

宜信财富 资本市场周报

宜信财富—资本市场部

2017.3.24--4.2

目 录

一、资本市场走势

二、经济数据解读

三、事件、政策性点评

四、北京楼市最严调控下的房价何去何从

概 要

3月29日创业板向下跌破了支撑线，跌破了横盘大半个月的窄幅震荡横盘区间，相比而言，上证指数表现抗跌，当前面临着3200的重要点位，该位置比较重要，如果上证指数向下有效跌破3200点，则上证指数可能面临短期调整压力。虽然银行间的流动性紧张，交易所的单日回购利率最高飙涨到30%，但是债券市场的利率波动不大

1-2月份工业企业利润增速大幅扩大23个百分点至31.5%，增速的大幅改善主要受益于供给侧改革的作用，价格是主导因素，若排除价格因素的影响，利润增速仅为0.61%。中国3月官方制造业PMI为51.8%，为2012年4月以来最高，好于预期的51.7%。

北京楼市调控大幅加码，成都、厦门等二线城市，及部分热点城市周边的三四线城市也出台了新的限购政策。在博鳌论坛中，周小川表示，我们或许已处于宽松周期的尾部。30日交易所国债逆回购利率飙升，上海证券交易所1天期国债逆回购（GC001）利率盘中最高升至32%，创逾两个月新高。在美国众议院就新医保法案的投票两度被推迟之后，美国总统特朗普同意国会撤回新的医保法案，这就意味着废除奥巴马医改宣告失败。

2017年春节以来，北京房价出现飙涨，外汇管制可能是主因。北京房价的节后疯涨，倒逼史上最严控的楼市调控政策：认房认贷认离婚，即提高首套房认定标准，提高二套房首付比例，离婚后一年内购房的，认定为二套购房，降低房贷最高期限。多管齐下，各个杀手锏。从2009年开始，北京楼市出现一个显著的短周期，时间为3年，两年左右是房价的上涨期，一年左右是房价的调整期，目前即将处于第三个周期的下半段。在北京“多管齐下，各个杀手锏”的调控环境下，北京房价有望迅速降温，步入调整。

一、 资本市场走势

(1) A 股注意风险

在上周一，我们重点提示了 A 股风险，原文是：3 月 17 日 A 股出现异常，上证指数不断下跌，尾盘收了阴线，阴包阳，创业板指数上午继续上攻，然后下午迅速回落，呈现了较大的射击之星，通常来看，“两会”之后，A 股会出现回落，周五的 A 股出现异常，所以对 A 股谨慎，注意风险。

本周来看，3 月 29 日创业板向下跌破了有效的支撑线，跌破了横盘大半个月的窄幅震荡横盘区间，选择向下，3 月 30 日延续下跌，跌幅较大；相比而言，上证指数表现抗跌，当前面临着 3200 的重要点位，该位置比较重要，如果上证指数向下有效跌破 3200 点，则上证指数可能面临短期调整压力。在过去的一年中，创业板由于估值较高，一直处于去估值之中，上证指数的估值较为合理，所以创业板的行情一直明显比上证指数弱，未来仍可能延续这种格局。

图：上证指数的走势



图：创业板指数的走势



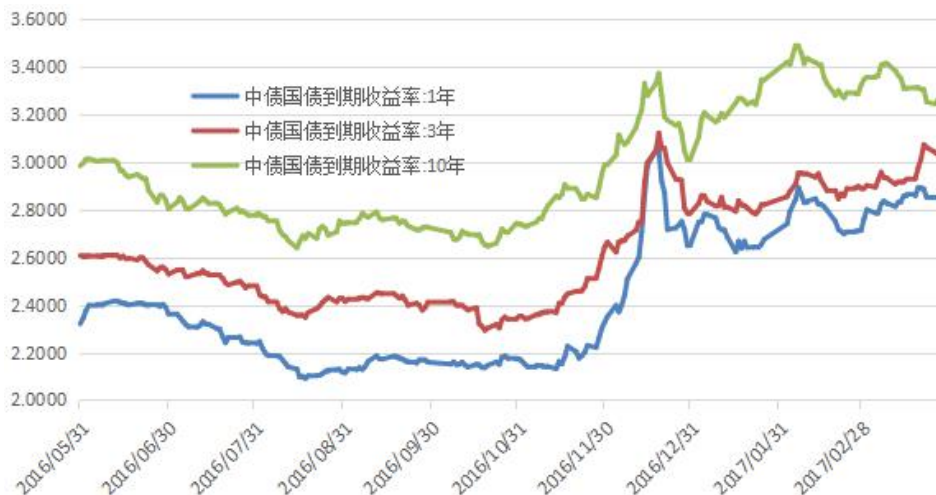
(2) 债券市场：收益率稳定

央行连续 5 天暂停公开市场逆回购操作，5 日累计已回笼资金 2900 亿元，虽然交易所的流动性紧张，交易所的单一回购利率最高飙涨到 30%，但是债券市场的利率波动不大。

本周债券收益率比较稳定，短端收益率小幅下行，长端收益率小幅上行，截止到 3 月 30 日，1 年期、3 年期和 10 年期的国债收益率分别为 2.8443%、3.0253% 和 3.2890%，1 年期和 3 年期小幅下行 0.74BP、3.66BP，10 年期上行 3.61BP。

信用债收益率保持稳定，短端的收益率上行幅度略大，截止到 3 月 16 日，其中 1 年期、3 年期和 10 年期的 AA 级企业债收益率分别为 4.7675%、4.7612% 和 5.0887%，1 年期和 3 年期小幅下行 1.37BP、6.77BP，10 年期小幅上行 1.1BP。

图：1 年期、3 年期和 10 年期的国债收益率



图：1年期、3年期和10年期AA级企业债券的收益率



(3) 海外市场：美股和港股震荡

3月21日，美国股市遭受年内最大单日跌幅，自特朗普于去年11月胜选以来，美股股市大涨，投资者押注通过减税和大型基建支出，推行的财政刺激举措会提振经济增长。不过随着特朗普提出的医保法案在国会受阻，投资者担忧这可能会导致财政政策延迟推出，美股股市开始高位震荡。

港股在前期向上突破压力位后，受A股的拖累，未能继续上攻，而是高位震荡，显示出港股并不强势，关注港股的走势，如果港股再次向下跌破该平台，则港股可能再次步入调整之中。

图：道琼斯指数的走势图



图：恒生指数的走势图



二、经济数据解读

1、1-2月全国规模以上工业企业实现利润总额1万亿，同比增长31.5%，主营业务收入17万亿，同比增长13.7%。

点评：1-2月份工业企业利润增速大幅扩大23个百分点至31.5%，增速的大幅改善主要受益于供给侧改革的作用，但具体分析看来，价格是主导因素：根据统计局在解读中补充的信息，“初步测算，因出厂价格上涨7.3%，企业主营业务收入增加11664.3亿元，因工业生产者购进价格1-2月上涨9.1%，企业主营业务成本增加约9362亿元，收支相抵，利润增加约2302亿元”，据此计算，若排除价格因素的影响，1-2月实际利润总额应为7854.8亿元，对应同比增速仅为0.61%，可见本次利润增速的大幅上升受价格因素主推。分行业来看，利润改善幅度最为显著的三个行业：煤炭开采业、黑色金属冶炼加工业和石油天然气开采业，受到2016年供给侧改革的影响，工业产品价格大幅攀升。

主营收入来看，1-2月工业企业营业收入同比增速从2016年的4.9%，进一步上升至13.7%，具体来看，上游营业收入增速的增幅最大，同样也是受到供给侧改革的影响，1-2月上游行业营业收入同比增速从2016年的-4.6%跳升至21.9%，中游行业营业收入同比增速从2016年的3.1%进一步回升至11.1%，下游行业营业收入同比增速也加快至10.5%。

未来随着价格基期的逐步上升、大宗商品价格走势的由升转平，价格因素对于工业企业利润的推动将会大概率逐步减弱，再结合未来上行动力不足的需求端总体状况，工业企业利润增速料将相应逐步回落。

图：工业企业的利润增速和主营业务收入增速

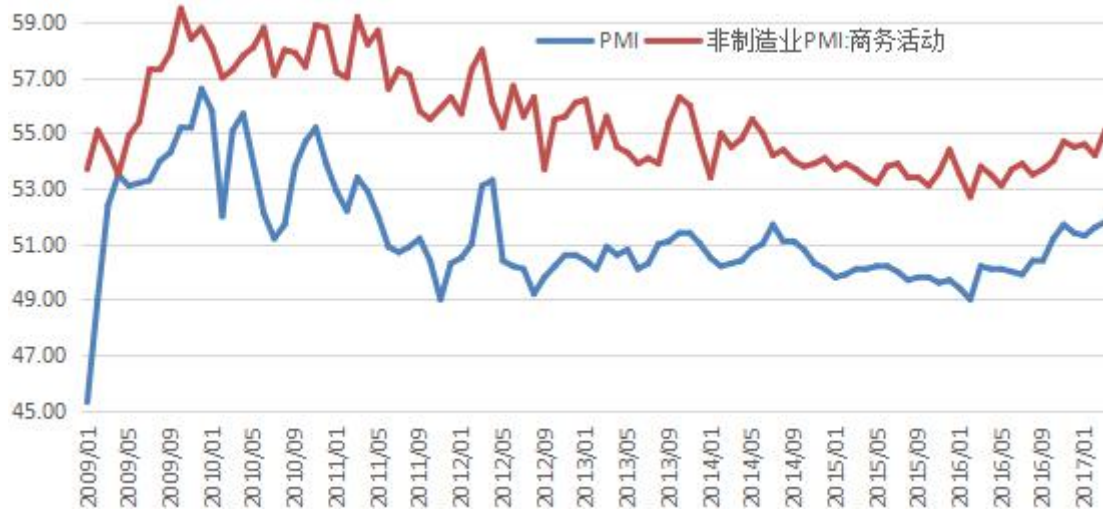


2、2017年3月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.8%，连续两个月上升，高于上月0.2个百分点。

点评：中国3月官方制造业PMI为51.8%，为2012年4月以来最高，好于预期的51.7%，从分类指数看，生产指数为54.2%，比上月上升0.5个百分点，新订单指数为53.3%，高于上月0.3个百分点，原材料库存指数为48.3%，比上月下降0.3个百分点，表明制造业仍然处于扩张中，库存逐步下降。不过不同规模的企业分化较大，大型企业的PMI表现好，大型企业PMI为53.3%，与上月持平，继续保持平稳扩张，中型企业PMI为50.4%，低于上月0.1个百分点，延续扩张态势，小型企业PMI为48.6%，比上月上升2.2个百分点，但仍然处于收缩中，显示中小企业仍然比较艰难，可能和国家供给侧改革、环保政策有关，中小型企业被限产或关闭，给大企业留下了更多的市场空间。

2017年3月份，中国非制造业商务活动指数为55.1%，比上月上升0.9个百分点，中国的服务业一直处于较好的发展之中，这和我国经济转型、发展高科技产业，有直接的关系。

图：PMI 和非制造业 PMI 的走势



三、事件、政策性点评

(1) 事件：北京楼市调控大幅加码，成都、厦门等二线城市，及部分热点城市周边的三四线城市也出台了新的限购政策。

点评：2017 年 1、2 月份 70 城价格指数同比增速仍维持 2015 年房价上涨以来的较高水平，房价指数已连续 23 个月上涨，房价快速上涨使得居民的购房负担不断加重，居民在购房过程中处于持续加杠杆阶段。在国家对房地产调控定调为抑制资产泡沫、防止大起大落的背景下，随着“两会”召开，高层对房地产调控思路及指导意见的进一步传达及深化，各地政府为抑制房价过快上涨，相继出台限购限贷政策，进入 3 月以来，全国各地房地产政策高频出台。

一线城市北京、广州从严调控，北京是“认房认贷认离婚”，在本市无住房，但有商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的首付款比例不低于 60%，购买非普通自住房的首付款比例不低 80%，暂停发放贷款期限 25 年（不含 25 年）以上的个人住房贷款，（含公积金贷款）；上浮按揭利率；离婚一年内贷款买房，无论是商贷还是公积金贷款都算二套房，堵住了通过“假离婚”方式获取首套房贷款资格的现象；明确规定商办类项目不得作为居住使用，新建项目不得出售给个人，二手项目出售给个人时需满足名下无房且，在北京已连续五年缴纳社会保险或者连续五年缴纳个人所得税两个条件，同时，商业银行暂停对个人购买商办类项目的个人购房贷款，此次调控加码后，北京成为最严的限购限贷城市。二线城市杭州、南京、郑州、南昌调控加码，青岛、长沙、石家庄加入调控行列，此次调控城市为房价仍上涨较快的地区，在“遏制热点城市房价上涨过快”和因城施策的背景下，部分房价上涨过快，但前期调控力度较小的城市，将进一步调控加码，限购城市范围或将扩大，例如福州、成都、天津、东莞、惠州、珠海、重庆等地区；三四线城市，例如涿水、滁州、张家口崇礼区、涿州、嘉善、赣州、三亚、保定首次限购，“环北京”、“环上海”等调控圈逐步形成以抑制热点城市投资等非理性需求外溢，未来热点一二线周边的城市将进一步调控的预期增强。

(2) 事件：30 日交易所国债逆回购利率飙升，上海证券交易所 1 天期国债逆回购（GC001）利率盘中最高升至 32%，创逾两个月新高。

点评：央行在公开市场连续 5 天暂停公开市场操作，并连续 5 天净回笼，在季末 MPA 考核影响下，银行尤其是考核压力较大的中小银行对非银机构融出资金的意愿降低，导致非银机构将融资需求转向交易所市场，进而大幅推升交

易所资金利率。此外，季末时点叠加清明小长假，对资金利率的影响也不容忽视。3月30日正值星期四，加上清明小长假有4天，此次隔夜回购资金实际占用天数为5天，实际回购年化利率应为当日加权平均价的1/5。

尽管30日交易所回购利率大幅上涨，但银行间质押回购利率各期限表现平稳，再次凸显流动性结构性失衡，截至3月30日收盘，GC001加权利率为24.30%，较前一日上涨约1578基点；R001加权利率为21.12%，较前一日上涨约1307基点。而银行间质押式回购市场的隔夜加权利率下行约7基点，至2.56%。

(3)事件：在博鳌亚洲论坛2017年年会分论坛上，中国人民银行行长周小川直言，尽管在危机后的经济恢复过程中宽松的货币政策是必要的，但不能过度依赖货币政策，我们或许已处于宽松周期的尾部。

点评：这是继两会记者发布会后，他在一个月内第二次公开提到了宽松的货币政策带来的资产泡沫问题，在两会上，他用了“非常有害”来形容过于宽松的货币政策，在博鳌论坛上，他说，“过去的经验已经向我们展示了，当货币政策比较宽松的话，很可能导致更高的通货膨胀、或者说导致某些资产泡沫，可能是金融市场的，或者是房地产市场的，或者是其他地方的资产泡沫。”

货币政策宽松的结束和收紧，实际上升是从2月份央行上调7天逆回购利率开始的，然后又上调各期限的逆回购利率及MLF利率，从周小川的表述来看，实际利率将走入上升通道。今年货币政策的转向与物价上升并无多大关联，因为2月CPI仅同比上升0.8%，从3月物价监测来看也不会高，货币政策的调整来自对资产泡沫的“刹车”，以及美联储不断加息的背景下的稳外汇需要。

(4)事件：在美国众议院就新医保法案的投票两度被推迟之后，美国总统特朗普同意国会撤回新的医保法案，这就意味着特朗普政府就任后的第一件大事（同时也是国会共和党在2017年的两大议题之一）——废除奥巴马医改宣告失败。

点评：随着共和党人在废除奥巴马医改上的努力无功而返，美国总统特朗普的新政在短期内蒙上了一层阴影。此前特朗普和共和党领袖（以众议院议长瑞安为代表）均表示，希望在国会的复活节休会期（4月10日-21日）之前通过一套新的医保法案，来取代奥巴马医改（《平价医疗法案》），而由于这一过程涉及到一些预算内容的调整，因此在国会讨论的次序上，排在了税收法案和基础设施支出法案之前。由此可见，如果新的医保法案（《美国医疗法案》）无法于4月10日前在国会通过，则此前市场所期待的特朗普的财政刺激措施按计划都将被延后。

尽管新医保法案的夭折为其后的税收立法通过增加了变数，但从当前来看尽管会被延迟，但特朗普的税改提案仍很有可能最终在国会通过，一是由于特朗普和共和党领袖已表示将在此次投票失败后，将主要精力集中在税改提案的推进上；二是维持现有的奥巴马医改，有利于减少国会在税改提案上的纷争，并且如果税改法案在调整后，主要关注个人所得税的减税，而不是整体税制的改变，将极大减少在国会通过的阻力。因此预计特朗普的税改提案将在今年晚些时候获得国会通过，并很有可能从明年起开始实施。

(5)事件：当地时间3月29日，英国政府触发《里斯本条约》第50条、正式向欧盟提出启动脱欧流程。

点评：按照条约规定，英国通知欧洲理事会其脱欧意愿后，着手商讨具体脱欧细节，除非特定多数的理事会成员（27国中20国通过，且人口占欧盟总人口65%以上）同意延期，否则各方要在两年时间内达成协议。

3月22日英国伦敦爆发恐怖袭击，更坚定了英国的脱欧决心，因为英国脱欧的一个很重要原因，就是不能让民众在欧盟各国自由迁徙，国家安全问题会出现不可控。

英国政府给出了一个较为强硬的脱欧态度，脱欧谈判前景仍不确定，欧盟如何权衡防止脱欧倾向蔓延，与保持欧英经贸往来之间的关系，可能成为谈判关键。此前，欧盟集团主席容克曾表示需要英国支付500亿英镑的脱欧账单，而英国脱欧部长戴维斯表示英国拒绝支付该账单。近期苏格兰领导人斯特金表示将开启第二次独立公投，如果硬脱欧与苏格兰公投独立同时发生，英国将雪上加霜。

欧洲大陆各国的脱欧潮可能没有想象地剧烈，无论如何，政治风险成为2017年最重要的风险之一。

四、深度解剖：北京楼市最严调控下的房价何去何从

统计局的数据通常都会显著低于私人机构的数据，由于房价已是敏感数据，所以国内两家较有影响力的房地产咨询机构中国指数研究院和易居中国，已经在去年年底开始停止公布房价数据，所以我们目前能看到的数据，只是统计局的数据，显得房价涨幅明显低于我们的直观感受。

（一）2017年春节以来，北京房价出现飙涨，外汇管制可能是主因

今年开春以来，北京二手房出现热抢的局面，房东坐地起价、一房难求，购房空前高涨，价格飙升超过10%，市场上恐慌性的入市情绪较为严重，北京成为引领全国房价的火车头。根据统计局的数据来看，继去年“930”楼市调控政策之后，北京房价的环比涨幅逐月回落，楼市降温，但春节后北京房价的环比涨幅再次抬升，2月份环比涨幅达到1.3%，预计3月份的环比涨幅也会比较高。

在2016年十一期间“930”的楼市政策调控之下，北京房市不仅没降温，反而在春节后出现飙升的局面，着实超出了绝大部分人的预期，和此前的楼市调控周期略有不同。很可能是元旦以来的外汇管制，国家严令禁止外汇流出到国外购房和投资，外汇很难流出去，换外汇非常困难，导致往年大量去海外买房的资金，无地可去，就流向了住宅，加速了泡沫。而作为首都的北京，房价均价显著低于上海，大幅低于深圳，有补涨的需要，所以大量资金流向了北京住宅。

图：2015-2017年的北京二手房指数和环比涨幅（右轴）



（二）北京房价的节后疯涨，倒逼史上最严控的楼市调控政策：多管齐下，各个杀手锏

地产调控分为需求端和供给端，需求端包括限购、限贷，供给端包括增加土地和住宅供给。北京楼市的限购一直很严，是最严的城市，从2011年2月起限购至今，本市户籍限购2套，非本市户籍需要连续缴纳五年社保或个税，才有资格限购1套，把大量的非本市户籍遮挡在外。

春节后的北京楼市飙涨，倒逼了北京市政府接连出台了最严厉的楼市调控政策，多管齐下，各个杀手锏：认房认贷认离婚，即提高首套房认定标准，提高二套房首付比例，离婚后一年内购房的，认定为二套房，降低房贷最高期限。具体来看：

1、提高首套房认定标准，“认房又认贷”，重回史上最严认定标准

首套房认定需同时满足两个条件，一是居民家庭名下（以家庭为单位，包括本人和配偶），在北京没有住房（只考虑北京地区，京外有住房不影响），二是在全国范围内没有个人住房贷款（含住房公积金贷款）记录。只要其中任何一个条件不满足，就认定为二套房。

从“认房不认贷”提到“认房又认贷”，北京的首套房认定标准重回历史最严水平，上一次北京实行“认房认贷”，要追溯至2013年4月发布的“京十二条”。去年“930”新政中，只要在北京拥有一套住房，无论是否有住

房贷款记录，都认定为二套房。“317”新政将住房贷款纳入首套房认定标准，只要有个人住房贷款记录，无论是否还清，都认定为二套房。

目前北京二手房市场 70%以上，为换房群体，有过贷款记录的换房群体通过“先卖后买”换房，将被认定为二套房，首付比例要提高到 60%之上，导致换房成本大幅提高，将明显减少改善型购房需求，抑制二手房的过度交易。其中已成交但未网签的换房群体受影响最大，可能面临违约风险。

2、提高二套房首付比例：提高 10 个百分点，无论横向还是纵向对比，都是最高水平

对于二套房，购买普通自住房的最低首付比例从 50%升至 60%，购买非普通自住房的最低首付比例从 70%提高至 80%。

从横向比较，“317”新政后，北京二套房的最低首付比例提高 10 个百分点，普通住宅和非普通住宅的最低首付比例分别为 60%和 80%，成为城市中最高，其他一线城市上海、广州、深圳的二套房首付比例都是：普通住宅 50%，非普通住宅 70%。从纵向比较，北京目前首付比例已是史上最高。

二套房首付比例的提高，会抑制改善型购房需求和投机性需求。相比之下，首套房的最低首付比例维持不变，普通住宅和非普通住宅分别保持 35%和 40%，可见调控政策仍然保护刚需。

3、认离婚：一年内离婚，进行购房，按照二套房执行

往年来看，每当出现楼市调控，提高二套房首付比例和基准利率后，都会出现离婚高潮，以求首套房的优惠，购买家庭的二套房，这也一直是个漏洞。北京将这个漏洞堵住了。

3月24日，央行发布了《关于加强北京地区住房信贷业务风险管理的通知》，提出对离婚一年内的贷款人实施差异化住房信贷政策，从严防控信贷风险；对于离婚一年以内的房贷申请人，商贷和公积金贷款均按二套房信贷政策执行。以后在北京离婚一年以内购房通通按二套房执行，而按照 3.17 新政的规定，购买二套房的首付款比例不低于 60%。“认离婚”将限制投机性购房。

4、降低房贷期限：房贷最长期限降至 25 年，首次以政策文件限定

发放个人住房贷款（含住房公积金贷款）的最长期限从 30 年降至 25 年。这是北京首次以政策文件的形式限定了个人房贷的最长期限。以往，只有部分商业银行针对二套房购房客户，自主执行了贷款年限 25 年的要求，从“317”新政起，25 年将成为“一刀切”的统一要求。房贷最长期限的降低，将会挤出部分支付能力较弱的购房人群。

5、北京全面叫停商住房：开发商不能建，个人不让买

商住房的弊端很多，例如不能迁入户口，土地出让年限一般只有 40 年或 50 年，没有学校和商业等配套服务设施，贷款期限一般不能超过 10 年，贷款利率至少上浮 10%，不能申请住房公积金贷款。另外，商住房的水费、电费、物业费、供暖费都要比住宅贵很多，过户的税费成本也高于住宅。但是，房价的高价之下，不限购的诱惑令大批购房者趋之若鹜。

往年来看，由于北京对于购房的资格较严，非北京户籍，只有连续缴纳五年纳税或社保，才有资格购房，那么大量的外籍人员，就选择了商住房，所以每次楼市调控政策之后，商住房的价格就会出现飙涨。同时，每次楼市调控政策之后，没有资金实力继续投机住宅的人员，会选择投机商住房，推动商住房的价格飙涨。而本次北京将这个漏洞也堵住了。

为全面规范商业办公用房市场，北京市颁布新政，全面叫停商住房，规定开发商不能建、个人不让买、银行不给贷、中介不许代理，可以说北京市商住房将从此成为历史。

（三）2009 年以来，北京的楼市周期分为三个周期，目前即将处于第三个周期的下半段

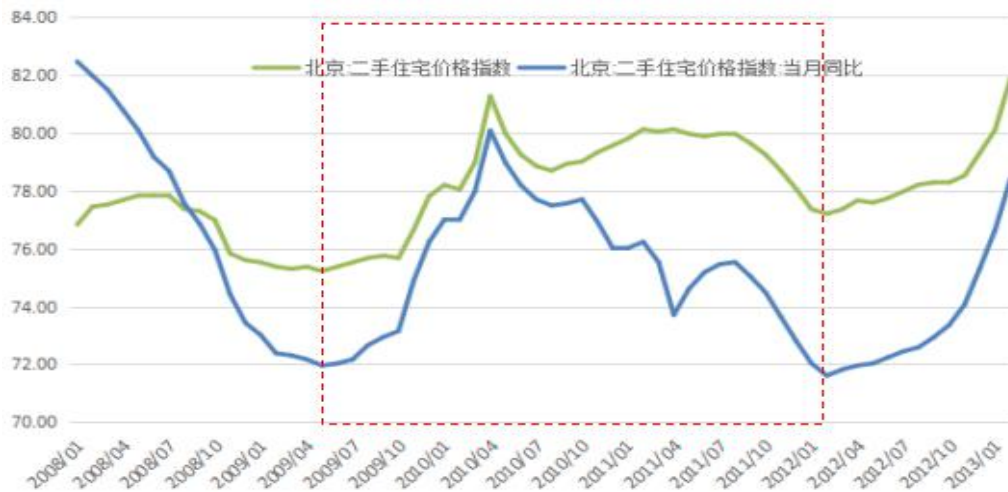
从短周期来看，我国楼市是政策市，受楼市政策的影响很大，基本上演绎的形式是“楼市政策放松---房价大涨---政策收紧---房价调整---政策放松---房价大涨”，不断循环，房价呈现螺旋式上涨的格局。每一轮房价持续上涨后，此时房价涨幅较大，社会舆论开始对楼市表示忧虑和批判，考虑到民生和社会稳定，国家都会出台楼市调控政策，

限购和限贷，此后购房者会被限制购买，或者开始持币观望，房价步入调整；房价调整后，国家又开始担心房价下跌，会影响到经济发展，甚至会担心房价下跌会导致金融危机，又会开始支持楼市，此前被抑制的刚需就会喷发出来，加上当前的刚需，两种刚需相叠加，就会使需求井喷，投机需求也会加入，房价迅速升温，然后创出新高，房价大幅上涨。

从2009年开始，我国楼市出现一个显著的短周期，时间为3年，两年左右是房价的上涨期，一年左右是房价的调整期，北京同样也满足短周期：

1、第一周期：2009--2011年

图：2008-2012年，北京房价的同比涨幅（右轴）和房价指数



放松阶段：2008/9-2010/1：调控放松，流动性宽松。以2008年10月降低房地产交易环节税收为开始，鼓励住房消费和房地产投资；流动性较为宽松，五次降息、四次降准。为应对次贷危机，2009年推出“四万亿”刺激计划。

具体文件：

发布时间	政策文件	主要内容
2008/9-2010/1	《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》、《北京住房公积金管理中心关于调整住房公积金贷款利率和首付款比例的通知》	首套普宅契税下调至1%，免征印花税、土地增值税；首套贷款利率7折，最低首付下调为20%。

在楼市放松的背景下，根据房价指数来看，房价在2009年5月份触底回升，11月份开始加速上涨，涨到2010年4月份，持续12个月，本阶段北京房价涨幅8%，如果考虑到后面房价大幅反弹，高位横盘，一直到2011年4月才二次见顶回落，那么持续时间是24个月，此后开始见顶回落。

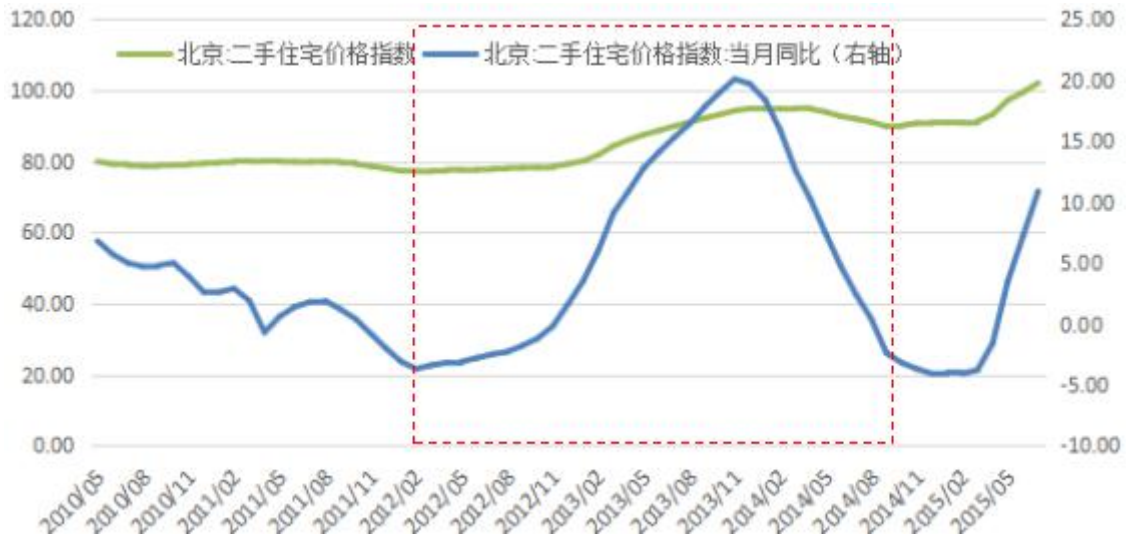
调控阶段：2010/1-2012/1。调控收紧，流动性由紧转松。以2010年1月“国十一条”出台为开始，2011年开始首次实施限购令，外地户籍需要连续缴纳五年社保或个税才能购一套房；2010/1-2011五次加息、十二次加准。

发布时间	政策文件	主要内容
2010/1/10	“国十一条”《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》	二套房首付不低于40%
2010/4/17	“新国十条”《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》	全国限购开始：三套房和不合规的外地人购房贷款被叫停
2010/4/30	“京十二条”《北京市人民政府贯彻落实国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨文件的通知》	北京正式限购：同一家庭限购一套新房，二套房认房不认贷
2011/1/26	“新国八条”《国务院办公厅关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》	二套房首付提高至60%，贷款利率下限为基准利率的1.1倍；三套及以上住房不发放商业贷款
2011/2/15	“京八条”《北京市人民政府办公厅关于贯彻落实国务院办公厅文件精神进一步加强本市房地产市场调控工作的通知》	外地社保/纳税满5年限购1套，北京户籍限购2套

在楼市调控的背景下，根据房价指数来看，房价在2010年5月份，开始见顶回落，中间虽然有反弹，但在调控继续加码的背景下，跌到了2012年2月份，持续12个月，本阶段北京房价下跌5%。

2、第二周期：2012-2014年

图：2010-2015年，北京房价的同比涨幅（右轴）和房价指数



放松阶段：以2011年12月流动性由紧转松作为开始，2011/12-2012/7，两次降息、三次降准，银行的购房贷款利率优惠再次出现。

在楼市放松的背景下，根据房价指数，北京房价在2012年3月份开始触底回升，当年12月份后开始加速上涨，一直涨到2014年3月为止，持续24个月，本阶段北京房价上涨23%。

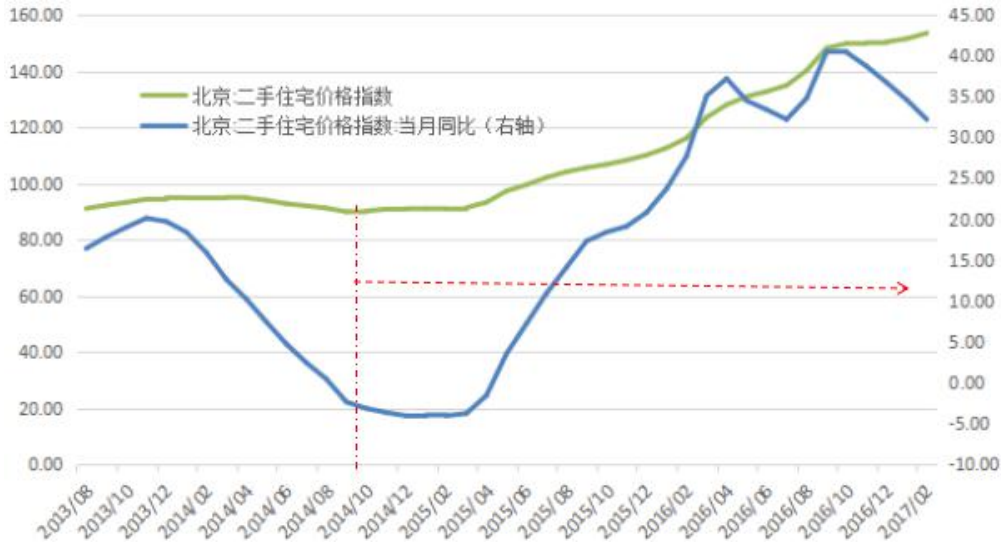
调控阶段：以2013年2月份“新国五条”为标志。

发布时间	政策文件	主要内容
2013/2/20	“新国五条”《关于国务院常务会议研究部署加强房地产市场调控的通知》	坚持执行限购、限贷调控政策，各地公布年度房价控制目标
2013/3/30	“京十九条”《北京市人民政府办公厅关于贯彻落实《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》精神进一步做好本市房地产市场调控工作的通知》	首将二手房纳入调控，按个人转让住房20%征收所得税；禁止京户未婚购买二套房

在楼市调控的背景下，北京房价在2014年5月份开始回落，一直调整到2014年10月，持续6个月，本阶段北京房价下跌5.4%。

3、第三周期：2014年开始，到目前还未截止

图：2013-2017年，北京房价的同比涨幅（右轴）和房价指数



放松阶段：调控放松，流动性宽松。以2014年9月“930”新政为开始，重启救市模式，释放刚需和改需；流动性宽松，六次降息，五次降准。

发布时间	政策文件	主要内容
2014/9/30	第一次“930”新政《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	贷清不认房；贷款利率下限为基准利率的0.7倍；调整普宅标准普惠刚需
2015/3/30	“330”新政《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》	降低二套房首付至40%；公积金首套最低首付20%；2年及以上的普宅免征营业税
2016/2/22	“222”新政《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》	契税调整成两档计税，首套税率1%-1.5%

在放松的背景下，北京房价开始在2014年11月份触底回升，2015年5月份开始加速上涨，截止到2017年2月，已经持续28个月，本阶段北京房价涨幅已经达到71%，不过截止到目前为止，北京房价尚未见顶回落。

调控阶段：以2016年9月“930”新政为开始，抑制房价过快上涨，打击投资性购房需求，流动性稳健中性。

发布时间	政策文件	主要内容
2016/9/30	第二次“930”《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的若干措施》	首套、二套普通住宅首付比例提高至35%、50%
2017/3/17	“317”新政《关于完善商品住房销售和差别化信贷政策的通知》	认房认贷；提高二套房首付（普宅60%、非普宅80%；房贷最长期限降至25年

（四）在北京“多管齐下，各个杀手锏”的调控环境下，北京房价有望迅速降温，步入调整

从此前的两个周期中，从楼市调控开始，到房价开始见顶回落，时隔 6-15 个月，平均在 10 个月以上，房价回落时间在 6-12 个月，平均在 8 个月左右。第一周期：以 2010 年 1 月“国十一条”出台为开始，房价在 2010 年 5 月份见顶，时隔 6 个月，房价回落 12 个月，但考虑到后面房价大幅反弹，高位横盘，一直到 2011 年 4 月才二次见顶，以 2011 年 4 月份这个时间作为回落时间的话，时隔 15 个月。第二周期：以 2013 年 2 月份“新国五条”为标志，北京房价在 2014 年 5 月份开始回落，时隔 15 个月，房价回落 6 个月。

图：2008-2017 年，楼市政策拐点和房价拐点的时滞关系



在过去北京楼市的三个短周期中，最近的一次周期，北京房价涨幅最凶猛，持续时间也最长，已达到 28 个月。在去年“930”新政的背景下，北京楼市短暂平稳，但节后再次攀升，随之“317”调控的加码，以及后面的多管齐下，各个都是杀手锏，都比较严厉，而且多个政策是首次实施，预计本次北京楼市将会迅速降温，成交量将会显著下滑，预计北京房价将在 2017 年年中左右见顶回落，距离去年“930”新政有 9 个月左右，符合时滞时间段。如果房价不调整的话，政府还有储备的政策，那就是提高二套房的利率，例如二套房的利率为银行的 1.1 倍、1.2 倍以上。

图：2005-2017，北京房价的指数走势



考虑北京房价的回落时间段，前两个周期是回落平均 8 个月左右，按照这个时间的话，北京房价将会回落到 2018 年的年初，同时考虑到，本周期北京房价的上涨时间很长，远大于前两个周期，而且本周期的楼市调控都是杀手锏，所以预计本周期的北京房价回落时间会稍长，按照 12 个月的话，会回落到 2018 年的年中左右。

考虑北京房价的回落幅度，2008 年经济危机时，根据统计局的数据，北京房价指数从最高点到最低点，下跌了 3.4%，前两次短周期中，北京房价指数都是下跌 5% 左右，预计过去的两年中，北京房价的需求大幅透支，加上本次的调控力度之大，预计北京房价指数的下跌幅度会大于 5%。

由于政府调控房价的目的是为了让房价稳定，不大幅波动，即不大涨，也不大跌，等到房价调整一年后，政府肯定会担心经济，害怕房价下跌引发金融危机，所以会和前两个周期一样，对楼市松绑，放松调控。根据前两周期来看，在放松调控后，房价虽然会有上升，但比较平稳，约在半年左右之后，房价才会出现显著上涨。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表任何确定性的判断。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发需注明出处为宜信卓越财富投资管理（北京）有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。