

政策持续加码，房地产企稳可期

投资要点：

► 房地产放松政策再度加码

9月29-30日，中央密集出台3项房地产放松政策，分别为：阶段性放宽部分城市首套房贷款利率下限；下调首套住房公积金贷款利率；换购住房个人所得税退税。本轮组合政策的两个突出特点：第一，精准扶持，刚性和改善性需求仍是重点；第二，自上而下，政策放松力度较为明显。

► 因城施策加速落地，政策效果初步显现

1) “促销售”：放松政策遍地开花。为了刺激房地产销售，各地促销售政策持续加码。

从1月到9月，各城市颁布的“促销售”政策接近800余项，具体政策可以分为：“放松限购”、“购房补贴”、“公积金政策”、“首付比例调整”、“房贷利率调整”、“放松限售”、“二手房带押过户”、“多孩家庭住房扶持政策”、“一人购房全家帮政策”、“出租破限购政策”以及“集中购房政策”等11类。从政策效果来看，促销售政策的加码带动了房地产销售的边际改善。

2) “保交楼”：政企合力见实效。“保交楼”成为当前稳定房地产市场的关键内容。中央层面设立政策性银行“保交楼”专项借款；地方层面成立纾困基金、加强监管专款专用和返还相关资金；房企也在通过“引进信托公司接管项目”、“债权人收购出险企业优质项目”、“拍卖项目公司债权引入投资方”、“合作开发项目由资金方接管”等方式积极自救；同时，“保障性租赁住房”和“棚改统贷统还”等纾困模式也在积极探索中。从政策效果来看，“保交楼”政策初显成效，竣工节奏有所加快。

► 回溯历史，本轮下行周期有何异同？

本轮情况较过往有所不同、较为复杂，不能将本轮房地产市场的下行与历史上任何一轮房地产下行周期做简单类比。从需求端来看，人口红利减弱，住房需求进入下降期；居民加杠杆空间有限；疫情反复和房企信用事件压制居民购买需求和意愿。从供给端来看，房地产投资仍将依赖销售回款；房地产库存位于高位。

► 房地产市场未来如何演化？

1) 政策端。第一，促销售将继续加码。短期内，各地促销售刺激政策仍将继续加码；第二，“保交楼”仍是政策核心点。国家层面的“保交楼”专项借款将进一步到位，各地“保交楼”政策也将加快落地，针对停工项目的解决措施将不断落实。

2) 供需端。第一，需求短期内将边际改善。短期内政策效果进一步显现，销售将出现边际改善。第二，房地产投资企稳尚需时间。从高频数据和先行指标来看，房地产投资的企稳仍需时间，特别是二三线城市，后续投资改善仍需政策发力。

风险提示

宏观经济和政策出现超预期变化。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

正文目录

1. 房地产放松政策再度加码.....	3
2. 因城施策加速落地，政策效果初步显现.....	4
2.1. “促销售”：放松政策遍地开花.....	4
2.2. “保交楼”：政企合力见实效.....	6
3. 回溯历史，本轮周期有何异同？.....	9
3.1. 2008 年的房地产下行周期.....	9
3.2. 2011 年的房地产下行周期.....	10
3.3. 2013 年的房地产下行周期.....	11
3.4. 当前房地产市场面临的下行周期.....	11
4. 房地产市场未来如何演化？.....	14
4.1. 政策端.....	14
4.2. 供需端.....	14
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1 平均房贷利率降至历史较低水平 (%).....	3
图 2 住房公积金贷款利率降至历史较低水平 (%).....	3
图 3 商品房销售面积和销售额延续负增长 (%).....	4
图 4 三线城市下降幅度高于一线和二线城市 (%).....	4
图 5 促销售政策初显成效 (%).....	6
图 6 房屋施工、新开工和竣工持续下降 (%).....	7
图 7 房地产停工面积有所扩大 (万平方米).....	7
图 8 年内单月房地产竣工面积环比变化情况 (%).....	9
图 9 年内单月房地产停工面积环比变化情况 (%).....	9
图 10 2008 年前后房地产投资与销售情况 (%).....	10
图 11 2008 年前后利率变化情况 (%).....	10
图 12 2011 年前后房地产投资与销售情况 (%).....	10
图 13 2011 年前后利率变化情况 (%).....	10
图 14 2013 年前后房地产投资与销售情况 (%).....	11
图 15 2013 年前后利率变化情况 (%).....	11
图 16 房地产开发资金来源持续承压 (%).....	12
图 17 房地产投资不断下滑 (%).....	12
图 17 人口支持比持续下降.....	13
图 18 每户住房面积大幅上升 (平方米).....	13
图 17 居民部门杠杆率达到 62.3% (%).....	13
图 18 消费者信心和预期大幅下滑.....	13
图 22 房地产开发对销售回款的依赖较大 (亿元).....	14
图 23 房地产库存处于高位.....	14
图 24 商品房成交面积同比增速持续收窄 (%).....	15
图 25 土地成交总价增速 (%).....	15

2022 年以来，房地产市场供需两端呈现疲软的态势，中央和地方相继出台了多种房地产刺激政策。2022 年 9 月 30 日前后，房地产放松政策再度密集加码。那么如何解读当下的房地产政策？政策效果如何？当下房地产市场的现状和前几轮下行周期相比有哪些异同点？房地产市场何时复苏？本文重点围绕以上问题进行详细分析。

1. 房地产放松政策再度加码

房地产放松政策再度密集加码。9 月 29 日，中国人民银行和中国银行保险监督管理委员会发布《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》。对于 2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消首套商业性个人住房贷款利率下限；二套商业性个人住房贷款利率政策下限按原规定执行。

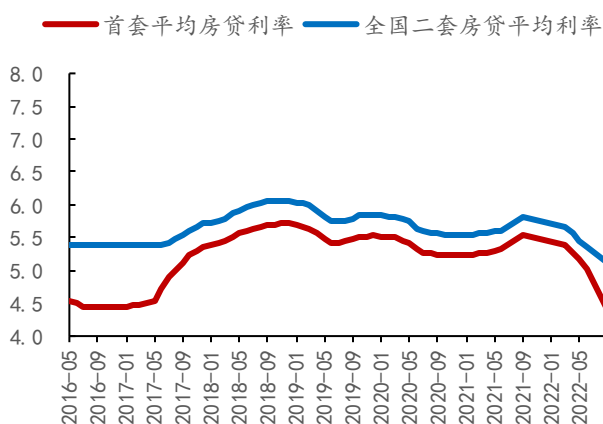
9 月 30 日，中国人民银行决定，自 2022 年 10 月 1 日起，下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。

同日，财政部和税务总局发布《关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》，支持居民改善住房条件。根据《公告》，自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。

精准扶持，刚性和改善性需求仍是重点。本轮组合政策的一个突出特点是强调“精准”，重点扶持对象为“2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市”。并且，刚性（首套房）和改善性（换购住房）需求仍是本轮组合政策的重点。这种政策安排既坚持了“房住不炒”的总基调，也符合既有的货币政策，即不搞“大水漫灌”，科学施策。

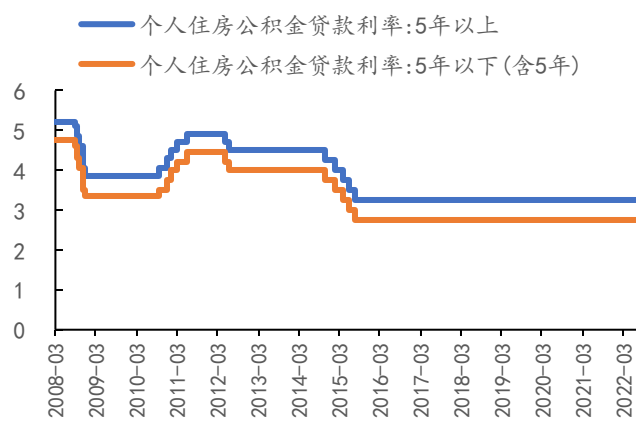
自上而下，政策放松力度较为明显。3 月份以来，房地产政策主要围绕“因城施策”展开，地方政府是前期政策的主要驱动力，而 9 月 29-30 日的组合政策则是围绕全国层面、自上而下展开。另外，相较于 2008 年和 2014 年房地产下行周期的相关政策，本轮组合政策将首套住房贷款利率和住房公积金贷款利率双双下调，部分城市甚至可以取消首套商业性个人住房贷款利率下限，房贷利率降至历史较低水平。同时，对于退税优惠的范围较以前也有所扩大。

图 1 平均房贷利率降至历史较低水平 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 住房公积金贷款利率降至历史较低水平 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

2. 因城施策加速落地，政策效果初步显现

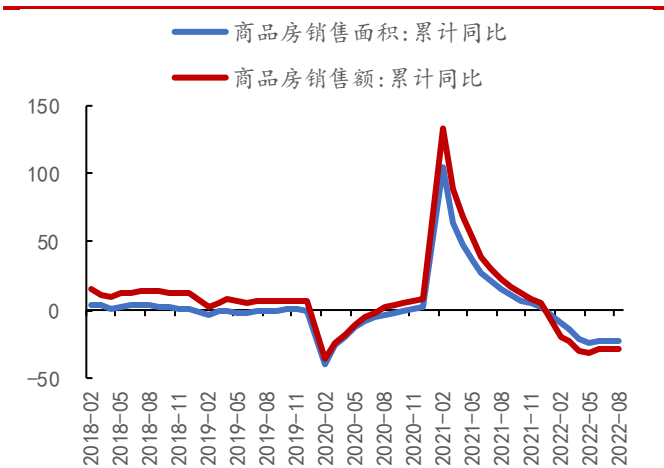
实际上，自进入 2022 年以来，中央多次强调“因城施策”、“一城一策”支持房地产市场健康发展，赋予地方政府更多自主权。各地方相继出台了“促销售”和“保交楼”等各项支持政策。7 月的中共中央政治局会再次指出，要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。

2.1. “促销售”：放松政策遍地开花

2022 年以来，房地产销售持续下滑，需求端维持偏弱状态。受到本土疫情反复、房企信用事件和经济增长放缓的影响，消费者信心和预期较明显下滑，商品房销售面积和销售额维持负增长，降幅不断扩大。

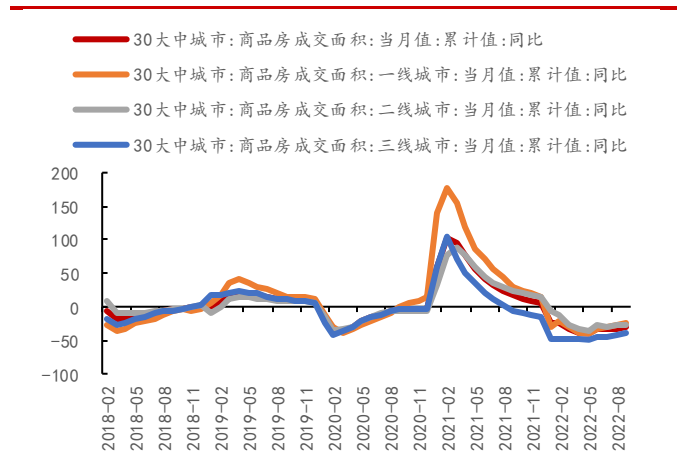
其中，2022 年 8 月销售面积和销售额较年初分别下降 13.4 和 8.6 个百分点至-23%和-27.9%。分城市来看，截至 2022 年 8 月，三线城市的商品房成交面积同比下降 43%，下降幅度要大于一线城市（同比下降 28.5%）和二线城市（同比下降 28.7%）。

图 3 商品房销售面积和销售额延续负增长 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4 三线城市下降幅度高于一线和二线城市 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

为了促进房地产销售，各地促销售政策持续加码。各地因城施策做出的房地产调控政策变化可以大体分为：“放松限购”、“购房补贴”、“公积金政策”、“首付比例调整”、“房贷利率调整”、“放松限售”、“二手房带押过户”、“多孩家庭住房扶持政策”、“一人购房全家帮政策”、“出租破限购政策”以及“集中购房政策”等 11 类，如表 1 所示。

从政策内容来看，刚性需求（首套房）和改善性需求（住房换购）仍是施政的重点，这与中央层面“房住不炒”和“支持刚性和改善性住房需求”的政策定位是一致的。从城市类别来看，一二三线城市均有颁布差异化的“促销售”政策，其中二三线城市调控力度更大，从首套房和二手房交易等多个角度优化调控措施。

表 1 各地“促销售”政策梳理（不完全统计）

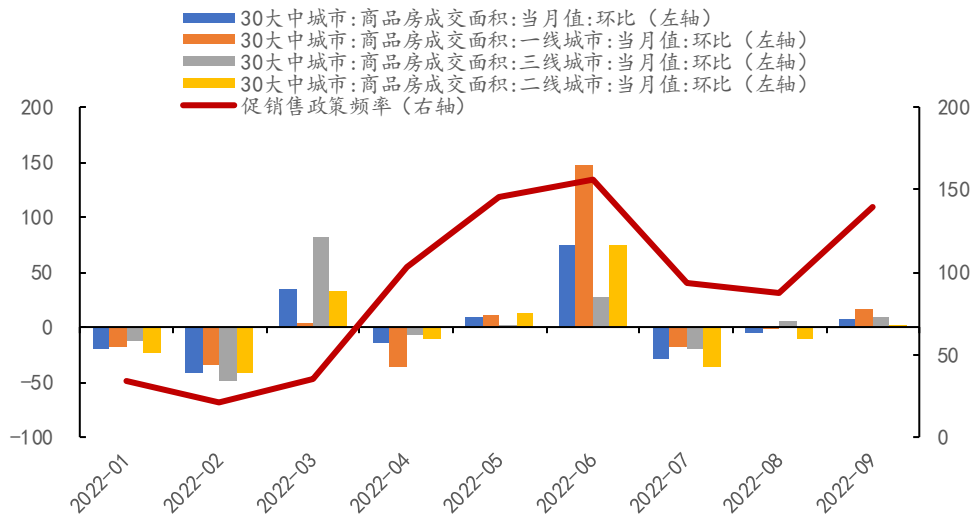
类型	城市	日期	政策内容
放松限购	福州市	3月30日	外地户籍在福州主城区内购房已无需提供社保或纳税证明或落户，并且已经可以办理过户手续。
	厦门市	5月24日	非户籍人口持有半年以上劳动合同即可在岛外区域购房。
	青岛市	6月3日	青岛西海岸新区、高新区和城阳区别发文，全面取消区域住房限购政策
购房补贴	淮北市	4月13日	明确个人或家庭购买家庭首套房，给予600元/平方米奖励（最高不超过6万元）；购买家庭非首套一手商品房，给予400元/平方米奖励（最高不超过4万元）；个人、家庭或者企业购买新建非住宅商品房的，给予150元/平方米奖励（最高不超过3万元）
	固原市	7月15日	在市区购买新建商品房和二手房（含住宅、非住宅），购房面积144平方米以下的首套房按购房合同价款的10%给予补贴，二套房屋按购房合同价款的5%给予补贴。
	徐州市	7月18日	在市区（含铜山区、高新区、贾汪区、经开区、港务区）范围内，家庭购买新建普通商品住宅（单套建筑面积在144平方米以下，不含定销商品房），可获得合同价格1%补贴。
公积金政策	丽水市	4月6日	提高公积金贷款最高额度，双缴存职工最高限额由50万元调整为70万元，单缴存职工最高限额由25万元调整为35万元；职工首套房最低首付比例降为20%。
	昆明市	4月16日	加大住房公积金对首套房、改善性住房等合理购房需求的支持力度，适度调高住房公积金贷款额度，降低购买二套住房首付比例。
	天津市	5月22日	发布《关于调整住房公积金有关政策的通知》，住房公积金首套房贷款最高限额上调至80万元。
首付比例调整	南通市	2月25日	首次购房、首次申请住房贷款的购房人首付比例从之前最低30%，降至最低20%。
	德州市	3月4日	首套房首付比例由之前的最低30%降至最低20%。
	昆明市	3月4日	部分客户首套房的首付比例最低可以申请到20%。
房贷利率调整	苏州市	3月22日	多家银行的首套房最低贷款利率由2月末的4.8%进一步下调至当前的4.6%，苏州成为全国首个房贷利率“无加点”的地区。
	杭州市	3月27日	多家银行二手房房贷利率从月初时首套房利率5.6%和二套房利率5.7%分别降到5.3%和5.5%。
	合肥市	6月20日	首套房利率从5.03%下调至4.25%，二套房利率从5.62%降至5.52%
放松限售	青岛市	3月4日	新房网签满5年便可交易，二手房拿证2年即可交易
	宜昌市	4月14日	明确新建商品房住房网签备案2年内上市交易不再受限制
	哈尔滨市	5月23日	废止限售政策，即日起，购房人完成不动产权属登记，取得不动产权证即可上市交易
二手房带押过户	昆明市	8月3日	举行了存量房“带抵押过户”合并登记工作启动仪式，成功办理云南首笔二手房“带抵押过户”合并登记业务。
	济南市	8月17日	济南市自然资源和规划局协同市住房公积金中心和银行、公证等机构历时近半年积极探索，在全国首次创新推出二手房“带押过户”登记新模式。
	南京市	9月21日	南京将全面推行二手房“带押过户”（即存在抵押的房产不用提前还贷就能完成过户）模式，并深入指导中国建设银行形成全流程闭环模式，进一步优化业务办理流程。
多孩家庭住房扶持政策	扬州市	5月9日	在扬生育二孩及以上家庭在市区购房的，可不适用现行限购政策。
	遂宁市	5月23日	符合政策生育二孩、三孩的家庭，在市主城区购买新建商品住房并办理了不动产登记证书的，按建筑面积给予每平方米50元的财政补贴，单户补贴最高不超过6000元
	厦门市	5月24日	厦门户籍的二孩及以上家庭可在全市范围内购买第三套住房（面积180平方米以下），但二孩中有一人需为未成年人
一人购房全家帮政策	珠海市	6月1日	珠海市缴存职工可提取账户余额的90%帮助其直系亲属（配偶、父母、子女）购房支付首付款，也可按还贷提取逐月提取公积金用于帮助其直系亲属（配偶、父母、子女）偿还购房贷款
	唐山市	7月15日	凡是在唐山市区域内，单身职工贷款购房，其父母可作为共同还款人提供还贷帮助；已婚职工贷款购房，双方父母可作为共同还款人提供还贷帮助。
	资阳市	9月26日	缴存职工在资阳市行政区域内购买自住住房，可申请提取父母或子女住房公积金用于支付购房款；缴存职工与父母或子女在资阳市行政区域内共同购买自住住房，申请住房公积金贷款的，不受缴存职工占该共同购买房屋产权份额的限制。
出租破限购政策	长沙市	5月8日	已实现网签备案交房或已办理不动产登记的房屋，盘活作租赁住房后，不纳入家庭住房套数计算
	成都市	7月6日	居民自愿将自有住房用于保障性租赁住房，住房纳入保障性租赁住房房源库后，居民即可申请在出租住房所在限购区域取得新增购买一套住房资格
	西安市	8月19日	住房被纳入保障性租赁住房管理并正式签订租赁合同后，出租人家庭可在限购区域获得新增购买一套住房的资格
集中购房政策	湘潭市	6月20日	引导企业为高等院校、园区、企业用人单位的高端人才组织集中采购，提供优质房源
	长春市	7月8日	支持机关单位、国有企事业单位、大专院校、科研院所和社会群体与房地产开发企业接洽，组织商品房集中批量购买活动。
	郑州市	8月26日	引导区内开发企业对优先发展类产业等单位人才购房进行让利销售，对集中组织购买20套及以上商品住宅的开发企业，财政予以奖励。

资料来源：公开资料，华西证券研究所整理

施政频率不断提升，需求端初显成效。根据我们整理，从1月份到9月份，各城市颁布的“促销售”政策接近800余项，其中4-6月是施政的高峰期，7-8月有所减缓。从图5中可以看出，施政频率与房地产销售之间存在一定的关系。在政策发布的高峰期，房地产销售边际改善明显，说明因城施策有助于住房需求的释放。

9月以来，中央层面持续发布利好，各城市因城施策的节奏再次加快，特别是一线和二线城市政策出台频率和力度明显增加。我们预计四季度将会有更多城市结合自身实际情况颁布各类促销售政策，从而进一步促进居民购房需求释放，带动房地产市场整体活跃度的提升。

图5 促销售政策初显成效 (%)



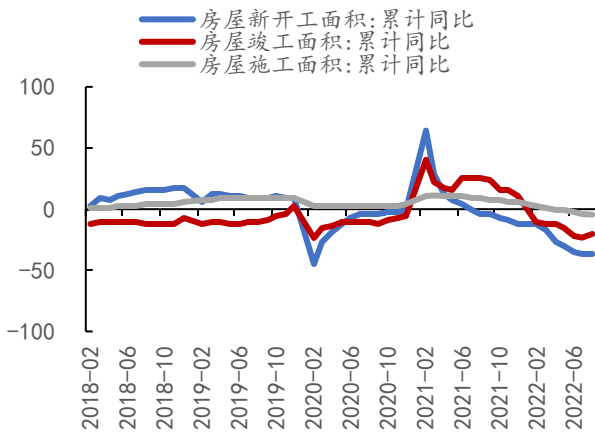
资料来源：相关政府网站，中指研究院，WIND，华西证券研究所

2.2. “保交楼”：政企合力见实效

房地产施工、新开工和竣工延续负增长。在房地产融资环境持续偏紧和销售偏弱的情况下，房企外部融资难度较大，回款速度变慢，资金链不断承压，进而导致房地产施工、新开工和竣工面积下降，同比降幅不断扩大，其中施工面积和竣工面积在8月份同比增长-21.1%和-4.5%。

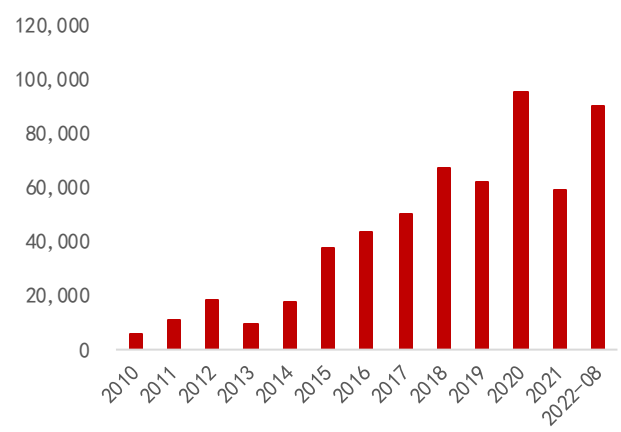
停工面积也有所扩大。由于施工面积的下降，停工面积也有所扩大。我们根据wind数据测算（停工面积约等于“去年施工面积-去年竣工面积+当期新开工面积-当期施工面积”），截至到2022年的8月份，停工面积已经接近2020年全年水平，高于其他年份同期水平。

图 6 房屋施工、新开工和竣工持续下降 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 7 房地产停工面积有所扩大 (万平方米)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

在此背景之下，“保交楼”成为当前稳定房地产市场的关键内容。2022年7月28日，中共中央政治局会首次指出要“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。8月19日，住房和城乡建设部、财政部、人民银行等有关部门出台措施，完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式，支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。9月22日，国家开发银行向沈阳支付全国首笔“保交楼”专项借款，保交楼工作迈出实质性一步。9月29日，人民银行货币政策委员会2022年第三季度例会提出，要推动“保交楼”专项借款加快落地使用、并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。

地方政府压实责任，积极推动“保交楼”。通过我们的梳理，地方政府在推进“保交楼”的过程中，主要的政策有三类：成立纾困基金、加强监管专款专用和返还相关资金。其中，“成立纾困基金”主要通过向房地产企业或项目提供贷款，弥补流动性缺口，缓解资金不足的问题；“加强监管专款专用”主要是通过加强对商品房预售资金的监管，确保后续资金全部用于项目本身，防止进一步出现停工；“返还相关资金”主要通过政府返还部分资金来弥补房企流动性缺口。

表 2 地方政府“保交楼”政策梳理 (不完全统计)

省份或城市	政策内容
第一类：成立纾困基金	
河南郑州	郑州市政府办印发《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》(以下简称方案)，主要用于缓解房地产项目停工、停按揭月供带来的社会问题和金融风险，提振市场信心，这也是全国首个落地的地方性房地产纾困基金。
江苏	江苏省资产管理公司设立房地产纾困基金，共计 20 亿元
广西南宁	计划成立房地产平稳基金，预期首期规模 30 亿元
第二类：加强监管专款专用	
江苏苏州	问题项目所在区域的街道办事处与区级职能部门联合成立工作组入驻项目现场，督促项目尽早复工，并监督项目工程质量，全面落实“一楼一策一专班”。
重庆	成立房地产问题项目风险化解处置小组，安排房地产专班跟进项目建设进度，并对项目账户资金封闭管理
广东东莞	东莞市住建局发布《关于进一步规范商品房预售款收存管理和使用的通知(征求意见稿)》，对监管部门、银行、开发商在预售资金监管上的责任规定进行了进一步的细化。
湖南长沙	长沙对商品房预售资金实行全程全额监管，确保后续预售房款全部用于项目本身，防止预售资金被挪用
第三类：返还相关资金	
江西赣州	地方政府决定收购房企绿地集团的部分未动工地块，根据施工进度退还绿地近 4 亿元土地出让金用于项目施工建设。
长春	长春省直住房公积金管理分中心印发《关于返还存量贷款保证金的通知》：房地产开发企业的开发项目在我中心留存贷款保证金的，凡符合贷款信誉良好、项目未有逾期贷款(连续三期、累计六期)条件的，签订《住房公积金贷款合作补充协议》，贷款保证金予以全部返还。

资料来源: 相关政府网站, 华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

房企积极自救，努力推进复工。在中央和地方发力推动“保交楼”的同时，各大房地产企业也在通过各种措施实现自救。根据我们的梳理，大致有四种类型：引进信托公司接管项目、债权人收购出险企业优质项目、拍卖项目公司债权引入投资方、合作开发项目由资金方接管。从本质来看，房企自救模式主要是通过引入债权或者出售项目，以缓解流动性危机，保证出险项目顺利复工。

表 3 房企自救措施梳理（不完全统计）

类型	案例内容
引进信托公司接管项目	恒大集团陆续与光大信托、五矿信托等多家信托公司签署协议，将部分城市项目剥离给信托公司，信托公司则向项目公司投入资金以保障项目后续开发建设，确保完成保交楼任务
债权人收购出险企业优质项目	在深圳市政府协调下，中信集团已收购佳兆业在深圳的 4 个项目，总货值约 500 亿元，极大程度上保障了出险企业优质项目的如期交房。
拍卖项目公司债权引入投资方	在阿里拍卖平台，无锡市翠竹房地产开发有限公司债权拟被转让，起拍价 10.05 亿元，以期尽快引入投资人续建无锡恒泰悦景府项目。
合作开发项目由资金方接管	融创在重庆垫江、蔡家和万州等区域项目，将由资金方宏亨接手收购股权，并成立城市公司主导后续项目开发建设。而在此过程中，宏亨也将积极寻找其他资金介入合作开发。

资料来源：CRIC 研究中心，华西证券研究所

“保障性租赁住房”和“棚改统贷统还”等纾困模式也在积极探索中。除了上述措施之外，各地方政府也在积极探索“保障性租赁住房”和“棚改统贷统还”等纾困模式。实际上，无论是中央和地方政府的各种政策，还是房企引入投资者自救，都属于债权和并购纾困，最终是为了保证项目完工。而“保障性租赁住房”和“棚改统贷统还”等纾困模式则是将出险项目转换为保障性租赁住房 and 棚改项目，具体说明见表 4。目前官方对于这两种模式还在探索中，后续进展需要持续跟踪。

表 4 “保障性租赁住房”和“棚改统贷统还”纾困模式

模式	模式说明
保障性租赁住房	针对已经建成或即将建成，但销售困难、大量积压房企资金的现房、准现房项目，通过政府购买现房作为安置房、完善保障性租赁住房政策体系、探索保障性租赁住房退出机制等措施，提高存量房去化率，恢复被收购房地产企业现金流。
棚改统贷统还	针对棚户区、城中村改造项目，通过市级平台统贷统还、积极组织项目前期手续、提供充足抵质押物、有效做大平台公司、研究探索房票机制等措施，安置房建设主体由开发商转变为政府平台公司，将安置房全部包装为棚改项目，盘活土地资源，保证金融机构的贷款安全性，解决好被拆迁群众安置问题

资料来源：财联社，华西证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47137

