

# 房地产

## 降准将改善行业资金面、继续看好地产板块相对收益

证券研究报告

2019年01月05日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517110001

chentiancheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:因城施策有保有压,库存连涨11周后开始回落——房地产销售周报1230》2019-01-02
- 2 《房地产-行业研究周报:供应下降成交上升,土地市场回暖——房地产土地周报20181231》2018-12-31
- 3 《房地产-行业投资策略:行业遇周期性下滑、股票迎衰退型收益——房地产行业2019年度策略》2018-12-29

2019年1月4日央行宣布,为进一步支持实体经济发展,优化流动性结构,降低融资成本,中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点,其中,2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。

**历经四轮降准、降准频率提升力度加大、存准率创十年新低:**回顾历史,近10年来,中国历经四轮降准,分别是在2008、2012、2015、2018年,基本维持着三年一轮降准的频率,但在2018年三次降准后,2019开年就两次降准,后续是否还降准仍需观察,2019年1月降准之后,大型存款机构的存准率降至13.5%、小型机构的存准率降至11.5%,达到近10年最低水平。

**四轮降准都显著改善房地产行业到位资金、按揭贷款改善更加显著、但改善作用有所弱化:**作为资金需求量大、敏感度高的地产行业,过去几轮降准前后的到位资金数据都显示行业到位资金边际改善明显,无论增速还是绝对量看,尤其是按揭贷款的情况改善明显,但改善幅度有减少的趋势:**1)2008年降准周期**——到位资金绝对量改善22%、总资金增速从6.4%回升至69.5%见顶、按揭贷款增速从-22.9%回升至168.1%;**2)2012年降准周期**——到位资金绝对量改善20%、总资金增速从5.1%回升至33.7%见顶、按揭贷款增速从-5.3%回升至58.8%;**3)2015年降准周期**——到位资金绝对量改善3%、总资金增速从-2.9%回升至16.8%见顶、按揭贷款增速从1%回升至54.7%;**4)2018年降准周期**——到位资金绝对量改善9.7%、总资金增速从2.1%回升至7.8%见顶、按揭贷款增速从-6.7%收窄至-1.2%。

**历次降准后往往地产板块先跌后涨、获得绝对收益概率高:**不同于分析对行业影响采取实际降准日为基准,分析板块行情走势我们采取降准公布日为基准,判断行业的收益率水平,我们发现:**1)降准后往往先跌后涨,当月跌当季收涨:**我们回顾前几轮降准周期发现,往往当月以下跌为主,而当季则大都收涨;**2)板块获得相对收益和绝对收益的概率高,**前三轮最高绝对收益分别是41.4%、25.6%、95.5%;对应相对收益为19.7%、25.5%、38.7%;**3)2018年降准板块行情较前三轮降准表现较差:**我们认为2018年降准后板块尚未反应,是因为在全国去杠杆压力的情况下,小幅的降准并没能缓解市场对资金面紧张的担忧,而随着2019年开始的降准,我们预计将改变2018年初对货币环境的判断,同时如前文所述,地产行业的资金将持续改善。

**投资建议:**回顾过去四轮降准周期,房地产基本面和估值的变化,我们认为随着降准的继续,房地产行业资金面将逐步改善,尤其按揭贷款改善会相对明显,促进基本面恢复;同时,前三轮降准板块都获得了较高的相对和绝对收益,2018年由于市场对降准初期的态度并不明确,或者对宽松并不抱有信心,因此板块在去杠杆大背景下表现不佳,我们认为这会随着2019年1月开始的降准逐步改善,此外,根据我们之前地产投资矩阵(参考美林时钟)的建议,销售面积累计增速转负后是配置地产股的较好时机,因此,我们继续看好一季度和全年地产板块获取超额收益的机会,基于政策宽松和长期基本面看好住宅地产龙头(万科、保利等)、基于持续利率下行看好商业地产公司、基于交房和竣工大幅提升看好物业公司。

**风险提示:**政策放松不及预期、基本面下滑超预期、行业出现信用风险个案

## 1. 四轮降准都显著改善行业到位资金情况、但效果在减弱

2019年1月4日央行宣布，为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。

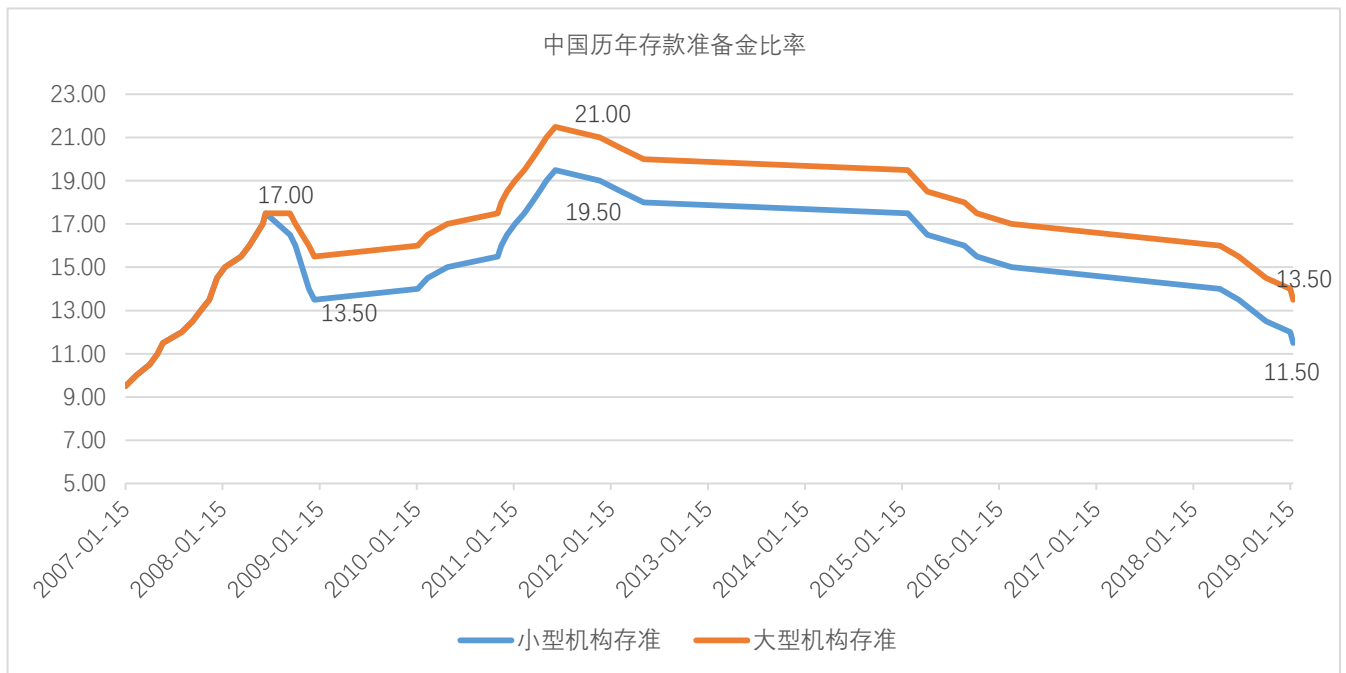
**历经四轮降准、降准频率提升力度加大、存准率创十年新低：**回顾历史，近10年来，中国历经四轮降准，分别是在2008、2012、2015、2018年，基本维持着三年一轮降准的频率，但在2018年三次降准后，2019开年就两次降准，后续是否还降准仍需观察，2019年1月降准之后，大型存款机构的存准率降至13.5%、小型机构的存准率降至11.5%，达到近10年最低水平，甚至大型机构存准率已经和小型机构最低点一致。

表 1：中国四轮降准周期总结

	起始降准日	最后一次降准日	累计降准次数	累计降准幅度
第一轮	2008年10月15日	2008年12月5日	三次	-2.0%
第二轮	2011年12月5日	2012年5月18日	三次	-1.5%
第三轮	2015年2月5日	2015年10月24日	四次	-2.5%
第四轮	2018年4月25日	2018年10月15日	三次	-2.5%
第五轮	2019年1月15日及1月25日		两次	-1.0%

资料来源：央行、天风证券研究所

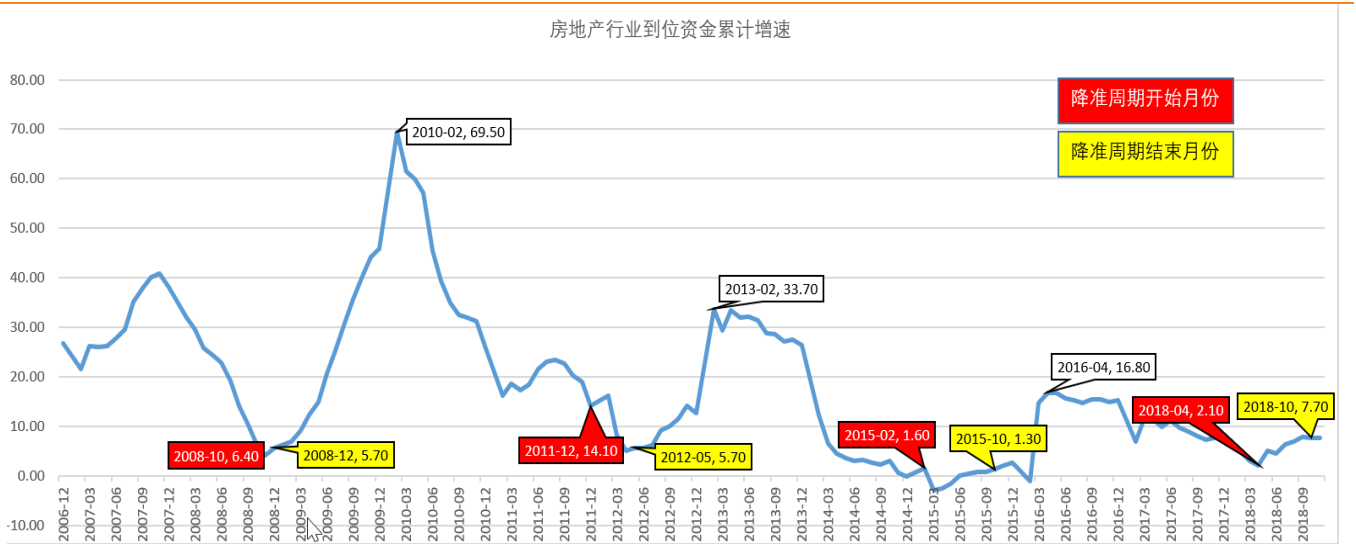
图 1：中国历年存款准备金比率



资料来源：央行、天风证券研究所

**四轮降准都显著改善房地产行业到位资金、按揭贷款改善更加显著、但改善作用有所弱化：**作为资金需求量大、敏感度高的地产行业，过去几轮降准前后的到位资金数据都显示行业到位资金边际改善明显，无论增速还是绝对量看，尤其是按揭贷款的情况改善明显，但改善幅度有减少的趋势。

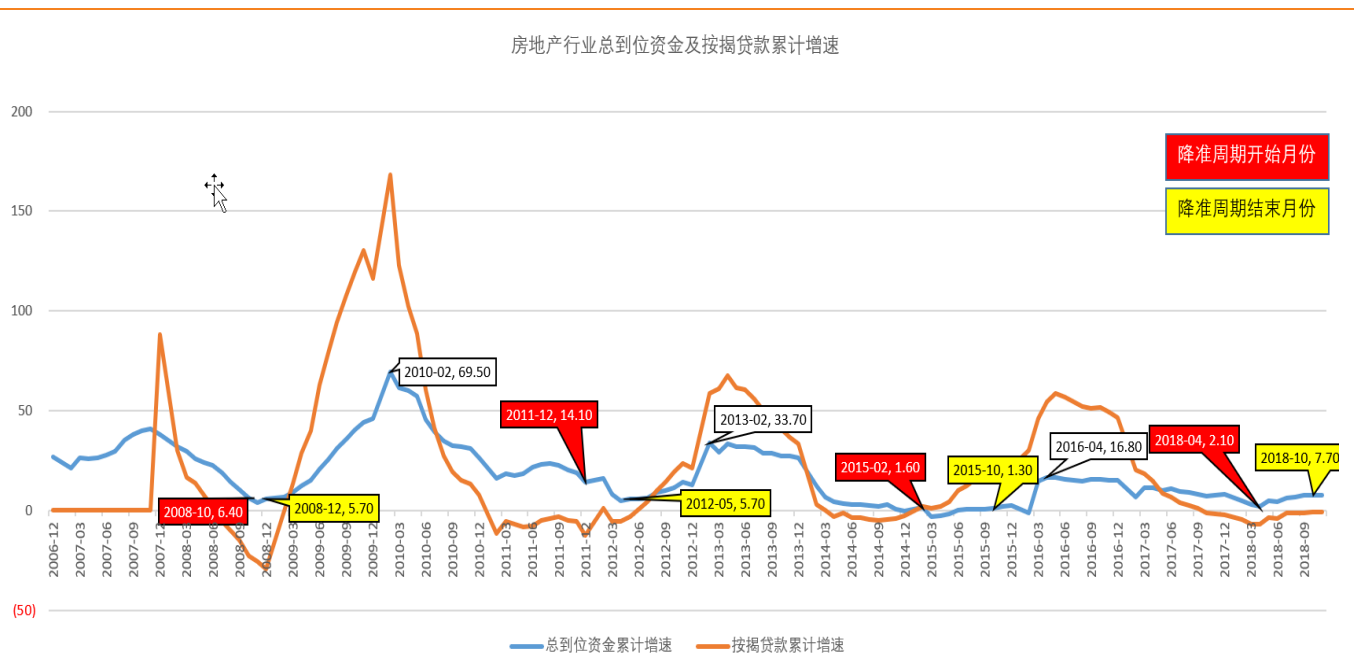
图 2：房地产行业到位资金累计增速



资料来源：央行、天风证券研究所（单位：%）

**1) 2008 年降准周期——到位资金绝对量改善 22%、总资金增速从 6.4%回升至 69.5% 见顶、按揭贷款增速从 -22.9%回升至 168.1%：**本轮降准周期历经 2008 年 10 月 15 日、12 月 5 日和 12 月 15 日三次，累计降幅-2%；**从增速来看（图三），**行业到位资金增速在降准开始后持续回升，从 2008 年 10 月的 6.4%持续回升至 2010 年 2 月的 69.5%后见顶回落，而同期按揭贷款的增速则从 -22.9%回升至 168.1%，资金增速恢复明显；**从绝对量来看（表二），**降准前三月平均、前六月平均到位资金 2970 亿元、3142 亿元；降准后三月、后六月到位资金分别为 3357、3859 亿元；降准后三个月和六个月绝对量改善幅度为 13%和 23%。

图 3：房地产行业总到位资金及按揭贷款累计增速



资料来源：央行、天风证券研究所（单位：%）

表 2：房地产行业到位资金绝对量改善幅度

行业 总到位资金 (单位：亿元)	开始前 六月平均	开始前 三月平均	结束后 三月平均	结束后 六月平均	三月改 善幅度	六月 改善幅度
2008 年	3142.9	2969.87	3356.77	3858.59	13.0%	22.8%
2012 年	7144.73	6823.44	8514.46	8605.25	24.8%	20.4%
2015 年	10635.22	10852.46	11257.13	11001.31	3.7%	3.4%
2018 年	13287.86	12256.67	15038.52	14574.04	22.7%	9.7%

资料来源：统计局、央行、天风证券研究所

2) 2012 年降准周期——到位资金绝对量改善 20%、总资金增速从 5.1%回升至 33.7% 见顶、按揭贷款增速从 -5.3%回升至 58.8%：本轮降准周期历经 2011 年 12 月 5 日、2012 年 2 月 24 日和 5 月 18 日三次，累计降幅 -1.5%；从增速来看（图三），行业到位资金增速在降准开始后持续回升，从 2012 年 4 月的 5.1%持续回升至 2013 年 2 月的 33.7% 后见顶回落，而同期按揭贷款的增速则从 -5.3%回升至 58.8%，资金增速恢复明显，但幅度明显弱于 2008 年降准周期；从绝对量来看（表二），降准前三月平均、前六月平均到位资金 7145 亿元、6823 亿元；降准后三月、后六月到位资金分别为 8514、8605 亿元；降准后三个月和六个月绝对量改善幅度为 25%和 20%。

3) 2015 年降准周期——到位资金绝对量改善 3%、总资金增速从 -2.9%回升至 16.8% 见顶、按揭贷款增速从 1%回升至 54.7%：本轮降准周期历经 2015 年 2 月 5 日、4 月 20 日、9 月 6 日、10 月 24 日四次，累计降幅 -2.5%；从增速来看（图三），行业到位资金增速在降准开始后持续回升，从 2015 年 3 月的 -2.9%持续回升至 2016 年 4 月的 16.8%后见顶回落，而同期按揭贷款的增速则从 1%回升至 54.7%，资金增速恢复的幅度进一步缩窄，但按揭贷款增速回复明显比行业快；从绝对量来看（表二），降准前三月平均、前六月平均到位资金 10635 亿元、10852 亿元；降准后三月、后六月到位资金分别为 11257、11001 亿元；降准后三个月和六个月绝对量改善幅度为 3.7%和 3.4%。

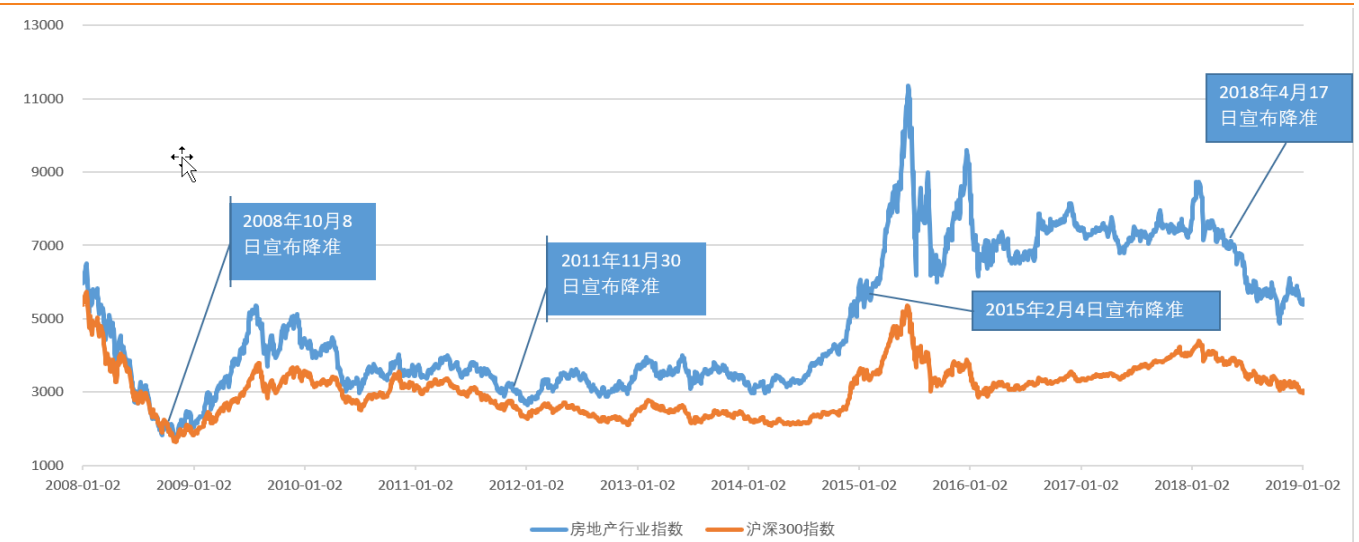
4) 2018 年降准周期——到位资金绝对量改善 9.7%、总资金增速从 2.1%回升至 7.8% 见顶、按揭贷款增速从 -6.7%收窄至 -1.2%：本轮降准周期历经 2018 年 4 月 25 日、7 月 5 日、10 月 15 日三次，累计降幅 -2.5%；从增速来看（图三），行业到位资金增速在降准开始后持续回升，从 2018 年 4 月的 2.1%持续回升至 2018 年 9 月的 7.8%后见顶回落，而同期按揭贷款的增速则从 -6.7%收窄至 -1.2%，资金增速恢复的幅度缩窄至个位数，按揭贷款和行业整体回复接近，但按揭贷款和国内贷款都为负增长，显示银行信用收缩明显，银行降准之后预计授信条件将会明显改善；从绝对量来看（表二），降准前三月平均、前六月平均到位资金 13287 亿元、12256 亿元；降准后（和前三轮不同，此日期为首次降准月，即 2018 年 4 月）三月、后六月到位资金分别为 15039、14574 亿元；降准后三个月和六个月绝对量改善幅度为 22.7%和 9.7%。

总结来看，降准对改善整体房地产行业流动性是明显的，且按揭贷款增速的恢复更为明显，但刺激效果有减弱的趋势。

## 2. 投资建议：继续看好地产板块、政策持续宽松将继续

除 2018 年外，历次降准后往往地产板块先跌后涨、获得绝对收益概率高：不同于分析对行业影响采取实际降准日为基准，分析板块行情走势我们采取降准公布日为基准，判断行业的收益率水平，我们发现：1) 降准后往往先跌后涨，当月跌当季收涨；2) 板块获得相对收益和绝对收益的概率高；3) 2018 年降准板块行情较前几轮降准表现较差。

图 3：2007 年以来历年中央经济工作会议针对房地产的表述及商品房销售表现



资料来源：WIND、天风证券研究所

我们认为 2018 年降准后板块尚未反应，是因为在全国去杠杆压力的情况下，小幅的降准并没能缓解市场对资金面紧张的担忧，而随着 2019 年开始的降准，我们预计将改变 2018 年初对货币环境的判断，同时如前文所述，地产行业的资金将持续改善，结合我们之前基于地产投资矩阵（参考美林时钟）判断 2019 年一季度是加配地产股的好时机。

表 3：降准后房地产板块绝对和相对收益表现

宣布日期	一个月涨幅	三个月涨幅	一年内最高涨幅	最高相对收益
2008 年 10 月 8 日	-11.53%	26.56%	41.39%	19.67%
2011 年 11 月 30 日	-6.90%	9.29%	25.60%	25.55%
2015 年 2 月 4 日	3.50%	48.90%	95.50%	38.70%
2018 年 4 月 17 日	-0.60%	-17.10%	1.90%	-0.62%

资料来源：WIND、天风证券研究所

**投资建议：**回顾过去四轮降准周期，房地产基本面和估值的变化，我们认为随着降准的继续，房地产行业资金面将逐步改善，尤其按揭贷款改善会相对明显，促进基本面恢复；同时，前三轮降准板块都获得了较高的相对和绝对收益，2018 年由于市场对降准初期的态度并不明确，或者对宽松并不抱有信心，因此板块在去杠杆大背景下表现不佳，我们认为这会随着 2019 年 1 月开始的降准逐步改善，此外，根据我们之前地产投资矩阵（参考美林时钟）的建议，销售面积累计增速转负后是配置地产股的较好时机，因为我们继续看好一季度和全年地产板块获取超额收益的机会，基于政策宽松和长期基本面看好住宅地产龙头（万科、保利等）、基于持续利率下行看好商业地产公司、基于交房和竣工大幅提升看好物业公司。



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com