

四轮宽松周期复盘，板块相对收益延续

投资要点

- 00年以来主要经历四轮房地产宽松调控周期，政策包括需求端、供给端和金融端三类。从00年以来房地产经历的四轮稳增长周期来看，08年和14年为两轮典型的地产放松周期，政策放松阶段中央力度强；11年和18年两轮周期，政策更多为中央降准及部分地方省市放松公积金限额、取消限购等，力度相对较小。16年之后，“房住不炒”成为政策主基调，政策整体偏紧，全国性的大幅放松不再出现，因城施策下以政策局部微调为主。
- 每轮地产周期的演变会经历基本面下行→政策放松→基本面改善→政策收紧的过程。第一步，基本面对下行首先体现为地产数据的恶化，包括销售、融资及投资数据恶化；第二步，中央先行定调放松、发布纲领性政策后进入密集政策期；第三步，地产行业基本面数据迎来改善；第四步，稳增长效果兑现之下政策开始转向收紧，一轮地产周期结束。
- 当前板块行情主要受政策预期的影响，政策宽松阶段相较于大盘具有超额收益，行情通常从政策放松开始启动，直到政策收紧或预期证伪时开始结束，区间涨幅与政策宽松力度有关。回顾历史数据可看出，1) 08和14年：中央地产政策大幅放松，08-09年板块行情持续14个月，区间最大超额收益达70%；14-16年板块行情持续22个月，区间最大超额收益达88%；2) 11和18年：中央地产政策力度较小，行情表现相对较弱，11年和18年区间最大超额收益分别为24%和12%，其中18年基本面修复预期证伪，叠加政策调控趋严，后续行情持续下跌。
- 本轮地产板块行情已演绎至中期，应紧密跟踪基本面和政策的动态变化，央企国企和高信用民企优势明显。以10家央企国企为样本，此轮地产板块行情于21年7月见底，8月开始启动，截至22年3月11日区间超额收益43%，持续时间近8个月。此次行业下滑的程度仅次于08年，但从目前的政策调控来看，力度与11年和18年更为接近，即中央层面以货币、信贷政策宽松为主，地方政策根据市场进行微调。我们认为，由于宏观经济环境的变化，房地产不再成为刺激经济的手段，后续政策难以出现08年和14年的放松力度，二级市场的表现也难以超过当时的涨幅。本轮地产板块行情已演绎至中期（基本面继续探底+政策密集投放），应紧密跟踪基本面和政策二者间的动态关系，当基本面确认拐点开始好转，政策的密集投放期结束，行情将进入后期，前期获利盘应开始分批兑现利润。
- 投资建议：本轮地产板块行情已演绎至中期，仍具有一定的持续性。行业目前面临“销售不振+房企流动性”的双重问题，预计将来一段时间会有更大力度的政策支持，政策的密集投放期尚未结束。在选择个股时，应选择经营稳健、具有长期价值和安全边际的公司，重点推荐：滨江集团、保利发展、华润置地、万科A、建发国际集团、旭辉控股、华侨城A等。
- 风险提示：项目交付风险、项目销售回款风险、行业政策调控风险。

西南证券研究发展中心

分析师：沈猛

执业证号：S1250519080004

电话：021-58351679

邮箱：smg@swsc.com.cn

联系人：池天惠

电话：13003109597

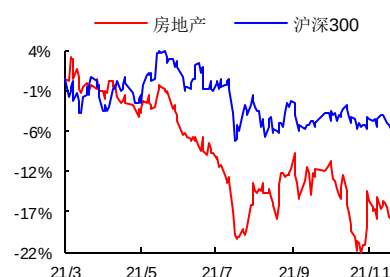
邮箱：cth@swsc.com.cn

联系人：刘洋

电话：18019200867

邮箱：ly21@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	128
行业总市值(亿元)	17,929.87
流通市值(亿元)	17,327.18
行业市盈率TTM	8.38
沪深300市盈率TTM	12.4

相关研究

1. 2022年房地产热点问题解析 (2022-01-06)
2. 房地产行业2022年投资策略：行业进入下行周期，寻找结构性机会 (2021-12-13)
3. 房地产行业：政策边际放松可期，把握板块结构性机会 (2021-11-22)

目 录

1 以史为鉴，历次地产宽松及行情演化.....	1
1.1 回顾行业历次政策放松.....	1
1.2 政策调控、基本面和股价的传导过程.....	3
2 四轮政策宽松周期复盘.....	5
2.1 2008-2009 年行业宽松调控复盘.....	5
2.2 2011-2012 年行业宽松调控复盘.....	7
2.3 2014-2015 年行业宽松调控复盘.....	10
2.4 2018-2019 年行业宽松调控复盘.....	16
3 本轮行业周期定位.....	19
4 投资建议.....	25
5 风险提示.....	25

图 目 录

图 1：房地产销售与板块超额收益对比.....	4
图 2：2008-2009 年房地产销售与板块超额收益对比	6
图 3：2011-2012 年房地产销售与板块超额收益对比	9
图 4：2014 年商品房销售面积与销售额累计增速均下跌.....	10
图 5：2014-2016 商品房累计待售面积居高位.....	10
图 6：2012-2015 存款与贷款基准利率	12
图 7：2014-2016 加权住房贷款利率与首套房利率持续下调.....	12
图 8：2014-2016 年房地产销售与板块超额收益对比	14
图 9：2018-2019 年销售面积同比增速	16
图 10：2018-2019 年 100 大中城市成交/未成交土地量和溢价率	16
图 11：2018 年存款准备金率变动情况	17
图 12：2018-2019 年房地产销售与板块超额收益对比.....	17
图 13：2 月百强房企销售额 4636 亿元（-49%）	19
图 14：2 月百强房企销售面积 3243 万平方米（-43%）	19
图 15：2021-2022 年房地产销售与板块超额收益对比.....	23

表 目 录

表 1: 2000 年以来房地产历次政策放松	2
表 2: 房地产调控政策类别及效果	3
表 3: 2000 年以来房地产历次政策放松对应股价表现	4
表 4: 政策调控、基本面和股价的传导过程	4
表 5: 2008-2009 年中央地产相关宽松政策	5
表 6: 2009 年 3 月至 2009 年 11 月主流房企 A 股超额收益	6
表 7: 2009 年 3 月至 2009 年 11 月主流房企 H 股超额收益	7
表 8: 2011-2012 年地产相关宽松政策（中央层面）	7
表 9: 2011-2012 年地产相关宽松政策（地方层面）	8
表 10: 2011 年 12 月至 2013 年 8 月主流房企 A 股超额收益	9
表 11: 2011 年 12 月至 2013 年 8 月主流房企 H 股超额收益	9
表 12: 2014-2015 年中央地产调控第一阶段宽松政策	11
表 13: 2014 年各地地产相关宽松政策	12
表 14: 2014-2015 年中央地产调控第二阶段宽松政策	14
表 15: 2014 年 3 月至 2015 年 12 月主流房企 A 股超额收益	15
表 16: 2014 年 3 月至 2015 年 12 月主流房企 H 股超额收益	15
表 17: 2018 年中央关于房地产调控的表态	16
表 18: 2018 年 10 月至 2019 年 3 月主流房企 A 股超额收益	18
表 19: 2018 年 10 月至 2019 年 3 月主流房企 H 股超额收益	18
表 20: 2000 年以来房地产历次下行周期对比	19
表 21: 2021-2022 年中央地产相关宽松政策	20
表 22: 2021-2022 年各地地产相关宽松政策	21
表 23: 2021 年 8 月至 2022 年 3 月（截至 11 日）主流房企 A 股超额收益	24
表 24: 2021 年 8 月至 2022 年 3 月（截至 11 日）主流房企 H 股超额收益	24
表 25: 重点关注公司盈利预测与评级	25

1 以史为鉴，历次地产宽松及行情演化

自 2020 年下半年三道红线以来，房地产行业调控持续升级，而后逐步在基本面中显现，传导时长约为 1 年，2021 年下半年开始，销售下滑及房企资金链紧张等问题同步出现。当前行业的逻辑在于基本面下滑，倒逼政策放松，股价前置于基本面的恢复提前反应，本轮政策放松从 9 月下旬开始，地产板块也有了明显的上涨。我们在 2022 年 1 月发布的报告《2022 年房地产热点问题解析》中，已对当前行业面临的困境和由来进行了阐述，并对 2021 年 9 月以来政策放松的过程进行了梳理。本文将在在此基础上，通过复盘历次房地产调控周期，对后续行业的政策走向以及地产行情的持续性进行探讨。

1.1 回顾行业历次政策放松

从 2000 年以来房地产经历的四轮稳增长周期来看，2008 年和 2014 年为两轮典型的地产放松周期，政策放松阶段中央力度强；2011 年和 2018 年两轮周期，政策更多为中央降准及部分地方省市放松公积金贷款限额、取消限购等，力度相对较小。2016 年之后，“房住不炒”成为政策主基调，政策整体偏紧，全国性的大幅放松不再出现，因城施策下政策调整以局部微调为主。

2008-2009 年房地产调控第一轮放松。1) 下行原因：08 年受国际金融危机的负面影响，国内经济承压，GDP 增速由 2007 年的 14.2% 大幅下降至 2008 年的 9.7%；2) 地产状况：房地产行业景气度明显下降，08 年 2 月销售面积首次出现负增长，08 年 4 月-09 年 2 月销售面积连续 10 个月同比负增长，单月最大降幅达 35.7%；3) 政策应对：08 年 9 月货币政策开始转向，四万亿计划出台，9-11 月先后四次下调存款利率，10 月国常会提出降低住房交易税费、支持居民购房，央行下调首套房首付比例最低至 20%，国税局减免 90 平米以下首套房交易契税，地产调控转向全面宽松，12 月国务院发布“国十条”下调营业税免征期限，此轮放松周期至 09 年 12 月国务院发布“国四条”结束，历时约 14 个月；4) 政策效果：从基本面的恢复情况来看，08 年 12 月房地产销售下滑趋缓，2009 年 3 月增速转正，此后回归常态。

2011-2012 年房地产调控第二轮放松。1) 下行原因：受美债和欧债危机拖累，叠加前期为控制通胀而采取的较为紧缩的货币政策的滞后效应，经济增速快速下滑，12 年 Q1 的 GDP 增速降至 8.1%；2) 地产状况：房地产销售面积自 11 年 10 月-12 年 6 月连续 8 个月负增长；3) 政策应对：11 年末部分城市放松公积金贷款，地产政策开始小幅松动；12 年 2 月央行提出“要加大金融服务，满足首次购房家庭的贷款需求”，房地产调控表述放松，3 月起多个城市释放需求端支持政策，此轮调控放松以地方政策微调为主，先后有 30 多个城市微调楼市政策鼓励合理需求，中央层面以降准降息等金融手段为主，并无全国性的大幅放松；12 年下半年楼市热度开始提升，13 年 2 月，国务院发布“新国五条”，强调“坚决抑制投机投资性购房”，此轮放松周期结束，持续约 14 个月；4) 政策效果：12 年 7 月房地产销售增速首度转正，10 月增速开始加快。

2014-2016 年房地产调控第三轮放松。1) 下行原因：14-15 年前期需求端调控持续升级叠加供给端加大供应，房地产供需失衡，库存快速累积，部分城市房价有下行压力；2) 地产状况：14 年 2 月-15 年 3 月销售面积连续 13 个月同比负增长；3) 政策应对：14 年 4 月南宁放松限购，成为首个放松的城市；14 年 7 月住建部明确提出“千方百计去库存”，房地产调控政策转向全面宽松。这次放松主要经历两个阶段，第一阶段以 9 月央行和银监会发布“930 新政”为标志，将首套房认定标准放宽为“认贷不认房”，同时地方政府取消限

购进行配合。第二阶段从 15 年 8 月开始，住建部、国开行推动棚改货币化安置，要求各地按照原则不低于 50% 的比例确定棚改货币化安置目标，成为三四线城市去库存的重要推动力；16 年 3 月上海、北京、深圳等热点城市开始收紧调控，此轮政策放松结束，持续时间约 23 个月；4) **政策效果**：15 年 4 月销售面积同比增速开始转正，16 年上半年市场持续升温。

2018-2019 年房地产调控第四轮放松。1) **下行原因**：18 年棚改货币化安置取消，三四线城市楼市趋冷；2) **地产状况**：18-19 年销售面积增速放缓，2 年中有 8 个月同比出现负增长，同时由于房地产融资继续收紧，地产债开始限制借新还旧，土拍市场转冷，流拍现象增加；3) **政策应对**：此轮放松整体力度较小，中央保持审慎，未出现全国性的大幅放松，18 年 12 月中央经济工作会议强调“夯实城市主体责任”，部分城市开始采取限购、限售、首套首付比例下调等措施；19 年 5 月苏州开始收紧，此轮政策放松结束，持续时间约 5 个月；4) **政策效果**：地产销售面积增速有所回暖甚至回正，但仍处于较低水平，未出现大幅提升。

表 1：2000 年以来房地产历次政策放松

观测指标	2008-2009 年	2011-2012 年	2014-2016 年	2018-2019 年	2021 年-至今
下行原因	国际金融危机负面影响	美债欧债危机拖累，叠加紧缩货币政策的滞后效应	经济增速放缓，房地产库存快速累积	金融去杠杆及中美“贸易战”影响	行业去杠杆力度较大的影响
市场状况	08 年 2 月销售面积首次负增，08 年 4 月-09 年 2 月：销售面积连续 10 个月同比负增长（单月最大降幅达 36%）	11 年 10 月-12 年 6 月：销售面积连续 8 个月同比负增长（单月最大降幅达 14%）	14 年 2 月-15 年 3 月：销售面积连续 13 个月同比负增长（单月最大降幅达 16%）	18 年 9 月-19 年 6 月：销售面积增速放缓，期间有 6 个月出现负增长，土地流拍增加（单月最大降幅达 5%）	21 年 7 月-至今：销售面积连续 8 个月同比负增长
宽松政策	1) 货币政策宽松：“四万亿”投资计划出台，5 次降息从 7.2% 降至 5.3%；4 次降准从 16.5% 降至 13%。 2) 需求端政策刺激：首套首付比例降至 20%、房贷利率 7 折、契税降至 1%。	1) 货币政策宽松：连续三次降准，累计下调 1.5pp；两次降息，一年期存贷款基准利率分别累计下调 0.5 和 0.56pp。 2) 需求端政策刺激：地方政府出台政策，包括放宽公积金贷款、提高贷款额度、下调贷款利率等	1) 货币政策宽松：一年期贷款基准利率下调 0.4pp 至 5.60%；一年期存款基准利率下调 0.25pp 至 2.75%。 2) 需求端政策刺激：二套房贷认定标准大幅放松，房贷利率 7 折；限购松绑，47 个限购城市中 42 个取消限购；棚改货币化安置不低于 50% 的比例	1) 货币政策宽松：2018 年内四次降准，累计下调 2.5pp 2) 需求端政策刺激：因城施策松绑，如取消限购、限售、首套首付比例下调等	1) 货币政策宽松：企业资金层面放松按揭放款、开放境内融资及开发贷、并购贷，12 月降准 0.5pp 2) 需求端政策刺激：因城施策松绑，如购房补贴、落户政策放松、首付比例及房贷利率下降。
宽松时间	08 年 9 月货币政策转向至 09 年 12 月“国四条”出台，持续约 14 个月	11 年 10 月地方试探性地微调房地产政策至 13 年 02 月“国五条”出台，持续约 14 个月	14 年 3 月南宁放松限购至 16 年 3 月上海、深圳等城市升级楼市调控，持续约 23 个月	18 年 12 月部分城市出现放松至 19 年 5 月苏州开始收紧，持续约 5 个月	21 年 9 月部分城市按揭放松至今，已持续 7 个月
政策效果	08 年 12 月房地产销售下滑趋缓，09 年 3 月增速转正	12 年 7 月房地产销售增速首度转正，10 月增速开始加快	15 年 4 月销售面积增速转正，16 年上半年市场升温	销售增速有所回暖，但仍处于较低水平	-

数据来源：政府官网，国家统计局，西南证券整理

梳理历史上的房地产调控政策，可以分为需求端、供给端和金融端三类。

1) **需求端**：需求端具体调控手段大致分为首付比例、房贷利率与额度、购房资格、交易环节税费这四种类型，措施政策力度依次递减，需求端房地产调控政策效果主要是降低了

购房门槛，增大了购房需求。

2) 供给端：供给端具体调控手段有土地供给调节、房屋上市的价格及售出限制、房地产资金来源与融资渠道、房地产开发最低资本金比率规定、保障性住房供应等，但对市场整体影响有限，相较于需求端的调控政策更加缓和，当前供给端放松政策主要为增加保障性租赁住房供给、房企预售资金监管放松等。供给端房地产调控政策效果主要是降低了房企压力，增加了房企产能。

3) 金融端：金融端具体调控手段有货币政策和信贷政策下的信贷资格与规模限制，金融端房地产调控政策效果主要是放松了信贷环境，降低了房企融资成本，使得房地产等实体经济的压力减小，同时增加市场流动性。

表 2：房地产调控政策类别及效果

政策类别	具体手段	政策放松效果
需求端	首付比例	降低了购房门槛，增加了购房需求
	房贷利率与额度	
	购房资格等限购措施	
	交易环节税费	
供给端	土地供给	减小房企压力，释放房企产能，缓解供需矛盾
	房屋上市价格及售出限制	
	房地产资金来源与融资渠道	
	房地产开发最低资本金比率规定	
	保障性住房供应	
金融端	宽松/紧缩的货币政策	降低融资成本，增加市场流动性
	信贷政策下的信贷资格和规模限制	

数据来源：政府官网，西南证券整理

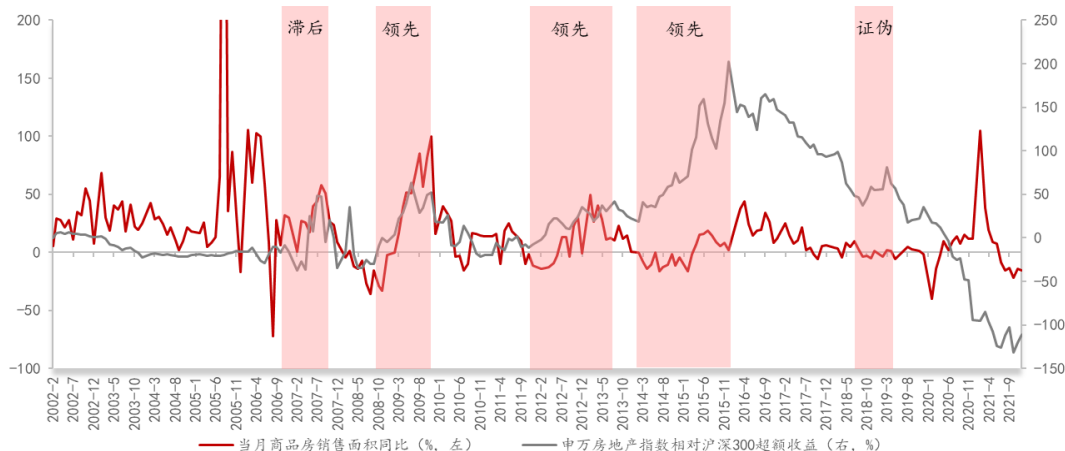
1.2 政策调控、基本面和股价的传导过程

一轮地产周期的演变会经历基本面下行→政策放松→基本面改善→政策收紧的过程。

1) 第一步：基本面下行首先体现为地产数据的恶化，包括销售、融资及投资数据恶化；
2) 第二步：中央先行定调放松、发布纲领性政策后进入密集政策期；**3) 第三步：**地产行业基本面数据迎来改善；**4) 第四步：**稳增长效果兑现之下政策开始转向收紧，一轮地产周期结束。

政策预期成为对行情表现的主要影响因素。通过历史数据可以发现，早期行业基本面数据可作为板块行情的先导指标，06 年 11 月商品房销售同比增速已处在较高水平，而板块在 07 年 5 月才表现出超额收益，但随着投资人对于二者关系认识的加深，当市场预期到基本面将会出现好转或增长加快时，就会出现“抢跑”现象，板块行情开始领先于基本面提前反应，由于行业本身的属性，这种预期更多受到政策调控的影响，政策开始成为板块行情的核心变量。08 年、11 年、14 年及 18 年四轮宽松调控下板块行情均领先基本面开始启动，与政策转向的时间较为接近。这种预期产生的结果有两种：1) 一种是预期兑现，基本面增速的加快，当市场出现政策收紧信号或市场有政策收紧预期时开始下跌；2) 另一种是预期被证伪，基本面没有出现明显变化，资金将会加速出逃，这种情况下下跌或将比第一种情况更剧烈。

图 1：房地产销售与板块超额收益对比



数据来源：国家统计局，wind，西南证券整理。注：收益率以2002年2月为基准

当前地产板块行情主要受到政策调控预期的影响，从政策放松开始启动，政策收紧或预期证伪时开始下跌，区间涨幅和政策宽松力度有关。回顾历史数据可看出，1) 08和14年，中央地产政策大幅放松：08-09年板块行情持续14个月，区间最大超额收益达70%；14-16年板块行情持续22个月，区间最大超额收益达88%；2) 11和18年中央地产政策力度较小：行情表现相对较弱，11年和18年区间最大超额收益分别为24%和12%，其中18年基本面修复预期证伪，叠加政策调控趋严，后续行情持续下跌。

表 3：2000 年以来房地产历次政策放松对应股价表现

观测指标	08-09 年	11-12 年	14-15 年	18-19 年
行情启动时间	08 年 10 月 (政策开始放松)	11 年 12 月 (政策放松后 2 个月)	14 年 3 月 (政策首次出现放松)	18 年 10 月 (部分城市政策 放松前 2 个月)
行情结束时间	09 年 11 月 (政策收紧前 1 个月)	12 年 12 月 (政策收紧前 2 个月)	15 年 12 月 (政策收紧前 3 个月)	19 年 3 月 (政策收紧前 2 个月)
行情持续时间	14 个月	12 个月	22 个月	6 个月
区间最大涨幅	130.3%	24.5%	178.4%	25.0%
区间最大 超额收益	70.4%	24.4%	87.6%	12.4%

数据来源：政府官网，西南证券整理。注：以月度数据统计，以行情启动时间为基准计算

表 4：政策调控、基本面和股价的传导过程

阶段	基本面	政策	股价
阶段 1	基本面下滑	政策开始有所放松	开始随基本面下滑而下跌，随后受政策宽松预期影响开始反弹
阶段 2	基本面触底	政策密集发布，力度增强	政策宽松预期确定，股价大幅反弹
阶段 3	基本面复苏	政策力度放缓，并趋于收紧	市场开始预期政策将会逐步收紧，部分资金获利了结，股价上涨放缓
阶段 4	基本面见顶	政策收紧，力度增强	政策收紧预期确定，股价下跌

数据来源：西南证券

2 四轮政策宽松周期复盘

2.1 2008-2009 年行业宽松调控复盘

2008 年上半年地产调控力度较大，叠加全球金融危机的负面影响，房地产行业景气度明显下降，2008 年 2 月销售面积首次出现负增长，之后 4 月至 2009 年 2 月销售面积连续 10 个月同比负增长，单月最大降幅达 35.7%。经济承压的背景下，房地产成为刺激经济增长的手段，调控进入全面宽松期。早期的政策宽松主要仍以全国性政策为主，主要包括**放宽货币政策、降低住房交易税费、下调首套首付比例、下调契税**等手段。

1) **货币政策大幅放松，“四万亿”投资计划出台，连续多次降准降息。**2008 年下半年货币政策开始转向，2008 年 9 月央行 4 年来首次下调基准利率，至 12 月半年时间降息 5 次，从 7.2%下调至 5.31%；同期内 4 次降准，从 16.5%下调至 13%。11 月国务院常务会议中提出“四万亿”投资计划，计划 2 年内投资 4 万亿拉动经济。

2) **首套首付比例、房贷利率及契税相继下调。**2008 年 10 月财政部、国家税务总局联合发布《个人住房交易税收政策调整方案》，90 m² 以内住房契税下调至 1%，个人购买住房免征营业税。同月，央行出台文件，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 7 折，最低首付款比例调整为 20%。2009 年 1 月四大国有银行进一步提出，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。

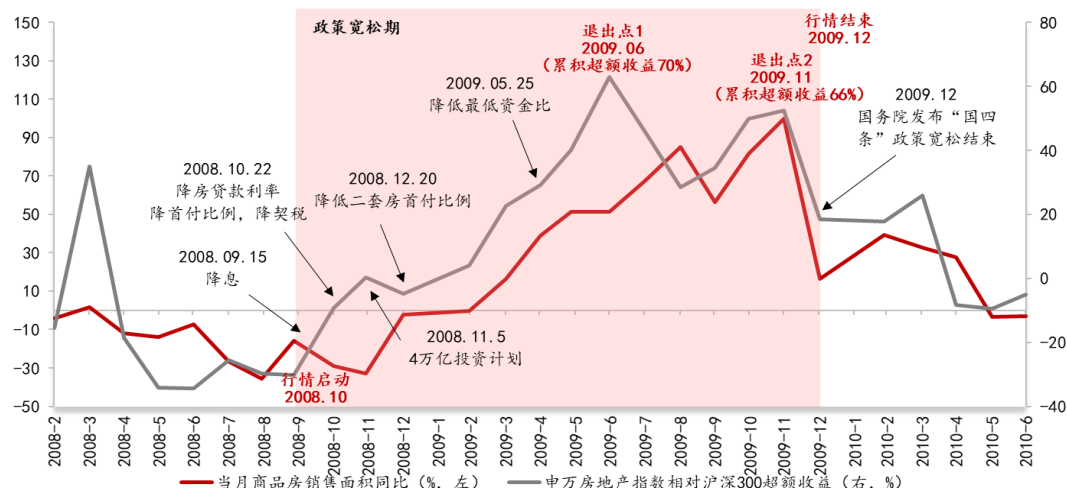
表 5：2008-2009 年中央地产相关宽松政策

时间	发布来源	具体政策
2008-09-15	央行	央行下调基准利率，4 年来首次，至 2008 年 12 月 23 日，半年时间降息 5 次，从 7.2%下调至 5.31%；同期间，4 次降准，从 16.5%下调至 13%。
2008-10-18	中国市长论坛	住建部副部长仇保兴在“中国市长论坛”上表示：“应该给各城市政府一定的自由度，各地的政府应该说有能力、也有责任，作出一些政策上的选择。每个城市有不同的特点，房地产业的形势也不同，因此可能会出台不同的政策。”。
2008-10-22	央行	央行宣布将商业性个人住房贷款利率的下限 降低至贷款基准利率的 0.7 倍 ；购买首套普通自住住房 最低首付款比例调整为 20% 。
2008-10-22	《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。
2008-11-05	国务院常务会议	国务院常务会议制定了 4 万亿投资计划 ，并提出要“实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。会议要求加大金融对经济增长的支持力度，取消对商业银行的信贷规模限制，合理扩大信贷规模。
2008-12-04	银监会《银行与信托公司业务合作指引》	促进银信合作健康、有序发展，银行理财资金借助信托通道支持实体经济成为重要的信用扩张渠道。
2008-12-20	国务院办公厅《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》	降低二套房首付比例及进一步降低交易环节税费等刺激需求的措施之外，还提出要支持房地产开发企业合理的融资需求。
2009-01	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
2009-03-23	央行、银监会《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》	进一步加大对中低价位、中小套型普通商品住房建设、特别是在建项目的信贷支持力度；支持资信条件较好的房地产企业发行企业债券和开展房地产投资信托基金试点，拓宽房地产企业融资渠道。
2009-05-25	国务院《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》	将房地产开发商在项目开发中最低资本金比例由之前的 35%下调为“保障性住房和普通商品住房项目最低 20%，其他房地产开发项目最低 30%”，进一步刺激房地产投资。

数据来源：政府官网，西南证券整理

本轮基本上 08 年 4 月-09 年 2 月销售面积连续同比负增长，09 年 3 月销售面积增速回正；地产板块启动于政策放松后（08 年 10 月），结束于政策放松退出前 1 个月（09 年 11 月）。从基本面来看，2008 年 12 月房地产销售下滑趋缓，2009 年 3 月销售面积同比增速转正，此后增速逐渐加快。从板块行情来看，此轮行情启动时间为 2008 年 10 月，与政策开始放松时间相一致，结束时间为 2009 年 11 月，彼时政策宽松接近结束（12 月“国四条”后结束），持续时间 13 个月，区间最大涨幅 130%，区间最大累积超额收益 70%。

图 2：2008-2009 年房地产销售与板块超额收益对比



数据来源：国家统计局，wind，西南证券整理。注：收益率以2002年2月为基准

本轮行情个股表现上，成长型民企涨幅高于央企国企，核心原因在于行业仍处于黄金发展期。30 家主流房企中，09 年已上市的有 20 家，其中 16 家实现超额收益，A 股区间超额收益最大的 3 家为中南建设/阳光城/荣盛发展，分别实现超额收益 245%/148%/136%，H 股区间超额收益最大的 3 家为绿城中国/雅居乐集团/世茂集团，分别实现超额收益 362%/236%/195%。

表 6：2009 年 3 月至 2009 年 11 月主流房企 A 股超额收益

证券代码	证券简称	涨跌幅	超额收益	PB (MRQ)
000961.SZ	中南建设	309%	245%	4.5
000671.SZ	阳光城	212%	148%	6.1
002146.SZ	荣盛发展	200%	136%	4.6
600606.SH	绿地控股	114%	50%	2.6
600383.SH	金地集团	106%	42%	2.7
000069.SZ	华侨城 A	83%	19%	11.1
600325.SH	华发股份	73%	9%	3.8
000002.SZ	万科 A	61%	-3%	3.6
002244.SZ	滨江集团	55%	-9%	7.0
600048.SH	保利发展	43%	-21%	3.8
001979.SZ	招商蛇口	未上市	未上市	未上市
601155.SH	新城控股	未上市	未上市	未上市

数据来源：Wind，西南证券整理。注：超额收益以沪深 300 为基准计算

表 7：2009 年 3 月至 2009 年 11 月主流房企 H 股超额收益

证券代码	证券简称	涨跌幅	超额收益	PB (MRQ)
3900.HK	绿城中国	432%	362%	2.1
3383.HK	雅居乐集团	306%	236%	2.6
0813.HK	世茂集团	265%	195%	2.2
0123.HK	越秀地产	232%	161%	1.0
0832.HK	建业地产	209%	138%	1.3
1109.HK	华润置地	113%	42%	2.5
3377.HK	远洋集团	104%	34%	1.8
2007.HK	碧桂园	97%	26%	2.1
0817.HK	中国金茂	74%	4%	1.7
0688.HK	中国海外发展	61%	-9%	3.6
1908.HK	建发国际集团	未上市	未上市	未上市
3333.HK	中国恒大	未上市	未上市	未上市
1238.HK	宝龙地产	未上市	未上市	未上市
3380.HK	龙光集团	未上市	未上市	未上市
0960.HK	龙湖集团	未上市	未上市	未上市
0884.HK	旭辉控股集团	未上市	未上市	未上市
1918.HK	融创中国	未上市	未上市	未上市

数据来源：Wind，西南证券整理。注：超额收益以恒生指数为基准计算

2.2 2011-2012 年行业宽松调控复盘

受美债和欧债危机拖累，叠加前期为控制通胀而采取的较为紧缩的货币政策的滞后效应，经济增速快速下滑，2012 年一季度末 GDP 增速降至 8.1%。在此背景下，房地产销售面积自 2011 年 10 月开始出现负增长，此后至 2012 年 6 月连续 8 个月负增长，政策开始转向宽松。此轮放松中央层面以降准降息等金融手段为主，配合地方需求端支持政策。

1) 三年来首次降准，货币政策转松。2011 年 12 月至 2012 年 5 月，央行连续三次降准，累计下调存款类金融机构人民币存款准备金率 1.5 个百分点。2012 年 2 月央行提出“要加大金融服务，满足首次购房家庭的贷款需求”。2012 年 6 月央行再次下调“双率”，其中一年期存贷款基准利率分别下调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款利率及个人住房公积金贷款利率做相应调整。7 月二次降息，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点，一年期贷款基准利率下调 0.31 个百分点。

2) 地方政府采取需求端支持政策。2011 年末开始有部分城市放松公积金贷款，地产政策开始小幅松动，此后陆续有 30 多个城市微调楼市政策鼓励合理需求，包括放宽公积金贷款、提高贷款额度、下调贷款利率等措施。

表 8：2011-2012 年地产相关宽松政策（中央层面）

时间	发布来源	具体政策
2011-12-05	央行	从 2011 年 12 月 5 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，市场将迎来近 4000 亿的资金释放。（央行上一次下调存款准备金率为 2008 年 12 月 25 日）
2012-02-24	央行	年内首次调整存款准备金率，央行下调存款准备金率 0.5 个百分点。

时间	发布来源	具体政策
2012-05-18	央行	年内两次下调存款准备金率，央行准备金率下调 0.5 个百分点。
2012-06-08	央行	年内首次降息，自 2012 年 6 月 8 日起下调“双率”，其中一年期存贷款基准利率分别下调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款利率及个人住房公积金贷款利率做相应调整。
2012-07-06	央行	年内两次降息，一年期存款基准利率下调 0.25 个 pp，一年期贷款基准利率下调 0.31 个 pp。
2012-09-26	证监会《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》	证监会颁布《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》，自 2012 年 11 月 1 日起施行。试点办法允许基金公司通过设立子公司的方式发行专项资产管理计划，在投资范围方面，允许基金子公司资管投资未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利。
2012-10-18	证监会《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》、《证券公司定向资产管理业务实施细则》	券商资产管理业务的“一法两则”，鼓励券商进行资产管理业务的创新。

数据来源：政府官网，西南证券整理

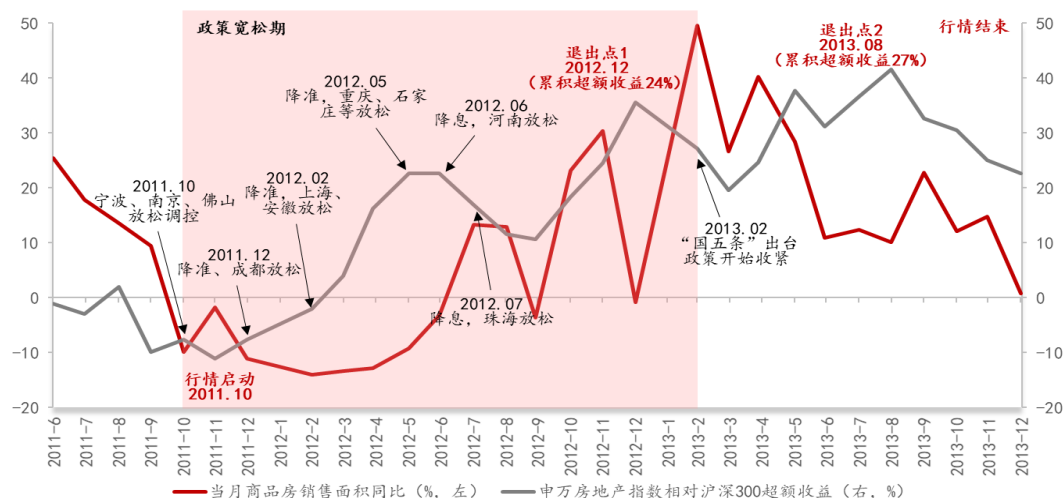
表 9：2011-2012 年地产相关宽松政策（地方层面）

时间	发布来源	具体政策
2011-10-23	宁波住建委《宁波市商业个人住房按揭贷款转住房公积金贷款管理暂行规定》	商业贷款购房可转为公积金贷款。
2011-10-24	南京住房公积金管理中心	恢复南京公积金贷款，提高可贷额度。最高贷款额度由原来的 20 万元/人，40 万元/户恢复成 30 万元/人，60 万元/户。
2011-10-11	佛山政府公告	产权转移超 5 年的不再纳入限购范围；允许增购一套 7500 元/平方米以下的住房。
2011-11-01	成都政府公告	在房产证登记发放时核查购房者的资格，转交由开发商和房产中介执行。
2011-12-14	顺德政府公告	2012 年上半年顺德区享受优惠政策普通住房可申请免征营业税。
2012-02-01	上海政府公告	外地户籍居民持长期居住证满 3 年，可以享受本地户籍居民同等购房资质。
2012-02-09	安徽芜湖《关于进一步加强住房保障改善居民居住条件的若干意见》	与 2 月 19 日从优惠购房方面放松房地产调控。
2012-05-30	重庆政府公告	公积金贷款的单户贷款限额由 30 万元提到 40 万元，家庭限额则由 40 万元提高到 80 万元；允许贷款职工补缴账户余额
2012-05-31	石家庄政府公告	人均住房面积低于 30.6 平方米的允许购买第三套房；两套及两套以下住房低于廉租住房标准，允许再次购买住房。
2012-06-24	河南政府公告	家庭名下无房产登记购房的视为首套房；金融机构基于基准利率下浮 30% 幅度内的优惠。
2012-07-13	珠海政府公告	限购范围从香洲主城区，缩小至东起梅花路与情侣路交界处、北到中珠交界线、西到前山河、南到海岸线的区域；取消限价令

数据来源：政府官网，西南证券整理

本轮地产基本上 11 年 10 月-12 年 6 月销售面积连续同比负增长，12 年 7 月销售面积增速回正，10 月增速开始加快；地产板块启动于政策宽松（11 年 10 月），结束于政策放松退出前 2 个月（12 年 12 月），之后行情又延续至 13 年 8 月。从基本面来看，2012 年 7 月房地产销售增速首度转正，10 月增速开始加快。从板块行情来看，此轮行情于 2011 年 12 月开始启动，为部分城市出现政策放松 2 个月，结束时间为 2013 年 8 月，距离“国五条”出台政策收紧的 6 个月，持续时间 19 个月，区间最大涨幅 29%，区间最大超额收益 27%，我们认为此轮行情结束期滞后于政策收紧的原因主要在于“国五条”出台后的一段时间内基本面仍保持较快的增速。

图 3：2011-2012 年房地产销售与板块超额收益对比



数据来源：国家统计局，wind，西南证券整理。注：收益率以2002年2月为基准

本轮行情个股表现上，成长型民企涨幅高于央国企，核心原因在于行业仍处于发展高峰期，民企增速此阶段通常高于央国企。30家主流房企中，2012年已上市的有25家，其中22家实现超额收益，A股区间超额收益最大的3家为荣盛发展/阳光城/金地集团，分别实现超额收益111%/103%/54%，H股区间超额收益最大的3家为绿城中国/世茂集团/融创中国，分别实现超额收益303%/203%/194%。

表 10：2011 年 12 月至 2013 年 8 月主流房企 A 股超额收益

证券代码	证券简称	涨跌幅	超额收益	PB (MRQ)
002146.SZ	荣盛发展	103%	111%	2.8
000671.SZ	阳光城	94%	103%	5.6
600383.SH	金地集团	46%	54%	1.2
000002.SZ	万科 A	34%	42%	1.6
000961.SZ	中南建设	29%	37%	1.6
002244.SZ	滨江集团	15%	23%	1.7
600048.SH	保利发展	13%	22%	1.7
600606.SH	绿地控股	0%	9%	1.3
600325.SH	华发股份	-13%	-5%	0.9
000069.SZ	华侨城 A	-14%	-6%	2.0
001979.SZ	招商蛇口	未上市	未上市	未上市
601155.SH	新城控股	未上市	未上市	未上市

数据来源：Wind，西南证券整理。注：超额收益以沪深300为基准计算

表 11：2011 年 12 月至 2013 年 8 月主流房企 H 股超额收益

证券代码	证券简称	涨跌幅	超额收益	PB (MRQ)
3900.HK	绿城中国	323%	303%	1.1
0813.HK	世茂集团	224%	203%	1.4
1918.HK	融创中国	215%	194%	1.2
0123.HK	越秀地产	99%	78%	0.7

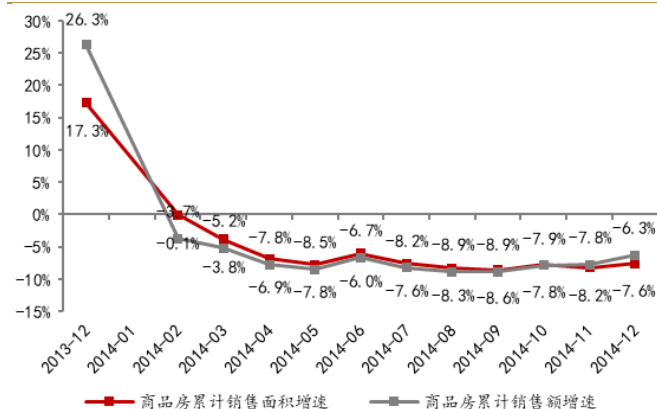
证券代码	证券简称	涨跌幅	超额收益	PB (MRQ)
1109.HK	华润置地	86%	65%	1.7
2007.HK	碧桂园	82%	62%	1.8
0817.HK	中国金茂	82%	61%	0.9
0688.HK	中国海外发展	79%	58%	1.9
3377.HK	远洋集团	53%	32%	0.6
0832.HK	建业地产	47%	26%	0.9
0960.HK	龙湖集团	46%	25%	1.7
1238.HK	宝龙地产	46%	25%	0.3
3383.HK	雅居乐集团	40%	19%	0.8
3333.HK	中国恒大	10%	-11%	0.9
1908.HK	建发国际集团	未上市	未上市	未上市
3380.HK	龙光集团	未上市	未上市	未上市
0884.HK	旭辉控股集团	未上市	未上市	未上市

数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 超额收益以恒生指数为基准计算

2.3 2014-2015 年行业宽松调控复盘

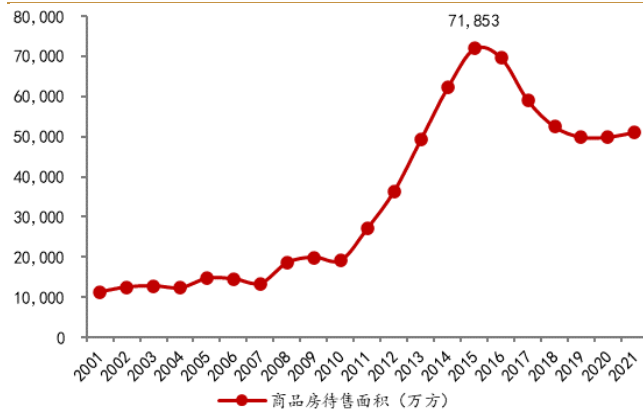
2014-2015 年, 前期需求端调控持续升级叠加供给端加大供应, 房地产供需失衡, 库存快速累积。2014 年 2 月-2015 年 3 月销售面积连续 13 个月同比负增长。2014 年末, 商品房待售面积 62169 万平方米, 比 2013 年末增加 12874 万平方米。在此背景下新一轮宽松周期开启。

图 4: 2014 年商品房销售面积与销售额累计增速均下跌



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 2014-2016 商品房累计待售面积位居高位



数据来源: Wind, 西南证券整理

本轮政策放松以去库存为主导, 经历两个阶段。2014 年 4 月南宁放松限购, 成为首个放松的城市。2014 年 7 月住建部在座谈会明确提出“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”, 标志着本轮政策调控宽松正式开启。此轮政策宽松具体可分为两个阶段, 第一阶段以 9 月央行、银监会联合发布的《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》(930 新政) 为标志性文件, 随后 2015 年 330 新政进一步跟进, 同时伴随利率下调以及地方政府放松购房限制、贷款额度、公积金额度、落户限制等松绑措施。

表 12：2014-2015 年中央地产调控第一阶段宽松政策

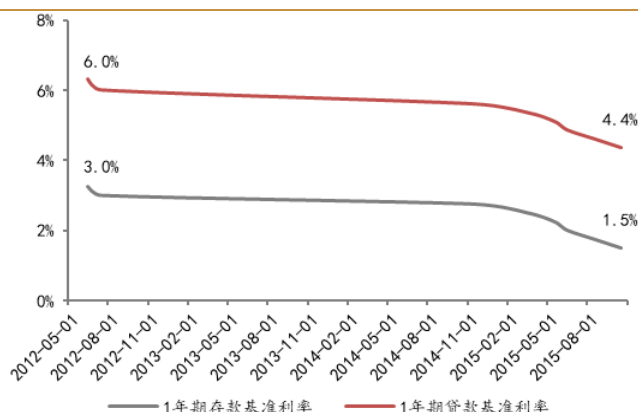
时间	发布来源	政策
2014-3-5	政府工作报告	1.坚持分类指导、分步实施、分级负责。 2.针对不同城市情况 分类调控 ，增加中小套型商品房和共有产权住房供应，鼓励抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展。
2014-5-12	住房金融专题座谈会	时任央行副行长刘士余提出“合理配置信贷资源，优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求”。
2014-7-11	全国住房城乡建设工作会议	时任住建部长陈政高提出“各地可以根据当地实际出台平稳房地产的相关政策，其中 ‘库存量较大的地方要千方百计消化商品房待售面积’ ”。
2014-9-30	央行、银监会《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（即 2014 年“930 新政”）	1. 二套房认定标准由“认房又认贷”改为“认贷或认房” 。对拥有 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，银行业金融机构执行首套房贷款政策。 2.对于贷款购买首套普通自住房的家庭， 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（此前执行 0.85 倍） 。
2014-10-9	住房城乡建设部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》	1.将公积金贷款申请条件放宽至连续缴存 6 个月，不再要求累计缴存满 2 年。 2.住房公积金个人住房贷款发放率低于 85%的设区城市可适当提高首套自住住房贷款额度。 3.推进异地贷款业务。 4.优化贷款办理流程。房屋产权登记机构应在受理抵押登记申请之日起 10 个工作日内完成抵押权登记手续；住房公积金管理中心应在抵押登记后 5 个工作日内完成贷款发放。
2014-11-21	中国人民银行	央行宣布降息 ，决定自 2014 年 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中规定，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.60%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%。同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍。
2015-1-15	证监会《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。
2015-3-30	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》	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自住房，最低首付款比例调整为不低于 40%。

数据来源：政府官网，西南证券整理

1) 二套房贷认定标准大幅放松，且大幅下调了首付比例。上一轮调控中对于二套房及二套房贷的认定标准全面加强，无论名下已拥有一套住房，或曾经申请过住房贷款，申请住房贷款均会被认定为“二套房贷”，执行较高的首付比例和房贷利率。此次 2014 年“930 新政”允许对拥有 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，银行业金融机构执行首套房贷款政策。由于此前大部分城市执行二套房首付比例 60%的规定，只要结清之前的购房贷款，可按照首套房执行首付比例只需 30%的标准，极大地提高了购买二套房以及“一卖一买”换房群体的购买力。

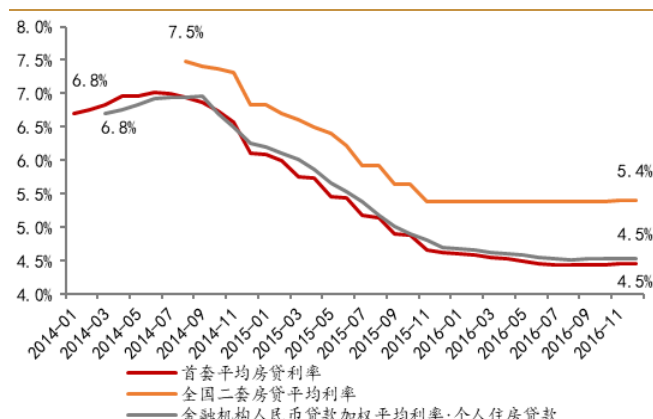
2) 基准利率持续下调。2014 年 11 月，央行时隔 2 年重新降息。11 月 21 日，央行决定自 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，规定金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.60%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%。同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍。2014 年 6 月至 2015 年 6 月，个人住房贷款加权平均利率从 7.0%降至 5.4%，降幅显著刺激购房需求。在“认贷或认房”后，大量购房者在“930 新政”下执行首套房贷利率，因此其较二套房贷利率明显降低。从整体上看，首套房贷利率与加权平均住房贷款利率高度贴合，贷款利息总体呈下降趋势。

图 6：2012-2015 存款与贷款基准利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2014-2016 加权住房贷款利率与首套房利率持续下调



数据来源：Wind，西南证券整理

3) 紧随上级调控松绑，各地陆续开放限购。自 2014 年 3 月初中央强调对不同城市房地产进行分类调控以来，各地陆续进行放松购房限制、贷款额度、公积金额度、落户限制等不同方面的松绑调控。2014 年 6 月 26 日，呼和浩特市人民政府发布《切实做好住房保障工作促进全市房地产市场健康稳定发展的实施意见》，明确取消购房限制，成为全国首个正式发文确定放开限购的城市。截至 2014 年 9 月底，全国 47 个限购城市中已有 42 个陆续取消限购，仅剩北京、上海、广州、深圳、三亚 5 座城市尚未取消。

表 13：2014 年各地地产相关宽松政策

时间	地区	调整程度	政策
4 月 25 日	广西南宁	放松购房限制	广西北部湾经济区内的北海、防城港、钦州、玉林、崇左市户籍居民家庭可参照南宁市户籍居民家庭政策在南宁购房
4 月 28 日	天津滨海	放松购房限制	规定只要滨海范围内无房，即可在新区购房。此外，还将推出共有产权模式购房政策，购房人交一成首付即可住房。
5 月 1 日	江苏常州	放松贷款额度	拆迁户补购房款，公转商补息贷款提至 60 万元，户籍改革制度下，人均 25 平可落户。
5 月 12 日	河南郑州	放松贷款偿还	个人住房置业贷款，依法设立的住房置业政策性担保机构可以作为保证人，根据有关个人住房置业政策，为申请个人住房贷款合同约定履行住房贷款偿还义务时，由担保人代借款人偿还借款住房贷款债务。
5 月 16 日	安徽宣城	放松公积金额度	将住房公积金个人贷款最高额度从 20 万元调高到 30 万元，并将贷款条件由“正常缴存住房公积金一年以上”调整为“正常缴存住房公积金满 6 个月”。
5 月 20 日	江苏扬州	放松公积金规定	公积金“又提又贷”政策恢复，公民申请公积金贷款时可同时提取本人配偶的住房公积金。
5 月 27 日	江苏泰州	放松贷款额度	提供住房公积金贷款最高限额。其中，借款人家庭有 2 名以上成为符合贷款条件的，贷款最高额度调整至 40 万元；申请购买二套房贷款和借款人家庭只有 1 人符合贷款条件的，贷款最高额度调整为 30 万元。
5 月 29 日	青海西宁	放松购房限制	取消了买房落户面积、缴纳养老保险等限制条件，实施了有合法房产为基本条件的落户政策，增加了参加养老保险为基础条件的外来务工人员落户，技术工人、职业院校毕业生落户，原户籍在西宁市的特殊人群投靠亲属等落户政策。
5 月 29 日	海南	放松落户限制	扩大落户政策，调整户籍制度。
6 月 10 日	辽宁沈阳	放松购房限制	针对已拥有 2 套及以上住房的本市户籍居民家庭，即本市户籍家庭拥有 2 套及以上住房的在二环内可以购买多套房。
6 月 12 日	广东	放松落户限制	全面调整城市户口迁移政策，进一步放宽直系家属投靠条件，除广州、深圳两个特大城市的老人投靠子女有所控制外，其他各地直系亲属间相互投靠均全面开放，随时办理。
6 月 26 日	内蒙呼和浩特	明确取消限购	呼和浩特市人民政府发布《切实做好住房保障工作促进全市房地产市场健康稳定发展的实施意见》，指出要充分发挥市场对资源配置的决定性作用，取消商品房销售方案备案制度，

时间	地区	调整程度	政策
			居民购买商品住房(含二手住房)在办理签约、网签、纳税、贷款以及权属登记时,不再要求提供住房套数查询证明。 呼和浩特成为全国首个正式发文确定放开限购的城市。
7月1日	湖北武汉	放松购房限制	140平方米以上房屋开放限购,含新房和二手房。
7月10日	山东济南	明确取消限购	居民今后购买新建商品住房和二手房时不再需要开具限购证明,全面取消限购。
7月11日	安徽合肥	明确取消限购	公积金可提取用于购买新建商品房、购买存量房(二手房)、还住房贷款等。
7月14日	江西南昌	明确取消限购	南昌市除东湖、西湖、青山湖、青云谱四区继续限购外,其他区域全部放开限购。
7月16日	四川成都	放松购房限制	仅凭身份证即可上传房管局资料,消费者可直接购房。
7月18日	海南海口	明确取消限购	终止致性商品房限购政策,不再要求购房者提供住房套数证明。
7月19日	吉林长春	放松购房限制	在长春购买第三套房的家庭,可以打印购房合同。
7月19日	江苏苏州	放松购房限制	大尺度松绑限购,即90平以上的房源不再限购,90平以下的精装、酒店公寓、达二星绿建标准的房源也不再限购。
7月26日	江苏无锡	放松购房限制	取消90平及以上住房的限购,本地人及外地人在购买90平及以上住房时,套数不设上限。
7月28日	河北石家庄	放松购房限制	购房者无需再到房管部门开具“购房查询证明”。
7月28日	陕西西安	放松购房限制	60平以下住房和砖混结构二手房可由居民家庭根据需要自主购买。
7月29日	浙江杭州	明确取消限购	购买本市萧山区/余杭区住房、不购买主城区140平及以上住房,取消限购。
7月29日	浙江温州	明确取消限购	在房屋交易登记时不再核查现有住房情况,在外温州人和新温州人在温州购房均享有与温州市户籍居民同等待遇。
7月31日	浙江宁波	明确取消限购	购买宁波及北仑、镇海、高新区住房,不再需要提供家庭住房情况查询证明。
8月1日	江苏徐州	明确取消限购	在徐州市区购买商品住房不再提供《新购普通商品住房查询证明》,签订并打印商品房买卖合同时也不再需要属于查询证明号码。
8月1日	山东青岛	放松购房限制	对市内三区及崂山区套型面积在144平及以上的新建商品住房和二手房放开限购。
8月11日	云南昆明	明确取消限购	昆明市举行新闻通报会,宣布从即日起放开商品房限购,实行3年多的限购政策取消。
8月14日	福建厦门	放松购房限制	岛外四个区不再执行住房限购措施,岛内思明、湖里两区非普通商品住房(144平方米以上)不再执行住房限购措施,但144平方米以下的普通商品住房仍有限购。
8月28日	浙江杭州	明确取消限购	浙江杭州市房管局正式对外宣布全面解除楼市限购,从8月29日零时起,购买杭州主城区140平方米以下住房(含商品住房、二手住房)不再提供住房情况查询记录。
9月1日	山东青岛	明确取消限购	放开市南区、市北区、李沧区、崂山区套型面积在144平方米以下住房的限购政策。
9月1日	贵州贵阳	明确取消限购	贵阳市将停止执行住房限购措施。届时,无论是本地户籍或外地户籍,在贵阳购房都将不再受房屋套数的限制,也不再需提供房屋套数证明和纳税证明等文件。
9月3日	甘肃兰州	明确取消限购	购房人在兰州市购买商品住房、二手房办理网签备案和房屋交易时,不再核查现有住房情况。
9月21日	江苏南京	明确取消限购	南京市人民政府发出《市政府关于保持我市房地产市场健康发展的通知》。《通知》共提出七项新规,其中第三项明确提出,为充分发挥市场在资源配置中的决定性作用,促进房地产市场平稳健康发展,在全市范围内从即日起购房不再需要提供新购住房证明。
9月26日	河北石家庄	明确取消限购	凡在本市区域购买住房(含新建住房和二手住房)的,不再实行限购,在办理合同备案和登记交易手续时不再收取住房查询证明。
9月26日	广东珠海	明确取消限购	停止对商品住房项目实施“90平方米以下套型住房占全部套型70%以上”的要求;同时,在全市范围内,居民(含非户籍居民)购44平方米以下的商品住房不再需要提供社保或纳税证明。原先珠海仍保留对香洲区144平方米以下户型的限购措施,今天新政的出台,也意味着珠海全面取消楼市限购,外地人亦可自由购买香洲区类型的住宅。
9月30日	广西南宁	明确取消限购	自10月1日起,南宁不再将居民家庭拥有住房套数作为购买住房(含商品住房、二手住房)资格审核条件,购房人在南宁范围内购买住房以及办理相关合同备案、房屋登记业务时,无需提供居民家庭住房信息查询证明。
12月5日	北京	放松购房限制	北京市住建委通告,对于自住房弃选房源,开发商将统一对符合条件的购房人公开销售。公开销售的自住房,除了不再摇号外,购房资格审核、选房公证以及购买后的产权登记、再上市等问题,均按现有自住房政策执行。

数据来源:政府官网,西南证券整理

随着第一阶段的政策陆续实施，部分一二线城市房地产市场开始恢复，但三四线城市销售仍然没有好转。2015年6月国务院印发《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》，提出“积极推进棚改货币化安置”，政策宽松开启第二阶段。8月住建部、国开行发布《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》，明确要求各地按照原则不低于50%的比例确定棚改货币化安置目标。棚改货币化安置开始加速，成为三四线城市去库存的重要推动力，2014-2017年，棚改货币化安置比例从9.0%大幅提升至60.0%左右。2016年3月上海、北京、深圳等热点城市开始收紧调控，此轮政策放松结束，持续约23个月。

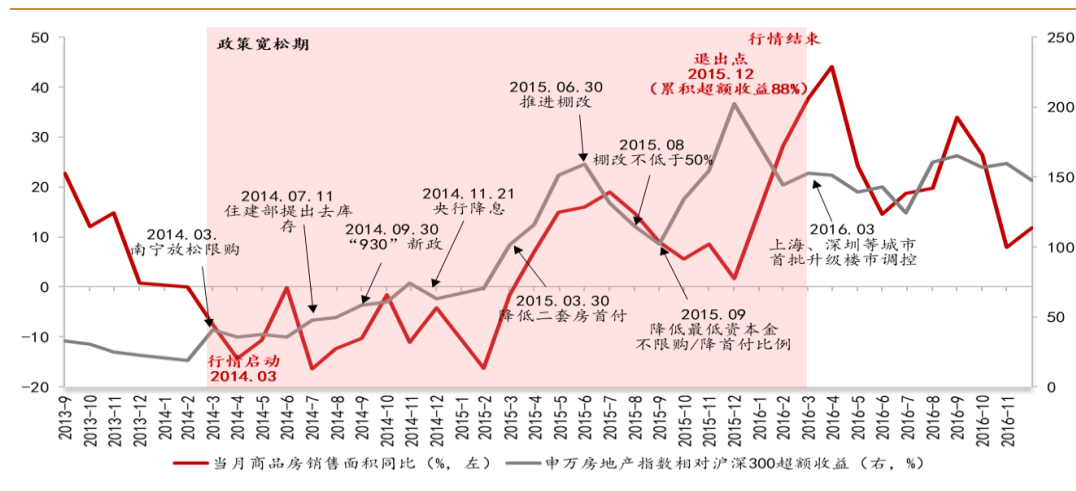
表 14：2014-2015 年中央地产调控第二阶段宽松政策

时间	发布来源	政策
2015-6-30	国务院《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》	1.积极推进棚改货币化安置 2.央行为国开行提供 PSL 作为推行棚改货币化安置的重要资金来源。
2015-9-9	国务院《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%，其他房地产开发项目由 30%调整为 25%。
2015-9-30	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》	不实施“限购”措施城市，首套房最低首付款比例调整为不低于 25%。
2015-12-18	中央经济工作会议	供给侧改革五大任务“三去一降一补”：去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。 对于去地产库存形成较大利好： 1.化解房地产库存。要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，通过加快农民工市民化，扩大有效需求，打通供需通道，消化库存，稳定房地产市场。 2.要取消过时的限制性措施。

数据来源：政府官网，西南证券整理

本轮地产基本面上 14 年 2 月-15 年 3 月销售面积连续 13 个月同比负增长，15 年 4 月销售面积增速回正，16 年上半年升温；地产板块启动于政策宽松（14 年 3 月），结束于政策放松退出前 3 个月（15 年 12 月）。从基本面恢复情况来看，随着宽松政策的不断实施以及棚改货币化的推进，2015 年 4 月销售面积同比增速开始转正，2016 年上半年市场持续升温，单月销售面积同比增速最高达到 44%。与之对应板块行情于 2014 年 3 月开始启动，于 2016 年 1 月结束，持续 21 个月，区间最大涨幅 178.4%，区间最大超额收益 87.6%。

图 8：2014-2016 年房地产销售与板块超额收益对比



数据来源：国家统计局，wind，西南证券整理。注：收益率以2002年2月为基准

本轮行情个股表现上，龙头房企涨幅更高，核心原因在于随着行业发展，龙头房企品牌效应较强，更加受市场认可。30家主流房企中，2014年已上市的有28家，其中19家实现超额收益，A股区间超额收益最大的3家为万科A/绿地控股/华发股份，分别实现超额收益192%/141%/86%，H股区间超额收益最大的3家为建发国际集团/中国恒大/融创中国，分别实现超额收益442%/110%/50%。

表 15：2014 年 3 月至 2015 年 12 月主流房企 A 股超额收益

证券代码	证券简称	涨跌幅	超额收益	PB (MRQ)
000002.SZ	万科 A	264%	192%	3.0
600606.SH	绿地控股	212%	141%	4.0
600325.SH	华发股份	158%	86%	2.7
600383.SH	金地集团	130%	59%	2.0
000961.SZ	中南建设	129%	58%	2.0
000069.SZ	华侨城 A	95%	23%	2.2
600048.SH	保利发展	58%	-14%	1.7
002244.SZ	滨江集团	26%	-45%	2.6
000671.SZ	阳光城	24%	-48%	5.5
002146.SZ	荣盛发展	10%	-61%	2.8
001979.SZ	招商蛇口	未上市	未上市	未上市
601155.SH	新城控股	未上市	未上市	未上市

数据来源：Wind，西南证券整理。注：超额收益以沪深 300 为基准计算

表 16：2014 年 3 月至 2015 年 12 月主流房企 H 股超额收益

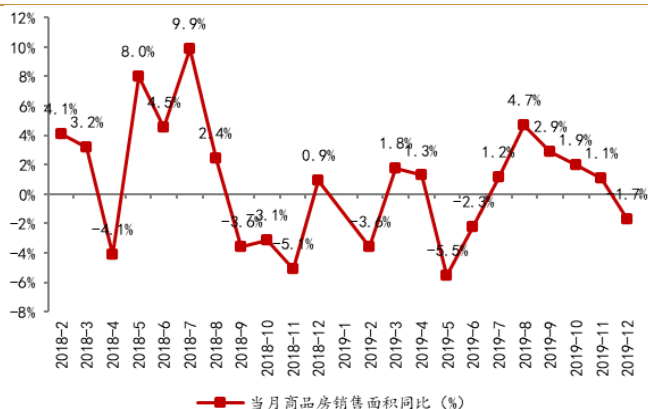
证券代码	证券简称	涨跌幅	超额收益	PB (MRQ)
1908.HK	建发国际集团	438%	442%	2.2
3333.HK	中国恒大	106%	110%	1.3
1918.HK	融创中国	46%	50%	0.9
0688.HK	中国海外发展	30%	34%	1.4
1109.HK	华润置地	29%	33%	1.4
3377.HK	远洋集团	21%	25%	0.7
1238.HK	宝龙地产	17%	21%	0.3
0884.HK	旭辉控股集团	11%	15%	0.8
0817.HK	中国金茂	10%	14%	0.8
0960.HK	龙湖集团	8%	12%	1.1
3380.HK	龙光集团	8%	12%	1.0
0813.HK	世茂集团	-12%	-8%	0.8
0123.HK	越秀地产	-16%	-12%	0.4
2007.HK	碧桂园	-21%	-17%	0.9
3900.HK	绿城中国	-24%	-20%	0.6
0832.HK	建业地产	-26%	-22%	0.5
3383.HK	雅居乐集团	-35%	-31%	0.4

数据来源：Wind，西南证券整理。注：超额收益以恒生指数为基准计算

2.4 2018-2019 年行业宽松调控复盘

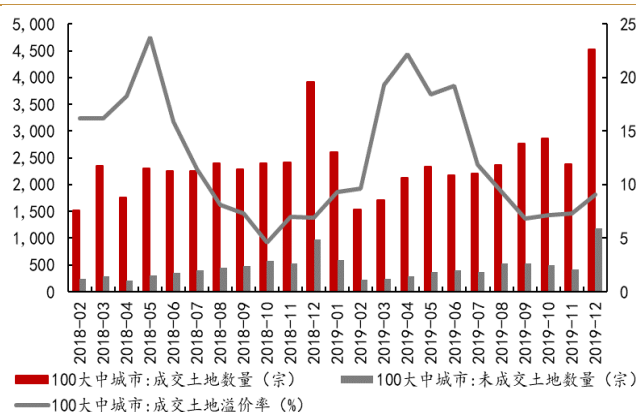
2018 年棚改货币化安置取消，三四线城市楼市趋冷，2018-2019 年销售面积增速放缓，两年中有 8 个月同比出现负增长，同时由于房地产融资继续收紧，地产债开始限制借新还旧，土拍市场转冷，流拍现象增加。2018 年 12 月中央经济工作会议强调“夯实城市主体责任”，部分城市开始采取宽松政策，包括取消限购、限售、首套首付比例下调等，本轮宽松正式开始。

图 9：2018-2019 年销售面积同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2018-2019 年 100 大中城市成交/未成交土地量和溢价率



数据来源：Wind，西南证券整理

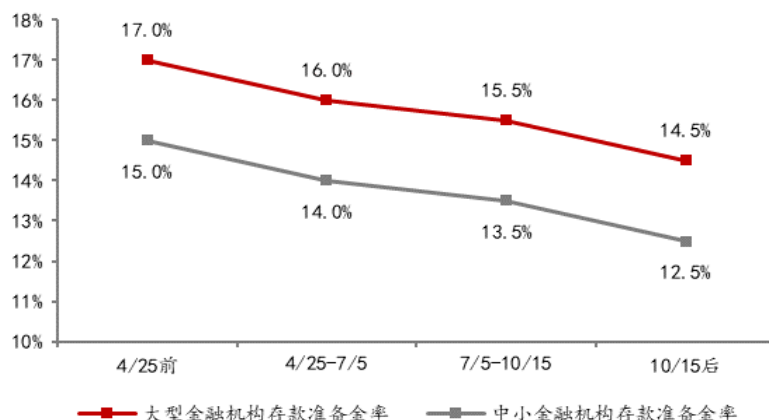
本轮放松整体力度较小，以地方政府需求端政策调整为主。2018 年年内四次降准释放流动性，货币政策转向宽松。2018 年年底的中央经济工作会议中首次提出了“宏观政策要强化逆周期调节”，房地产方面既重申“房住不炒”，又强调“因城施策，分类指导”。12 月 24 日全国住房和城乡建设工作会议再次强调“以稳地价、稳房价、稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展”，但此时强调“三稳”被普遍理解为边际上要放松调控政策。12 月开始，菏泽、广州、珠海等地先后小幅放松限售等调控政策。

表 17：2018 年中央关于房地产调控的表态

时间	发布来源	政策
2018-10-07	央行	下调存款准备金率
2018-12-19	中央经济工作会议	构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位， 因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任 ，完善住房市场体系和住房保障体系
2018-12-04	住建部工作会议	1、坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。着力建立和完善房地产市场平稳健康发展的长效机制，坚决防范化解房地产市场风险 2、坚持因城施策、分类指导，夯实城市主体责任，加强市场监测和评价考核，切实把稳地价稳房价稳预期的责任落到实处 3、继续保持调控政策的连续性稳定性
2018-12	菏泽，广州，重庆政府公告	菏泽取消限售，预售资金监管放松；广州商服类物业限购放宽；重庆分期付款地块；深圳、武汉首套房贷利率下调。
2019-01	青岛，北京，阜阳，杭州政府公告	青岛高新区取消摇号；北京新推不限价土地；阜阳近期挂牌土地取消限价；杭州个别银行按揭贷款最长可至 80。
2019-02	深圳，南京，杭州政府	深圳，南京，杭州，天津，杭州首套房贷利率下调。
2019-03	天津，徐州政府公告	深圳，南京，杭州，天津，杭州首套房贷利率下调。

数据来源：中国政府网，西南证券整理

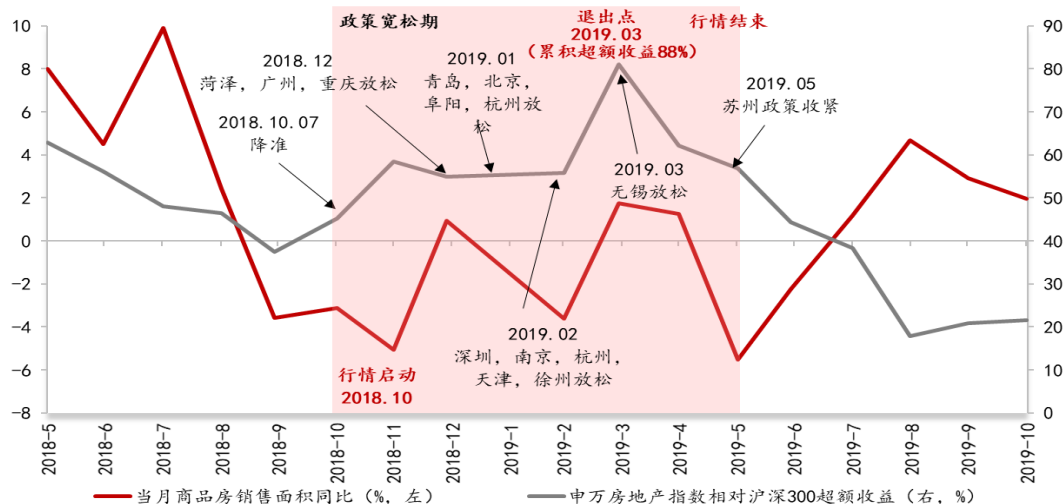
图 11：2018 年存款准备金率变动情况



数据来源：国家统计局，西南证券整理

本轮地产基本面上 18 年 9 月-19 年 6 月销售面积增速放缓，期间有 6 个月同比负增长，19 年 3-4 月销售面积连续两个月为正，走出低谷但保持在低速；地产板块启动于政策宽松时（18 年 10 月），结束于政策放松退出前 2 个月（19 年 3 月）。从基本面来看，此轮放松整体力度较小，整体销售增速仍处于较低水平，未出现明显抬头。板块行情于 2018 年 10 月开始启动，较年底部分城市政策放松提前约 2 个月，主要是受年内稳增长政策预期的影响，当月央行下调存款准备金，此轮行情于 2019 年 3 月结束，持续 6 个月，区间最大涨幅 25.0%，区间最大超额收益 12.4%。由于次月销售增速再次放缓，基本面未见明显好转，前期基本面恢复逻辑证伪，叠加政策调控趋严，板块开始加速下跌。

图 12：2018-2019 年房地产销售与板块超额收益对比



数据来源：国家统计局，wind，西南证券整理。注：收益率以 2002 年 2 月为基准

本轮行情个股表现上，成长性民企涨幅较央企更高，核心原因在于 16-18 年房地产行业销售增速高，此阶段部分房企进入业绩结算高峰期，此类房企多为民企。30 家主流房企中，29 家实现超额收益，A 股区间超额收益最大的 3 家为新城控股/中南建设/金地集团，分别实现超额收益 60%/41%/39%，H 股区间超额收益最大的 3 家为旭辉控股集团/融创中国/龙光集团，分别实现超额收益 61%/58%/43%。

表 18：2018 年 10 月至 2019 年 3 月主流房企 A 股超额收益

证券代码	证券简称	涨跌幅	超额收益	PB (MRQ)
601155.SH	新城控股	72%	60%	3.5
000961.SZ	中南建设	54%	41%	2.3
600383.SH	金地集团	52%	39%	1.4
002146.SZ	荣盛发展	41%	28%	1.6
000671.SZ	阳光城	40%	27%	1.9
600325.SH	华发股份	32%	19%	1.6
000002.SZ	万科 A	26%	14%	2.2
001979.SZ	招商蛇口	23%	11%	2.6
000069.SZ	华侨城 A	22%	10%	1.1
600606.SH	绿地控股	18%	5%	1.4
600048.SH	保利发展	17%	4%	1.6
002244.SZ	滨江集团	16%	4%	1.0

数据来源：Wind，西南证券整理。注：超额收益以沪深 300 为基准计算

表 19：2018 年 10 月至 2019 年 3 月主流房企 H 股超额收益

证券代码	证券简称	涨跌幅	超额收益	PB (MRQ)
0884.HK	旭辉控股集团	65%	61%	1.6
1918.HK	融创中国	62%	58%	2.7
3380.HK	龙光集团	47%	43%	2.3
0817.HK	中国金茂	44%	39%	1.4
0960.HK	龙湖集团	37%	32%	1.8
0123.HK	越秀地产	35%	30%	0.6
1908.HK	建发国际集团	31%	27%	1.0
1109.HK	华润置地	28%	24%	1.5
0813.HK	世茂集团	26%	21%	1.2
2007.HK	碧桂园	24%	20%	1.9
1238.HK	宝龙地产	24%	19%	0.5
0688.HK	中国海外发展	22%	17%	1.2
0832.HK	建业地产	21%	16%	1.0
3333.HK	中国恒大	19%	14%	2.3
3383.HK	雅居乐集团	15%	10%	1.1
3900.HK	绿城中国	7%	3%	0.5
3377.HK	远洋集团	0%	-5%	0.5

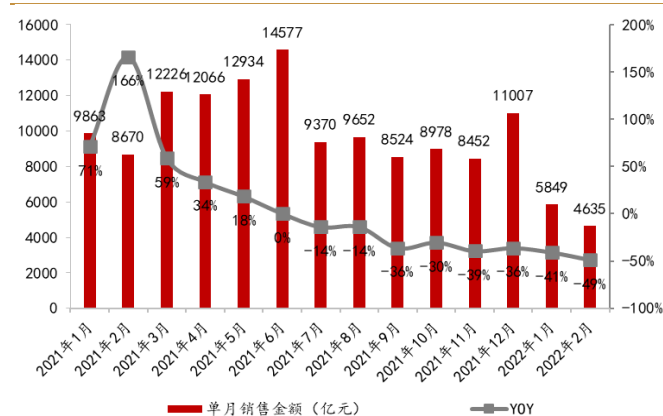
数据来源：Wind，西南证券整理。注：超额收益以恒生指数为基准计算

3 本轮行业周期定位

由行业去杠杆引发，此次行业下行周期伴随行业流动性风险，与此前具有不同。此次下行的直接诱发因素并非内生性的供需关系失衡，而是行业去杠杆的外部因素。在银行贷款额度受限的情况下，2021年下半年贷款额度开始出现收紧，叠加以恒大为代表的房企暴雷事件的发生，加剧了楼市的观望态度，销售开始出现持续性下滑。与以往不同的是，此次行业下行周期伴随行业流动性风险，因此不仅需求端出现萎缩，供给端也受到较大冲击。我们在此前的报告中已有相关的论证，此处不再赘述。

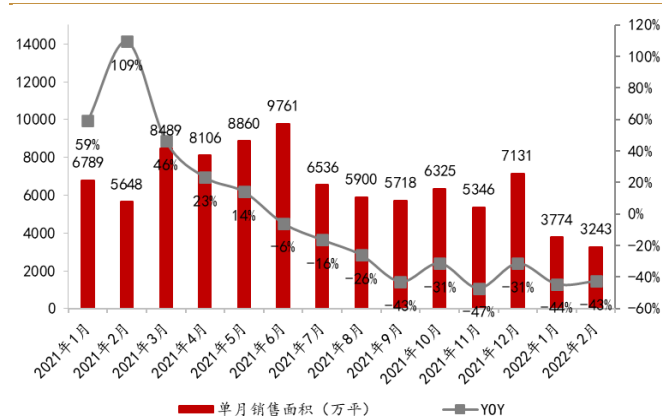
当前行业基本面仍处在探底的过程中，下滑幅度仅次于2008年。百强房企单月销售金额自7月以来连续8个月负增长，销售面积连续9个月负增长，2月同比跌幅分别为-49%和-43%。以统计局数据进行对比，由于数据仅更新至2021年12月，考虑1-2月仍同比下滑的情况下，销售面积已连续同比8个月负增长，单月最大降幅为-21.7%，在之前的四轮下行周期中仅次于2008年的-35.7%。目前销售仍处于下降通道，短期内仍未看到拐点，预计负增长时间也将超过2008年的11个月。

图 13：2 月百强房企销售额 4636 亿元（-49%）



数据来源：克尔瑞，西南证券整理

图 14：2 月百强房企销售面积 3243 万平方米（-43%）



数据来源：克尔瑞，西南证券整理

表 20：2000 年以来房地产历次下行周期对比

观测指标	2008-2009 年	2011-2012 年	2014-2016 年	2018-2019 年	2021 年至今
销售最长连续负增长时间	11 个月	9 个月	14 个月	3 个月	8 个月
单月最大降幅	-35.7%	-14.0%	-16.4%	-5.1%	-21.7%

数据来源：国家统计局，西南证券整理

行业政策已进入密集发布阶段，力度还有提升空间，对行业效果目前仍较弱。本轮政策放松自9月下旬开始，经历三个阶段（详见2022年1月发布的报告《2022年房地产热点问题解析》），一二阶段以房企融资放松为主，主要为应对行业短期流动性压力，而后第三阶段转向地方政策释放需求端支持政策。12月中央经济工作会议重提“因城施策”，目的在于压实地方责任。地方政府开始密集出台购房政策，包括人才补贴、新市民落户购房补贴、放宽公积金贷款、下调首付比例及贷款利率等措施。整体而言，目前地方政策仍以微调为主，部分城市如山东菏泽、江西赣州、重庆、广西南宁、江苏南通、山西晋中等将首套房贷款首付比例下调至20%，广州、江苏苏州、南京、深圳等下调房贷利率，此类政策力度已相对较大，但与此前几轮政策力度相比，力度仍有提升空间。

表 21：2021-2022 年中央地产相关宽松政策

时间	来源	政策内容
2021-9-24	货币政策委员会例会	维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。谨防局部冲击引发系统性问题。
2021-9-29	房地产金融工作座谈会	维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。谨防局部冲击引发系统性问题。
2021-10-15	2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会	针对个别大型房企风险暴露，部分金融机构对试点房企“三线四档”融资管理规则存在误解等问题已采取相应指导措施。
2021-10-20	2021 金融街论坛年会	在金融管理部门预期引导下金融机构和金融市场风险偏好过度收敛行为逐步矫正，融资行为和金融市场价格正逐步恢复正常。
2021-10-21	第三季度银行业保险业数据信息暨监管重点工作发布会	督促银行落实房地产开发贷款、个人住房贷款监管要求；保障好刚需群体信贷需求；因城施策。指导派出机构配合地方政府做好房地产调控，促进各地房地产市场平稳健康发展。
2021-10-26	发改委外资司/外汇局资本司部分重点行业企业外债座谈会	会上表示将继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求。
2021-11-8	国务院发展研究中心召开深圳房地产形势座谈会	座谈内容包括房地产市场总体形势、当前面临的风险以及对房地产税的看法和意见等。
2021-11-9	中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会	部分房企有计划近期在银行间市场注册发行债务融资工具，境内发债政策有望松动。
2021-11-12	人民银行党委会议	坚决遏制金融服务业领域的垄断和资本无序扩张，维护房地产市场平稳健康发展
2021-11-12	银保监会党委（扩大）会议	稳地价稳房价稳预期，遏制房地产金融化泡沫化，健全调控长效机制，促进行业稳定健康发展
2021-12-6	央行决定下调金融机构存款准备金率的通知	为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行决定于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点(不含已执行 5% 准备金的金融机构)
2021-11-8	中央经济工作会议	坚持房住不炒，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进行业良性循环和健康发展
2022-1-6	国务院《要素市场化配置综合改革试点总体方案的通知》	进一步深化户籍制度改革，试点实行户籍准入年限同城化累计互认、居住证互通互认，加快畅通劳动力和人才社会性流动渠道。
2022-1-6	国家发改委	配合做好房地产调控工作，防止风险跨地区跨领域传导，坚决守住不发生系统性风险的底线。
2022-1-10	国家发改委《“十四五”公共服务规划》	1.人口净流入大城市要大力发展保障性租赁住房，因地制宜发展共有产权住房。 2.扩大住房公积金覆盖范围，鼓励灵活就业人员参加，租购并举保障缴存人住房需求。
2022-1-11	大中型银行	多家大中型银行此前已收到监管层要求金融机构对房地产行业并购提供金融支持的相关通知，银行已做好房地产并购贷款等业务的额度安排，但对涉房贷款的态度仍然谨慎
2022-1-11	住建部	加大金融、土地、公共服务等政策支持力度，扩大保障性租赁住房供给。
2022-1-16	国家发改委《关于做好近期促进消费工作的通知》	1.坚持租购并举，加快发展长租房市场，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利。 2.推进保障性住房建设，以人口流入多、房价高的城市为重点，扩大保障性租赁住房供给。
2022-1-17	国家统计局 2021 年国民经济运行情况新闻发布会	1.随着房地产调控政策的稳步推进，房地产市场供给在逐步优化，房企发展更加稳健。 2.随着新型城镇化的推进，城市住房需求特别是改善性住房需求有望持续释放。
2022-1-18	央行 2021 年金融统计数据新闻发布会	1.近期房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常态，市场预期稳步改善。 2.做好出现企业风险化解工作。 3.保持房地产信贷平稳有序投放，满足房地产市场合理融资需求 4.指导金融机构以市场化方式支持风险化解和行业出清
2022-1-20	住建部全国住建工作会议	1.坚决有力处置个别头部房地产企业房地产项目逾期交付风险 2.大力增加保障性租赁住房供给，以人口净流入的大城市为重点
2022-1-25	2022 年银保监会工作会议	1.稳妥处置金融领域风险，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。 2.坚持房住不炒定位，持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

时间	来源	政策内容
2022-2-8	央行、银保监会《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》	明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，鼓励银行业金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，加大对保障性租赁住房发展的支持力度。
2022-2-24	国新办推动住房和城乡建设高质量发展发布会	住房和城乡建设部部长表示，今年要保持房地产平稳运行，保持调控政策的连续性和稳定性，增强调控政策的精准性和协调性。继续稳妥实施房地产长效机制，保障住房的刚需，同时满足合理的改善性需求，促进房地产行业良性循环和健康发展，努力稳地价、稳房价预期。
2022-2-25	银保监会、住建部《关于银行保险机构支持保障性租赁住房发展的指导意见》	各类银行保险机构发挥优势，把握租赁住房融资需求特点，提供针对性的金融产品和服务。
2022-3-1	人民银行 2022 年金融市场工作电视会议	加快构建金融有效支持实体经济的体制机制，引导金融机构优化融资结构，更好支持国民经济重点领域和薄弱环节。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2022-3-2	国新办推动住房和城乡建设高质量发展发布会	住房和城乡建设部部长王蒙徽表示，今年要保持房地产市场平稳运行，保持调控政策的连续性和稳定性，增强调控政策的精准性协调性。继续稳妥实施房地产长效机制，保障住房的刚需，同时满足合理的改善性需求，促进房地产业良性循环和健康发展，努力稳地价、稳房价、稳预期。
2022-3-4	人民银行、银保监会《关于加强新市民金融服务工作的通知》	鼓励银行保险机构在购房、租房以及消费信贷等安居需求领域，加强对新市民提供金融支持。
2022-3-5	十三届全国人大五次会议政府工作报告	涉及房地产的提法包括房住不炒、“三稳”目标、因城施策、良性循环、满足合理住房需求、加快发展长租房市场、有序推进城市更新等

数据来源：政府官网，西南证券整理

表 22：2021-2022 年各地地产相关宽松政策

时间	地区	措施	政策内容
2021-9-16	北京	公积金贷款	扩大托收日选择范围，增加同套房配偶提取住房公积金和住房公积金约定提取业务网上办理渠道，实现账户封存满半年以上非本市户籍人员离职销户提取网上办结。
2021-10-9	哈尔滨	购房补贴	明年年底前，对已实施商品房预售资金监管的房地产开发项目，满足返还条件的应尽快予以返还。人才引进及因工作或上学等原因来哈新市民，拓展施行购房补贴政策。
2021-10-20	义乌	降低预售条件	降低预售条件，保障市场供应；差别化摇号政策，低密住宅和登记人数不足项目无需公证摇号。
2021-10 后	佛山	房贷调控放松	放款速度加快，首付降低，主流银行首套房贷利率在 6.00%-6.35%之间，二套在 6.10%-6.50%之间，个别银行对于楼龄 30 年内物业，无限制贷款金额（除双外人士）。
2021-11-26	广州	公积金贷款	灵活就业人员缴存住房公积金，享受与强制缴存职工同等的个人所得税减免、保障性住房、积分入户等公共服务政策，及提取住房公积金按月还房租等便利措施
2021-12-3	海安	购房补贴	与本地用人单位签订 1 年以上劳动合同，缴纳社保满 6 个月的人才及自主创新的各类人才，在海安置首套预售商品房，可享受相应购房补贴
2021-12-7	东莞	租房补贴	未在我市购买过商品房，未享受人才租赁住房优惠等优惠的特色人才，按照不同等级给予租房补贴
2021-12-30	宁波	公积金贷款	按照国家生育政策生育二孩或三孩的家庭，连续缴存住房公积金满 2 年，首次申请公积金贷款购买首套自住住房的，住房公积金最高贷款额度由 60 万元/户提高至 80 万元/户
2021-12-31	济南	公积金贷款	对异地住房公积金贷款（在其他城市缴存公积金，在济南购房申请住房公积金贷款）的，在审批贷款资料时，取消户籍限制，自 2022 年 1 月 1 日起执行
2022-1-1	保定	人才补贴放松 购房补贴放松	中心城区购买首套住房的博士生、硕士生、本科生可分别享受 15 万/6 万/2 万元购房补贴。
2022-1-3	马鞍山	人才补贴放松 购房补贴放松	高层次人才首次购买普通商品住房时，公积金贷款最高可贷 60 万元（原 50 万元）。
2022-1-5	玉林	购房补贴放松	2022 年 1 月 1 日至 12 月 31 日期间购买 90 方及以下首套新房每套补贴 6000 元，90 方以上补贴 1 万元；补贴购房所缴纳契税的 50%，给予不超过 2 万元的家电、家具建材消费优惠。

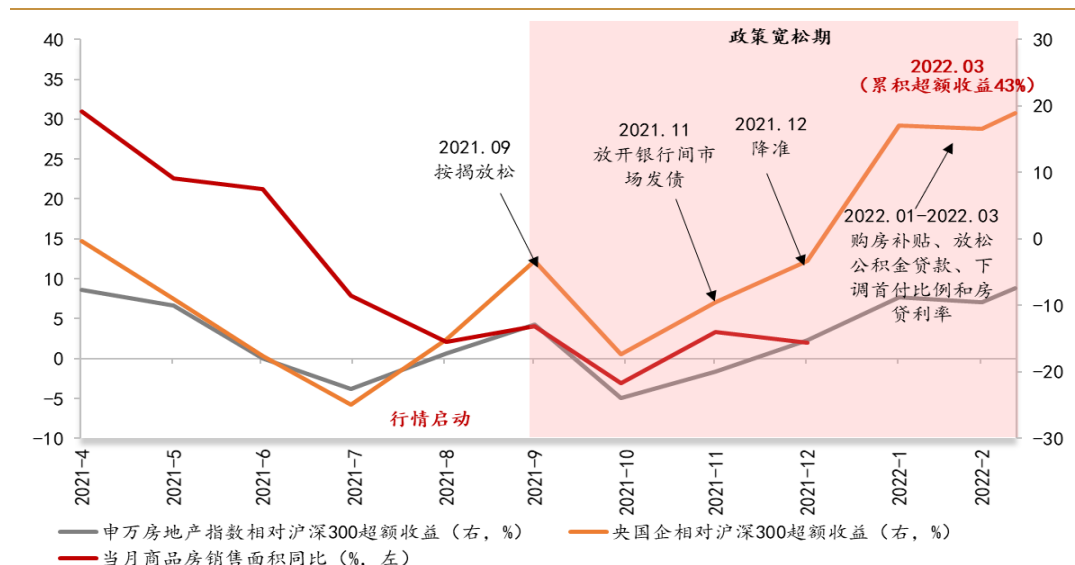
时间	地区	措施	政策内容
2022-1-5	济南	公积金放松	自 2022 年 1 月 1 日起，济南取消住房公积金异地贷款户籍限制。
2022-1-7	赣州赣县	人才补贴放松 购房补贴放松	区机关企事业单位硕士毕业生、本科应届毕业生分别享受一次性补助 2/1 万元安家费
2022-1-8	淄博	落户放松	全面放开购房落户、租房落户、投靠落户、就业落户、人才落户。
2022-1-9	珠海高新	人才补贴放松 购房补贴放松	顶尖人才免费入驻 200 平方米人才住房，最高 600 万元住房补贴、80 万元生活补贴、3.8 万元租房补贴等“住房奖补”，6 折租住人才安居住房，人才公寓申请入住“零等待”。
2022-1-11	泸州	人才补贴放松 购房补贴放松	2021 年 8 月 24 日至 2023 年 8 月 23 日期间，一、二、三类人才购首套房分别最高给予 200、25、20 万元/人的人才安居补助。
2022-1-12	肇庆	人才补贴放松 购房补贴放松	本科及以上/大专/中职技工院校毕业生分别给予 2 万元、1.5 万元、1 万元的一次性购房补助。
2022-1-12	杭州	贷款利率放松	杭州目前房贷额度紧张程度有所缓解，放款周期在 1 个月左右。从房贷利率看，目前杭州地区商业银行房贷利率全面回落到 6% 以下。其中，首套贷款利率在 5.85%-5.9%，二套在 5.95%-6%。
2022-1-12	北海	公积金放松	缴存职工家庭购买二套住房或申请二次住房公积金贷款的最低首付比例由 60% 降至 40%。
2022-1-13	亳州谯城	购房补贴放松	八类人才在该区购房的，高层次人才、急需紧缺人才分别享受 5 万元、3 万元住房购置补贴。
2022-1-19	四川自贡	公积金放松	实行只认贷不认房的认定标准，取消两次住房公积金贷款须间隔 12 个月及以上的限制；对持有天府英才 A、B、C 卡的高层次人才给予政策支持，具体办法另行制定。
2022-1-19	广西南宁	公积金放松	首套房住房公积金贷款最高额度从 60 万增至 70 万，第二套房最高额度从 50 万增至 60 万。
2022-1-24	天津	落户政策放松	放宽申请积分条件，由原来的连续缴纳社会保险费满 1 年放宽到 14 年 1 月以来累计正常缴纳社会保险费满 3 年也可申请；取消年度落户数量限制。
2022-1-30	广西贵港	契税补贴	22 年 2 月 1 日至 3 月 31 日，在港北区、港南区范围内购置新建商品房且已进行合同网签的可按实际缴纳契税享受 50% 首次转移登记契税补贴。
2022-2-10	广东惠州	人才补贴放松 购房补贴放松	对在大亚湾工作的全日制大专以上学历人员给予 100-250/㎡不等的一次性购房补贴。
2022-2-15	广西衢州	公积金放松	住房公积金贷款额度调整为家庭最高 80 万元，个人最高 50 万元。
2022-2-16	广东广州	保障性住房	广州发布规定保障性租赁住房不得上市销售，每年租金上涨不得超过 5%。
2022-2-17	浙江省	落户政策放松	除了杭州市区，全面放开专科以上毕业生的落户限制。
2022-2-17	吉林延吉	契税补贴	全额补贴农民进城购买家庭唯一住房的契税，补贴对象覆盖外省农民。
2022-2-17	山东菏泽	首付比例下调	对名下无住房且无个人住房贷款记录的居民家庭，申请贷款时首付比例可以执行 20%。根据名下有无住房、有无住房贷款记录以及贷款记录是否结清，最低首付比例还分为 25%、30%、40%
2022-2-18	江西赣州	首付比例下调	首套房首付比例降到 20%，目前国有大行、中信银行、广发银行、招商银行均执行此房贷政策。如果二套房在非限购区则首付 30%、在限购区则首付 50%
2022-2-18	重庆	首付比例下调	购房者满足一年社保要求，首套住房首付比例可达 20%
2022-2-18	广西南宁	首付比例下调	执行首套房公积金贷款政策的，首付款比例不得低于住房价值的 20%，执行第二套房公积金贷款政策的，首付款比例不得低于住房价值的 30%，3 月 1 日起实施
2022-2-20	上海	房贷放款加快	银行对二手房贷款审批和放款均有所提速，大多在过户完成后一个月内可放款
2022-2-21	广东佛山	首付比例下调	非限购区首付比例降至 20%
2022-2-21	广州	房贷利率下调	从 2 月 21 日起，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行六大银行同步下调广州地区房贷利率。其中，首套房利率从此前的 5.6%（LPR+100BP）下调至 5.4%（LPR+80BP），二套房利率从 5.8%（LPR+120BP）下调至 5.6%（LPR+100BP）
2022-2-21	江苏苏州	房贷利率下调	有多家银行将首套房房贷利率调降 0.05 个百分点至 4.9%，该地区首套房房贷利率最低已降至 4.8%
2022-2-21	江苏南京	房贷利率下调	2 月以来，南京各大银行房贷利率普遍下调，首套平均在 5.9% 左右，个别银行可以低至 5.6%
2022-2-21	四川成都	房贷放款加快	成都地区一家大型银行人士表示，该行审批完成一周后，基本不超过半个月即可放款
2022-2-22	江苏南通	首付比例下调	江苏银行：首套首贷，首付最低 20%
2022-2-23	深圳	房贷利率下调	深圳首套房房贷利率降至 4.9%，为三年最低、一线城市最低

时间	地区	措施	政策内容
2022-2-23	浙江杭州	房贷利率下调	杭州首套、二套房按揭利率均迎来下调。目前，各大银行首套房利率基本稳定在 5.6%-5.65%，个别银行最低可以做到 5.5%，二套房利率则普遍在 5.85%左右
2022-2-25	山西晋中	首付比例下调	降低二套房的贷款首付比例，家庭购买二套房来改善当前住房条件需申请住房公积金贷款的，将其首付比例降低为不低于购房总价的 20%
2022-3-1	广东中山	贷款额度上调	在中山市购买首套房、第二套房申请住房公积金贷款，一名缴存人住房贷款最高额度由现行 40 万元调整至 50 万元，两名或以上缴存人共同申请住房贷款最高额度由现行 80 万增至 90 万。
2022-3-1	河南郑州	首付比例下调 限购放松	1、对拥有一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，银行业金融机构执行首套房贷款政策。2、子女和近亲属在郑工作、生活的，鼓励老年人来郑投亲养老，允许其投靠家庭新购一套住房。
2022-3-2	安徽宣城	贷款额度上调	对适用于《关于进一步加快人才集聚推动重点产业高质量发展的八条措施》的引进人才，经认定，其职工家庭在本地购买新建商品房的，首次使用公积金，贷款上限增加 10 万元。
2022-3-4	江西南昌	贷款额度上调	双缴存职工公积金贷款最高额度调至 80 万元，单缴存职工 70 万元。
2022-3-5	河北唐山	首付比例下调	职工购买第二套自住住房的，最低首付款比例由原来的不低于 60%调整为不低于 30%。

数据来源：政府官网，西南证券整理

虽然引发行业进入下行周期的原因各有不同，但周期运行的模式总是相似的。由于民企普遍存在现金流紧张问题，暴雷事件不断发生，此轮地产板块行情以央国企为主，民企普遍呈现下跌，因此申万指数表现失真，我们以 A+H 股主要的 10 家央国企为样本进行统计，此轮板块行情于 2021 年 7 月见底，8 月开始启动，截至 2022 年 3 月 11 日区间超额收益 43%，持续时间近 8 个月。由前文可知，此次行业下滑的程度仅次于 2008 年，但从目前的政策调控来看，力度与 2011 年和 2018 年更为接近，即中央层面以货币、信贷政策宽松为主，地方政策根据市场进行微调。我们认为，由于宏观经济环境的变化，房地产不再成为刺激经济的手段，后续政策难以出现 2008 年和 2014 年的放松力度，二级市场的表现也难以超过当时的涨幅。基于以上的判断，我们认为本轮地产板块行情已演绎至中期（基本面继续探底+政策密集投放），应紧密跟踪基本面和政策二者间的动态关系，当基本面确认拐点开始好转，政策的密集投放期结束，行情将进入后期，前期获利盘应开始分批兑现利润。

图 15：2021-2022 年房地产销售与板块超额收益对比



数据来源：国家统计局，wind，西南证券整理。注：收益率以 2021 年 1 月为基准，10 家央国企样本为保利发展、招商蛇口、华发股份、华侨城 A、绿地控股、中国海外发展、华润置地、中国金茂、越秀地产、建发国际集团

本轮行情个股表现上，央企国企及稳健民企涨幅较大，核心原因在于行业处于出清阶段，部分民企仍具有一定风险，而央企国企和稳健民企风险可控，有望在行业出清后抢占市场份额。30家主流房企中，16家实现超额收益，A股区间超额收益最大的3家为滨江集团/保利发展/金地集团，分别实现超额收益78%/73%/72%，H股区间超额收益最大的3家为中国海外发展/华润置地/绿城中国，分别实现超额收益59%/58%/50%。

表 23：2021 年 8 月至 2022 年 3 月（截至 11 日）主流房企 A 股超额收益

证券代码	证券简称	涨跌幅	超额收益	PB（MRQ）
002244.SZ	滨江集团	67%	78%	1.1
600048.SH	保利发展	62%	73%	1.2
600383.SH	金地集团	61%	72%	1.1
001979.SZ	招商蛇口	52%	62%	1.4
600325.SH	华发股份	9%	19%	0.8
000069.SZ	华侨城 A	1%	12%	0.7
600606.SH	绿地控股	-6%	5%	0.5
000002.SZ	万科 A	-19%	-9%	0.9
601155.SH	新城控股	-19%	-9%	1.1
002146.SZ	荣盛发展	-20%	-9%	0.3
000961.SZ	中南建设	-21%	-11%	0.5
000671.SZ	阳光城	-47%	-37%	0.3

数据来源：Wind，西南证券整理。注：超额收益以沪深 300 为基准计算

表 24：2021 年 8 月至 2022 年 3 月（截至 11 日）主流房企 H 股超额收益

证券代码	证券简称	涨跌幅	超额收益	PB（MRQ）
0688.HK	中国海外发展	39%	59%	0.6
1109.HK	华润置地	37%	58%	1.1
3900.HK	绿城中国	29%	50%	0.7
0123.HK	越秀地产	7%	27%	0.4
0960.HK	龙湖集团	5%	26%	1.8
0817.HK	中国金茂	4%	25%	0.5
1908.HK	建发国际集团	3%	24%	1.7
3377.HK	远洋集团	-4%	17%	0.2
0884.HK	旭辉控股集团	-7%	14%	0.9
2007.HK	碧桂园	-32%	-11%	0.5
1238.HK	宝龙地产	-42%	-21%	0.3
3383.HK	雅居乐集团	-57%	-36%	0.2
0832.HK	建业地产	-62%	-42%	0.2
3333.HK	中国恒大	-72%	-51%	0.1
1918.HK	融创中国	-72%	-52%	0.2
0813.HK	世茂集团	-72%	-52%	0.1
3380.HK	龙光集团	-78%	-57%	0.2

数据来源：Wind，西南证券整理。注：超额收益以恒生指数为基准计算

4 投资建议

本轮地产板块行情已演绎至中后期，仍具有一定持续性，行业目前面临“销售不振+房企流动性”的双重问题，预计后续会有更大力度的政策支持，政策的密集投放期尚未结束。应选择经营稳健、具有长期价值和安全边际的公司，重点推荐：滨江集团、保利发展、华润置地、万科 A、建发国际集团、旭辉控股、华侨城 A 等。

表 25：重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格	投资评级	EPS（元）			PE		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
000002.SZ	万科 A	16.65	买入	3.57	3.15	3.29	8.03	5.28	5.06
600048.SH	保利发展	16.23	买入	2.42	2.56	2.78	6.54	6.34	5.84
0884.HK	旭辉控股	3.56	买入	0.99	0.99	1.11	5.66	3.60	3.22
1109.HK	华润置地	29.14	持有	-	4.59	5.10	6.44	6.35	5.72
002244.SZ	滨江集团	6.53	买入	0.75	0.90	1.12	6.14	7.26	5.83
000069.SZ	华侨城 A	6.53	买入	1.55	1.34	1.50	4.58	4.87	4.36
1908.HK	建发国际控股	11.36	买入	1.92	2.35	3.32	5.92	4.83	3.43

数据来源：wind，西南证券（注：以人民币为单位，截止 2022 年 3 月 11 日收盘价）

5 风险提示

行业项目交付低于预期、行业销售增长低于预期、行业调控政策超过预期等。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn