

投资评级 **增持** 维持

# 筑堤与防洪，中国地产限购史

## ——史为镜，知兴替系列三

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

- 《温州地产泡沫始末——海通地产“史为镜，知兴替”系列二》2016.10.05
- 《激荡十年！——“史为镜，知兴替”系列一》2016.09.28
- 《海通地产第39周周报：本周全国成交量回升，深圳商品房成交均价下降》2016.09.25

**投资要点：**

- **研究背景。**本轮楼市政策调控从2010年至今经历“收紧-放松-再收紧”的调控过程，同时也是“限购-放松-再限购”的重演。本文将对两次限购进行全面比较，展望未来趋势。本轮限购相比此前，在限购城市数量、外地居民购房资格、金融支持政策方面较上轮相对宽松。

- **2010-2014年10月限购影响分析：**

**1) 限购政策陆续出台后商品房成交面积出现阶段性回落，但后期反弹明显。**2011年2月，受春节假期影响，一线限购和二线城市限购城市商品房成交面积分别下跌41%和51%。非限购二线城市虽然下跌幅度达到56%，但是在随后反弹过程中力度大于一线和二线限购城市。

**2) 缺乏购买力支撑的二线城市房价跌幅明显，一线城市房价调整有限。**从房价走势方面可以看出，全国房价在2011年年初以来呈下降趋势，其中一线城市房价跌幅小于二线城市。2012年Q1房价恢复期间，一线城市房价涨幅高于二线和非限购三线城市。

**3) 对新开工、投资影响更大。**住宅新开工面积2010年限购之后增速从40%快速回落至2011年的12.8%；2012年同比增速为-10.5%。限购政策对房地产投资影响稍有滞后。2010年至2011年限购政策陆续出台并实行后，房地产住宅投资上涨势头有所放缓，但2012年才开始出现大幅增速减缓。2009年、2010年、2011年、2012年和2013年全年房地产住宅投资总额同比增长幅度分别为14.1%、32.8%、30.3%和11.4%。

- **本轮限购与2010年限购背景存在明显区别：**1) **投资下行力度明显加大；**2010年底房地产开发投资全年总额同比增速达到33%，随后每年增速下滑，至2015年年底时全年总额同比增速仅为1%。2) **未来供给处于明显下行阶段；**2011年以前全国100大中城市挂牌土地供应面积呈逐年上涨趋势，2015年土地购置面积增速已连续同比负增长近4年。3) **当前不同城市景气度差异巨大；**本轮复苏属各轮复苏中涨价城市数量最少，且涨跌幅收窄明显。

- **未来判断：**

**1) 限购政策类似“筑堤与防洪”，**短期确实可以有效控制需求释放。但考虑限购对新开工、投资负面影响明显，如果不能增大中长期供给，未来需求一旦释放压力降更大。如果考虑后期投资下行压力，本轮限购波及城市数量、限购力度低于上轮，目前看对成交影响应该小于上轮。

**2) 不排除短期需求外溢。**2010年后限购经验表明，短期局部限购造成周边城市价格上涨；此外，限购城市刚需短期存在惯性释放，房价预期扭转后才形成真实下行。

**3) 未来潜在仍会存在限购的城市。**我们按照2011年市场报道的限购城市标准进行筛选，认为下10个城市未来有可能陆续出台楼市调控政策：宁波、赣州、惠州、南宁、青岛、西安、重庆、烟台、湛江、宜昌。

- **风险提示：**政策不达目标。

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

## 目 录

1. 中国房地产两轮限购情况回顾 .....	4
1.1 2016 年限购情况 .....	4
1.2 2010 - 2014 年 10 月限购情况 .....	5
1.3 两次限购差异情况 .....	6
2. 2010 年至 2014 年 10 月限购影响分析 .....	6
2.1 对商品房销量影响 .....	6
2.2 对新开工、投资影响 .....	8
2.3 对非限购城市影响：部分城市流动性溢出效果明显 .....	8
3. 本轮限购与 2010 年限购背景存在明显区别 .....	9
3.1 当前投资下行力度明显加大 .....	9
3.2 行业未来供给处于明显下行阶段 .....	10
3.3 当前行业分化巨大，不同城市景气度差异明显 .....	12
4. 后期判断 .....	13

## 图目录

图 1 限购和非限购城市商品房成交面积（万平方米） .....	7
图 2 限购和非限购城市商品房年末成交面积（万平方米）和同比涨幅（%） .....	7
图 3 百城价格指数月数据环比（%） .....	7
图 4 房地产开发投资完成额同比和环比（%） .....	8
图 5 住宅开工面积累计同比（%） .....	8
图 6 百城价格指数月数据环比（%） .....	8
图 7 中国全国房地产投资额 2008 年至 2016 年 .....	9
图 8 中国全国住宅新开工面积 2008 年至 2016 年 .....	10
图 9 100 大中城市挂牌土地供应面积 .....	11
图 10 100 大中城市挂牌住宅土地供应面积 .....	11
图 11 100 大中城市土地成交面积 .....	11
图 12 100 大中城市住宅土地成交面积 .....	11

## 表目录

表 1	2016 年国庆期间新楼市政策汇总 .....	4
表 2	2016 年国庆期间新楼市政策汇总 .....	5
表 3	2010 年至 2014 年限购政策汇总 .....	5
表 4	2008 年至 2015 年 100 大中城市挂牌土地供应面积 .....	6
表 5	2008 年至 2015 年住宅新开工面积和房地产投资开发额 .....	10
表 6	2008 年至 2015 年 100 大中城市挂牌土地供应面积 .....	11
表 7	2008 年至 2015 年 100 大中城市土地成交面积 .....	11
表 8	70 个大中城市在全国房价同比增速最高点时的情况 .....	12
表 9	全国房价同比增速最高点时 70 个大中城市涨价前十位的平均值 .....	12
表 10	全国房价同比增速最高点时 70 个大中城市涨价后十位的平均值 .....	13
表 11	未来可能出台限购限贷政策的城市 .....	14

## 1. 中国房地产两轮限购情况回顾

2016 年国庆期间，10 多个城市陆续出台楼市调控政策。本轮限购主要针对一线城市和二线房价上涨幅度较大的城市实行限购和加大土地供应以达到供需平衡、抑制房价过快上涨。回顾历史，在 2016 年 10 月热点城市进入政策收紧之前，2010 年至 2014 年曾经历过全国 47 个城市限购时期。

本轮楼市政策调控从 2010 年至今经历“收紧-放松-再收紧”的调控过程，同时也是“限购-放松-再限购”的重演。本文将对两次限购进行全面比较，展望未来趋势。

### 1.1 2016 年限购情况

2016 年国庆 7 天即有 16 个城市启动限购限贷政策。从 2016 年 9 月 30 日至 10 月 6 日凌晨，北京、天津、郑州、苏州、成都、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、南京、厦门、佛山、南宁、珠海陆续发布楼市调控政策。新一轮楼市政策主要收紧了购房资格和信贷资格，上调首付比例，实行差异化贷款。

表 1 2016 年国庆期间新楼市政策汇总

城市	限购区域	本市户籍家庭（限购和首付比例）			非本市户籍家庭		公积金
		无房产	有 1 套	有 2 套及以上	无房产	有 1 套以上	
北京	全市	普通自住首付≥35% 非普通自住首付≥40%	普通自住首付≥50% 非普通自住首付≥70%	禁购禁贷			
天津	市内六区和五 清区				首付≥40%	禁购	
成都	限购区域	限购区域内只准购 买 1 套商品住房	首付≥40%				
无锡	全市	首付≥20%（不变）	首付≥40%			禁购	
济南	全市	限购区域内首付 ≥30%	限购区域内首付 ≥40%	禁购禁贷		限购 1 套	公积金最高额度 60 万元（原 70 万元）；单人贷款 30 万元 （原 40 万元）
合肥	全市（不含四县 一市）	首付≥30%	无贷首付≥40% 有贷首付≥50%	限贷	需提供 1 年社保或纳 税证明		第 3 套住房停放公积金贷款， 商转公积金贷款和住房公积金异 地贷款
郑州	全市	90 平方米以下首付 ≥20% 限购区域内*首付 ≥30%	首付≥40%				
武汉	主城区	首付≥25%	首付≥50%	禁购	同本市户籍家庭	第二套房限贷；第三 套房限购	
苏州	全市	无贷首付≥30% 无房有贷首付≥50%	无贷首付≥50% 有贷首付≥80%	有 2 套禁贷，有 3 套及以上禁 购禁贷	同本市户籍家庭	禁购	第二次使用公积金最高额度 50 万元（原 70 万元）；单人 贷款 30 万元（原 45 万元）
深圳	全市	限购 1 套；无贷款首 付≥30%；有贷款首 付≥50%	首付≥70%				
广州	全市	首付≥30%	首付≥70%	禁贷	社保要求 5 年内连续 缴纳 3 年以上个人所 得税证明或社会保险 缴纳证明，限购 1 套， 首付≥30%	禁贷	
南京	全市	限购 1 套 无贷首付≥30% 有贷首付≥50%	无贷首付≥50% 有贷首付≥80%	禁贷	社保要求 2 年内缴纳 1 年以上个人所得税证 明或社会保险缴纳证 明，首付≥30%		
厦门	全市，建筑面积 在 145-180 平 方米普通商品 住房限购	有贷首付≥60%					
珠海	全市	首付≥30%	无贷首付≥30% 有贷首付≥40%	禁贷		禁贷	

资料来源：海通证券研究所整理

\*郑州限购区域（郑政办【2016】64 号）：市内五区和郑州航空港经济综合实验区、郑东新区、郑州经济开发区、郑州高新区

\*成都限购区域：成都高新区、天府新区、锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区、龙泉驿区、新都区、温江区、双流区、郫县区

**北京等地新政增加刚需住房供应。**在本次新一轮政策中，北京、成都，南京和合肥在新政策中提出要增加热销区域商品房供应。为了增加刚需商品房的供应，新政策在土地开发方面明确要求新建刚需住宅占比。例如，北京九部委在 2006 年联合推出的“90/70”楼市政策暂停 7 年后重启。“90/70”政策要求凡新审批、新开工的商品住房建设，套型建筑面积 90 平方米以下住房（含经济适用住房）面积所占比重，必须达到开发建设总面积的 70%以上。该政策重启标示北京加强调整楼市结构、增加刚需住房供应的政策走向。

**表 2 2016 年国庆期间新楼市政策汇总**

城市	土地供应新政
北京	除东城区、西城区、石景山区外其他区在 2016 年内安排自主型商品住房用地入市交易。90/70 政策重启。
成都	对商品住房销售偏紧局域增加供地规模
合肥	2016 年内市区再供应 5000 亩居住用地，力争全年全市居住用地供应超 10000 亩。在规划设计时，主城区内 90 平方米左右中小户型新建商品住房占比不低于 50%，满足刚性需求，兼顾改善性需求。
南京	2016-2018 年三年商品住宅用地供应计划为 2016 年 500 公顷，2017 年 530 公顷，2018 年 560 公顷，合计 1590 公顷。
厦门	2016-2018 年力争每年住宅用地供应量较前五年平均供应量增长 30%。加大中小套型普通商品住房的供应比例，套型建筑面积 90 平方米以下住房面积所占比重不低于 70%。

资料来源：海通证券研究所整理

## 1.2 2010 - 2014 年 10 月限购情况

**2010 年至 2014 年国务院陆续出台文件要求调控楼市。**2010 年至 2013 年国务院陆续出台“国十条”、“国八条”和“国五条”，要求各地方政府因城施策抑制市场过快过热发展。起先 2010 年 4 月“国十条”仅对地方政府提出要求根据地方楼市情况采取临时性措施。随后国务院逐步细化和明确了限购要求，明确指示各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市本市居民限持有 2 套、外地居民限持有 1 套住房。2013 年“国五条”要求限购政策由区域推向全市，限购住房类型包括新建和二手房。

**全国 47 个城市根据国务院要求陆续出台限购政策，各城市限购标准有差异。**2011 年“国八条”全面要求限购后，第一批出台限购政策的 43 个重点城市中，明确全市限购的有 19 个城市（包括长春、上海、北京、苏州、杭州等）；对城市部分区域限购的城市有 24 个（包括南宁、南京、南昌等，程度对主城区限购、广州限购区域不高扩从化和增城）。在“国五条”出台后，仅有沈阳将限购范围扩大至全市行政区，北京进一步限制本地户籍单身人士限购 1 套，其他城市并未对限购政策按照“国五条”要求作出调整。

**表 3 2010 年至 2014 年限购政策汇总**

时间	文件	政策内容	出台城市
2010 年 4 月 17 日	国十条	地方人民政府可根据实际情况采取临时性措施实行限购	4 月 30 日：北京出台“京十二条”，规定同一购房家庭只能在本市新购买一套商品住房
2010 年 9 月 29 日	9.29 新政	房价过高、上涨过快、供应紧张的城市要限购	2010 年 9-12 月：深圳、天津、大连、上海、南京、杭州、宁波、合肥、附件、厦门、广州、海口、苏州、三亚、温州、舟山、永康。 2011 年 1 月：太原、兰州、济南、南昌、昆明、郑州、武汉
2011 年 1 月 26 日	国八条	各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市要从严制定和执行住房限购措施。本市居民有 2 套、外地居民有 1 套不得购买、不能提供纳税证明不能购买。已采取住房限购措施的城市，凡与本通知要求不符的，要立即调整完善相关实施细则。	43 个城市根据“国八条”要求出台限购政策，包括直辖市、省会城市和计划单列市共 34 个（除重庆）以及无锡、苏州、三亚、温州、佛山、金华、绍兴、永康、徐州等，加上舟山延续此前限购政策，共 44 个城市执行限购
2011 年 7 月 12 日	国务院常务会议	已实施住房限购措施的城市要继续严格执行相关政策，房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施。	8-9 月：台州限购。韶关、丹东限价。 10 月：佛山放松限购，当天紧急叫停 11 月：珠海限购
2013 年 3 月 1 日	国五条	已实施限购措施的直辖市、计划单列市、省会城市，要在严格执行（国办发【2011】1 号）基础上，进一步完善现行住房限购措施。像狗区域覆盖城市全部行政区域；限购住房类型应包括所有新建商品住房和二手住房。	3 月 30 日：北京出台细则，本事务籍成年单身人士在本市未拥有住房的限购 1 套住房。沈阳细则将限购范围从二环内调整至全市行政区域。 其他部分限购范围、年限等不完善的城市并未在细则中设计。

资料来源：中国房地产动态政策设计研究组，CREIS，海通证券研究所

**从限购程度上来看，北京执行力度最严。**从限购细则上来看，2010-2014 年限购政策出台之台州、西宁、合肥、温州、杭州、银川、田径、宁波、北京、上海、长春、金华、永康、沈阳限购政策相对较严，政策要求全市户籍人口无房和有 1 套房的分别限购

1套，非户籍人口需要交纳一定年限个人所得税或社保限购1套。其中，北京对外籍户口限购要求最严，外籍户口需要交纳5年个人所得税或社保才可购房，上述其他区域则要求一年至两年不等。长沙、郑州、三亚、福州等23个城市则主要针对市区和部分区域实行限购政策。

### 1.3 两次限购差异情况

本轮限购相比此前，在限购城市数量、外地居民购房资格、金融支持政策方面较上轮相对宽松。

表4 2008年至2015年100大中城市挂牌土地供应面积

波及城市	非本市户籍家庭（新购套数）	本市户籍家庭（新购）							
		一定年限纳税社保证明				有房			贷款规定
		无纳税、社保	纳税社保年限	无房产	1套以上	无房产	1套	2套及以上	
2010年至2014年限购	43个	绝大部分城市禁止购买	1年或者以上	一套	禁止购买	一套	一套	禁购	两套以上基本禁止贷款
本轮限购	19个	大部分无规定		一套	禁止购买	一套	一套	禁购	大部分对两套和两套以上贷款规定不明显

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2. 2010年至2014年10月限购影响分析

2010年至2014年10月限购政策陆续出台后，短期内限购城市成交量回落显著，但后期回暖速度领先全国。成交量下滑之后价格随后也出现回落。一线城市整体抗跌性较强，成交量和价格回落幅度小。部分缺乏实质购买力支撑城市，限购造成影响较大。

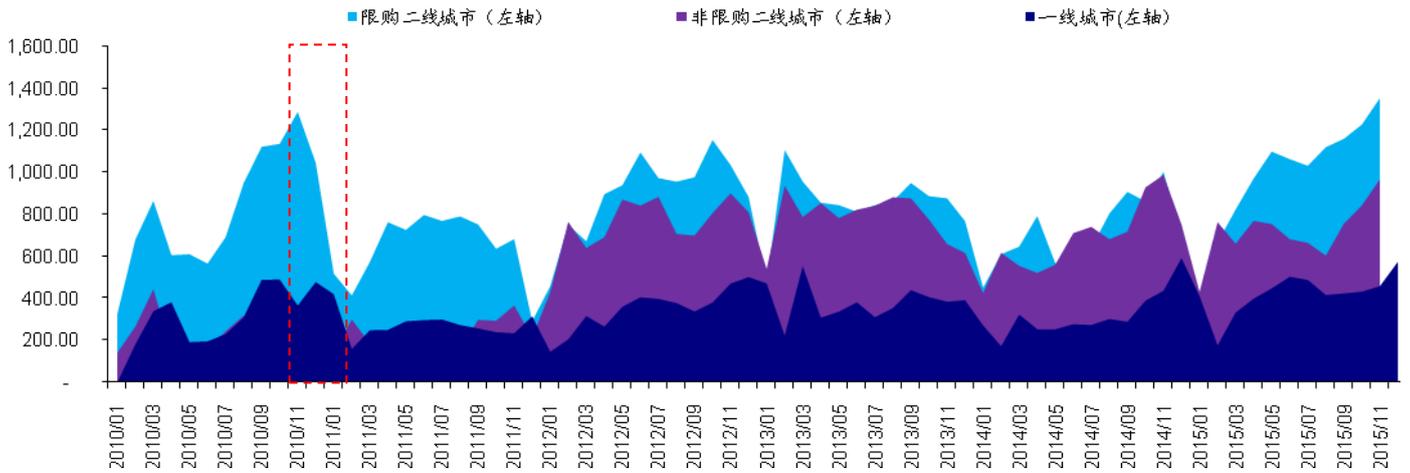
### 2.1 对商品房销量影响

限购政策陆续出台后商品房成交面积出现阶段性回落。2011年初，“新国八条”出台、限购政策陆续执行，加上利率上调、信贷逐步收紧，限购城市商品住宅销售面积出现下滑。2011年2月，受春节假期影响，一线限购和二线限购城市商品房成交面积分别下跌41%和51%。非限购二线城市虽然下跌幅度达到56%，但是在随后反弹过程中力度大于一线和二线限购城市。

从年度数据上来看，2011年一线城市商品房成交面积同比下降34%；限购二线城市成交面积同比下降47%；非限购三线城市全年成交面积同比增长53%。经历2011年交易低谷后，各地房地产市场于2012年逐渐恢复。其中，一线城市恢复较快，成交面积同比增长59%；限购二线城市成交面积同比增长52%。<sup>1</sup>

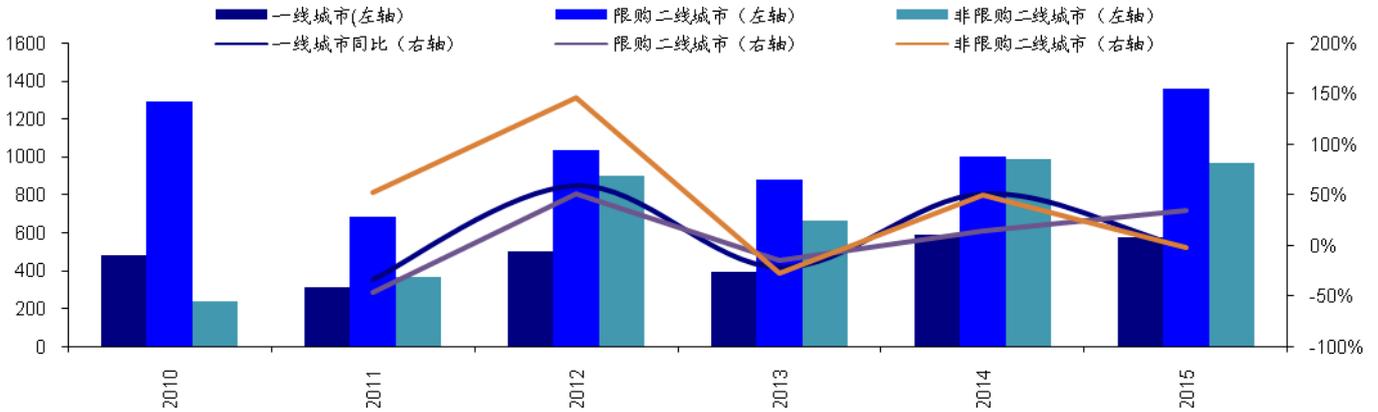
<sup>1</sup> 一线城市：北京、上海、广东、深圳。限购二线城市：台州、大连、合肥、温州、长沙、三亚、苏州、深圳、沈阳、杭州、福州、西安、昆明、广州、济南、南昌、厦门、哈尔滨、天津、武汉、无锡、宁波、南京、南宁、贵阳、成都、长春、青岛、金华

图1 限购和非限购城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，海通证券研究所

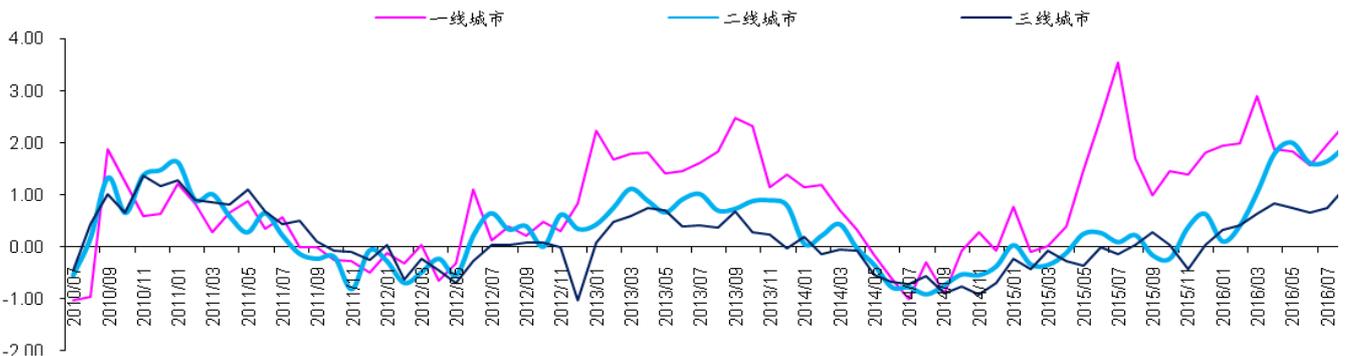
图2 限购和非限购城市商品房年末成交面积（万平方米）和同比涨幅（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

缺乏购买力支撑的二线城市房价跌幅明显，一线城市房价调整有限。2010年至2014年限购范围较广，全国一线城市和大部分二线城市基本根据“国八条”和“国五条”出台相应限购政策。从房价走势方面可以看出，全国房价在2011年年初以来呈下降趋势，其中一线城市房价跌幅小于二线城市。2012年Q1房价恢复期间，一线城市房价涨幅高于二线和非限购三线城市。在2012年至2013年期间，房价走势经历三波起伏，一线城市房价指数抗跌性明显且从2012年延续至今。

图3 百城价格指数月数据环比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.2 对新开工、投资影响

**限购政策对房地产投资影响滞后。**2010年至2011年限购政策陆续出台并实行后，房地产住宅投资上涨势头有所放缓，但2012年才开始出现大幅增速减缓。2009年、2010年、2011年、2012年和2013年全年房地产住宅投资总额同比增长幅度分别为14.1%、32.8%、30.3%和11.4%。2014年至2015年全年房地产住宅投资总额涨幅跌至个位数，分别为9.2%和0.4%。限购政策对房地产住宅投资影响滞后约一年时间，影响力度大。此外，2012年房地产销售回暖时，房地产住宅投资没有出现回升迹象，投资增速继续下行。

**住宅新开工面积2010年限购后开始收紧。**相比之下，住宅新开工面积在2010年至2011年限购政策出台以后，同比增幅下降趋势明显。2010年住宅全年累计新开工面积同比增长40%；2011年同比增速回落至12.8%；2012年同比增速为-10.5%。新开工和房地产投资同比增长走势类似，2013年住宅新开工面积小幅回暖后于2014年至2015年呈负增长。住宅新开工总面积从2014年12.5亿平方米下降至2015年10.67亿平方米，下行趋势明显。

图4 房地产开发投资完成额同比和环比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 住宅开工面积累计同比 (%)

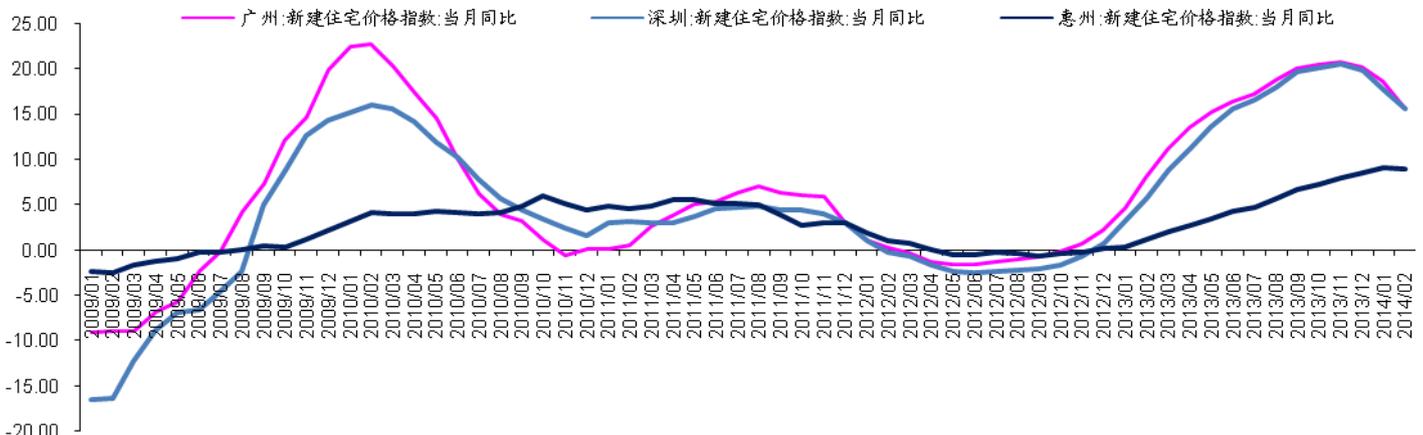


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.3 对非限购城市影响：部分城市流动性溢出效果明显

**一二线受限城市房价抑制，流动性溢出带动周边房价上涨。**2010年限购政策陆续出台之后，一线城市房价在2010年至2011年上涨幅度有所抑制。限购政策主要侧重于一线城市和重点二线城市。从全国来看（如图3），2010年至2011年期间一二线城市房价指数下行。

图6 百城价格指数月数据环比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

如果细分房价指数至城市，可以看出受限城市周边城市房价上涨。局部性限购导致资本从限购城市流出，部分进入三四线城市的房地产市场，造成“挤出效应”。例如，深圳和广州新建住宅价格指数（当月同比）在 2010 至 2011 年期间受政策调整，同比增速下滑幅度较大。与此同时，惠州房价增速缓慢攀升。根据 wind 数据显示，佛山和惠州 2011 年底平均住宅成交房价同比增长 10.7% 和 16.68%，高于广州 3.34%。

### 3. 本轮限购与 2010 年限购背景存在明显区别

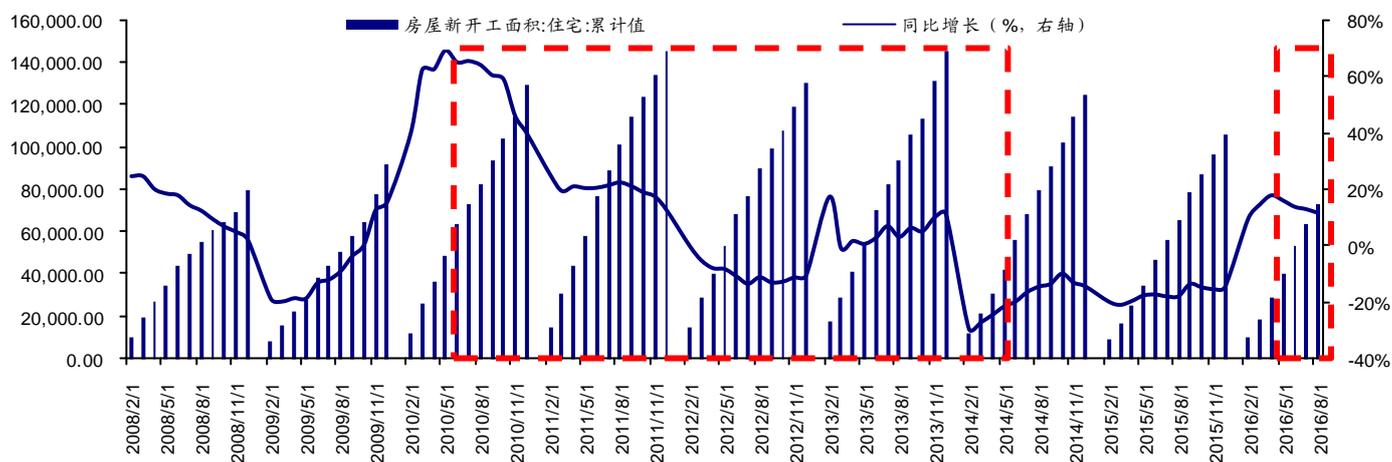
本轮限购的行业背景和 2010-2014 年相比，在投资、供给和行业内部化三方面有明显区别。

#### 3.1 当前投资下行力度明显加大

**当前房地产开发投资下行趋势明显。**2010 年房地产限购政策实行前，房地产开发投资额呈每年呈现明显攀升趋势。2010 年低房地产开发投资全年总额同比增速达到 33%，随后每年增速下滑，至 2015 年年底时全年总额同比增速仅为 1%。

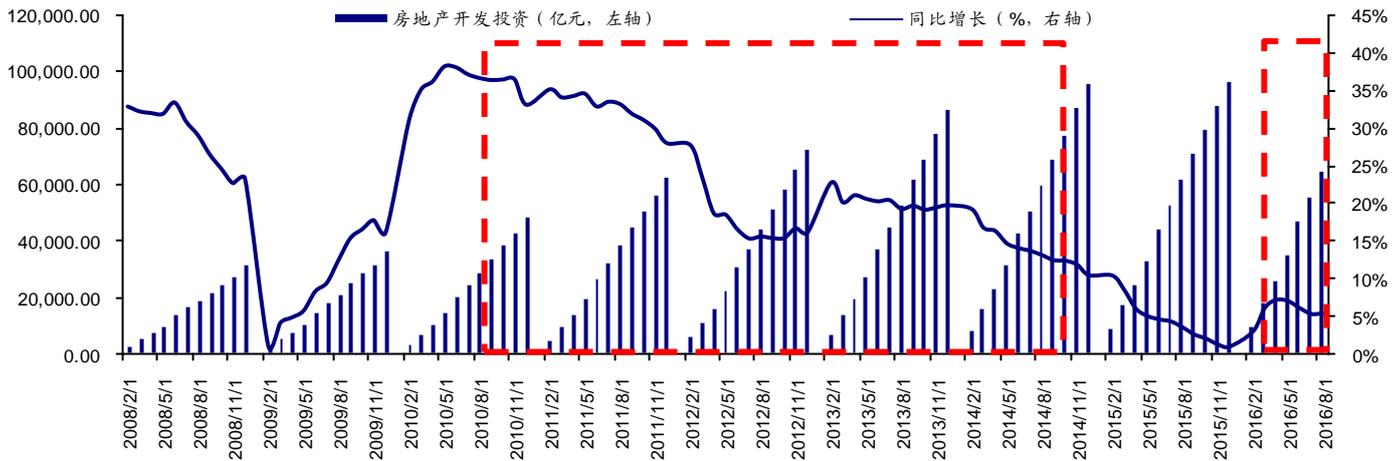
**新住宅开发面积于 2011 年达高峰。**2010 年全国新住宅开发面积为 12.95 亿平方米，同比增长 40%，远高于 2008 年和 2009 年同比增长率 2.2% 和 15.7%。2011 年全国住宅新开工面积达到 14.6 亿平方米，2012 年有所回落后 2013 年达到 14.58 亿平方米。2013 年以后，新住宅开发面积以每年 14.5% 左右的速度下降。**2010 年限购出台前后房地产投资和住宅新开工面积还处于同比上升阶段。如今楼市限购出台背景大有不同，投资和新开工面积双双下降，且未来中长期下行趋势明显。**

图7 中国全国房地产投资额 2008 年至 2016 年



资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 中国全国住宅新开工面积 2008 年至 2016 年



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 5 2008 年至 2015 年住宅新开工面积和房地产投资开发额

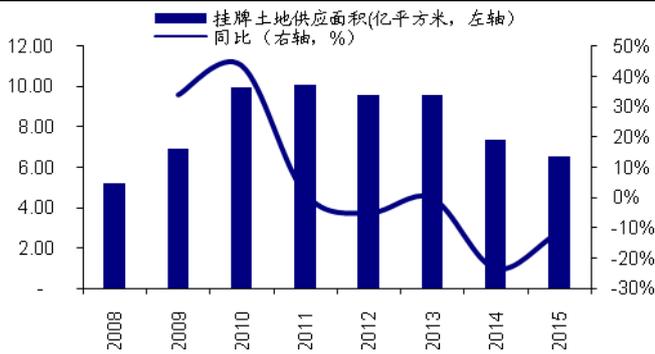
日期	住宅新开工面积 (万平方米)	同比增长/下降 (%)	Δ bps	房地产开发投资 (亿元)	同比增长/下降 (%)	Δ bps
2008/12/31	79,889.10	2.2%		31,203.20	23.4%	
2009/12/31	92,463.47	15.7%	13.5	36,241.80	16.1%	(7.2)
2010/12/31	129,467.93	40.0%	24.3	48,259.40	33.2%	17.0
2011/12/31	146,034.57	12.8%	(27.2)	61,796.90	28.1%	(5.1)
2012/12/31	130,695.42	(10.5%)	(23.3)	71,803.79	16.2%	(11.9)
2013/12/31	145,844.80	11.6%	22.1	86,013.38	19.8%	3.6
2014/12/31	124,877.00	(14.4%)	(26.0)	95,035.61	10.5%	(9.3)
2015/12/31	106,651.30	(14.6%)	(0.2)	95,978.85	1.0%	(9.5)

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3.2 行业未来供给处于明显下行阶段

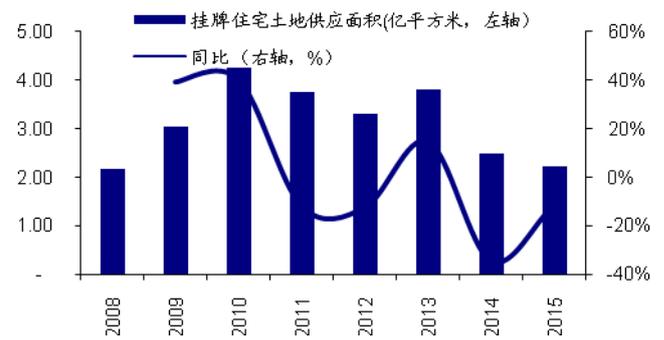
**土地供应和成交面积处下行阶段。**根据数据显示 2011 年以前全国 100 大中城市挂牌土地供应面积呈逐年上涨趋势, 2009 至 2011 年每年上涨幅度为 34.1%, 43.8% 和 1.4%。2011 年以前土地成交量上涨趋势明显, 增速出现下滑。2009 至 2011 年每年上涨幅度为 70.7%, 48.7% 和 12.1%。自 2011 年以后, 土地供应和土地成交面积开始下滑。2011 年土地供应面积 10 亿平方米, 成交面积 8.77 亿平方米; 2015 年土地供应面积仅为 6.52 亿平方米, 成交面积 5.39 亿平方米; 6 年时下降幅度分别为 35.62% 和 38.56%。

图9 100大中城市挂牌土地供应面积



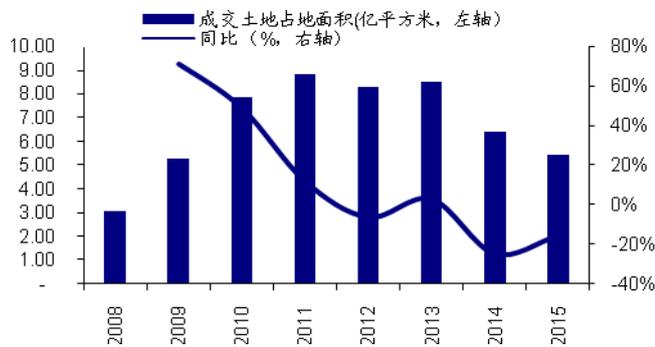
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 100大中城市挂牌住宅土地供应面积



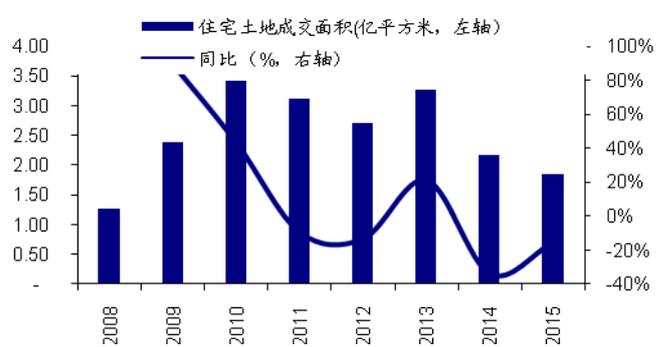
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 100大中城市土地成交面积



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 100大中城市住宅土地成交面积



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 6 2008 年至 2015 年 100 大中城市挂牌土地供应面积

日期	挂牌土地供应面积 (亿平方米, 左轴)	同比 (右轴, %)	Δ bps	挂牌住宅土地供应面积 (亿平方米, 左轴)	同比 (右轴, %)	Δ bps
2008	5.18	-	-	2.17	-	-
2009	6.94	34.1%	-	3.03	39.5%	-
2010	9.98	43.8%	9.7	4.26	40.5%	1.0
2011	10.12	1.4%	(42.4)	3.76	(11.7%)	(52.2)
2012	9.61	(5.1%)	(6.5)	3.30	(12.2%)	(0.6)
2013	9.60	(0.1%)	5.0	3.80	15.0%	27.3
2014	7.35	(23.4%)	(23.3)	2.49	(34.3%)	(49.3)
2015	6.52	(11.4%)	12.0	2.22	(11.1%)	23.2

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 7 2008 年至 2015 年 100 大中城市土地成交面积

日期	成交土地占地面积 (亿平方米, 左轴)	同比 (% , 右轴)	Δ bps	住宅土地成交面积 (亿平方米, 左轴)	同比 (% , 右轴)	Δ bps
2008	3.08	-	-	1.26	-	-
2009	5.26	70.7%	-	2.38	88.8%	-
2010	7.82	48.7%	(22.0)	3.41	43.1%	(45.8)
2011	8.77	12.1%	(36.6)	3.09	(9.2%)	(52.3)
2012	8.22	(6.3%)	(18.4)	2.69	(13.2%)	(4.0)
2013	8.47	3.1%	9.4	3.26	21.3%	34.4
2014	6.38	(24.7%)	(27.7)	2.15	(33.9%)	(55.2)
2015	5.39	(15.6%)	9.1	1.84	(14.6%)	19.3

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3.3 当前行业分化巨大，不同城市景气度差异明显

本轮复苏，涨价城市数量少于过往，且涨跌幅在收窄。2006-2008、2009-2012 年两轮周期均实现 70 个大中城市的普涨。2012-2014 年仅有 1 个城市温州未实现房价同比增速转正。而在本轮小周期中，涨价城市数萎缩至 59 个，跌价城市数 11 个，涨价城市数出现明显减少。跌价的 11 个城市中包头、丹东、锦州、牡丹江、乌鲁木齐并无止跌回升迹象。

表 8 70 个大中城市在全国房价同比增速最高点时的情况

范围	增速最高时点	涨幅最大城市数量 (城)	涨价城市数量 (城)	跌价城市数量 (城)	涨价城市平均涨幅 (%)	跌价城市平均跌幅 (%)
2006-2008	2008-01	21	70	0	10.16	0
2009-2012	2010-04	21	70	0	11.54	0
2012-2014	2013-12	26	69	1	9.34	-2.60
2015 至今	2016-07	53	59	11	7.48	-1.22

资料来源: Wind, 海通证券研究所

再看平均涨跌幅，从 2009-2012 年的小周期开始，涨价城市的平均涨幅从 11.54% 收窄至本轮的 7.48%。跌价城市的平均跌幅由上一轮周期的 -2.60% 收窄至本轮的 -1.22%。从以上规律看，房价的涨跌整体趋势在逐步收窄，呈收敛态。

涨价城市涨幅差异巨大。本轮在房价同比增速最高点 2016 年 7 月时，深圳同比涨幅第一为 40.90%，涨幅第十的是福州 15.40%，涨幅相差近 25%。上一轮小周期涨幅第一的广州 20.10% 与涨幅第十的桂林 11.90% 之间差距仅为 8% 左右。可与本轮涨幅跨度相媲美的是上上轮小周期，涨幅第一的海口 64.30% 与涨幅第十的北海 15.70% 之间相差近 49% 左右。涨价城市之间的涨幅差异巨大。

涨幅高低差异扩大体现出不同类城市在城镇化水平、房地产发展潜力和居民购房意愿等房价决定因素上开始发生明显分化。不同类型城市，并不呈现同一发展趋势。

表 9 全国房价同比增速最高点时 70 个大中城市涨价前十位的平均值

2008-01	涨幅 (%)	2010-04	涨幅 (%)	2013-12	涨幅 (%)	2016-07	涨幅 (%)
乌鲁木齐	25.00	海口	64.30	广州	20.10	深圳	40.90
南宁	20.30	三亚	58.20	深圳	19.90	厦门	39.20
宁波	19.90	温州	26.10	上海	18.20	合肥	33.80
岳阳	17.60	金华	23.80	厦门	16.50	南京	33.00
长沙	17.40	北京	21.50	北京	16.00	上海	27.30
北京	17.20	杭州	18.70	福州	13.10	北京	20.70
惠州	17.20	广州	17.30	沈阳	13.10	广州	19.40
蚌埠	16.60	湛江	17.20	长沙	12.10	杭州	19.00
重庆	16.20	银川	16.10	南京	11.90	天津	16.20
海口	16.10	北海	15.70	桂林	11.90	福州	15.40
同比涨幅均值	18.35		27.89		15.28		26.49

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 10 全国房价同比增速最高点时 70 个大中城市涨价后十位的平均值**

2008-01	涨幅 (%)	2010-04	涨幅 (%)	2013-12	涨幅 (%)	2016-07	涨幅 (%)
平顶山	5.90	泉州	5.60	昆明	5.80	唐山	-0.20
太原	4.80	烟台	5.00	韶关	5.80	大连	-0.30
包头	4.60	襄阳	5.00	安庆	5.50	常德	-0.30
秦皇岛	4.30	洛阳	4.50	大理	5.50	襄阳	-0.50
广州	3.80	沈阳	4.20	三亚	5.30	济宁	-0.90
金华	2.90	惠州	4.00	无锡	5.10	乌鲁木齐	-1.00
安庆	2.90	太原	3.90	蚌埠	4.70	包头	-1.20
泸州	2.70	唐山	3.70	海口	2.30	丹东	-2.40
丹东	2.70	平顶山	1.90	唐山	1.60	牡丹江	-2.60
呼和浩特	0.20	韶关	1.30	温州	-2.60	锦州	-3.80
同比涨幅均值	3.48		3.91		3.90		-1.32

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**涨幅居前城市从分散化走向集中化。**观察 4 轮小周期, 2006-2008 年、2009-2012 年两轮小周期的涨幅前十城市规律性较小, 城市呈分散状, 包括北京、杭州、广州、海口、三亚、温州、金华、湛江、银川、北海、南宁、宁波、岳阳、长沙、惠州、蚌埠、重庆、乌鲁木齐、海口、三亚, 且多数集中在三四线城市, 一二线城市比例较低。

而 2012-2014 年的小周期里, 涨幅前十的城市出现分线的趋势, 主要集中在一线和二线城市。而 2015 至今的小周期, 涨幅前十的城市呈现城市圈特征, 围绕着京津冀、长三角、珠三角、广深片区四大核心城市圈, 如果拓展到涨幅前 15 位, 则以武汉为核心的都市圈也在其中, 以成都、重庆为核心的都市圈相对较弱, 排到前 30 位。2012 年至今的两轮小周期中, 涨幅前十的城市具备较高的一致性, 主要集中在北京、上海、广州、深圳、厦门、南京、杭州。领头城市开始呈现集中化。

## 4. 后期判断

2016 年国庆期间 10 多个城市纷纷出台楼市调控政策, 开启新一轮楼市政策收紧时期。和上一轮控政策出台背景不同的是, 行业已经出现投资、土地购置、新开工面积等供应端收紧。回顾历史 2010 年至 2014 年限购政策出台后对销量和价格在短期和中长期的印象, 我们对本轮限购政策后期判断大致有三点:

### 1) 短期抑制投机性需求、对新开工、投资产生负面影响

根据上一轮限购政策的历史影响, 本轮楼市政策紧缩预计可在短期内抑制投机性需求, 调节楼市需求端结构。与此同时, 需求端的减弱将对住宅新开工面积和房地产投资继续产生负面影响, 预计新开工和投资持续复苏存在压力。

### 2) 中长期看供给无法有效扩大, 不排除需求外溢

楼市限购政策出台收紧需求端, 造成行业短期内出现周期性回落。但是限购政策同时对住宅新开工和投资负面影响将造成未来房地产住宅供应无法有效扩大, 预计供应和需求仍然处于不平衡状态。

短期局部限购造成周边城市价格上涨。由上一轮政策限购影响可看出, 局部限购可导致购买力外延, 将需求引向非限购城市。资本跟随需求外溢, 带动非限购城市房价上涨。预计本轮楼市限购政策出台后, 限购城市周边城市以及三四线城市房价会有上涨机会。

限购在短期内降低的需求可能再未来市场回暖时释放。根据上一轮限购和放松政策的周期来看，一线城市房价上涨较多，政策调控时下降幅度并不大，随后在政策放款时房价领涨，远超过二线城市。这说明在 2010 年至 2014 年限购期间，需求抑制是短期现象，行业政策周期上行时，过去需求集中释放导致需求大量释放，房价上涨较快。考虑到目前通货膨胀和居民收入增长等因素，不排除未来行业周期性回暖时，历史重演，需求释放超预期，造成一线城市和重点二线城市房价大幅上涨。

### 3) 未来潜在还有可能限购的城市

海通地产组在 2011 年时针对限购政策做过专题点评<sup>2</sup>。报告中我们对当时可能还会出现限购的城市做了预测，判断未来还有那些城市会出现限购主要用“五大标准”衡量：

- a) 根据国家统计局发布的 70 个大中城市房价指数，处于房价涨幅前列的城市；
- b) 今年 8 月住宅价格与去年底的住宅价格相比，涨幅较高的二三线城市；
- c) 今年上半年成交量同比增幅较高的城市；
- d) 外地人购房比例较高的城市；
- e) 群众对当地房价反应强烈、认为调控政策执行不力或不到位的城市。

根据国家统计局提供的数据，我们按照前三条标准对 2016 年 10 月 6 日之前还没有出台楼市调控政策的城市进行筛选。通过比较 8 月成交价格环比涨幅，同比涨幅以及 2015 年成交量（面积）同比涨幅，我们找出每项指标前 10 名的城市（如表 7）。根据三项指标的综合排名，我们认为以下 10 个城市未来有可能陆续出台楼市调控政策：宁波、赣州、惠州、南宁、青岛、西安、重庆、烟台、湛江、宜昌。

表 11 未来可能出台限购限贷政策的城市

	城市	8 月定基数 (2015=100)	城市	8 月同比	城市	2015 年成交量 同比	综合排名
1	福州	120.20	福州	20.4	常德	132%	宁波
2	惠州	115.60	惠州	16.4	赣州	106%	赣州
3	南昌	112.70	南昌	13	汕头	94%	惠州
4	石家	112.20	石家	11.6	宁波	88%	南宁
5	宁波	110.50	宁波	9.6	莆田	78%	青岛
6	南宁	108.00	南宁	7.8	江门	78%	西安
7	长沙	107.20	青岛	6.6	岳阳	75%	重庆
8	青岛	106.60	九江	5.3	乌鲁	73%	烟台
9	九江	105.50	赣州	4.5	襄阳	63%	湛江
10	赣州	105.10	扬州	4.3	绍兴	57%	宜昌

资料来源：国家统计局，Wind，海通证券研究所整理

**风险提示：**政策不达目标。

<sup>2</sup> 海通地产，2011 年 7 月 1 日，《对住建部颁布“限购城市五大标准”的简评：估值已隐含预期，中期看调整是介入机会》

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 荣盛发展, 浦东金桥, 海航基础, 黑牡丹, 中国国贸, 顺发恒业, 中国恒大, 新湖中宝, \*ST 亚星, \*ST 中企, 空港股份, 福星股份, 绵世股份, 天健集团, 格力地产, 中华企业, 金科股份, 天业股份, 万通地产, 莱茵体育, 平潭发展, 万业企业, 中洲控股, 北京城建, 金融街, 彩生活, 招商蛇口, 华发股份, 京汉股份, 金地集团, 青岛金王, 张江高科, 北辰实业, 栖霞建设, 鲁商置业, 华联控股, 万里股份, 宋都股份, 外高桥, 天房发展, 亚通股份, 南国置业, 华鑫股份, 大名城, 首开股份, 保利地产, 华夏幸福, 陆家嘴, 万科 A, 中南建设, 新城控股, 恒大地产, 苏宁环球, 上海临港, 天津松江, 嘉宝集团, 广东明珠, 阳光城, 滨江集团, 中路股份, 大港股份, 苏州高新, 市北高新, 泰禾集团, 南京高科, 世联行, 银润投资

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。