏的错位制约了国内基准利率下调的空间，导致房贷利率下降将更多依靠折扣/加点的下行。其次，930 新政仍体现了非常多的“因城施策”特征，反映中央在使用全国层面的总量型调控政策“一刀切”地刺激房地产行业方面，依然保持谨慎态度，与 2008 年和 2014 年存在根本性的不同。

图 33. 住房按揭贷款利率回顾



数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

表 4. 三轮地产政策放松周期, 商贷利率调整情况对比

按揭下行周期	08年9月-08年12月	14年7月至16年9月	21年10月至今
持续时间	4个月	27个月	12个月
初始首套利率	6.66%	7.00%	5.75%
结束首套利率	4.16%	4.44%	4.15%
首套利率降幅	2.50%	2.56%	1.60%
初始二套利率	8.61%	7.21%	6.00%
结束二套利率	4.75%	5.39%	4.91%
二套利率降幅	3.86%	1.82%	1.09%
初始基准利率	7.83%	6.55%	4.65%
结束基准利率	5.94%	4.90%	4.30%
基准利率降幅	1.89%	1.65%	0.35%
初始利率	-1.17%	0.45%	1.10%
结束利率	-1.78%	-0.46%	-0.15%
利差降幅	0.61%	0.91%	1.25%

数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

图 34. 按揭利率/基准利率

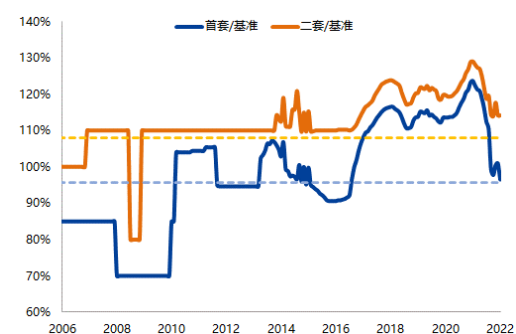
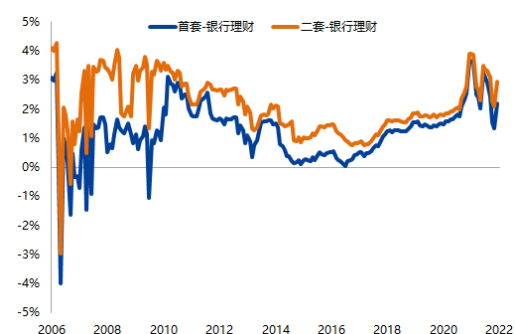


图 35. 按揭利率-银行理财收益



数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

表 5. 930 后符合条件取消利率下限的重点城市情况汇总

城市			20年商品房销 售额 (亿元)	新建商品住宅价格: 环比			新建商品住宅价格: 同比			最新首套利率	
				06/30	07/31	08/31	06/30	07/31	08/31		
大连	东北	二线	951	-1.5	-2.2	-3	-0.3	-0.1	-0.2	4.10%	LPR-0.20%
哈尔滨	东北	二线	728	-6.8	-7	-7.2	-0.6	-0.2	-0.5	4.10%	LPR-0.20%
温州	东部	核心二线	1,905	-1.3	-2.5	-3.1	-0.6	-0.7	-0.4	4.10%	LPR-0.20%
天津	东部	非核心二线	2,114	-2.4	-3.5	-4.2	-0.2	-0.6	-0.4	4.10%	LPR-0.20%
石家庄	东部	非核心二线	602	-3.1	-3.6	-3.7	-0.2	-0.3	-0.5	4.10%	LPR-0.20%
安庆	东部	核心三四线	275	-2.7	-3.6	-4	-0.4	-1	-0.4	4.10%	LPR-0.20%
湛江	东部	核心三四线	541	-7	-8	-8.9	-0.7	-0.6	-1.2	4.10%	LPR-0.20%
泉州	东部	非核心三四线	1,288	-1.9	-3	-4.2	-0.6	-0.5	-1	4.10%	LPR-0.20%
济宁	东部	非核心三四线	733	-1.4	-2.4	-3.2	-0.4	-0.3	-0.8	3.95%	LPR-0.35%
秦皇岛	东部	非核心三四线	357	-6	-6.4	-6.4	-1	-0.6	-0.5	4.10%	LPR-0.20%
武汉	中部	二线	3,769	-2.9	-3.7	-5.3	-0.4	-0.2	-1.3	3.95%	LPR-0.35%
包头	中部	三四线	280	-3.7	-4	-4.7	-0.4	-0.1	-0.6	4.10%	LPR-0.20%
宜昌	中部	三四线	283	-3	-4	-4.1	-1.5	-0.4	-0.2	4.10%	LPR-0.20%
襄阳	中部	三四线	362	-4	-4.5	-5.3	-0.2	-0.1	-0.4	4.10%	LPR-0.20%
岳阳	中部	三四线	368	-7.1	-7	-7.1	-1.6	-0.5	-0.5	4.10%	LPR-0.20%
常德	中部	三四线	359	-5.1	-5.7	-6	-0.2	-0.8	-0.6	4.10%	LPR-0.20%
贵阳	西部	二线	1,153	-1.3	-2.1	-2.2	-0.2	-0.3	-0.1	4.10%	LPR-0.20%
昆明	西部	二线	2,080	-2.9	-2.8	-2.8	-0.2	-0.5	-0.4	4.10%	LPR-0.20%
兰州	西部	二线	711	-3.3	-4.2	-5	-0.5	-0.6	-1	4.30%	LPR+0.00%
北海	西部	二线	201	-7.4	-8.8	-10.1	-1	-1.3	-1.4	4.85%	LPR+0.55%
桂林	西部	三四线	408	-3.6	-3.8	-4.1	-0.1	-0.5	-0.7	3.95%	LPR-0.35%
泸州	西部	三四线	614	-6.3	-6.3	-6.6	-0.5	-0.2	-0.5	4.10%	LPR-0.20%
大理	西部	三四线	124	-6.3	-6.6	-6.9	-1	-0.8	-0.1	4.10%	LPR-0.20%
合计			20,206								
全国			173,613								
占比			11.6%								

数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

税收优惠: 税收优惠政策在 2008 年和 2014 年地产调控政策放松阶段对促进市场流通起到了重要作用。目前全国性征收的住房交易环节税费主要包括: 增值税/营业税、个人所得税和契税。契税征收标准执行 2016 年 2 月中央颁布的新规, 契税税率已达到历史较低水平。增值税最后一次全国性政策于 2016 年 3 月出台, 明确除四个一线城市以外, 个人住房营业税免征年限为 2 年, 已达到增值税免征年限的最优程度。此后地方政府根据自身需要, 自行调节增值税免征年限。目前看, 在不打破历史政策框架的条件下, 契税暂无调降空间, 增值税在全国层面也缺乏优化空间, 仅部分热点城市存在优化可能。因此个人所得税成为本轮房地产调控政策放松阶段, 税收优惠的重点。2022 年 9 月 30 日, 财政部发文《关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》, 规定 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日, 对出售自有住房并在出售后 1 年内于同城重新购买住房的纳税人, 对其已出售时的已缴个税予以退税优惠, 其中新购住房大于或等于现住房转让金额的, 全部退还, 小于的按金额比例退还。该政策推出前执行的房屋转让相关的个税政策是 2013 年 2 月颁布的, 要求按照二手房转让所得的 20%征收, 若无法正确计算房屋原值和应纳税额, 则按照房屋转让收入的 1%-3%征收。本次个税优惠政策重启了 1999 年有利于进一步挖掘需求, 有利于刺激二手房交易的活跃度。

表 6. 房地产税收政策回顾



税种	个人所得税			营业税/增值税			契税			
首套							√			
二套	√			√			√			
条件	满五唯一	非满五唯一	其他政策	5年以上	2-5年	不满2年	唯一		非唯一	
							< 90平	> 90平	< 90平	> 90平
99/12	/			/			普通1.5% 非普通3%	> 144: 3% 90-144: 普通1.5%, 非普通3%	3%	
05/05										
05/05										
06/05										
06/07										
08/10	免征	全额1%-2%	出售自住房1年以内新购, 视新购房的价值可全部或部分予以免征。	普通宅: 免征 非普通宅: 全额		全额	普通1.5% 非普通3%	普通1.5% 非普通3%	3%	
08/12										
09/12										
10/09										
10/03										
13/03		全额1%-2% 差额20%	对出售自住房1年以内新购, 取消个税免征优惠。	普通宅: 免征 非普通宅: 全额		全额	普通1.5% 非普通3%	> 144: 3% 90-144: 普通1.5%, 非普通3%	3%	
15/03										
16/02										
16/03										
20/04										
22/09			出售1年以内同城新购: (1) 新购 > 转让: 全额退还已缴个税; (2) 新购 < 转让: 退还(新购/转让) * 已缴个税	北上广深: (1) 普通宅: 免征 (2) 非普通宅: 全额*5% 其他城市: 免征		全额*5%	1%	1.5%	1%	2%

数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

表 7. 重点城市房屋交易环节增值税政策

城市	级别	最新增值税免征年限
上海	一线	5年以上免征
深圳	一线	5年以上免征
广州	一线	5年以上免征 (9区)
成都	二线	唯一住房: 2年免征; 非唯一住房: 5年以上免征

数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

因城施策: 本轮房地产调控政策放松阶段, 除基准利率下调以外, 在需求侧中央的总量型政策出台较少, 政策调整较为克制。3 月份的政府工作报告, 中央对房地产行业的定调依然是坚持“房住不炒”和“因城施策”, 直至 4 月底中央政治局会议和 5 月下旬国务院稳经济大盘电话会议, 才先后释放了呵护房地产行业健康发展的积极信号。5 月下旬中央的总量型政策 (降息/下调按揭利率下限) 才姗姗来迟, 随后间隔近 4 个月才推出第二轮总量型政策 (下调按揭利率下限/税收优惠)。在此背景下, 地方“因城施策”成为本轮地产调控政策放松的急先锋。据不完全统计, 2022 年初至今, 出台地方性房地产宽松政策的城市已接近 200 个, 基本涵盖了“四限” (限贷、限购、限售、限价) 政策放松、公积金政策放松、落

户条件放宽、以及税收优惠四个方面。从政策出台频率看，本轮“因城施策”的高峰集中在7月以前。上海封控以前，地方政府已开始高频放松房地产调控，但是由于疫情冲击、国内经济下行压力等因素超预期，这一阶段的政策放松效果并不理想。二季度，中央释放呵护房地产行业健康发展的积极信号后，地方调控政策放松的力度逐步升级，城市级别也由三四线城市快速扩展至核心二线城市。

汇总今年以来的地方政策，四个一线城市的房地产调控政策基本保持平稳，其余城市的核心政策，如“四限”政策，也并未完全放松，与2008年和2014年两轮放松周期相比，还有较大的优化空间。下面将从限贷政策和限购政策两方面重点说明。

多数城市限贷政策已回归至政策框架下沿，但重点城市政策调整较为审慎，其中二套房首付比例仍维持较高水平，且多数继续保留“认房又认贷”或“认房”的认定标准。根据2016年2月中央的规定，地方限贷政策区间下限为：限购城市首套和二套首付比例不低于30%和40%，非限购城市不低于20%和30%，首套认定标准为“认贷不认房”。2016-2021年，各地政府根据调控需要，在此基础上上调了实际执行标准。2022年以来，各地又快速放松限贷政策，下调首付比，并放宽首套房认定标准。我们统计的重点城市中，四个一线城市以外，多数城市的首付比已调整至政策框架的下限，但部分城市的二套房首付比仍明显偏高，且“认贷又认房”或“认房”的约束也未作调整。2008年全国范围最低首套、二套房首付比例为20%和40%的要求，2014-2016年限购城市最低首套、二套房首付比例30%和40%的要求，非限购城市最低标准为20%和30%，并曾执行过“认贷不认房”的标准。与这两段放松周期相比，无论在二套首付比例，还是首套房认定标准方面，本轮政策的调整空间依然较为充足。

在房住不炒的大背景下，本轮限购政策的调整力度也保持着克制。截至目前绝大多数重点城市并未取消限售，多在购房套数上限、限购区域、购房资格等方面选取几项做出调整，依然保留非户籍居民的购房门槛，少数城市完全取消限购的政策也被快速叫停。而在2008年，国内房地产市场尚未推出限购政策；2014年，四个一线城市外，其余城市都完全取消限购。对比2008年和2014年放松周期的政策力度，以及当前房地产库存压力有限，中央“房住不炒”总基调不变的大环境，预计未来除一线城市和个别核心二线城市以外，限购政策有望继续放松，例如重点城市中重庆几乎限购，宁波、福州基本已取消限购，武汉等城市也近似取消限购，其余城市也可能参考以上样本进行优化。

表 8. 重点城市“四限”政策汇总

城市	商业性住房贷款首付比例		首套房认定标准			限购政策	限售	2020年商品房销售 额（亿元）
	首套	二套	认贷	认房				
北京	35%（普通） 40%（非普通）	60%（普通） 80%（非普通）	√	贷款记录	√	未放松		3,657
上海	35%	50%（普通） 70%（非普通）	√	贷款记录	√	放松		6,047
广州	30%	70%	√	贷款记录	√	放松		3,857
深圳	30%	70%	√	贷款记录	√	放松		5,193
天津	30%	40%	-	-	√	放松		2,114
南京	30%	60%	√	贷款余额	-	放松		3,270
杭州	30%	60%	√	贷款记录	√	放松		4,595
成都	30%	60%	√	贷款余额	√	放松		4,471
重庆	20%	40%	√	贷款余额	-	无限购		5,071
武汉	30%	40%	√	贷款余额	-	放松		3,769
长沙	30%	40%	√	贷款余额	√	放松		2,197
合肥	30%	50%	√	贷款余额	√	放松		2,128
郑州	30%	40%	√	贷款余额	-	放松		3,369
宁波	30%	60%	√	贷款余额	-	取消		3,050
福州	30%	40%	√	贷款余额	-	取消		2,553
厦门	30%	50%	√	贷款余额	√	放松		1,521
济南	30%	40%	√	贷款余额	-	放松	取证改为网签	1,572
青岛	30%	40%	√	贷款余额	√	放松	缩短限售年限	2,217
西安	30%	60%	√	贷款余额	-	放松	缩短限售年限	3,294
苏州	30%	60%	√	贷款余额	-	放松	缩短限售年限	2,272
东莞	30%	40%	-	-	√	放松	缩短限售年限	2,017
海口	30%	40%	√	贷款余额	√	放松		734
沈阳	30%	40%	√	贷款余额	-	放松		1,571
大连	30%	40%	√	贷款余额	-	放松		951
合计								71,489
全国								173,613
占比								41.18%

红色：已达政策框架下限

数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

总体看，年初至今的大规模“因城施策”在放松力度上依然保持着克制。同时，居民收入预期和房价上涨预期转弱，叠加期房烂尾风险引发7月“断贷风波”，居民购买意愿大幅降低，又削弱了“因城施策”的实际政策效果。7月后因城施策出台频率有所降低。

表 9. 2022 年“因城施策”汇总

	重点门户松放松	公积金松放	四限松放	首付比例下调	贷款利率下调	购房补贴
1月	中山 (1月)、嘉兴 (1月)、天津 (1月)、绍兴 (1月)、淄博 (1/6)、天津 (1/24)	马鞍山 (1/3)、济南 (1/3)、青岛 (1/4)、宁波 (1/4)、玉林 (1/5)、北海 (1/15)、自贡 (1/8)、浙江 (1/20)、株洲 (1/20)、南宁 (1/25)、三明 (1/27)、福建 (1/28)		玉林 (1/5)、安徽 (1/27)、淄博 (1/6)	昆明 (1月)、蚌埠 (1/21)、合肥 (1/27)	东莞 (1月)、保定 (1/1)、昆明 (1/3)、玉林 (1/5)、保定 (1/7)、鹤壁 (1/7)、北海 (1/9)、保定 (1/12)、泸州 (1/14)、汉中 (1/25)、泰州 (1/27)、南充 (1/27)、贵溪 (1/30)
2月	南昌 (2/15)、浙江 (2/17)	绍兴 (2月)、福州 (2/1)、河南 (2/10)、衢州 (2/16)、南宁 (2/21)、深圳 (2/24)、晋中 (2/25)、东莞 (2/27)	南昌 (2/15)	菏泽 (2/17)、南宁 (2/18)、重庆 (2/18)、赣州 (2/18)、佛山 (2/21)、驻马店 (2/21)、南通 (2/22)、蚌埠 (2/22)、温州 (2/27)	深圳 (2月)、北京 (2月)、上海 (2)、福州 (2/1)、惠州 (2/11)、苏州 (2/21)、广州 (2/21)	上海金山 (2月)、北流 (2/6)、惠州大亚湾 (2/8)、绍兴 (2/15)、延吉 (2/17)、浙江 (2/17)、昆明 (2/21)、南海 (2/22)
3月	达州 (3/1)、新乡 (3/1)、襄阳 (3/4)、南昌 (3/4)、宣城 (3/4)、九江 (3/16)、大连 (3/31)、株洲	山 (3/1)、达州 (3/1)、广西 (3/1)、新乡 (3/1)、温州 (3/3)、山 (3/4)、常德 (3/4)、宣城 (3/4)、泰州 (3/4)、泰安 (3/4)、六安 (3/9)、孝感 (3/15)、成都 (3/16)、九江 (3/16)、怀化 (3/16)、绵阳 (3/20)、福建 (3/31)、福州 (3/31)	郑州 (3/1)、宁波 (3/3)、青岛即墨区 (3/4)、哈尔滨 (3/23)、福州 (3/30)	郑州 (3/1)、昆明 (3/4)、唐山 (3/4)、德州 (3/4)、怀化 (3/16)、北海 (3/19)、南宁 (3/19)、防城港 (3/31)	苏州 (3/1)、中山 (3/2)、泰安 (3/19)、临沂 (3/19)、烟台 (3/19)、襄阳 (3/20)、十堰 (3/20)、苏州 (3/23)、杭州 (3/23)、南京 (3/24)、绍兴 (3/24)、成都 (3/25)、武汉 (3/26)	郑州 (3月)、上海虹桥 (3/2)、重庆 (3/2)、襄阳 (3/3)、孝感 (3/15)、大冶甘井子区 (3/15)、南宁 (3/21)、绵阳 (3/30)
4月	长沙 (4/19)	秦皇岛 (4/1)、衢州 (4/1)、兰州 (4/4、4/24)、六盘水 (4/6)、鄂水 (4/7)、日照 (4/7)、台州 (4/7)、荆州 (4/8)、上海 (4/12)、天津 (4/12)、湖州 (4/12)、宜昌 (4/14)、扬州 (4/15)、鹰潭 (4/18)、泰州 (4/19)、银川 (4/20)、盐城 (4/20)、苏州 (4/21)、赣州 (4/21)、烟台 (4/24)、无锡 (4/26)、南京 (4/27)、铜陵 (4/27)、岳阳 (4/29)、株洲 (4/30)、南宁 (4/30)、贵阳 (4/29)	惠州 (4/1)、秦皇岛 (4/2)、兰州 (4/4)、苏州 (4/11)、南京 (4/12、4/27)、上海 (4/12)、无锡 (4/18、4/25)、杭州 (4/21)、唐山 (4/27)、泸州 (4/28)、中山 (4/28)、天津 (4/28)、沈阳 (4/29)、惠州 (4/30)、达州 (4/30)、东莞 (4/30)	兰州 (4/4)、安顺 (4/6)、贵阳 (4/10)、荆州 (4/10)、昆明 (4/16)、龙岩 (4/20)、鹰潭 (4/18)、赣州 (4/20)、淮安 (4/20)、襄阳 (4/28)、岳阳 (4/29)、上饶 (4/30)、北海 (4/30)	兰州 (4/4)、慈溪 (4月初)、辽宁 (4/12)、海北 (4/12)、昆明 (4/16)、南京 (4/19)、山东 (4/20)、河北 (4/20)、广东 (4/21)	株洲、肇庆、安阳、淮北 (4/14)、宜昌 (4/14)、常熟 (4/19)、无锡 (4/20)、长沙 (4/21)、常德 (4/21)、南通 (4/24)、江门 (4/27)、南阳 (4/29)、上饶 (4/30)、黄石 (4/30)、随州 (4/30)
5月	天津 (5/18)、义乌 (5/24)、大连 (5/30)、青岛 (5/31)	梅州 (5/2)、嘉兴 (5/4)、马鞍山 (5/6)、镇江 (5/6)、长春 (5/7)、扬州 (5/8)、德州 (5/10)、吉林 (5/10)、沈阳 (5/10)、泉州 (5/10)、钦州 (5/11)、江门 (5/11)、长沙 (5/11)、二胡 (5/12)、舟山 (5/13)、衢州 (5/13、5/16)、东莞 (5/14)、南京 (5/14)、景德镇 (5/16)、海口 (5/16)、肇庆 (5/16)、廊坊 (5/16)、安阳 (5/16)、绵阳 (5/16)、泰州 (5/17)、烟台 (5/17)、宿迁 (5/18)、银川 (5/19)、泸州 (5/19)、大连 (5/20)、六安 (5/20)、南京 (5/20)、宣城 (5/23)、哈尔滨 (5/23)、包头 (5/23)、太原 (5/23)、凉山 (5/24)、唐山 (5/25)、淮南 (5/26)、淄博 (5/27)、韶关 (5/27)、南京 (5/28)、惠州 (5/30)、雅安 (5/30)、赣州 (5/30)、扬州 (5/30)、宁波 (5/31)、湖州 (5/31)、南宁 (5/31)	无锡 (5/1)、长沙 (5/6)、金华 (5/7)、苏州 (5/9)、扬州 (5/9)、三明 (5/9)、荆州 (5/10)、金坛 (5/11)、赣州 (5/13)、南京 (5/13、5/20)、海口 (5/15)、杭州 (5/17)、湖州 (5/19)、大连 (5/20)、武汉 (5/22)、济南 (5/22)、太原 (5/23)、哈尔滨 (5/23)、济南 (5/23)、厦门 (5/24)、中山 (5/24)、唐山 (5/25)、义乌 (5/26)、西安 (5/28)、无锡 (5/30)、雅安 (5/30)、宁波 (5/31)、江门 (5/31)、成都 (5/31)、青岛 (5/31)	梅州 (5/1)、赣州 (5/2)、徐州 (5/4)、岳阳 (5/6)、景德镇 (5/6、5/10)、德州 (5/10)、沈阳 (5/10)、钦州 (5/11)、金华 (5/11)、金华 (5/11)、济源 (5/11)、景德镇 (5/16)、长春 (5/17)、大连 (5/17)、德州 (5/17)、安庆 (5/17)、高安 (5/17)、泰安 (5/17)、宿迁 (5/18)、泰安 (5/18)、常州 (5/19)、石家庄 (5/19)、南通 (5/20)、济南 (5/23)、六盘水 (5/24)、镇江 (5/24)、安远 (5/24)、临沂 (5/29)、唐山 (5/25)、淮南 (5/26)、银川 (5/27)、赣州 (5/30)、雅安 (5/30)、邵阳 (5/31)、温州 (5/31)	连云港 (5/2)、德州 (5/10)、南京 (5/11)、广州 (5/11)、郑州 (5/17)、济南 (5/17)、苏州 (5/18)、青岛 (5/18)、天津 (5/18)、无锡 (5/19)、厦门 (5/25)、唐山 (5/25)	天门 (5/2)、岳阳 (5/2)、资阳 (5/7)、扬州 (5/9)、日照 (5/9)、鹤壁 (5/10)、景德镇 (5/10)、钦州 (5/11)、无锡 (5/12)、肇庆 (5/12)、绵阳 (5/15)、泰州 (5/17)、连云港 (5/17)、海口 (5/20)、德州 (5/21)、太原 (5/23)、驻马店 (5/23)、黄石 (5/23)、安阳 (5/24)、抚州 (5/25)、雅安 (5/25)、鹰潭 (5/26)、义乌 (5/26)、眉山 (5/25)、武汉经开区 (5/27)、宜宾 (5/30)、惠州 (5/30)、银川 (5/30)、青岛 (5/31)、南通、大冶
6月	上海 (6/1)、广州	东莞 (6/1)、益阳 (6/2)、金华浦江 (6/2)、宜春 (6/2)、衢州 (6/2)、烟台 (6/2)、珠海 (6/3)、清远 (6/5)、陇南 (6/5)、聊城 (6/5)、佛山 (6/6)、秦皇岛 (6/6)、九江 (6/6)、台州 (6/6)、遂宁 (6/6)、西双版纳 (6/6)、贵阳 (6/6)、南昌 (6/7)、邵阳 (6/7)、南充 (6/7)、湖州 (6/7)、长沙 (6/9)、内江 (6/9)、西宁 (6/9)、沈阳 (6/10)、三明 (6/17)、襄阳 (6/27)、昆明 (6/28)	佛山 (6/2)、青岛 (6/3)、南京 (6/15)、武汉 (6/20)、合肥 (6/28)	南昌 (6/7)、湖州 (6/7)、阜阳 (6/7)、河南 (6/8)、梅州 (6/13)、蚌埠 (6/13)、重庆 (6/15)、安顺 (6/20)	呼和浩特 (6/7)、河南 (6/29)	浦江 (6/1)、赣州、阜阳、晋中、自贡、丽水
7月	南京 (7/21)	唐山 (7/5)、汉中 (7/5)、深圳 (7/6)、秦皇岛 (7/13)	东莞 (7/4)、成都 (7/7)、福州 (7/11)			东营 (7/4)、德州陵城区 (7/6)、宜昌 (7/10)、深圳 (7/11)、忻州 (7/11)、南宁 (7/11)、梧州 (7/12)、岳阳 (7/12)、河南西平 (7/14)、固原 (7/15)、武汉 (7/18、7/25)、驻马店 (7/20)、南通 (7/20)、湖州 (7/22)、南京高淳区 (7/25)、丽水 (7/29)、淄博
8月	上海 (8/20)、天津、温州 (8/19)	湖州 (8/1)、六安 (8/3)、北京 (8/4)、安庆 (8/8)、连云港 (8/9)、济南 (8/12)、福州 (8/1、8/15)、惠州 (8/18)、威海 (8/29)、贵阳 (8/30)、马鞍山 (8/31)	嘉兴 (8/2)、六安 (8/3)、廊坊 (8/8)、咸宁 (8/16)、福州 (8/16)、苏州 (8/18)、上海 (8/20)、常州 (8/24)、天津	新余 (8/8)、湛江 (8/9)、南通 (8/9)、扬州 (8/10)、苏州 (8/11)、南京 (8/12)、无锡 (8/12)、惠州 (8/15)、福州 (8/16)、东莞 (8/20)	上海 (8/22)	嘉兴 (8/2)、长沙 (8/3)、长春 (8/11)、中山 (8/20)、萍乡 (8/23)、陕西西咸新区 (8/26)
9月		石家庄 (9/6)、泰州 (9/13)、烟台 (9/21)、沈阳 (9/27)	苏州 (9/14)、广州 (9/14)、青岛 (9/15)、天津 (9/16)、杭州萧山 (9/28)	海南 (9/17)		长沙 (9/1)、六安 (9/5)、河南周口 (9/6)、吉林双辽 (9/7)、杭州临安区 (9/10)、盐城 (9/13)、浙江临海 (9/20)、丹东 (9/22)、荆丰 (9/23)、杭州萧山 (9/28)、重庆两江新区 (9/29)
10月		青岛 (10/21)、孝感 (10/23)、南宁 (10/24)、北海 (10/27)	四川 (10/9)		济宁 (10/5)、南宁 (10/4)、贵阳 (10/11)、湖州 (10/12)、三明 (10/21)、	临沂 (10/4)、岳阳 (10/5)、沈阳 (10/17)、驻马店 (10/18)
11月		南宁 (11/2)、厦门 (11/3)				衢州 (11/2)

数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

房地产行业政策：供给侧

与 2008 年、2014 年两轮地产下行周期相比，本轮房地产下行周期，供给萎缩的问题较需求下滑更加严重。自 2021 年三季度房地产土地购置面积、商品房新开工面积单月增速转负之后，拿地、新开工单月同比跌幅持续扩大，至今年 9 月土地购置面积单月同比下降 65%，1-9 月累计同比下降超五成，商品房新开工面积单月同比下降 44%，1-9 月累计同比下降近四成，反观商品房销售面积，单月增速已于 2 季度触底后逐渐回升。

表 10. 三轮地产下行周期对比

房地产行业下行周期（分项目销售月同比增长，21年为2年复合增长率）																				
第一组	房地产投资	土地购置	新开工	竣工	销售面积	第二组	房地产投资	土地购置	新开工	竣工	销售面积	第三组	房地产投资	土地购置	新开工	竣工	销售面积			
07/10	39.22	8.36	34.33	32.47	-2.05	26.50	13/10	15.05	-8.31	-3.42	-2.26	-13.75	12.10	20/04	6.97	13.80	-1.31	-1.92	-8.83	-2.14
07/11	35.15	1.81	25.79	27.41	5.24	23.60	13/11	22.05	103.97	58.63	60.09	6.82	14.76	20/05	8.09	0.86	2.52	-2.89	6.23	9.66
07/12	22.96	-10.28	12.01	7.43	11.65	10.48	13/12	22.33	0.32	35.07	16.21	0.93	0.74	20/06	8.54	12.11	8.86	11.43	-6.58	21.44
08/01	32.93	35.75	27.21	32.05	31.56	-4.23	14/01	19.29	6.54	-27.42	16.29	-8.18	-0.05	20/07	11.61	18.13	16.67	13.13	-9.49	8.01
08/02	31.62	25.69	23.63	12.66	18.95	1.46	14/02	14.24	-16.95	-21.90	-25.88	2.57	-7.49	20/08	12.01	-4.79	-1.95	-4.55	-17.66	7.25
08/03	31.58	-26.18	8.76	12.25	4.20	-12.00	14/03	15.46	-20.45	-14.96	-18.07	20.53	-14.27	20/09	12.73	-5.62	3.52	-1.85	5.88	15.27
08/04	31.67	21.70	17.57	19.19	13.56	-13.81	14/04	10.49	0.97	-7.89	-6.64	40.69	-10.66	21/01	10.93	-15.62	4.12	11.92	3.09	12.05
08/05	37.54	-7.01	16.69	15.89	0.36	-7.36	14/05	12.46	-6.25	-9.31	-2.51	13.84	-0.16	20/12	9.35	20.55	6.33	28.68	-0.15	11.47
08/06	19.59	-5.95	-8.20	-3.09	12.82	-26.62	14/06	11.89	0.70	8.18	10.41	-15.68	-16.35	21/01						
08/07	18.88	-12.94	-2.62	4.15	3.24	-35.70	14/07	9.91	7.16	6.23	20.13	24.51	-12.37	21/02	7.56	-3.03	-4.84	6.85	4.02	10.96
08/08	12.23	-36.03	-13.18	-8.24	-4.69	-15.72	14/08	8.63	-12.42	-0.17	10.03	11.38	-10.32	21/03	7.71	-7.80	-2.00	6.46	-3.21	8.88
08/09	11.01	-31.46	-21.22	-16.65	5.11	-28.94	14/09	11.82	98.38	42.85	51.42	10.48	-1.61	21/04	10.27	-1.91	-5.40	-6.77	-6.00	8.01
08/10	7.72	-4.70	-15.67	-8.67	-10.84	-32.87	14/10	7.59	45.93	-31.22	-35.29	11.41	-11.11	21/05	8.96	-16.96	-1.87	-2.83	8.17	9.41
08/11	10.59	-27.50	-9.35	-0.54	-6.98	-19.30	14/11	-1.94	-9.77	-26.13	-22.08	1.19	-4.11	21/06	7.23	-4.28	2.33	11.02	24.74	7.48
09/01	1.03	-30.04	-14.83	14.19	28.96	-0.25	15/01	10.43	-31.74	-17.67	7.65	-12.91	-16.26	21/07	6.39	0.49	-6.52	-7.80	3.96	0.06
09/02	7.27	-47.26	-17.28	7.86	25.49	16.44	15/02	6.52	-33.69	-19.89	-20.17	1.26	-1.61	21/08	5.87	-10.81	-7.67	-2.23	7.62	-2.00
09/03	6.42	12.02	-14.49	8.73	26.03	38.99	15/03	0.51	-33.74	-14.93	-12.33	-18.38	7.01	21/09	6.98	-3.47	-7.63	-7.33	-8.80	1.50
09/04	8.18	-28.72	-18.21	4.24	5.87	51.30	15/04	2.44	-26.30	-12.77	-18.67	-23.00	14.97	21/10	3.27	-15.48	-16.81	-15.42	-8.28	-4.97
09/05	15.01	-20.24	12.08	24.82	21.33	51.20	15/05	3.40	-42.19	-15.04	-18.42	-15.77	16.04	21/11	3.04	-14.09	-9.32	-8.21	9.08	-1.82
09/06	15.22	-21.93	0.30	7.94	36.62	67.64	15/06	2.93	-23.30	-21.29	-21.95	-7.86	18.93	21/12	-2.98	-10.28	-14.44	-9.02	0.87	-0.33
09/07	31.50	-21.77	24.30	39.37	27.95	85.12	15/07	-1.08	-32.42	-16.71	-25.07	-25.54	14.72	22/01	3.67	-42.31	-12.15	1.79	-9.80	-9.56
09/08	34.11	8.70	56.30	66.19	21.72	56.32	15/08	-3.11	-45.02	15.28	19.80	25.90	8.96	22/02	-2.39	-40.50	-22.25	-21.48	-15.50	-17.07
09/09	26.01	27.25	55.23	48.80	9.84	81.68	15/09	-2.40	-33.82	-24.48	-25.13	38.57	5.53	22/03	-10.06	-57.28	-44.19	38.72	14.19	-39.00
09/10							15/10	-5.11	-25.98	-20.90	-15.59	0.34	8.56	22/04	-7.81	-43.10	-41.65	39.88	31.27	-7.77
							15/11	-1.87	-20.01	-6.73	-22.88	-14.72	1.64	22/05	-4.41	-52.81	-45.05	-48.07	-40.73	-18.85
							16/01	3.03	-19.37	13.66	5.87	28.91	28.19	22/06	-12.33	-47.35	-45.39	-34.27	-36.02	-28.88
							16/02	3.03	-19.37	13.66	5.87	28.91	28.19	22/07	-13.81	-56.60	-45.66	-47.80	-2.49	-22.58
							16/03	9.66	4.91	26.86	3.67	-1.94	37.67	22/08	-12.12	-65.01	-44.35	-47.17	-5.99	-16.16
							16/04	9.70	8.36	25.86	4.65	29.92	44.06							

单位：亿元
来源：国家统计局

绿色：负增长
红色：正增长

数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

本轮房地产供给收缩的根源在于房企资金压力。拆分统计局公布的房地产投资到位资金数据，2008 年和 2014 年两轮房地产下行周期中，投资到位资金下滑主要受商品房销售走弱的拖累，利用外资增速虽也出现过阶段性的大幅下降，但占比低影响有限，一旦商品房销售在宽松政策的刺激下较快回暖，房企资金压力就会得到极大缓解。同时，中央对资本市场和银行信贷支持政策也能及时地对房地产企业进行输血。

但是，在本轮房地产下行周期中，房企内部和外部融资渠道均受到严重冲击。过去十年间销售回款在房地产投资到位资金中占比由 40%提高至 53%，因此本轮房地产销售的下滑对房企资金的负面影响尤为突出。同时，由于房企资金压力导致期房项目烂尾风险攀升，又降低了居民购买期房的意愿，进而拖慢了销售回款的速度。同时，2021 年以来房地产行业的全面调控，各类融资工具推出，促发并加剧了房企外部融资困境。房企频频爆雷，境内外债券屡次违约，增加房企后续发债融资的难度；2018 年资管新规落地，非标融资规模被持续压降，叠加房企违约爆雷事件限制了信托等金融机构开展新增项目投资；房企股权融资渠道已于 2016 年关闭；H 股股权融资规模有限，对解决房企资金压力来说杯水车薪。反映在数据上，我们可以看到 2022 年房地产行业四大资金来源：国内贷款、利用外资、自筹资金、销售回款的增速罕见出全面、同步、持续的负增长。

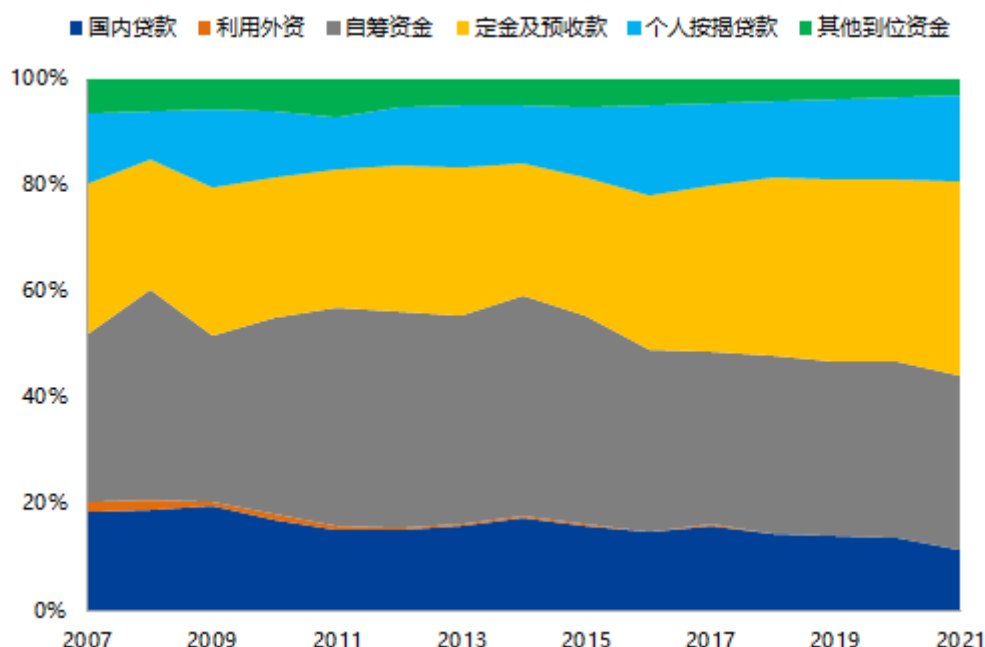
表 11. 房地产投资到位资金结构

统计口径	经营口径	主要融资渠道	追踪指标	政策约束
国内贷款	银行贷款	开发贷 并购贷 委托贷款 经营性物业贷款、流动资金贷款、银行专项贷款（棚改/旧改/租赁住房贷款） 信托贷款	银行贷款 银行贷款 非标融资 PSL等	三条红线 贷款集中度管理 资管新规
	非银行贷款	资产/收益权转让 融资租赁、小贷/财务公司贷款 债务重组、城市信用社/农村信用社等	非标融资，主要为纯债权型信托贷款 其他资金	资管新规
自筹资金	海外资金	海外债、海外股票发行、Reits、境外贷款、外商其他投资	美元债、H股	美联储加息、人民币单边贬值、房企美元债违约
	自有资金	折旧金、资本金、资本公积、盈余公积、发行股票筹集资金	股权融资	
	股东投入	增资、战投资金、合作开发、合伙人制度、小股操盘	各类股东投入	A股熊市
	境内借入资金	信用债、资产证券化、信托及基金等（股权/明股实债）、民间借贷	信用债 资产证券化（购房尾款/物业费） 信托及基金等（股权/明股实债）	民营房企债券违约、资管新规
利用外资	外商直接投资	外商设立投资企业、合伙企业、分支机构等		
其他资金	定金及预收款	销售首付定金	个人资金、消费等	销售负增长、烂尾风险一期房销售下滑
	个人按揭贷款	商贷、公积金贷款		
其他应付款	其他到位资金	社会集资、个人资金、其他单位拨入、捐赠	其他资金	
	工程应付款	施工单位资金占用	应付款占用、资产证券化（供应链）	
	其他应付款	器材、工资、其他应付款、应交税金等		

数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

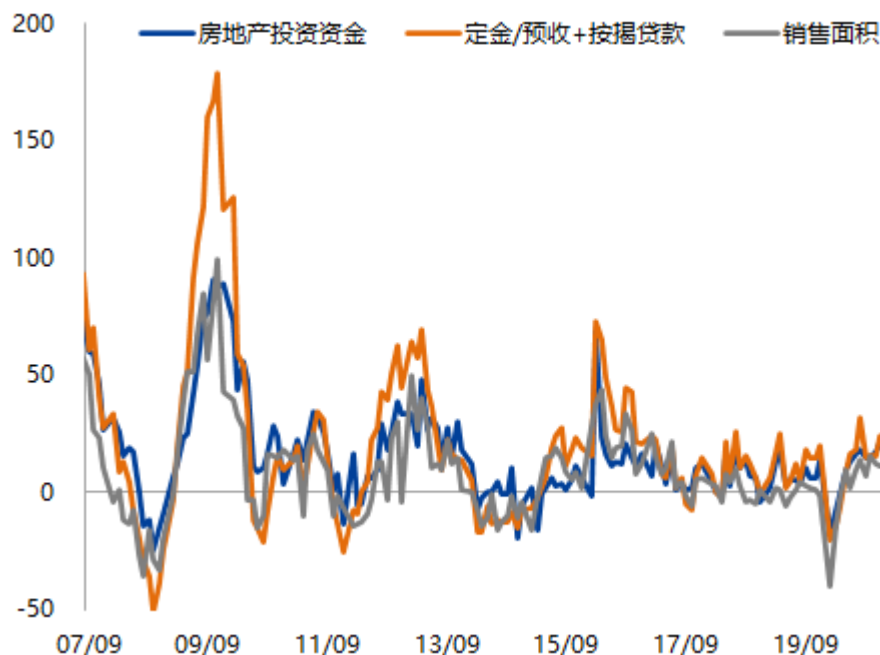
为缓和房地产行业供给收缩的压力，政府一方面需要通过刺激需求来改善房企销售回款情况，另一方面也要及时地为房企输血，重启烂尾项目，降低在建项目的烂尾风险，重振居民购房信心。前者依赖房地产需求端政策的放松，后者需要地产融资政策的支持。

图 36. 房地产投资到位资金分项占比



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

图 37. 销售增速与房地产投资到位资金、销售回款高度相关



数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

表 12. 三轮地产下行周期房地产投资到位资金情况对比

房地产行业下行周期 (分指标按单月同比增长, 21年为2年复合增长率)													
	国内贷款	利用外资	自筹资金	定金及预收款	个人按揭贷款	各项应付款	第二轮	国内贷款	利用外资	自筹资金	定金及预收款	个人按揭贷款	各项应付款
07/10	30.95	106.38	43.24	44.83	153.84	-14.63	13/10	27.62	22.44	11.22	19.88	7.06	11.77
07/11	58.85	121.74	44.29	28.71	72.96	21.13	13/11	54.09	74.72	46.29	17.20	6.51	76.48
07/12	33.78	37.09	27.89	19.37	47.62	91.79	13/12	27.71	90.21	26.30	15.28	10.17	7.91
08/01							14/01						
08/02	36.93	-41.15	28.26	34.98	30.07	33.16	14/02	24.77	-43.15	12.62	6.28	2.89	19.39
08/03	28.41	12.18	43.61	13.51	0.09	18.44	14/03	6.37	-13.29	1.73	-22.45	-5.06	4.47
08/04	-3.93	57.28	37.42	16.13	4.82	53.02	14/04	2.54	-10.26	15.92	-18.87	-11.43	14.47
08/05	6.41	53.47	43.09	10.97	-10.38	24.42	14/05	16.52	-5.76	5.75	-10.73	7.04	22.69
08/06	-0.22	65.70	55.35	-2.71	-18.41	34.95	14/06	3.47	1.36	10.85	-12.65	-13.89	28.34
08/07	3.45	21.29	19.10	-11.15	-34.53	70.30	14/07	18.70	66.30	21.18	-15.36	-3.65	21.16
08/08	-17.61	10.18	15.90	-26.79	-32.65	6.81	14/08	7.05	29.46	11.69	-13.96	-9.58	21.53
08/09	-13.52	-29.01	25.87	-32.32	-42.34	-0.53	14/09	-3.57	87.98	10.31	-14.20	-8.21	31.70
08/10	-18.37	-19.36	17.25	-45.13	-62.16	99.10	14/10	3.27	137.87	37.23	-12.08	1.72	51.52
08/11	-6.41	19.90	22.69	-35.69	-47.12	13.00	14/11	-10.62	-29.37	-28.96	-20.32	-3.29	-12.68
08/12	-2.60	12.53	9.12	-20.73	-32.99	11.37	14/12	-0.78	82.75	-10.80	-13.57	11.54	23.19
09/01							15/01						
09/02	8.97	50.79	13.90	-4.28	-0.62	51.15	15/02	0.59	72.87	9.29	-10.30	2.12	20.66
09/03	6.26	34.94	12.07	11.26	35.35	79.07	15/03	-31.24	-79.54	-22.77	-3.58	-1.11	25.93
09/04	31.40	-62.99	1.12	33.88	79.37	6.41	15/04	0.87	-52.57	-3.37	0.86	5.19	14.73
09/05	15.98	-39.52	8.61	40.36	84.12	48.01	15/05	-16.17	23.55	4.07	2.98	13.06	7.07
09/06	60.36	-81.51	11.28	66.58	168.32	20.78	15/06	9.21	-20.38	-2.39	12.67	35.73	2.90
09/07	84.44	-52.10	7.15	81.97	171.76	9.76	15/07	-7.38	-89.45	-8.20	22.88	26.89	-1.84
09/08	64.75	-39.06	33.41	92.62	199.53	-26.50	15/08	-7.16	-79.69	-11.11	20.13	44.26	-8.35
09/09	50.09	63.03	28.48	132.63	232.48	17.33	15/09	7.42	-72.37	-8.72	2.82	32.13	2.54
09/10	120.83	-63.03	38.08	135.78	252.53	15.44	15/10	-3.50	-78.59	-9.46	11.45	35.48	26.13
							15/11	0.86	-60.09	2.46	18.57	33.99	17.85
							15/12	-20.28	-64.64	5.10	16.20	26.87	16.65
							16/01						
							16/02	-9.52	-52.81	-7.65	8.30	30.37	2.02
							16/03	94.31	-52.04	55.54	68.76	79.33	25.84
							16/04	-14.72	7.17	0.21	58.50	78.59	19.74

绿色：良性增长
红色：负增长

绿色: 负增长
红色: 正增长

数据来源: Wind、兴业期货投资咨询部

本轮地产融资政策的调整大约可以分为两个阶段。

2022 年前 6 个月, 地产政策放松以需求端为主, 地产融资政策调整频率低, 力度有限, 效果也不理想。2021 年末, 央行、银保监会下发《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》, 鼓励银行开展房地产并购贷和并购债业务。2022 年 5 月 4 日, 深交所发布《关于支持实体经济若干措施的通知》, 支持房企正常融资活动, 允许优质房企进一步拓展债券募集资金用途, 鼓励优质房企发行公司债券兼并收购出险房企项目。同月下旬,

上交所组织 5 家示范民企与投资者进行集体沟通，中债对民企发债提供信用缓释工具进行增信，意图恢复房企再融资能力。

2022 年 7 月，房地产断贷风波发酵，房地产市场信心再遭重创，地产融资政策调整频率提高，力度加大。政策主要分为两大部分，第一，以“保交楼”为核心，提供必要的资金保障；第二，加码支持房企外部融资。

保交楼可用资金主要来源包括房企、地方政府、银行和 AMC，但这四者要么受制于资金实力，要么受制于投资意愿，难以提供有效资金支持，因此中央计划通过政策性银行提供专项借款，地方政府协调金融机构市场化参与的方式来支持保交楼工作的推进。7 月河南地方 AMC 携手郑州地产设立郑州房地产纾困基金，规模暂定 100 亿元；8 月南宁平穩地产基金首期规模 30 亿元；郑州房地产纾困基金牵头、郑州地产集团有限公司参与，与建业集团就北龙湖金融到写字楼项目达成合作；湖北省资产管理有限公司与浙商资产管理有限公司联合设立 50 亿元纾困基金；中国华融与阳光龙净集团签署《纾困重组框架协议》，9 月，郑州与国开行签署 3000 亿元协议，用于支持房地产企业，其中 1600 亿元计划用于棚改；同月，央行时隔 30 个月重启 PSL 发行，连续 2 月累计发行 2625 亿元。随着保交楼政策的不断推出，断贷风险进一步发酵的趋势被遏制，但“保交楼”实际效果尚未体现在地产相关经济数据中，9 月商品房竣工面积增速不升反降。

除了为“保交楼”工作提供资金支持外，三季度起房地产非银融资政策放松力度也逐步加大，尤其在债券融资方面。2022 年 8 月，中债表示对示范民企提供全额、无条件、不可撤销的连带责任担保，较 5 月提供的信用缓释工具的效果有实质性提升。2022 年 8 月至今，中债增进公司共推进 10 余单房企增信项目，支持新城控股、美的置业、龙湖拓展、碧桂园、旭辉集团、卓越集团等多家民企发债融资 83.68 亿元，累计带动民营房企债券融资 155 亿元。2022 年 10 月底，央行副行长潘功胜赴中债增进公司开展专题调研，对中债增进公司支持民营房企发债融资工作给与肯定，并指出“加大对民营房企债券融资的支持力度”。2022 年 11 月 1 日，交易商协会、房地产业协会联合中债增进公司，组织金辉、新希望地产、德信中国、大华集团、仁恒置业、雅居乐等 21 家民营房企召开座谈会，明确中债增进公司将继续加大对民营房企发债的支持力度，正在推进 10 余家房企的增信发债，涉及金额约 200 亿元。2022 年 11 月 8 日，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房企在内的民营企业发债融资，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。民营房企发债将作为后续房企融资政策发力的核心点之一。除债券融资外，涉房业务企业在 A 股的融资约束出现松动。2022 年 10 月 20

日，证监会相关人士表示，在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许存在少量涉房地产业务但不以房地产为主业（无论母、子公司，房地产经营数据比重不超过 10%）的企业在 A 股融资。

随着地产融资政策的松绑，房企融资出现了一些改善的信号。10 月份，中指院监测的房地产企业非银融资规模增速于年内首次转正。拆分资金来源，9 月、10 月 wind 房地产行业信用债发行规模连续 2 个月同比多增；10 月 ABS 融资同比上升 22.2%；9 月、10 月社融口径委托贷款与信托贷款当月新增规模连续 2 个月正增长。此外，2022 年前三季度房地产开发贷余额同比增速逐步回升，9 月央行重启 PSL 发行。不过这些积极信号与房地产行业融资困境相比，如商品房销售金额连续负增长、银行贷款受制于“三道红线”及贷款集中度管理制度、民营企业债券融资困难、房企股权融资受阻等，作用依然较为有限。鉴于当前房地产行业库存绝对规模不高，供给端长期收缩，未来将持续拖累房地产行业投资增长，也不利于稳定房价及预期，因此地产融资政策有进一步放松的必要。再对比 2008 年和 2014 年两轮放松周期的地产融资环境，本轮地产融资政策也有较充足的调整空间。

图 38. 9-10 月房企债券发行规模同比多增

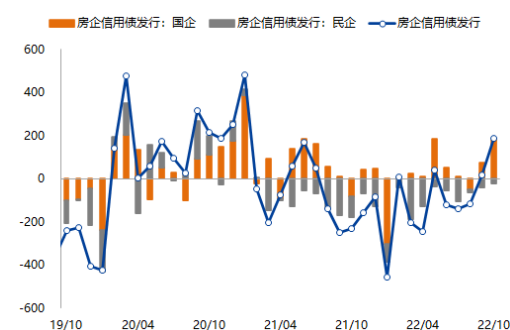
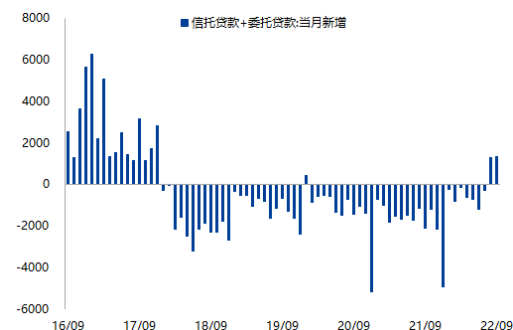


图 39. 9-10 月非标融资环比改善

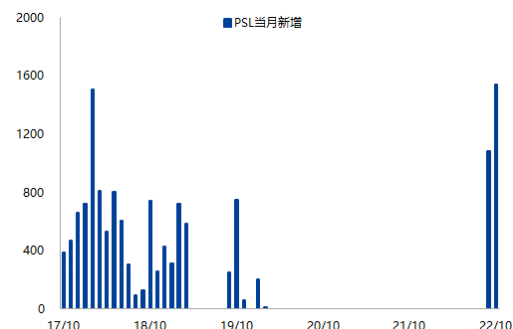


数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

图 40. 房地产开发贷同比增速连续 3 个季度回升



图 41. 央行重启 PSL 发行



数据来源：Wind、兴业期货投资咨询部

五、展望：政策放松还有空间，耐心等待地产筑底

综合前文分析，考虑房地产行业基本面恶化的程度，以及地产周期下行对宏观经济的影响，本轮地产调控政策潜在的放松空间与放松方向可适当对标 2008 年与 2014 年两轮地产放松周期。

2008-2009 年，外部金融危机成为地产周期加速下行的催化剂，因此应对危机的货币政策率先发力，地产调控政策放松跟随其后。中央优先采取降低按揭利率、下调首付比例、给与税收优惠等措施刺激地产需求，再先后从地产开发贷、债券融资、股权融资和非标融资四方面，增强对房企融资的支持力度。由于此时尚未提出“因城施策”的概念，因此政策调整呈现典型的全国性、总量型、近乎一刀切的特征，优点是力度强，见效快，缺点是灵活性差，容易引发房价的快速上涨。

2014-2015 年，地产行业内生性矛盾突出，因此地产政策先行转向宽松，降准降息等宏观稳增长政策跟进。通过中央总量型政策与地方“因城施策”结合的模式，采取放松“四限”政策、降低首付比例、下调按揭利率、降低交易环节税负、推进棚改货币化等措施，刺激房地产销售的复苏。良好的债券融资和股权融资环境，叠加银行开发贷政策的支持，伴随销售回款的好转，地产融资快速好转。在此阶段，地方政府政策自主性明显提高，总量型政策工具更加丰富，差异化的地方性政策也开始占据重要地位。相比中央总量型政策，地方性政策的优点是灵活，针对性强，缺点是力度轻，见效慢。在这轮放松周期中，中央政策依然占据主导地位。

2021 年四季度至今，地产下行周期的成因更加复杂，包含疫情反复、经济增速下滑、失业率上升、地产调控政策全面大幅收紧、房企信用危机爆发等多重因素影响；面临的外部宏观环境，既有海外通胀居高不下，欧美央行史无前例地快速加息，又有地缘政治冲突的反复；又存在市场参与主体预期走弱，参与意愿降低，政策限制较多的特征。因此这一轮地产放松政策的效果一直未达预期。目前政府已就按揭贷款政策、税收政策以及“因城施策”给与了不同程度的放松，并支持房企通过银行并购贷、债券融资等渠道来满足自身合理融资需求。政策工具箱还有空间，即使在房住不炒，不突破现有政策框架的背景下，总量政策的利率/首付/税费等传统需求政策工具还未用足，“因城施策”的“四限”政策也具有优化空间。房企融资政策放松覆盖的范围更加有限，后续政策的回旋余地也较大。

尽管多重因素导致本轮放松政策的见效缓慢，但政策见效大概率仅是“延迟”而非“缺席”。在政策的不断加码下，市场的信心和预期并未进一步滑向深渊，需求跌幅逐渐收敛，

如若地产供给端政策放松进一步升级，缓解行业供给不足的问题，房地产行业有望迎来筑底后的回暖。