



房地产专题更新

又一个房地产周期

房地产进入新一轮市场化上升周期；土地和资金是推动房地产周期上行的重要力量；居民的买房需求依旧有较大发展空间；2019 年房地产固定资产投资增速可保持在 10%以上。

- 1. 2018 年下半年以来，房地产市场逐步触底，并在 2019 年初再次进入一轮市场化上行周期。
- 2. 与此前我们的观点一致的是，本轮市场化周期内部出现明显分化。住宅地产在一线、二线城市表现比较强劲，是上行周期的主要推动力，三四线城市仍以平稳回落为主。
- 3. 土地指数和资金指数是本轮房地产周期的先导和推动力量，本轮周期的持续性需要密切关注销售指数的变化。
- 4. 结合宏观经济来看，2018 年以来的房地产行业复工趋势在持续，叠加新开工增长强劲，可确保 2019 年全年房地产固定资产投资增速保持在 10%以上。
- 5. 从居民消费端看，2017 年较 2016 年，居住消费占比继续上升，特别是东部和中部地区上升显著，我们维持此前观点，以二线城市为代表的人口净流入地区和受益于城镇化率上升的中西部地区，居住消费占比上升趋势仍将持续一段时间。
- 6. 关注 2018 年 11 月以来，新建商品住宅价格同比增速站上两位数的趋势，是否会导致部分地区房地产政策有所收紧。
- 7. 关注土地出让金收入增速下行，对地方政府财政可能造成的影响，以及土地一级市场可能出现的金融监管主导的降杠杆政策行为的潜在长远影响。
- 8. 关注房地产投资资金来源增速的变化，可能制约房地产固定资产投资增速。
- 风险提示：国际经济增速超预期下滑，国内货币政策边际变化。

相关研究报告

《房地产专题：等风景看透，看细水长流》
2018.7.18

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

张晓娇
(8621)2032 8517
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

用五星分析法看房地产市场半年来的变化	4
房地产综合曲线	4
住宅市场曲线	5
商业地产曲线	6
工业地产曲线	7
小结：	7
从土地的视角看住宅地产：买方市场？	8
住宅地产市场的土地曲线	8
住宅土地市场的结构变化	9
土地成交价款不太行	11
小结：	11
从资金的视角看住宅地产：春风又绿江南岸	12
房地产市场的资金曲线	12
金融的数据借鉴	13
财政的数据借鉴	14
居民消费的数据借鉴	14
小结：	15
总结：市场化周期分化重来	16
风险提示：	17

图表目录

图表 1. 房地产综合指数	4
图表 2. 4 月房地产综合指数构成情况	4
图表 3. 四项指数构成走势	5
图表 4. 住宅地产指数走势	6
图表 5. 住宅地产指数构成	6
图表 6. 4 月商业地产土地指数构成	6
图表 7. 商业地产指数变化	6
图表 8. 4 月商业办公楼指数情况	7
图表 9. 4 月商业营业用房指数情况	7
图表 10. 4 月工业地产土地指数情况	7
图表 11. 工业地产土地指数走势	7
图表 12. 4 月住宅地产土地指数构成情况	8
图表 13. 住宅地产土地指数走势	8
图表 14. 住宅地产购地面积同比变化	9
图表 15. 住宅地产成交土地溢价率变化	9
图表 16. 住宅土地供地占地面积结构	9
图表 17. 住宅土地供地占地面积同比	9
图表 18. 住宅土地购地占比面积结构	10
图表 19. 住宅土地购地占地面积同比	10
图表 20. 住宅土地成交溢价率变化	11
图表 21. 住宅土地成交比例变化	11
图表 22. 土地成交价款增速大幅回落	11
图表 23. 4 月房地产资金指数构成	12
图表 24. 房地产资金指数走势	12
图表 25. 定金资金增速回升	13
图表 26. 按揭资金增速回升	13
图表 27. 新增居民中长期贷款占比和增速出现上行	13
图表 28. 贷款余额和房地产相关贷款余额增速比较	13
图表 29. 土地出让金收入与支出增速	14
图表 30. 房地产相关税收增速	14
图表 31. 居民居住消费占比在 2017 年的变化	15



用五星分析法看房地产市场半年来的变化

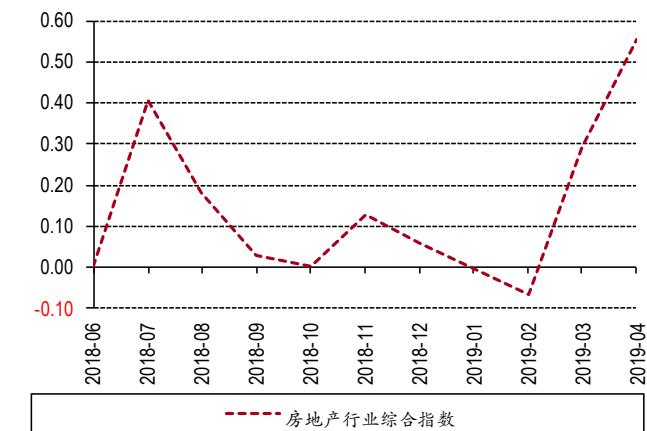
2018年7月我们的房地产专题报告提出,国内房地产市场已经出现了一线/二线/三四线城市间的分化,各市场开始出现自身的周期和特点,其中由于人口净流入开始从一线城市向二线城市转移,未来二线城市将成为房地产市场的主体。半年后我们再次用五星分析法对房地产市场进行分解,事实证明一线城市和二线城市房地产特别是住宅地产市场经过一段时间的调整已经再次进入了上行周期当中,三四线城市则继续回落。

房地产综合曲线

2月见底之后快速回升。我们此前在房地产专题报告中提及,历史上我国的房地产周期大约是3年,整体表现为1年上升、2年下降的节奏。但是2015年的房地产周期有所不同,主要是受到棚改货币化和房地产去库存双重影响下的政策性周期波动,三四线城市住宅地产的肥尾现象明显,因此上一轮周期的下行时间长出了一年,体现为1年上升、3年下降的特点。从房地产行业综合指数来看,2019年2月房地产综合指数出现见底特征,虽然此次不及历史上2011年和2014年调整的充分,但已经出现了快速上行,推动指数上行的主要是土地和资金。

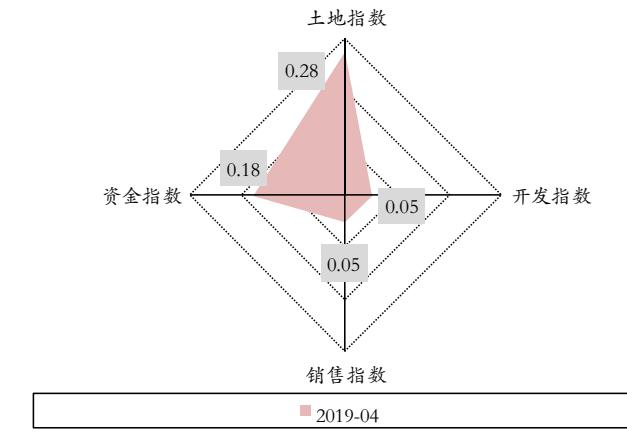
又是一次市场化周期的回归。从2019年至今房地产综合指数的表现来看,资金指数和土地指数的反弹幅度最为显著,这与2013年的房地产周期更加类似,我们倾向于认为此次房地产综合指数的反弹是一次需求端主导的市场化周期的表现。如果借鉴2013年房地产周期的表现,那么本轮周期可能体现为:上行周期1年,约至2020年初,下行周期2年,约至2021年底,在下行周期中,销售指数率先回落,随后的是资金指标,但调整幅度最深的土地指标,开发指数整体仍可处于相对偏高的水平,波动最小。

图表1. 房地产综合指数



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表2.4月房地产综合指数构成情况



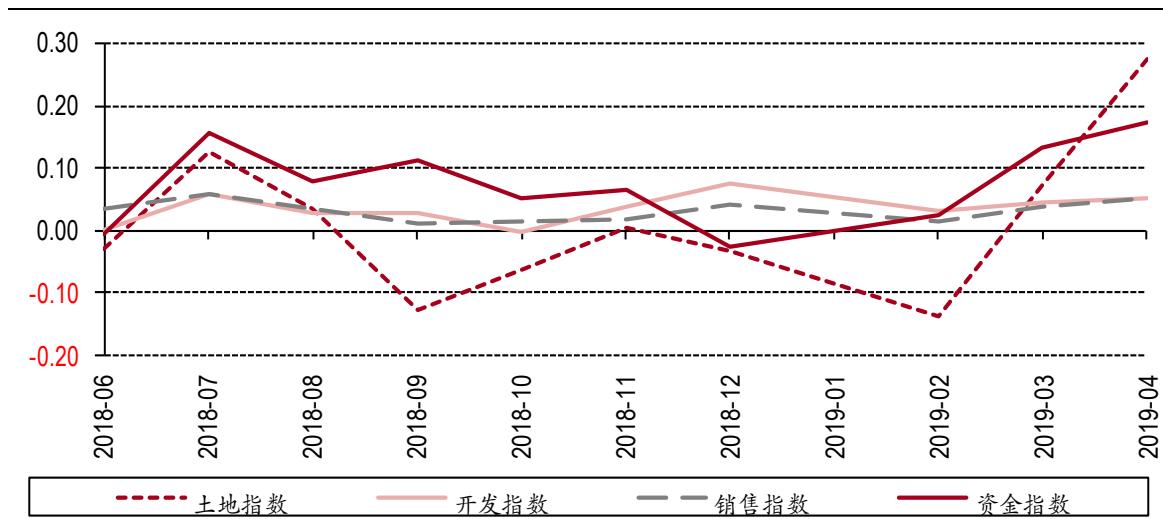
资料来源: 万得, 中银国际证券

关注资金指数和土地指数领先反弹。从房地产综合指数构成来看,资金指数的反弹幅度最大,土地指数次之。资金方面,主要受到货币政策边际调整的影响。2018年受到金融去杠杆政策的影响,M2同比增速创出历史新低,M1同比增速也持续下行,2019年货币政策边际有所调整,社融存量同比增速和人民币贷款存量同比增速都较2018年有所反弹。在货币政策的带动下,实体经济流动性明显好转,房地产行业资金面也出现了显著好转。土地方面内部各指标之间一定程度上有所分化,但供地发生了显著改善,这或表明地方政府的房地产政策已经有所调整。



本轮周期持续时间关注销售指数。2019年2月以来，销售指数也处于持续上行趋势，从构成来看，销售指数的上行主要受到房价同比上升和销售额同比增速回升的影响。我们认为在需求推动的房地产周期之下，销售指数的波动将是需求最直观的反映。如果销售增速出现回落，可能直接影响房地产开发商拿地的行为，进而影响开工和固定资产投资。

图表 3. 四项指数构成走势



资料来源：万得，中银国际证券

住宅市场曲线

住宅地产出现回暖。房地产市场的回暖，很大程度上是由于住宅房地产市场回暖：截至2019年4月，住宅地产在房地产市场中的占比明显上升，这种变化体现在住宅房地产的购地面积占比、施工面积占比、以及投资额占比等各个方面。考虑到住宅在房地产行业中的占比超过七成且还在持续上升，因此住宅地产发生的变化将对整个房地产行业的周期产生重大影响。

住宅地产土地指数明显上行。从住宅房地产综合指数来看，同样是2019年2月触底，此后连续两个月明显上升。从构成来看，住宅地产指数的上升，明显受到土地因素的影响。综合来看，住宅地产的土地指数整体上升趋势明显，包括供地面积、购地金额、楼面地价、成交土地溢价率等，仅购地面积的变化略滞后，但趋势也是上升的。

关注销售指数的变化。住宅地产的销售指数自2017年10月触底之后持续震荡上行，从构成来看最显著的是待售面积累计同比自2018年之后增速见底回升，意味着住宅房地产去库存出现了拐点。2018年四季度至今，变化最显著的是一手房价格指数和二手房价格指数同比都出现明显的上行。我们认为销售指数或将是房地产行业综合指数的先导，而销售指数中，我们密切关注销售面积的变化和价格的变化。

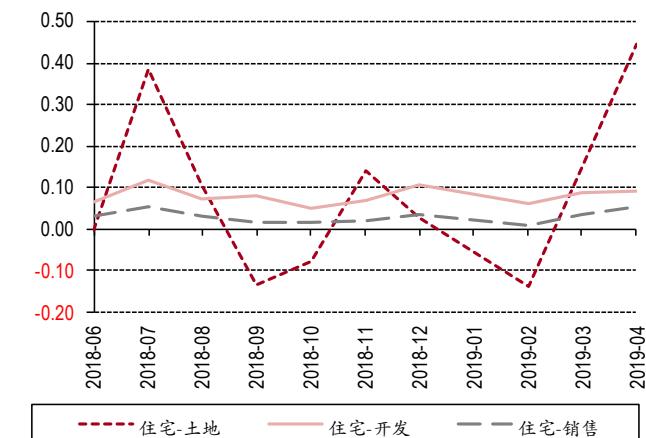


图表 4. 住宅地产指数走势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 住宅地产指数构成



资料来源：万得，中银国际证券

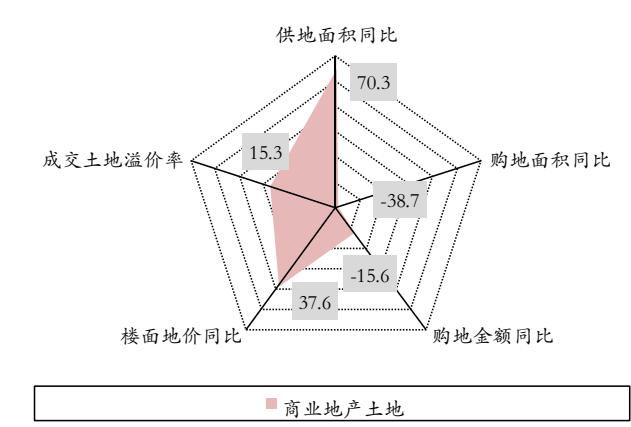
商业地产曲线

商业地产土地指数出现细微变化，但整体仍弱势。商业地产土地指数自 2017 年 6 月达到顶峰之后一直处于下行趋势当中，但 2019 年 4 月，在供地面积、楼面地价同比和成交土地溢价率方面发生了明显的反弹。整体来看，目前尚且难说商业地产出现了趋势性拐点，只能说出现了积极的变化，这种变化主要体现在供地面积同比快速上升方面，以及成交土地溢价率较 2018 年出现了上升趋势。

办公楼新开工面积回暖。办公楼开发指数在 2018 年 6 月到达底部之后，虽然出现了明显的上升，但目前仍整体偏弱。分细项来看，当前表现最好的细分指标是新开工面积同比增速自 2018 年 8 月以来持续震荡上行，在新开工的带动下，施工面积和实际投资额同比增速也有所回升。

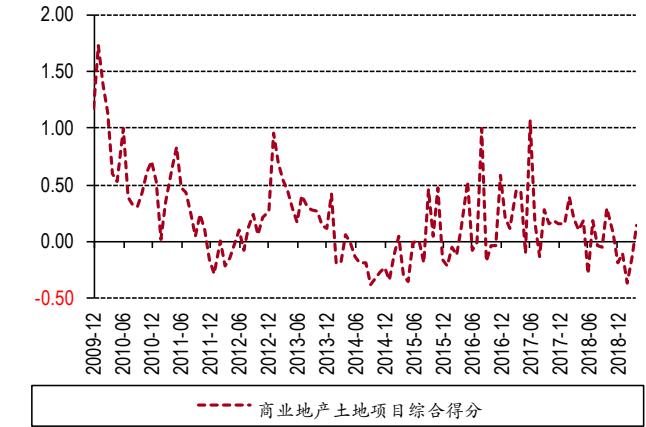
商业营业地产依然疲弱。相较之下，商业营业地产开发指数则尚未见到好转迹象，且新开工面积自 2018 年同比小幅上升之后，再次转为下行。

图表 6. 4 月商业地产土地指数构成



资料来源：万得，中银国际证券

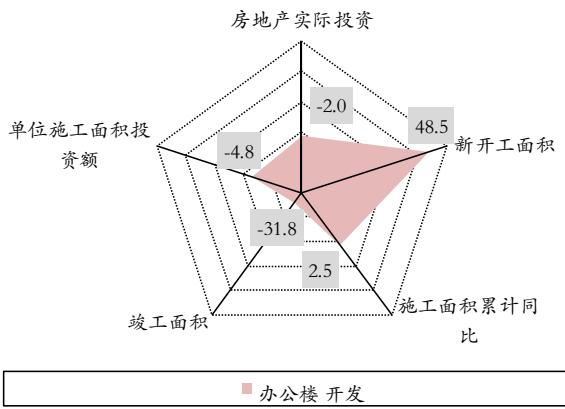
图表 7. 商业地产指数变化



资料来源：万得，中银国际证券

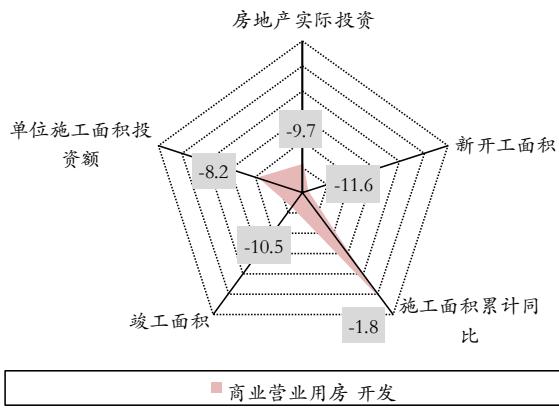


图表 8.4 月商业办公楼指数情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 9.4 月商业营业用房指数情况

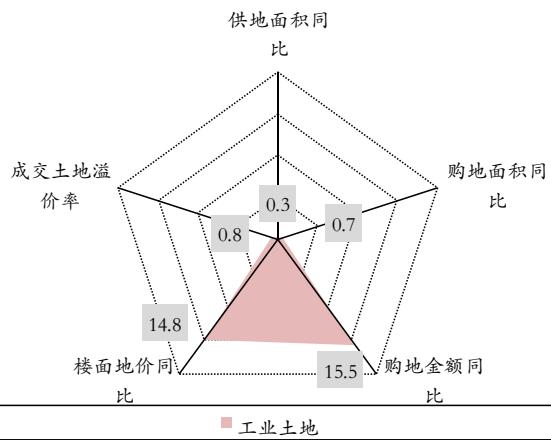


资料来源：万得，中银国际证券

工业地产曲线

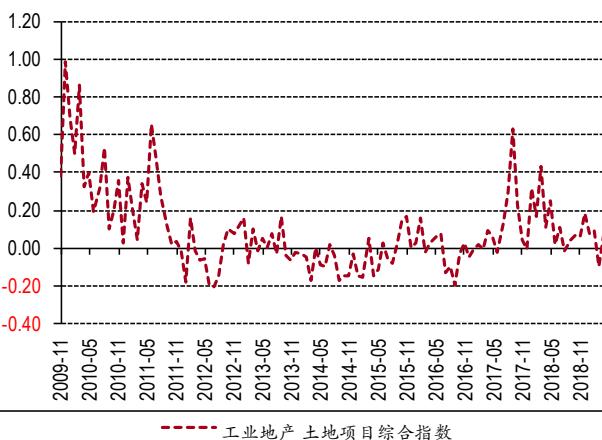
工业地产继续走弱。2017年和2018年在工业企业盈利同比增速维持在高位的带动下，工业地产土地指数一度明显回升，但随着工业企业盈利增速的回落，工业土地指数随之下滑。但从构成来看，工业土地楼面地价同比相对强劲，成交土地溢价率和购地金额同比也相对平稳，工业土地的问题主要存在于面积的回落上。

图表 10.4 月工业地产土地指数情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. 工业地产土地指数走势



资料来源：万得，中银国际证券

小结：

1. 2018年6月至2019年4月间，房地产市场出现了拐点，自2019年2月开始出现上行趋势。
2. 我们判断，这是一次市场化周期性的上行，先行主导的是资金和土地指标。
3. 住宅地产的回暖显著，特别是土地指标。
4. 需要关注住宅地产的销售指标，可能是本轮房地产周期下行拐点的先导指标。
5. 商业地产整体仍疲弱，商业营业房地产业指数还在底部徘徊，但办公楼的新开工面积同比快速增长。
6. 工业地产土地指数再度下行，只有工业地产楼面地价指数稳中有升。



从土地的视角看住宅地产：买方市场？

土地是本轮房地产周期的领先指标之一，但出现了新的特点：各线城市住宅土地市场差异化放开供给与开发商“挑肥拣瘦”并存，反映在数据当中，表现为购地增速远低于供地增速，成交土地楼面地价和溢价率都维持在较高水平。另外需要关注土地溢价率走高对未来房价的推动作用。

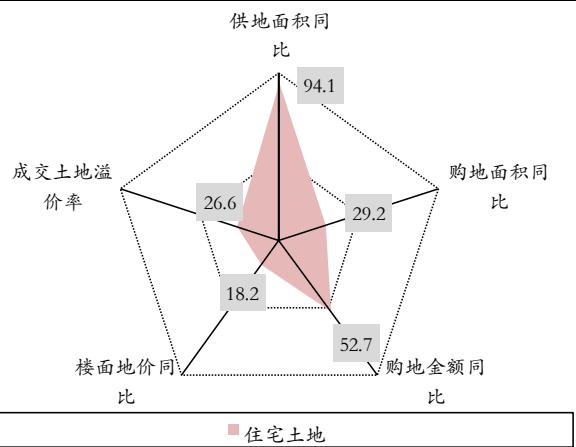
住宅地产市场的土地曲线

两次探底之后上行。2018年6月至2019年4月之间，住宅土地曲线分别在2018年9月和2019年2月两次探底，随后快速上升。从历史上看，住宅土地综合指数的波动有明显的周期性，并且在底部都经历了大约12个月的充分调整，相较之下，本轮房地产周期土地指数的表现异于往常，不仅下行的持续时间较短，在底部调整的时间更短。

供地大幅反弹，购地变化相对较弱。从土地指数的物量成分变化来看，供地面积同比大幅上升，是支撑土地指数强势上行的重要原因，相较之下，购地指数的变化幅度相对较小。从历史表现来看，供地面积在本轮周期中上行的幅度超出历史复苏水平，一定程度上说明地方政府在供地政策方面出现了趋势性变化。

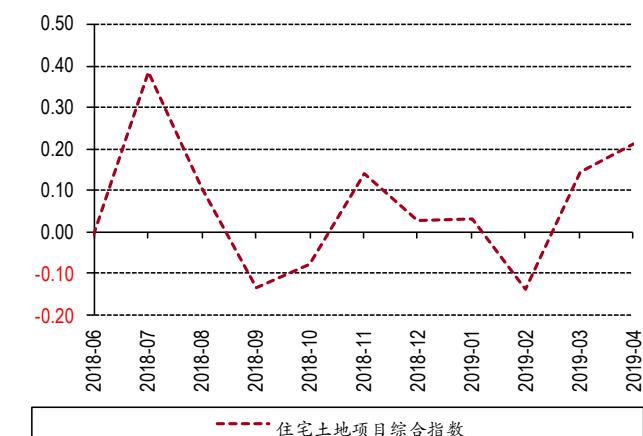
溢价率说明问题。需要关注的是，本轮住宅土地市场的复苏，不仅受到物量成分的变化影响，在价格指数方面，无论是楼面地价同比还是溢价率，也都出现了明显的回升趋势。特别是成交土地溢价率，在2018年10月触及周期低点之后，已经持续上行趋势半年时间，表明已成交的土地市场热度较高。这说明至少存在两个问题：一是住宅土地供给量增加没有推动成交量增速同步上升，但推动了楼面地价和成交土地溢价率上升，表明房地产开发商在购地的选择上趋于谨慎和抱团；二是已成交的土地楼面地价和溢价率维持在较高水平，表明住宅地产的土地成本继续上升，可能成为下一轮房价上涨的内生因素。

图表 12.4月住宅地产土地指数构成情况



资料来源：万得，中银国际证券

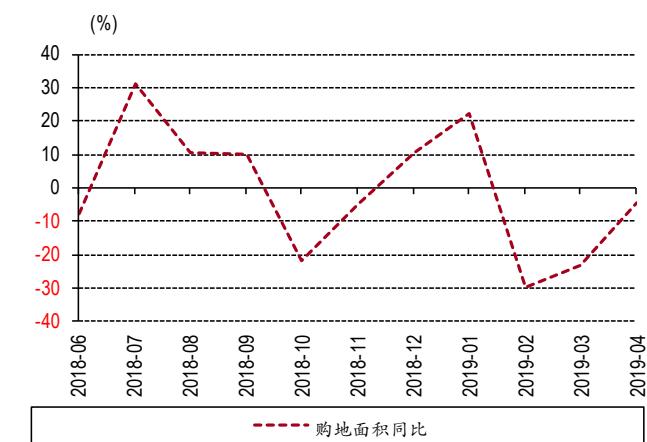
图表 13. 住宅地产土地指数走势



资料来源：万得，中银国际证券

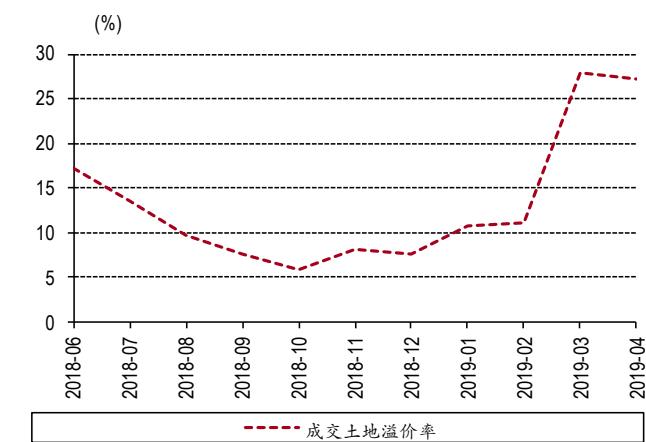


图表 14. 住宅地产购地面积同比变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 15. 住宅地产成交土地溢价率变化



资料来源：万得，中银国际证券

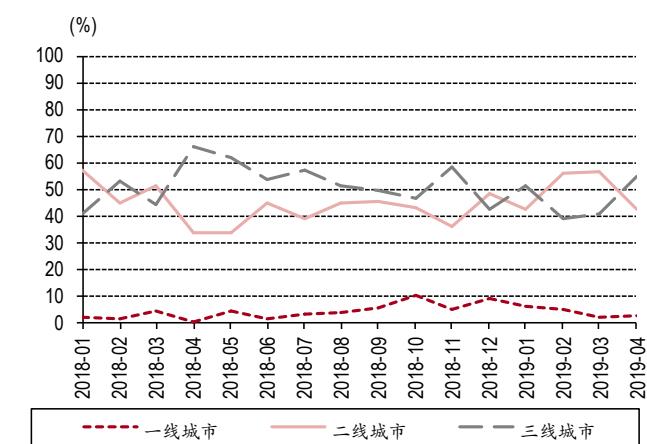
住宅土地市场的结构变化

供地结构变化

一线二线城市加速供地。从增速的角度看，进入 2019 年之后，一线城市住宅土地供应面积同比增速一直维持在较高水平，2019 年 4 月二线城市当月住宅土地供地占地面积同比增速也出现快速上升。与一二线城市形成对比的是，三线城市供地增速在 2017-2018 年间维持在相对较高水平，但自 2018 年下半年之后，三线城市的供地面积增速出现了明显的下滑。

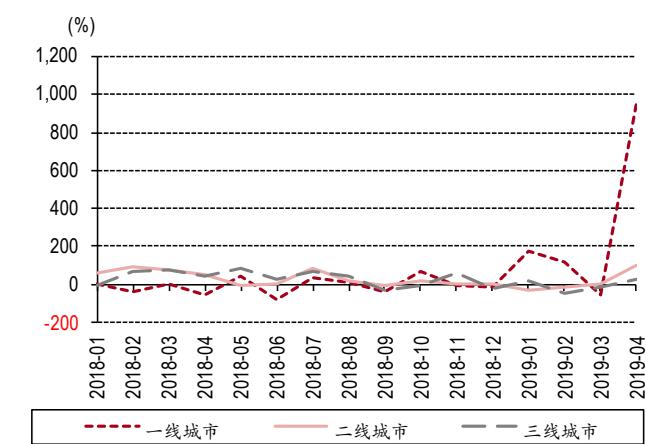
三线城市供地占比上升，增速较低。从占比上看，一线、二线、三线城市土地供应的占比结构一直相对稳定：一线城市的占比一直维持在 10% 以下，二线城市和三线城市的供地面积占比则在 30-60% 之间大幅波动。2017 年之后，二线城市供地面积占比趋于下行，相应的三线城市的占比出现上升，但 2019 年之后，二者的结构再次出现逆转。2019 年前四个月二线城市供地面积占比上升至 49.5%，三线城市供地占比下滑到 46.5%。

图表 16. 住宅土地供地占地面积结构



资料来源：万得，中银国际证券

图表 17. 住宅土地供地占地面积同比



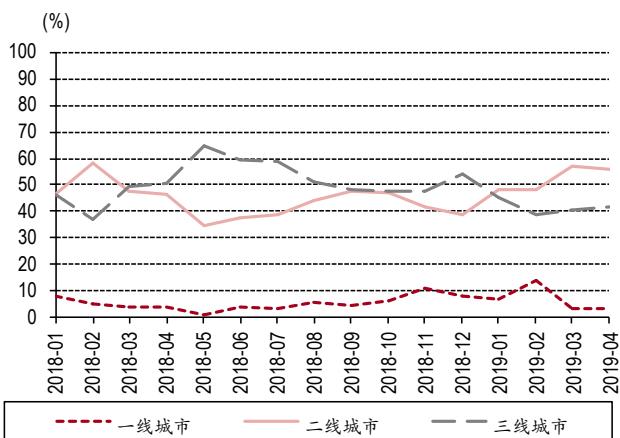


购地结构变化

二线是住宅土地最重要的增量市场。从购地占地面积来看，2019年以来二线城市的占比逐步上升，相对应的是三线城市的占比逐步下滑和一线城市的占比波动下滑，同时二线城市的购地占地面积增速也表现好于一线和三线城市。并且从购地占地面积和购地规划面积的对比来看，二线城市住宅土地成交主要用于高密度住宅。我们维持此前观点，二线城市未来将成为人口净流入的主要对象，因此二线城市住宅地产的需求或将持续相对强劲。需要注意的是，二线城市住宅房地产市场的挑战未来或更像一线城市，主要在于平衡供应土地、房价涨幅与地方财政、城市可持续发展等方面问题。

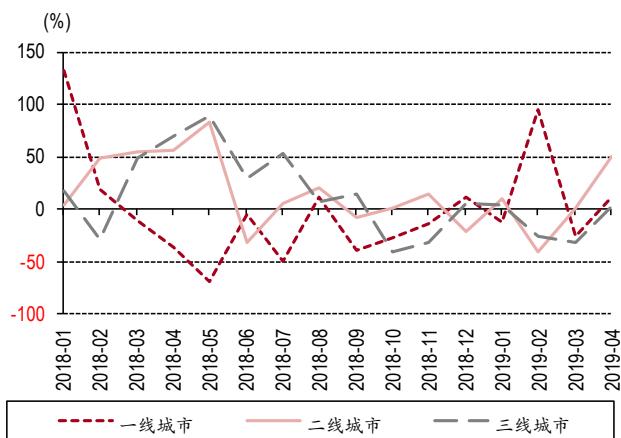
关注三线城市土地市场降温。此前受益于棚改货币化政策，三线城市房地产周期出现了异于历史规律的强劲表现，但随着棚改政策的降温，三线城市房地产周期回落，比较明显的体现在住宅土地购地面积同比增速的持续回落。未来三线及以下城市房地产周期能够实现平稳回落是我们认为的重点，对其有所助益的是中国城镇化率仍有较大的提高空间，以及住宅存量市场结构性老化可能带动的住宅置换需求。

图表 18. 住宅土地购地占比面积结构



资料来源：万得，中银国际证券

图表 19. 住宅土地购地占地面积同比



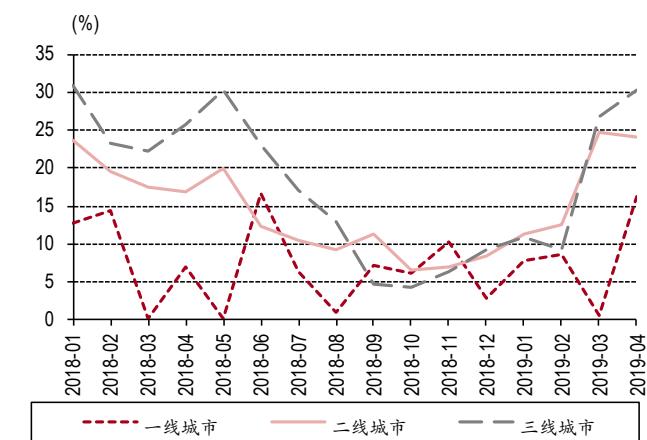
资料来源：万得，中银国际证券

成交结构特点

成交土地溢价率高，一线二线最热。随着房地产周期的升温，成交土地溢价率明显走高，其中二线城市率先走高，三线城市紧随其后。虽然一线城市溢价率则在相对稳定的水平上小幅上行，但是一线城市住宅土地的成交比例最高，一定程度上说明一线城市当前的住宅市场走稳。二线城市将是住宅房地产开发商争夺的主要市场，并且集中争夺的是二线城市的地段，明显体现在二线城市住宅土地市场购地金额、楼面地价和成交土地溢价率等方面。

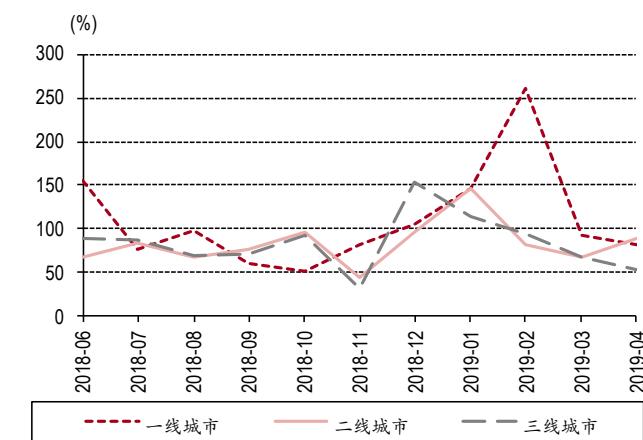


图表 20. 住宅土地成交溢价率变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 住宅土地成交比例变化



资料来源：万得，中银国际证券

土地成交价款不太行

土地市场的虚火。与房地产市场周期上行形成鲜明对比的是，土地成交价款和购置费同比增速都出现明显快速的下行，这也是我们认为一年后房地产市场化周期将出现下行拐点的重要依据。

图表 22. 土地成交价款增速大幅回落



资料来源：万得，中银国际证券

小结：

1. 住宅土地市场表面上火热，但实际上内部有分化，其中土地溢价率上行明显。
2. 一二线城市明显加大供地面积，三线城市购地面积增速回落显著。
3. 二线城市已成为住宅市场的主要发展方向。
4. 关注土地成交市场上高溢价率现象，开发商买地“挑肥拣瘦”，“只买贵的”。
5. 虽然土地市场表面火热，但土地购置费同比增速快速下滑，参考土地成交价款同比增速，预计土地购置费仍将维持增速下行趋势。



从资金的视角看住宅地产：春风又绿江南岸

2018年偏紧的货币政策在2019年有明显的转变，受益于此，房地产固定资产投资资金来源持续好转。但另一方面，房地产在中国经济中的占比仍较大，且对中国经济增长的影响具有两面性：正面是房地产上下游产业链对经济的大力拉动，负面是房价过高对居民消费的挤出和房地产对社会资金资源的过度占用。我们认为本轮房地产周期的复苏仍将伴随着融资的整顿和房地产业三个环节杠杆的约束。

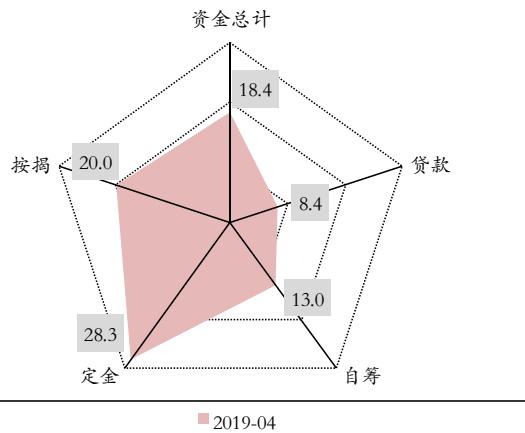
房地产市场的资金曲线

资金来源稳中向好。截至2019年4月，房地产开发资金来源累计同比增长8.9%，较2018年底增速上升2.5个百分点，其中国内贷款增长3.7%，定金及预付款增长15.1%，个人按揭增长12.4%，分别较2018年底增速上升8.6个百分点、1.3个百分点和13.2个百分点，仅自筹资金增速下降4.4个百分点。

2019年以来资金指数持续回升。从历史周期看，资金指数经常是房地产周期上行的先行指标，在历次周期之初常常出现快速上升。本次房地产资金指数在2018年12月见底，随后快速上升，从构成来看，定金和按揭的增速最为显著，反映出本次房地产周期上行的一大推动力，是个人需求旺盛。

个人和银行是两大重要资金来源。从房地产资金来源构成来看，2019年4月相较2018年底，贷款、按揭的占比分别上升了2.6个百分点和1个百分点，是上升最为显著的构成；从资金来源对象看，来自银行等金融机构的资金（国内贷款和个人按揭贷款）占比达到32.4%，较2018年底上升了3.6个百分点，累计同比增长7.6%，增速较2018年底上升了10.5个百分点，来自个人的资金（定金预收款和个人按揭贷款）占比达到48.2%，较2018年底上升了0.5个百分点，累计同比增长14.2%，较2018年底上升了5.2个百分点。可见房地产行业中仍存在居民加杠杆和金融机构资金流入的现象。

图表 23. 4月房地产资金指数构成



资料来源：万得，中银国际证券

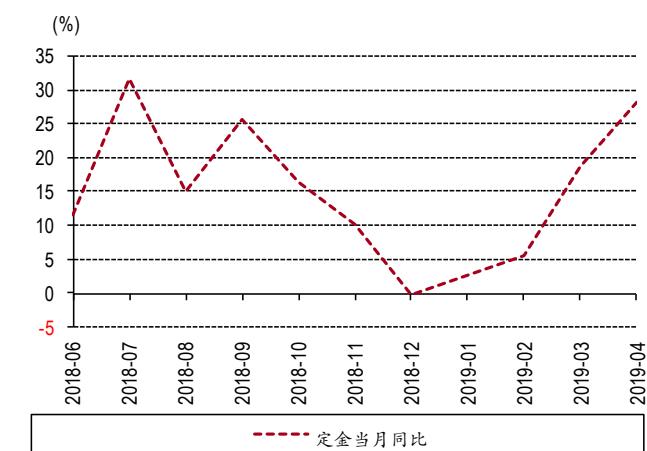
图表 24. 房地产资金指数走势



资料来源：万得，中银国际证券

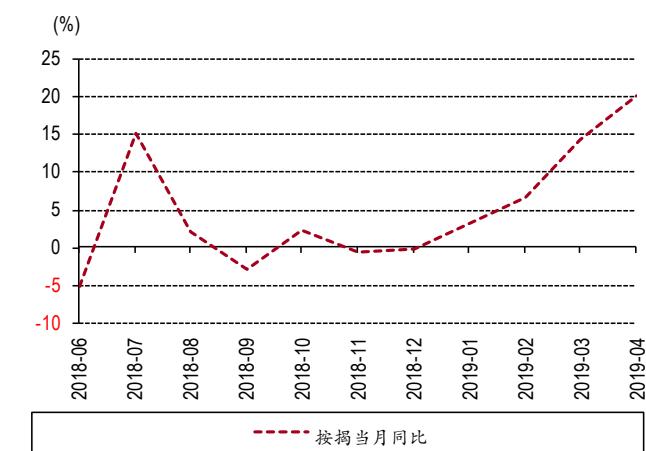


图表 25. 定金资金增速回升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 26. 按揭资金增速回升



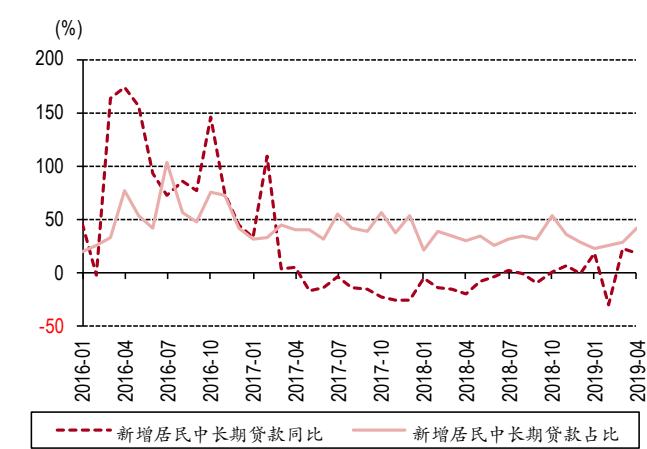
资料来源：万得，中银国际证券

金融的数据借鉴

居民中长期贷款重拾升势。2018年以来，新增居民中长期贷款在新增人民币贷款中的占比一直维持在30%上下波动，但2019年4月居民中长期贷款随着房地产销售额同比上升出现回升，占比较3月上升13.6个百分点，且较去年同期上升了10.8个百分点。从增速来看，新增居民中长期贷款同比增速自2017年11月见底，此后持续上行，并在2018年10月之后增速趋势性回到正增长方向上。从贷款余额结构方面看，住户中长期消费贷款余额同比在2019年初出现小幅跳升，但上升趋势没有持续，更明显的是表现在住户中长期消费贷款余额在各项贷款中的占比稳定上升。

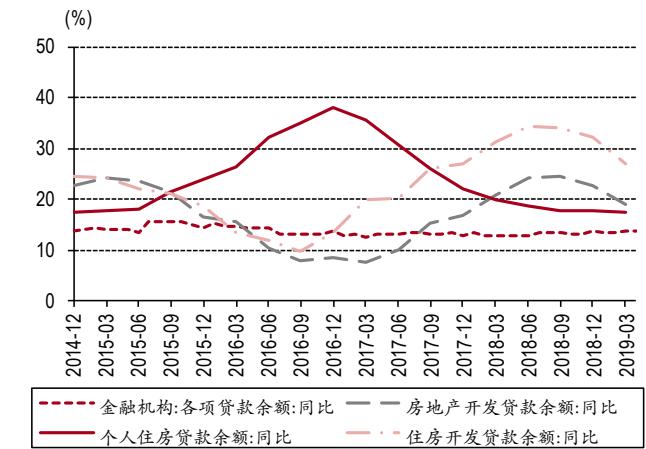
房地产开发贷增长显著。从月度数据来看，2019年4月金融机构各项贷款余额同比增长13.5%，从季度数据来看，截至2019年3月，商业性房地产贷款余额同比增长18.7%，房地产开发贷余额同比增长18.9%，住房开发贷余额同比增长26.8%，个人住房贷款余额同比增长17.5%。从贷款增长的角度看，一定程度上存在资金向房地产行业倾斜的情况。

图表 27. 新增居民中长期贷款占比和增速出现上行



资料来源：万得，中银国际证券

图表 28. 贷款余额和房地产相关贷款余额增速比较



资料来源：万得，中银国际证券



财政的数据借鉴

土地出让金收入增速快速下滑。与土地成交价款增速一致的是，2019年以来土地出让金同比增速快速下滑，其中既有基数较大的原因，又有房地产政策调整导致房企拿地行为发生变化的原因。但与此同时发生了土地出让安排支出同比增速维持在相对较高水平的现象，结合前述今年房地产开发商拿地“挑肥拣瘦”的情况来看，我们猜测此前我国城市发展走“外延式”扩张道路的方向，未来可能在部分地区有所改变，因此导致土地平整成本抬升。

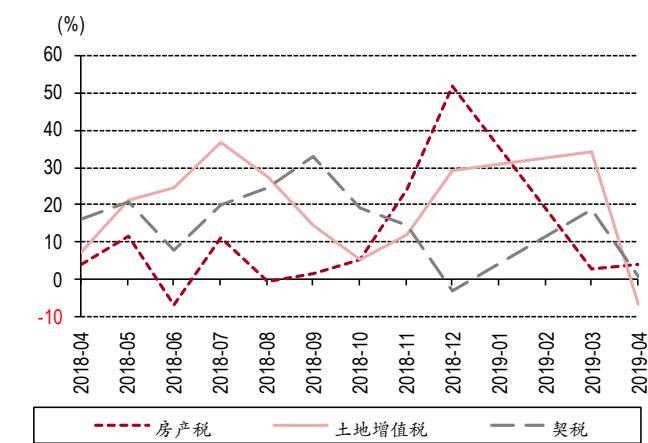
房地产相关税收增速下滑。房地产的问题与财税较密切。一方面，此前全国各地热衷于土地财政的发展模式，以盘活土地为杠杆滚动开发城市，实现地方经济增长和财税收入的双赢，另一方面，当房价超出居民购买力太多，土地财政的发展模式急需转型，但其他相关税收增速难以弥补土地出让金的缺口，导致城市发展资金短缺。如果要实现城市发展脱离对土地的依赖，可能需要财税政策的再一次调整和改革。

图表 29. 土地出让金收入与支出增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 30. 房地产相关税收增速



资料来源：万得，中银国际证券

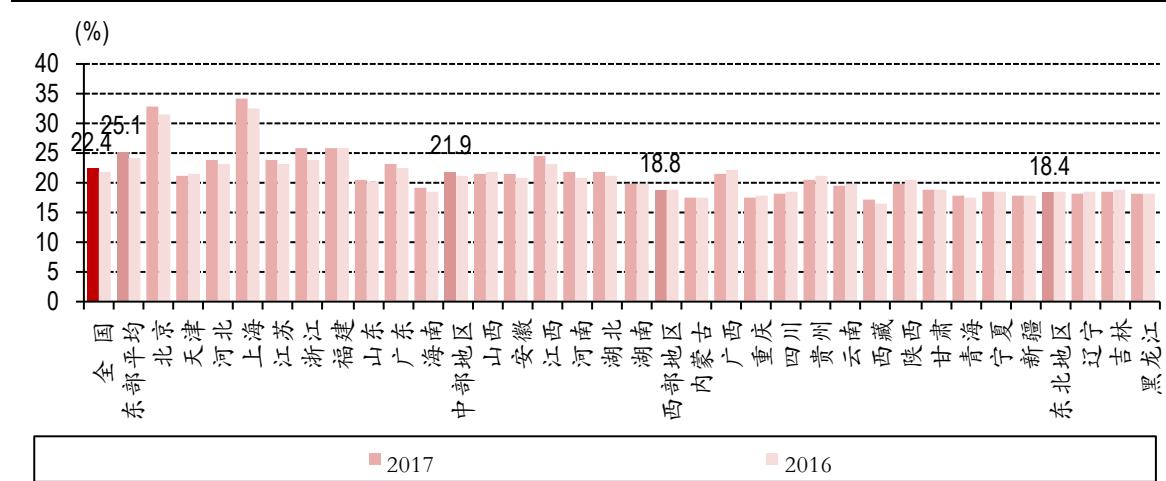
居民消费的数据借鉴

居民的居住消费占比继续上升。我们去年在《中国式消费》报告中提出，中国的消费具有引领式特征：一方面是高收入人群对其他收入人群的消费具有领先性，另一方面是东部地区的消费对中西部地区具有领先性。从2017年全国居民消费结构中居住消费占比较2016年变化来看，全国上升了0.5个百分点达到22.4%，其中东部地区上升了0.8个百分点达到25.1%，中部地区上升了0.6个百分点达到21.9%，西部地区和东北地区则分别下降了0.1和0.2个百分点；从各省市区来看，北京、上海居民的居住消费占比分别在2016年的基础上，上升了1.3个百分点和1.7个百分点，各自达到32.9%和34.5%，其他上升较快的地区包括浙江上升1.8个百分点，江西上升1.3个百分点，河南上升1.1个百分点，广东上升1个百分点等。

居民买房是刚需。整体来看，我们认为全国居民的居住消费结构占比仍有上升的可能，特别是中西部地区和居民收入较高的东部部分省，对比东部地区的居住消费结构，还有较大上升空间。在房地产行业市场化背景下，应坚持一城一策，并减少对房地产行业的直接行政干预，转而向房住不炒和理顺规范房地产市场发展的方向转型。



图表 31. 居民居住消费占比在 2017 年的变化



资料来源：万得，中银国际证券

小结：

1. 2019 年房地产行业的资金瓶颈明显缓解。
2. 个人和银行是房地产行业资金来源的两大渠道。
3. 从金融数据的印证看，居民中长期贷款增长强劲，且房地产开发贷增速也较强劲。
4. 从财政数据方面看，房地产周期的上行没有体现在土地出让金和相关税收的增长上。
5. 从居民的居住消费结构变化看，住宅消费的需求有较强的刚性，特别是在东部和中部地区。

总结：市场化周期分化重来

1. 2018年下半年以来，房地产市场逐步触底，并在2019年初再次进入一轮市场化上行周期。如果参考2013年的房地产市场化周期，则可以关注本次房地产周期是否仍将出现“一年上升两年下降”的特点。
2. 与此前我们的观点一致的是，本轮市场化周期内部出现明显分化。首先，住宅地产在房地产中的占比继续上升，并且是本轮房地产周期性复苏的主要推动力，商业地产中办公楼虽然开工有所好转，但整体依然偏弱，工业地产在工业企业盈利增速回落的拖累下重新下行；其次，住宅地产中一线、二线城市表现比较强劲，是上行周期的主要推动力，三四线城市仍以平稳回落为主。
3. 土地指数和资金指数是本轮房地产周期的先导和推动力量，其中土地指数中的土地供给表现最为强劲，成交土地溢价率的走高、购地金额的上行和购地面积的疲弱整体说明，当下房地产开发商拿地有“挑肥拣瘦”的特点。资金指数是历次房地产市场化周期上行的重要推动力量，当前房地产开发投资资金来源增速持续向好，但考虑到我国经济仍在转型期的背景下，仍需密切关注资金面增速上行的持续性。另外由于居民的购房需求，既是房地产市场重要的资金来源方，也是需求端的重要支撑，因此本轮周期的持续性需要密切关注销售指数的变化。
4. 结合宏观经济来看，2018年以来的房地产行业复工趋势在持续，叠加新开工增长强劲，可确保2019年全年房地产固定资产投资增速保持在10%以上。2020年及之后，房地产投资可能受到今年购地面积的负面影响，房地产投资增速出现下行。
5. 从居民消费端看，2017年较2016年，居住消费占比继续上升，特别是东部和中部地区上升显著，我们维持此前观点，以二线城市为代表的人口净流入地区和受益于城镇化率上升的中西部地区，居住消费占比上升趋势仍将持续一段时间。
6. 关注2018年11月以来，新建商品住宅价格同比增速站上两位数的趋势，是否会导致部分地区房地产政策有所收紧。
7. 关注土地出让金收入增速下行，对地方政府财政可能造成的影响，以及土地一级市场可能出现的金融监管主导的降杠杆政策行为的潜在长远影响。
8. 关注房地产投资资金来源增速的变化，可能制约房地产固定资产投资增速。

风险提示：

国际经济增速超预期下滑，国内货币政策边际变化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371