

## 房地产行业 2019 年中期投资策略

## 回归本源，拾级而上

推荐（维持）

2018 年房地产板块源于政策而跌，而 2019 年板块也源于政策而起；而在政策波动起伏的一年多内，房地产基本面却展现出了较强的韧性。随着房地产市场的快速回暖，政府调控将倾向于“一城一策+高频微调”，大幅放松难以预期，但复苏初期大幅从紧也相对较难。从政策博弈来看，市场对于房地产板块又再次出现了较大分歧。透析政策博弈逻辑，房地产估值核心变量是销量，而政策（包括利率）只是间接变量，过往由于政策显著影响到销量，因而市场简化为估值直接挂钩政策。但在政策环境总体波动淡化+低库存下供给因素决定性强于需求因素背景中，估值与需求端政策相关性或将减弱，其核心变量将回归到销量。而我们判断，在低库存背景下，一二线已处三底叠加和三四线在四大因素缓冲下需求呈现韧性，同时国债收益率对按揭利率传导关系滞后修复推动销量继续改善，预计 19 年全国销量同比或将好于年初-5%预期。从政策博弈角度来讲，2019H1 略类似于 2012 年的 Beta 逻辑；但从基本面角度来讲，2019H2 或更类似于 2017 年的 Alpha 逻辑，或将回归本源，拾级而上。我们维持行业“总量偏弱、结构改善”的判断，目前主流房企 19PE 估值仅 4-9 倍，NAV 折价 20-60%，我们维持行业推荐评级，维持推荐：1) 一二线龙头（受益一二线改善）：保利地产、万科、融创中国、金地集团、招商蛇口、绿地控股；2) 二线蓝筹（受益资金面改善）：新城控股、中南建设、阳光城、旭辉控股、荣盛发展、华夏幸福、蓝光发展；3) 国企改革概念：首开股份等。

## 支撑评级要点

## □ 政策面：需求政策大调不可、小调为宜，供给政策修复环境已逐步创造

需求端，低库存下出于稳房价、稳地价、稳预期的诉求，随着市场回暖，中央政府调控倾向于“一城一策+高频微调”，大幅放松难以预期，但复苏初期从紧也相对较难；18 年“731 会议”和贸易战等外力压制需求的缓和创造良好环境，而“一城一策”落实、新城城镇化推进、按揭利率下行则是推动需求改善的重要因素。供给端，低库存下供求逐步平衡才是住房价格稳定更为关键的因素，短期内，政府强调通过商品房库存消化周期的监管实现结构性土地供应增加，中长期，“人地钱挂钩”+“宅基地复垦”+“土地指标调剂”等土地流转政策环境已经创造，结构性土地供应增加也将更有效实现。我们认为 16 年以来需求端调控对行业决定性作用显著弱于供给端，低库存下基本面韧性更强。

## □ 资金面：18 年资管新规资金底已现，资金量增在先、价或将随之下行

18 年无疑是这轮延长周期中对于房企最艰辛的一年，资管新规压制非标导致弹性房企融资困难，叠加 18 年 731 后三四线成交迅速走差，回款端也较 16-17 年乏力。而 18 年 10 月起政策端频频发声力挺民营经济，总理指出“以市场化方式帮助缓解企业融资难”，后续预计民营房企融资成本也将受益稳步下降。18 年资金底已确认，需求端与资金端均触底回弹。融资端来看，18 年房企境内发债金额同比+91%，19Q1 同比+51%、美元债同比+109%，部分弹性房企发债与非标成本显著下行，开发贷净增额放量；主流房企债务结构仍相对优秀。需求端按揭利率连续 4 月下行，19Q1 按揭走强、回款回升、个人购房净增额上行，后续银行资金趋松、限价放松、网签加速也将持续利好房企资金面。

## □ 基本面：回暖好于预期，棚改或仍有影响，维持总量偏弱、结构改善判断

需求端，年初以来需求表现略超市场预期，考虑到一二线的三底叠加和三四线在四大因素缓冲下的需求韧性，预计 19 年全国销量同比或好于年初-5%预期。虽然三四线需求下行有所缓冲，但预计棚改缩量仍将在较长时间内对三四线需求产生负面影响，棚改缩量叠加高基数影响，Q2-Q3 销量仍有下探可能，我们维持总量偏弱、结构改善的判断。供给端，19Q1 推盘表现整体稳定，但去化率改善较多，导致 19Q1 库存、去化周期再次下降，土地成交面积和金额继续走弱，溢价率上行，土地市场结构性回暖明显，显示行业依然处于低库存阶段。投资端，当前新开工短期上行，18H2 土地弱将传到后续开工先扬后抑、仍有不确定性，但市场回暖和资金改善推动全年开工同比或好于年初-4%预期。

## □ 周期复盘：利率下行筑底销量，稳增长制约政策收紧，估值处历史中下沿

10 年期国债收益率领先 7M 与全国销售面积单月同比强负相关，目前有所钝化，19Q1 10 年期国债收益率较 18 年初下行 80bp；目前按揭利率 5.75%，预计潜在下行空间超 120bp，料将推动销量继续改善。目前销量已处于筑底阶段，稳增长诉求下，调控政策收紧较难，后续销量预计韧性更强，而销量与估值呈强相关，目前板块 PE TTM 为 11.5 倍，处于合理区间中下沿、仍有 40%提升空间。过往三轮小周期股价上行持续时间平均 15 个月，以 18 年 10 月为股价底，目前预计仍有 9 个月的上行时间，并考虑到本轮周期延长，波动缩窄，销量上行持续时间较以往可能更长，对应股价上涨周期也有望延长。

## □ 风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧，行业资金改善不及预期。

## 华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

联系人：曹曼

电话：021-20572593

邮箱：caoman@hcyjs.com

联系人：鲁星泽

电话：021-20572575

邮箱：luxingze@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	129	3.57
总市值(亿元)	23,917.03	3.88
流通市值(亿元)	20,317.71	4.51

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	1.01	27.59	0.55
相对表现	-3.6	4.69	-3.27



## 相关研究报告

《房地产 1-3 月月报：资金改善推动投资走强，销量转正、需求韧性超预期》

2019-04-17

《房地产行业周报：重申房住不炒、预警个别城市，坚持一城一策、地方有松有紧》

2019-04-21

《房地产行业周报：成交向好延续，货币宽松适度，棚改计划略低预期》

2019-04-28

# 目录

前言.....	8
<b>一、政策面：需求端“一城一策+高频微调”、难以大幅从严，供给端修复的政策环境已经逐步创造.....</b>	<b>8</b>
(一) 调控基调：调控基调从单向放松向双向波动微调，需求端难以大幅从严、供给端修复更有必要.....	8
1、近期调控特征之一：“一城一策+高频微调”，城市级别的政策小幅区间震荡.....	8
2、近期调控特征之二：复苏初期，需求政策难以大幅从严，供给政策修复更有必要.....	11
(二) 需求端政策：“一城一策”落实、新城镇化推进、按揭利率下行等综合推动需求改善.....	12
1、一城一策持续推进，部分城市限购、限售、限价松动，50 余城出台 80 余次“人才新政”.....	12
2、新型城镇化持续推进，户籍放开推动都市圈发展、土地流转解决结构性供给问题和提升购买力.....	14
3、国债收益率对按揭利率传导关系滞后修复推动后者下行，预计住宅销量短期内仍将惯性向好.....	16
(三) 供给端政策：后续供给端修复或强于需求端的高频微调，低库存下行业基本面韧性更强.....	18
1、中长期，“人地钱挂钩”+“宅基地复垦”+“土地指标调剂”，供给端的改变或将先行.....	18
2、短期内，预计低库存下供给端的修复更多将通过结构性的土地供应增加来实现.....	21
(四) 政策端小结：需求端“一城一策+高频微调”、难以大幅从严，供给端修复政策环境已经逐步创造.....	22
<b>二、资金面：18 年资管新规资金底已现，19 年以来量增在先、价或将随之下行.....</b>	<b>22</b>
(一) 融资端：18 年至今行业融资金量显著增长，部分弹性房企成本改善显著.....	22
1、行业境内外发债量继续上行，地产信托收益率趋势性下行.....	22
2、18 年主流房企融资成本可控上行，年初至今部分弹性企业发债利率显著下行.....	24
(二) 需求端：19Q1 购房净增额上行，按揭利率下行、回款回升.....	27
1、19Q1 按揭走强、回款回升，按揭利率连续 4 个月下行.....	27
2、19Q1 个人购房贷款净增额上行，开发贷亦大幅放量.....	28
(三) 资金端小结：18 年资管新规资金底已现，19 年以来量增在先、价或将随之下行.....	29
<b>三、基本面：市场回暖、推盘稳定、土拍升温、库存下行、房价有所上行.....</b>	<b>29</b>
(一) 需求情况：19Q1 成交回暖、去化率改善，四大因素缓冲棚改缩量，全年销售或好于年初预期.....	29
1、销售情况：19Q1 市场好于预期，一二线持续回暖、三四线略有下行，全年表现或好于年初预期.....	29
2、去化率情况：需求有韧性、供给略有下降，推动去化率低位回升、其中一二线反弹力度更大.....	32
3、需求变化：棚改缩量拖累三四线需求，但返乡置业、棚改在途资金、政策放松、城市群战略形成缓冲.....	32
3.1、春节返乡置业意向人群仍处高位、并套均总价及面积明显提升，一定程度缓冲三四线销售下行.....	34
3.2、棚改在途资金、拆迁户购房时间滞后，对三四线城市棚改需求下行形成平滑.....	35
3.3、一城一策背景下，三四线城市政策陆续放松，对冲三四线城市棚改需求下行.....	36
3.4、年初以来城市群规划陆续推出，推动城市群中的强三四线城市需求的释放.....	37
4、利率影响：国债收益率预示按揭利率或下降 50-120bp，预计对未来销售拉动可达 2.5%.....	38
5、需求展望：19Q1 成交回暖、去化率改善，四大因素缓冲棚改缩量，全年销售或好于年初预期.....	40

(二) 供给情况: 推盘稳定、库存下行、土地市场有所升温, 供给端修复将成必然 .....	41
1、推盘: 19Q1 推盘表现整体稳定, 主要源于开工高增、销售表现超预期刺激企业推盘意愿 .....	41
2、土地: 19Q1 百城土地成交同比继续下行, 但成交溢价上行及地王再现预示土地市场升温 .....	42
3、库存: 19Q1 库存、去化周期下降, 低库存下销售回升加剧房价上行, 供给端修复将成必然 .....	44
(三) 房价情况: 3 月百城房价环比略涨、同比降幅继续扩大, “一城一策” 下后续房价或将保持稳定 .....	46
(四) 投资数据: 新开工、投资短期仍较强, 预计 3Q 放缓甚至转负, 全年新开工或好于-4% 预期 .....	49
(五) 基本面小结: 市场回暖好于预期, 棚改缩量或仍有影响, 维持总量偏弱、结构改善的判断 .....	52
<b>四、周期复盘: 利率下行筑底销量、稳经济诉求制约政策收紧、估值处于历史中下沿 .....</b>	<b>53</b>
(一) 行业估值周期复盘: 10 年后行业估值区间稳定, 目前处合理区间中下沿、仍有 40% 提升空间 .....	53
(二) 销量、估值推演: 利率下行带动销量筑底, 销量与估值强相关, 信用利差收窄赋予二线更高弹性 .....	54
1、国债利率预示按揭或下降 50-120bp, 对销量传导尚未体现, 销量与估值强相关、估值仍有提升空间 .....	54
2、信用利差与二线房企估值溢价倍数强相关, 高杠杆赋予更高资金弹性 .....	59
(三) 目前时点判断: 销量筑底、缓步上行, 投资短期强、经济压力未消失, 股价仍处上升通道 .....	62
1、行业指标: 销量筑底, 考虑到周期延长, 销量上升区间或延长, 板块指数与销量上行区间较协同 .....	62
2、投资指标: 开工、投资短期仍较强, 预计 3Q 放缓, 开工及土地走弱制约行业调控政策从紧 .....	64
3、宏观指标: GDP 未回升至 24 月移动平均, 地产对上下游稳定更重要, 稳经济诉求制约后续政策从紧 .....	67
4、周期复盘小结: 利率下行筑底销量、稳经济制约政策收紧、估值处历史中下沿 .....	71
<b>五、投资建议: 回归本源, 拾级而上, 维持行业推荐评级 .....</b>	<b>71</b>
<b>六、风险提示: 房地产行业调控政策超预期收紧, 行业资金改善不及预期 .....</b>	<b>72</b>

# 图表目录

图表 1、2018 年 7 月后主要宏观调控政策与基调一览.....	9
图表 2、全国商品房销量面积单月及同比.....	12
图表 3、百城房价指数同比与全国销量同比.....	12
图表 4、全国土地出让收入及同比.....	12
图表 5、全国土地出让收入占比中央+地方财政收入.....	12
图表 6、部分城市近期人才新政情况.....	13
图表 7、部分城市近期政策放松情况.....	13
图表 8、我国城镇化发展思路自 2001 年开始逐步切换.....	14
图表 9、《2019 年新型城镇化建设重点任务》重点内容.....	15
图表 10、部分城市近期按揭利率下行情况.....	16
图表 11、商品房单月销售面积同比与房贷利率强相关.....	17
图表 12、融 360 全国首套平均房贷利率近期已略有下行.....	17
图表 13、商品房销售面积同比与 10 年期国债到期收益率同差强相关，但近期关系略有钝化.....	18
图表 14、金融机构加权房贷利率与 10 年期国债到期收益率强相关，但近期关系略有钝化.....	18
图表 15、近年城镇化建设重点任务内容.....	19
图表 16、超大/I/II 类城市本次文件落户放宽情况.....	20
图表 17、2018 年 vs.2019 年城镇化建设重点任务中城市群提法.....	20
图表 18、供地方面政策概况.....	21
图表 19、住建部和自然资源部两次分类住宅用地供应调控目标.....	22
图表 20、行业境内发债情况.....	23
图表 21、行业境外美元债情况.....	23
图表 22、2017 年至今分月发债情况.....	23
图表 23、房企信托平均收益率.....	24
图表 24、房地产信托规模.....	24
图表 25、近期支持民营经济政策与基调.....	24
图表 26、主流房企融资成本.....	25
图表 27、近期房企同类产品发债利率已经有所下行.....	26
图表 28、主流 15 家房企长短债占比情况.....	27
图表 29、首套房贷按揭利率走势.....	27
图表 30、国内贷款、定金及预收款等分项单月增速.....	27
图表 31、房地产贷款余额及同比.....	28
图表 32、房地产开发贷款余额及同比.....	28
图表 33、个人购房贷款余额及同比.....	28

图表 34、房地产贷款净增额及同比 .....	28
图表 35、个人购房贷款净增额及同比 .....	29
图表 36、房地产开发贷款净增额及同比 .....	29
图表 37、全国商品房累计销售面积及同比（统计局口径） .....	30
图表 38、全国商品房月度销售面积及同比（统计局口径） .....	30
图表 39、45 城分能级累计成交面积及同比（房管局口径） .....	30
图表 40、45 城分能级月度成交面积及同比（房管局口径） .....	30
图表 41、房管局统计的 38 城 2019 年 1 季度销售面积同比 .....	31
图表 42、全国及各区域销售面积累计同比增速（统计局） .....	31
图表 43、全国及各区域销售面积单月同比增速（统计局） .....	31
图表 44、克而瑞 50 城成交/推盘比低位回升 .....	32
图表 45、一二线城市成交/推盘比反弹力度更大 .....	32
图表 46、财政部 19 年核定棚改开工计划对全国销售面积产生负面影响 .....	32
图表 47、17-19 年全国及各区域棚改套数 .....	33
图表 48、17-19 年全国及各区域棚改分配金额 .....	33
图表 49、19 年全国核定棚改总套数下降 51% .....	33
图表 50、有返乡发展计划置业人群占比快速提升 .....	35
图表 51、返乡置业意向人群占比有所下降 .....	35
图表 52、返乡购房总价有所提高 .....	35
图表 53、改善型住房为返乡置业理想房型 .....	35
图表 54、山西截至 2017 年年末国家开发银行和农业发展银行棚改专项贷款授信情况 .....	36
图表 55、棚改资金落地滞后导致拆迁户拿到安置款与购房间有时间差 .....	36
图表 56、19 年以来国家城市化发展方向开始转向城市圈 .....	37
图表 57、商品房单月销售面积同比与金融机构加权房贷利率强相关 .....	39
图表 58、全国首套平均房贷利率近期已略有下行 .....	39
图表 59、商品房销售面积同比与 10 年期国债到期收益率同差强相关，但近期关系略有钝化 .....	40
图表 60、金融机构加权房贷利率与 10 年期国债到期收益率强相关，但近期关系略有钝化 .....	40
图表 61、主流 50 城月度推盘面积及同比 .....	41
图表 62、19 年 1 季度一二线城市推盘同比涨幅更大 .....	42
图表 63、百城住宅类土地供应建面（按城市能级分类） .....	43
图表 64、百城住宅类土地成交建面（按城市能级分类） .....	43
图表 65、19 年二三线城市挂牌均价有所上行 .....	44
图表 66、19 年 1 季度二线城市成交溢价率快速回升 .....	44
图表 67、4 月部分城市土地成交地王频现 .....	44

图表 68、全国住宅累计已开工未售库存（统计局） .....	45
图表 69、全国住宅已开工未售库存去化月数（统计局） .....	45
图表 70、22 城可售面积低位略有回升（克而瑞口径） .....	46
图表 71、22 城去化周期低位有所回升（克而瑞口径，6 个月移动平均） .....	46
图表 72、百城一手住宅价格同比、环比走势 .....	47
图表 73、70 城一手住宅价格同比、环比走势 .....	47
图表 74、百城一手住宅价格同比涨跌情况 .....	48
图表 75、百城一手住宅价格环比涨跌情况 .....	48
图表 76、百城分能级一手住宅价格同比走势 .....	49
图表 77、百城分能级一手住宅价格环比走势 .....	49
图表 78、商品房地产开发投资累计同比和单月同比 .....	49
图表 79、住宅开发投资和商办开发投资的单月同比 .....	49
图表 80、商品房新开工和施工面积同比 .....	50
图表 81、土地购置面积及土地成交价款累计同比 .....	50
图表 82、商品房开发投资主要由土地购置费贡献 .....	50
图表 83、施工相关投资由土地推动型转变为资金约束型 .....	50
图表 84、施工面积同比与建筑安装工程同比强相关 .....	51
图表 85、施工投资同比与建筑安装工程同比强相关 .....	51
图表 86、土地购置费同比与固定资产投资中其他费用同比强相关，显示土地购置费仍强 .....	51
图表 87、自 2017 年以来，拿地领先于新开工 9 个月，预计后续新开工先扬后抑 .....	52
图表 88、行业、万科、保利估值和销售额单月增速走势 .....	53
图表 89、以往周期中板块 PE TTM 上下限区间及发生时间 .....	54
图表 90、以往周期中板块 PE TTM 估值顶和估值底以及对应单月销售面积增速 .....	54
图表 91、商品房单月销售面积同比与金融机构加权房贷利率强相关 .....	55
图表 92、全国首套平均房贷利率近期已略有下行 .....	56
图表 93、商品房销售面积同比与 10 年期国债到期收益率同差强相关，但近期关系略有钝化 .....	56
图表 94、金融机构加权房贷利率与 10 年期国债到期收益率强相关，但近期关系略有钝化 .....	57
图表 95、10 年期国债收益率 vs. 板块 PE TTM .....	57
图表 96、10 年期国债同差逆序领先板块 TTEM PE 4M .....	57
图表 97、AA+ 产业债信用利差 vs. 板块 PE TTM .....	58
图表 98、房地产 AA+ 产业债信用利差 vs. 板块 PE TTM .....	58
图表 99、销售面积同比 vs. 地产板块 TTM PE .....	58
图表 100、销售面积 3M 移动平均 vs. 地产板块 TTM PE .....	58
图表 101、AAA、AA+、AA 房地产产业债信用利差 vs. 10 年期国债收益率 .....	59

图表 102、信用利差与阳光城/保利估值溢价逆序正相关 .....	60
图表 103、信用利差与荣盛发展/保利估值溢价逆序正相关 .....	60
图表 104、信用利差与中南建设/保利估值溢价逆序正相关 .....	60
图表 105、信用利差与华夏幸福/保利估值溢价逆序正相关 .....	60
图表 106、信用利差与阳光城/万科估值溢价逆序正相关 .....	61
图表 107、信用利差与荣盛/万科估值溢价逆序正相关 .....	61
图表 108、信用利差与中南/万科估值溢价逆序正相关 .....	61
图表 109、信用利差与幸福/万科估值溢价逆序正相关 .....	61
图表 110、估值主导股价、销量与估值强相关，调控政策与利率为二级变量 .....	62
图表 111、目前销量与地产指数处于上升区间 .....	63
图表 112、历次小周期销量转负至见顶及股价见底至见顶区间 .....	63
图表 113、社融增速与销量增速及房地产板块指数情况 .....	64
图表 114、社融增速转正出现后地产基本面及板块收益情况 .....	64
图表 115、商品房地产开发投资累计同比和单月同比 .....	65
图表 116、住宅开发投资和商办开发投资的单月同比 .....	65
图表 117、商品房新开工和施工面积同比 .....	65
图表 118、土地购置面积及土地成交价款累计同比 .....	65
图表 119、商品房开发投资主要由土地购置费贡献 .....	66
图表 120、施工相关投资由土地推动型转变为资金约束型 .....	66
图表 121、施工面积同比与建筑安装工程同比强相关 .....	66
图表 122、施工投资同比与建筑安装工程同比强相关 .....	66
图表 123、土地购置费同比与固定资产投资中其他费用同比强相关，显示土地购置费仍强 .....	67
图表 124、自 2017 年以来，拿地领先于新开工 9 个月，预计后续新开工先扬后抑 .....	67
图表 125、GDP 连续 2Q 低于 24M 移动平均值或为政策放松领先信号 .....	68
图表 126、工业增加值同比增速&房地产投资同比增速 .....	68
图表 127、商品房销量季度同比&GDP 当季同比 .....	69
图表 128、商品房新开工季度同比&GDP 当季同比 .....	69
图表 129、房地产投资额季度同比&GDP 当季同比 .....	70
图表 130、社融单月同比 3M 移动平均&GDP 同比 .....	70
图表 131、社融规模存量同比&GDP 累计同比 .....	71

## 前言

正如我们房地产行业 2019 年度投资策略《寒夜将近，曙光在前》中所判断，2018 年房地产板块源于政策而跌，而 2019 年至今房地产板块也源于政策而起。而在政策波动起伏的一年多时间内，我们发现市场需求的韧性似乎强于预期，2018 年下半年在 731 会议、贸易战和棚改收紧的三大外部因素的压力之下，住宅市场下半年经历了快速走冷，但在 2019 年上半年，政策才刚出现了一些松动迹象，市场便已呈现出走好趋势、大超市的预期，但这也预示着进一步政策放松预期将有所减弱。因而，房地产基本面和股价行至中途，市场又一次进入了四顾迷茫的状态。一方面，政策放松预期减弱，但目前复苏初期、需求稳定仍不坚固，政策仍不可能收紧；另一方面，基于一城一策落地、新型城镇化、按揭利率下行等因素，销量可能还会继续走好，房地产板块后续的走势如何市场分歧很大。

解答这个疑问，需要回归到问题的本质，就是本次需求韧性超预期缘何而起。我们认为这可能依然是这轮周期小周期延长、持续低库存下的反常现象。并且，一方面，考虑到政府稳需求以及土地财政的硬性约束，政策上仍不可能出现大幅收紧，最多一城一策、有保有压、高频微调；另一方面，考虑到按揭利率对于 10 年期国债收益率的滞后反应；此外，一二线已处三底叠加和三四线在四大因素缓冲下需求呈现韧性，即使后续政策没有进一步放松，也将综合推动需求的进一步走好。而在估值研究中，我们发现，房地产板块的估值的核心变量是销量，而政策（包括利率）只是间接变量，过往由于政策（包括利率）显著影响到销量，因而市场简化为估值直接挂钩政策，但在政策环境总体波动淡化+低库存下供给因素决定性强于需求因素的背景中，估值与需求端政策相关性或将减弱，其核心变量将回归到销量。

而从历史经验来看，从政策面角度来看，目前有点类似于 2012 年中期的情况，2012 年中期，经济有转好趋势，政策开始收紧，导致了 2012 年三季度基本面开始略有走弱，最终反应为估值的下跌，3 季度末开始政策再一次放松，从而基本面再次走好，从而房地产板块再次更猛烈的上行，反映了房地产投资逻辑更多反映的是政策博弈逻辑。而从基本面角度来看，目前则有点类似于 2017 年的情况，2017 年开始，政策方面，行业持续处于因城施策、有保有压的环境中，而利率方面，市场利率则呈现不断上行，此外行业持续处于低库存状态，在此大环境中，销量却呈现不断超预期走好、并且行业集中度进一步提升，在政策和利率环境并不友好的背景下，房地产板块、尤其是龙头房企却走出了拾级而上的表现，而这一阶段中房地产投资逻辑更多反映的是基本面逻辑。

## 一、政策面：需求端“一城一策+高频微调”、难以大幅从严，供给端修复的政策环境已经逐步创造

### （一）调控基调：调控基调从单向放松向双向波动微调，需求端难以大幅从严、供给端修复更有必要

18 年 9 月后宏观调控政策有所松动，但 19 年 4 月开始政府重申“房住不炒”。18 年 7 月中央政治局会议“坚决遏制房价上涨”的严厉调控叠加中美贸易战后，经济状况和地产数据持续走差。随后 18 年 10 月和 12 月政治局会议均未提及地产调控，强调“六稳”以及提振市场信心；18 年 12 月住建部提出“三稳”与加强供需双向调节；19 年 3 月两会中淡化房住不炒；4 月增值税率下调、其中房地产行业由 10%降为 9%；19 年 4 月发改委出台《2019 年新型城镇化建设重点任务》，放松中大城市落户限制、深化人地钱挂钩、培育发展现代化都市圈。但 19 年 4 月政治局会议再度提及“房住不炒”；同日住建部对 2019 年第一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示。

### 1、近期调控特征之一：“一城一策+高频微调”，城市级别的政策小幅区间震荡

19 年 4 月政治局会议再度提及“房住不炒”；同日新华社发文《住建部对部分房价、地价波动幅度较大的城市进行预警提示》，“近期住建部会同国务院发展研究中心对 2019 年第一季度房地产市场运行情况开展了专题调研。…。按照稳妥实施房地产长效机制方案确定的月度分析、季度评价、年度考核的要求，住建部对 2019 年第一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示。”我们认为近期调控策略有收紧主要基于 19Q1 经济状况改善和地产

数据略超预期，并且后续政策调控或将根据各个城市的月度、季度考核结果而定，持续呈现“一城一策+高频微调”的特征，更加有保有压的住房市场的稳定、城市调控政策将呈现小幅区间震荡，而这是低库存下既稳需求又稳房价的必然结果。

**图表 1、2018 年 7 月后主要宏观调控政策与基调一览**

时间	文件/会议名称	主要内容	政策偏向
2018/7/31	中央政治局会议	要保持经济社会大局稳定、保持经济运行在合理区间。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序， <b>坚决遏制房价上涨</b> 。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。	从严
2018/10/31	中央政治局会议	当前经济运行稳中有变，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露。对此要高度重视，增强预见性，及时采取对策。要切实办好自己的事情，坚定不移推动高质量发展，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策， <b>做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，有效应对外部经济环境变化，确保经济平稳运行</b> 。要坚持“两个毫不动摇”，促进多种所有制经济共同发展，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难。围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展。继续积极有效利用外资，维护在华外资企业合法权益。 <b>全文未提及房地产以及去杠杆</b> 。	从松
2018/12/13	中央政治局会议	“坚持稳中求进工作总基调，落实高质量发展要求，有效应对外部环境深刻变化”；“加快建设现代化经济体系，继续打好三大攻坚战，着力激发微观主体活力，创新和完善宏观调控， <b>统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，保持经济运行在合理区间，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心</b> ，提高人民群众获得感、幸福感、安全感，保持经济持续健康发展和社会大局稳定”；“要辩证看待国际环境和国内条件的变化，增强忧患意识”。 <b>全文未提及房地产以及去杠杆</b> 。	从松
2018/12/19-21	中央经济工作会议	经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力；宏观调控目标较好完成，三大攻坚战开局良好；宏观政策要强化逆周期调节， <b>继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求；要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，督促落实 2020 年 1 亿人落户目标</b> 。	中性、强调房住不炒
2018/12/24	全国住房和城乡建设工作会议	会议强调 2019 年重点抓好以下十个方面工作，其中包括“ <b>以稳地价稳房价稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展</b> ”；“ <b>坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，着力建立和完善房地产市场平稳健康发展的长效机制</b> ”；“ <b>坚持因城施策、分类指导，夯实城市主体责任</b> ”；“ <b>加强房地产市场供需双向调节，改善住房供应结构，支持合理自住需求</b> ”；“人口流入量大、住房价格高的特大城市和大城市要积极盘活存量土地，加快推进租赁住房建设，切实增加有效供应”；“以解决新市民住房问题为主要出发点，补齐租赁住房短板；深化住房公积金制度改革，研究建立住宅政策性金融机构，加大对城镇中低收入家庭和新市民租房购房的支持力度”。	中性、强调房住不炒，但支持自住需求和住房金融支持力度
2019/1/4	降准	央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，此次降准将释放资金约 1.5 万亿元，净	资金端改善

时间	文件/会议名称	主要内容	政策偏向
		释放长期资金约 8,000 亿元。1 月 4 日，李克强总理考察三大银行普惠金融部并在银保监会主持召开座谈会，并提到“运用好全面降准、定向降准工具”。此次降准将释放资金约 1.5 万亿元，加上即将开展的定向中期借贷便利（TMLF）操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金，再考虑今年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做的因素后，净释放长期资金约 8,000 亿元。	
2019/3/5	2019 年国务院政府工作报告	“改革完善房地产市场调控机制”；“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系， <b>促进房地产市场平稳健康发展</b> ”；“继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”；“ <b>健全地方税体系，稳步推进房地产税法立法</b> ”；“ <b>新型城镇化扎实推进，镇新增就业 1100 万人以上</b> ”；“促进区域协调发展，提高新型城镇化质量”；“深入推进新型城镇化。坚持以中心城市引领城市群发展”，“ <b>京津冀协同发展重在疏解北京非首都功能，高标准建设雄安新区。落实粤港澳大湾区建设规划，促进规则衔接，推动生产要素流动和人员往来便利化。将长三角区域一体化发展上升为国家战略，编制实施发展规划纲要</b> ”；“深化增值税改革，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%”	中性
2019/3/8-3/9	全国人大二次会议	全国人大常委会委员长栗战书在介绍今后一年的主要任务时提到：“今年要抓紧制定修改深化市场化改革、扩大高水平开放急需的法律，加快推进民生、国家安全、知识产权保护、社会治理、生态文明建设等领域的立法，落实税收法定原则，完善国家机构有关法律制度。集中力量落实好党中央确定的重大立法事项，包括审议民法典，制定刑法修正案（十一）、基本医疗卫生与健康促进法、 <b>房地产税法</b> 、出口管制法、社区矫正法、军民融合发展法、退役军人保障法、政务处分法，修改证券法、现役军官法、兵役法、人民武装警察法、全国人民代表大会组织法、全国人民代表大会会议事规则，生物安全法、长江保护法等立法调研、起草，都要加紧工作，确保如期完成。” 3 月 9 日上午，十三届全国人大二次会议新闻中心中，全国人大常委会法制工作委员会副主任刘俊臣说，按照人大常委会立法规划，现在有关方面正在研究起草房地产税法的草案，相关工作正在稳步推进。全国人大财经经济委员会副主任委员乌日图表示，房地产税法由全国人大常委会预算工作委员会会同财政部组织起草，目前，相关部门正在完善法律草案、重要问题的论证等方面的工作，待条件成熟时提请全国人大常委会初次审议。	房地产税稳步推进、如期完成
2019/3/22	财政部、税务总局、海关总署	增值税一般纳税人（以下称纳税人）发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用 16% 税率的，税率调整为 13%；原适用 10% 税率的，税率调整为 9%。	减税
2019/4/8	国家发改委印发《2019 年新型城镇化建设重点任务》	“积极推动已在城镇就业的农业转移人口落户。继续加大户籍制度改革力度， <b>在此前城区常住人口 100 万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上，城区常住人口 100 万-300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300 万-500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制</b> 。超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。”：“ <b>深化‘人地钱挂钩’等配套政策</b> ”、“深入推进城市群发展”等方面，并强调：“加快京津冀协同发展、长江三角洲区域一体化发展、粤港澳大湾区建设。扎实开展成渝城市群发展规划实施情况跟踪评估， <b>研究提</b>	从松，落户放宽、人地钱挂钩、首次单独强调成渝城市群

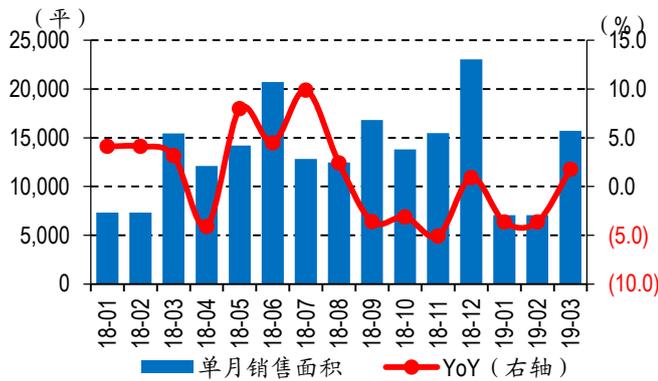
时间	文件/会议名称	主要内容	政策偏向
2019/4/19	中央政治局会议	<p><b>出支持成渝城市群高质量发展的政策举措</b>，培育形成新的重要增长极。”</p> <p>今年以来主要宏观经济指标保持在合理区间，市场信心明显提升，新旧动能转换加快实施，改革开放继续有力推进，<b>一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好。经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力</b>，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的，必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难。做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作。要通过改革开放和结构调整的新进展巩固经济社会稳定大局。要细化“巩固、增强、提升、畅通”八字方针落实举措，注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，<b>坚持结构性去杠杆。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。</b></p>	中性，强调房住不炒
2019/4/19	新华社报道《住建部对部分房价地价波动幅度较大城市进行预警提示》	<p>据新华社 4 月 19 日报道，近期住建部会同国务院发展研究中心对 2019 年第一季度房地产市场运行情况开展了专题调研。从调研情况看，房地产市场总体保持平稳，住宅销售平稳回落，房价基本稳定，市场预期趋于理性。但部分热点城市住宅销售回暖、土地市场热度回升，需引起高度关注。<b>按照稳妥实施房地产长效机制方案确定的月度分析、季度评价、年度考核的要求，住建部对 2019 年第一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示。</b></p>	偏紧

资料来源：相关政府网站，新华社，住建部，华创证券

## 2、近期调控特征之二：复苏初期，需求政策难以大幅从严，供给政策修复更有必要

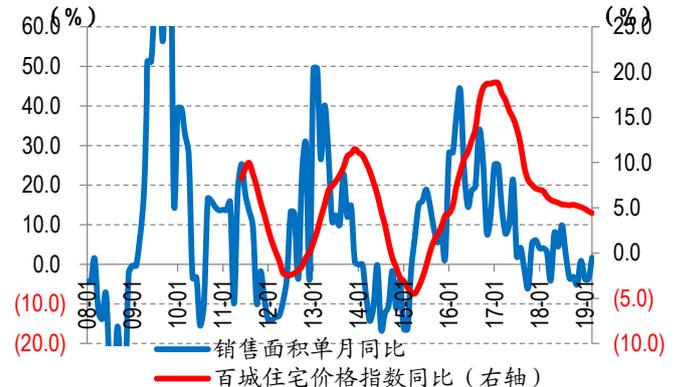
出于稳房价、稳地价、稳预期的要求，也出于全国经济和财政稳定的要求，目前政府调控诉求更多希望呈现“跑量稳价”。需求端，从 3 月份全国销量转正、4 月低基数，以及一二线城市成交持续改善来看，跑量已逐步验证，甚至个别城市也出现涨价情况，但考虑一二线城市刚处于复苏初期、棚改对于三四线城市的负面影响仍未完全显现，当前需求稳定仍不坚固，因此，需求端政策的全国范围的大幅从严目前仍难以见到、而个别热点城市的政策微调则更有可能；供给端，在需求端政策大调不可、小调为宜的背景下，更多实现稳价的目的则需要通过供给端政策修复来实现，低库存下的供求逐步平衡才是住房价格稳定更为关键的因素，结构性的增加供给。一方面，包括土地和商品房的供需平衡才能更有效的稳定房价，另一方面，更积极的土地供应，也能缓解地方政府的财政压力，解决财政部关于 19 年全国土地出让金计划 6.7 万亿、同比+3%的要求。

图表 2、全国商品房销量面积单月及同比



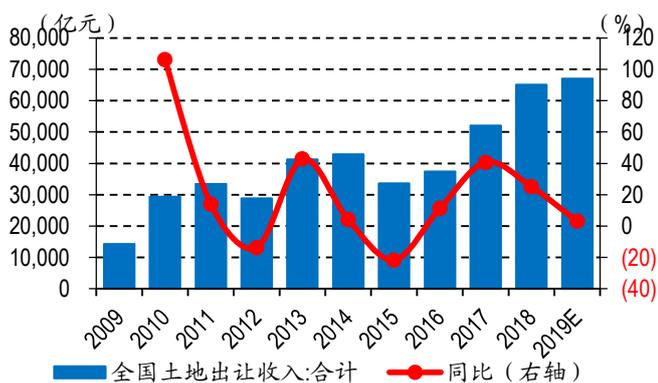
资料来源: Wind, 华创证券

图表 3、百城房价指数同比与全国销量同比



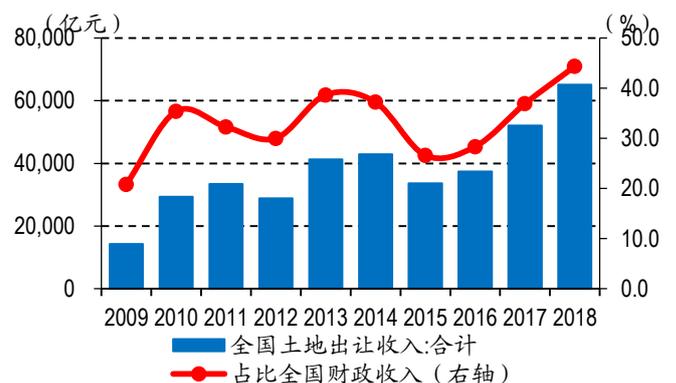
资料来源: Wind, 华创证券

图表 4、全国土地出让收入及同比



资料来源: 财政部, 华创证券

图表 5、全国土地出让收入占比中央+地方财政收入



资料来源: Wind, 华创证券

**(二) 需求端政策: “一城一策” 落实、新城镇化推进、按揭利率下行等综合推动需求改善**

**1、一城一策持续推进, 部分城市限购、限售、限价松动, 50 余城出台 80 余次 “人才新政”**

地方政策方面, 二三线城市继续落实“一城一策”, 18 年 9 月起廊坊、合肥、珠海等针对限购人群或限购区域的政策陆续松动; 低能级城市如菏泽、阜阳等相继取消限售或取消限价条款, 菏泽甚至出台农民进城购买首套新建商品房享受每平方米 300 元的优惠。

与此同时, 石家庄、杭州、保定、呼和浩特、宁波等 50 余二三线城市陆续出台 80 余次人才新政, 与发改委 4 月出台的《2019 年新型城镇化建设重点任务》放松中大城市落户限制思路相呼应; 尤其是 300-500 万 I 型大城市重点人群落户全面放开, 后续或将持续提振强二线城市的购房需求。

**图表 6、部分城市近期人才新政情况**

时间	城市	文件名称	具体内容
2019/2/11	常州	《常州市户籍准入管理若干规定》	进一步放宽高校毕业生、技术工人、职业院校毕业生、留学归国人员的落户条件；取消了投资纳税落户设置，放宽了准入条件，在常州市就业居住 5 年以上人员可落户，此外，还降低了购房和投靠准入门槛。
2019/2/13	西安	《关于进一步放宽我市部分户籍准入条件的通知》	全面放开落户限制，包括五大途径：学历落户、人才引进落户、投资创业落户、投靠亲属落户、安居落户。
2019/3/18	石家庄	《关于全面放开我市城镇落户限制的实施意见》	取消在城区、城镇落户“稳定住所、稳定就业”迁入条件限制，在石家庄市全面放开城区、城镇落户，群众仅凭居民身份证、户口簿就可向落户地派出所申请户口迁入市区、县(市)城区和建制镇，配偶、子女、双方父母户口可一并随迁。
2019/3/29	海南	《关于完善人才住房政策的补充通知》	就解决总部企业人才住房、满足机关事业单位人才基本住房、给予人才购房信贷支持等四方面细则方面进行说明，其中总部企业人才和事业单位人才在符合条件下享受本地居民购房待遇，本人可在海南购买 1 套住房
2019/4/4	杭州	《关于贯彻落实稳企业稳增长促进实体经济发展政策举措的通知》	全日制大学专科及以上人才，在杭工作并缴纳社保的，可直接落户。
2019/4/18	保定	《保定市清苑区关于加强高层次人才引进的若干优惠政策（试行）》	对五个类型的高层次人才进行不同程度的安居补贴，高层次人才均可在清苑区购房，最高一档可在购房时一次性补贴 50 万元。此外，政府认定的三个档次人才的子女，和双方父母均可以在该区购买自用商品住房，优惠政策认定的前三挡优惠政策自 2019 年 1 月 1 日开始试行，试行期为一年。
2019/4/20	呼和浩特	《呼和浩特市大学毕业生安居工程（试点）实施办法》	具有普通全日制本科及以上学历的应往届毕业生（往届 3 年及以内），可半价买房，首付 20% 即可按揭。大学毕业生住宅平均销售价格按照项目所在区域市场价格的 50% 确定，产权交易涉及相关税费按规定由建设单位和购房者分别承担，5 年内不得上市交易。
2019/4/21	宁波	《宁波市加快集聚顶尖人才实施方法（试行）》	涉及高层次人才、基础人才、应届本科生和硕士研究生、青年精英人才、青年留学归国人才这五大类人才，购房补贴是主要补贴方向。符合相关条件的本科生在购买家庭首套唯一住房最高可获得不超过 8 万元的补贴，高层次人才最高可获得 60 万元的住房补贴。

资料来源：相关政府网站，观点地产，华创证券

**图表 7、部分城市近期政策放松情况**

城市	时间	具体内容
合肥	2018/11	主要对于两类人群有所放松： 1) 年龄不足 40 岁、拥有本科学历的外地人群，此前需要落户、或者提供 12 个月社保，现在不需要落户只需要提供 1 个月社保证明，即可获得购房资格； 2) 合肥“四县一市”（肥东县、肥西县、长丰县、庐江县、巢湖市）的人群，原先被视作外地人，之前需要落户、或者提供 12 个月社保，现在也不需要落户只需要提供 1 个月社保证明，即可获得购房资格。不过值得注意的是，该政策是合肥房管局与各大开发商口头承诺。
廊坊	2018/11	目前主要针对廊坊工业园区中产业工人的限购略有放松，此前对于外地人购房者统一需要提供 3 年社保获取购房资格。如果该购房者是在廊坊工业园区中有真实劳动合同的产业工人，原先已经签订的购房合同即

城市	时间	具体内容
		使没有满足 3 年社保的规定也可以网签备案(比如刚过来工作 1 年的外地产业工人不满足 3 年社保的也可),但目前只针对存量已销售未网签合同部分做试点,估计涉及 8000-10000 套,目前对于增量部分仍没有放开,值得后续继续关注。
苏州	2018/11	11 月 7 日,苏州高新技术创业服务中心微信公众号发布《关于申报苏州市人才乐居工程的通知》,申报时间为 2018 年 11 月 6 日-11 月 28 日。根据通知,人才乐居的方式及补贴标准有 5 类:A~E 类人才购买首套自住住房,可不受户籍、个税和社保缴纳时限等限制。值得注意的是:1)这是近期第一个二线重点城市公开发文略微松动限购的城市,试探意义进一步加大;2)自 17 年 2 月开始的陆续推出的各地方的人才新政中买房的前提要求是落户,而本次苏州政策中买房不需要落户,较之前的人才新政放松力度更大。
阜阳	2019/02	阜阳市国土资源局土地出让公告显示,自 2019 年起,土地出让时的限价条款均被取消,这意味着住宅备案价格不受土地出让限制,房企可根据市场价格自行调整。

资料来源:相关政府网站,华创证券

## 2、新型城镇化持续推进,户籍放开推动都市圈发展、土地流转解决结构性供给问题和提升购买力

80 年代的中国走小城镇战略,就地、就近的城镇化;90 年代提出严格控制大城市发展;但在 00 年的“十五计划”中城镇化思路发生了转变,提出大中小城市和小城镇协调发展的多样化城镇化道路;随后“十一五”和“十二五”中陆续提出要把城市群作为推进城镇化的主体形态;12 年 12 月召开的中央城镇化工作会议首次提出了新型城镇化的 6 大任务,其中第四大任务就是优化城镇化布局与形态,首次提出把城市群作为推进新型城镇化的主体;随后 14-15 年中进一步确定城市群、都市圈的重要性。

图表 8、我国城镇化发展思路自 2001 年开始逐步切换

时间	文件名称	具体内容	总结
1980 年	全国城市规划工作会议	“控制大城市规模,合理发展中等城市,积极发展小城市”的城市发展总方针。	改革开放至 2000 年,中国城市化政策的变化,主要体现在两个方面,一是由过去实行城乡分隔,限制人口流动逐渐转为放松管制,允许农民进入城市就业,鼓励农民迁入小城镇;二是确立了以积极发展小城镇为主的城市化方针。
1982 年	五届全国人大新修改的宪法	从此确立了“乡政村治”的农村管理模式,撤社建乡、发展小城镇成为农村行政体制改革的共识。	
1984 年	《关于一九八四年农村工作的通知》	我国实施小城镇战略的标志。允许务工、经商、办服务业的农民自理口粮到集镇落户	
1994 年 9 月	《关于加强小城镇建设的若干意见》	“要引导乡镇企业在小城镇适当集中,使小城镇成为区域的中心”,“在稳步发展农业的同时,积极发展农村二、三产业,搞好小城镇建设”。	
2000 年 7 月	《关于促进小城镇健康发展的若干意见》	加快城镇化进程的时机和条件已经成熟。抓住机遇,适时引导小城镇健康发展,应当成为当前和今后较长时期农村改革与发展的一项重要任务。	
2001 年 5 月	《国民经济和社会发展第十个五年计划城镇化发展重点专项规划》	完善城镇体系的基本任务是,有重点地发展小城镇,积极发展中小城市,完善区域性中心城市功能,引导城镇密集区有序发展,提出大中小城市和小城镇协调发展的多样化城镇化道路。改革户籍管理制度,培育	

时间	文件名称	具体内容	总结
		劳动力市场，完善用地制度，建立投融资新体制，调整行政区划（实行“县改市”与“镇改市”并存的设市模式）	展、互促共进的城镇化。建设“世界级城市群”、深化户籍制度改革、促进大中小城市协调发展等任务。
2006 年 3 月	《国家“十一五”规划纲要》	首次提出“把城市群作为推进城镇化的主体形态”	
2014 年至今	《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》	逐步使符合条件的农业转移人口落户城镇，放宽落户条件。建立城市群发展协调机制，增强中心城市辐射带动功能，加快发展中小城市，有重点地发展小城镇，促进大中小城市和小城镇协调发展。	
2018 年 11 月	《中共中央 国务院关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》	以京津冀城市群、长三角城市群、粤港澳大湾区、成渝城市群、长江中游城市群、中原城市群、关中平原城市群等城市群推动国家重大区域战略融合发展，建立以中心城市引领城市群发展、城市群带动区域发展新模式，推动区域板块之间融合互动发展。	
2019 年 4 月	《2019 年新型城镇化建设重点任务》	提出要突出抓好在城镇就业的农业转移人口落户工作，推动 1 亿非户籍人口在城市落户目标取得决定性进展。其中，城区常住人口 100 万—300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300 万—500 万的 I 型大城市要全面开放放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制。超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。	

资料来源：相关政府网站，华创证券

19 年 4 月的《新型城镇化建设重点任务》则从四个方面进一步指明未来城市化格局的趋势和变化。需求方面，上文已经提到放宽大中城市落户限制，将促进户籍城镇化率增长；区域协调发展方面，除强调加快京津冀协同发展、长江三角洲区域一体化发展、粤港澳大湾区建设外，首次单独强调成渝城市群发展；供给和购买力方面，探索落户城镇的农村贫困人口在原籍宅基地复垦腾退的建设用地指标由输入地使用，并首次提出都市圈内土地指标调剂，土地指标的流转一方面也就意味一二线大城市的土地供给紧张的问题将得以缓解，另一方面也将提升农村人民的土地方面的财政性收入、提升购买力，从而提升进一步的新型城镇化。

图表 9、《2019 年新型城镇化建设重点任务》重点内容

影响方面	具体内容
需求	在此前城区常住人口 100 万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上，城区常住人口 100 万-300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300 万-500 万的 I 型大城市要全面开放放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制；
区域协调发展	加快京津冀协同发展、长江三角洲区域一体化发展、粤港澳大湾区建设外，首次单独强调成渝城市群发展；
供给&购买力	供给方面，探索落户城镇的农村贫困人口在原籍宅基地复垦腾退的建设用地指标由输入地使用，并首次提出都市圈内土地指标调剂。

资料来源：中国政府网，华创证券

### 3、国债收益率对按揭利率传导关系滞后修复推动后者下行，预计住宅销量短期内仍将惯性向好

资金宽松在按揭端已逐步显现。19 年 3 月全国首套房平均按揭利率 5.56%，连续 4 个月下行，已经回归至去年 4 月份水平，并较 18 年 10 月高点下降 15BP。融 360 数据显示 3 月又有 138 家银行下调房贷利率，高达 2 月的 3 倍有余；3 月共有 29 个城市的首套房贷利率下降。其中包括南京在内的 6 个城市连续下调房贷利率。

图表 10、部分城市近期按揭利率下行情况

时间	城市	具体内容
2019/01	哈尔滨	从首套房贷平均利率的下跌幅度来看，哈尔滨跌幅最大，利率由上月的 6.05% 下降至 5.74%
2019/01	北京	北京地区多家银行将首套房贷款利率从基准利率上浮 10% 下调到上浮 5%。
2019/02	上海	2019 年 1 月 3 日，上海地区多家银行下调首套房贷款利率。上海地区首套平均利率降至 5.09%，相当于基准上浮 3.9% 水平，较 2018 年 12 月初监测数据 5.19% 下降 0.1 个百分点。可执行 95 折优惠的银行数量已经增至 10 家。2019 年 2 月首套房贷款平均利率为 5.06%，较上期下降 3BP
2019/03	东莞	近期东莞有多家银行下调了二手房贷款利率，下调后，东莞二手房首套房贷利率处于上浮 10%-25%，二套上浮 15-30% 之间，与去年同期二手房首套房贷利率普遍上浮 20%-40%、二套上浮 25%-45% 相比，整体下调了不少
2019/03	广州	2019 年 3 月广州首套房贷款平均利率为 5.42%，较上期下降 10BP，环比下降 1.81%；二套房贷款平均利率为 5.71%，下降 14BP，环比下降 2.39%。
2019/03	济南	首套房贷利率下降的转折点出现在今年 1 月，从此前上浮 15% 调整为上浮 10%，继 1 月济南多家银行将首套房贷利率调整为上浮 10% 后，目前已有个别银行将首套房贷利率调整为上浮 5%，
2019/03	宁波	宁波地区房贷利率本月出现下调，下调后首套最低可以执行基准上浮 5%，二套最低为基准上浮 10%。本月下调幅度在基准 5%-10% 左右，后期首套利率有望向基准上浮 5% 看齐。部分银行和楼盘做了相关调整，普通住房首套房最低首付款比例调整为 20%，二套房最低首付款调整为 30%
2019/03	石家庄	目前该市首套房贷款利率执行基准利率上浮 10%。而春节前，当地主流银行首套房贷款利率大概在基准利率上浮 10%-15%。石家庄当地的某家大行分支行，根据申请人的个人征信等各方面情况综合考虑，首套房贷款利率可低至基准上浮 8%。
2019/03	杭州	目前，杭州首套房贷利率普遍上浮 5%。包括四大行在内的多家银行由 3 月的上浮 10% 下调至 5% 汇丰银行首套仅上浮 3%，成为首套房贷利率摸底调查中的最高优惠。这也是杭州目前首套最低的利率。
2019/03	南昌	某股份制银行南昌地区支行行长告诉记者：“此前我们首套房个人房贷利率上浮超过 20%，目前调整至上浮 10%-15%。”
2019/03	厦门	厦门首套房贷利率平均值为 4.90%，和基准利率持平，较上期下降 46BP，环比下降 8.58%，最低首付比例为 3 成；二套房贷利率平均值为 5.39%，为基准利率上浮 10%，比 2 月份下降 43BP，环比下降 7.39%，其中 4 家银行二套房首付比例最低 6 成，3 家银行最低 5 成，1 家最低 7 成。
2019/03	重庆	首套主流为基准上浮 15%。2019 年 3 月重庆首套房贷利率平均值为 5.67%，较上期下降 7BP，环比下降 1.22%；二套房贷款平均利率为 5.97%，下降 11BP，环比下降 1.81%。
2019/03	福州	首套房贷款利率下降到在基准利率基础上上浮 5%，将二套房贷款利率降至在基准利率基础上上浮 10%。3 月份福州首套房贷款平均利率为 5.15%，环比下降 5.68%，相当于基准利率的 1.05 倍
2019/03	南京	目前南京各大银行首套房贷利率最低上浮 5%，最高上浮 25%。大部分集中在上浮 10%-15%。和 2 月数据相比，有 14 家银行首套房贷利率下调，降幅集中在 3-10% 左右。最低可执行基准上浮 10%
2019/03	青岛	2019 年 3 月青岛首套房贷利率平均值为 5.62%，较上期下降 7BP，环比下降 1.23%；二套房贷利率平均值为 5.94%，下降 9BP，环比下降 1.49%。1 家银行执行基准上浮 10%，14 家银行全部执行基准上浮 15%；
2019/03	天津	2019 年 3 月天津首套房贷利率平均值为 5.17%，较上期下降 31BP，环比下降 5.66%；二套房贷利率平均值

时间	城市	具体内容
		为 5.57%，下降 19BP，环比下降 3.30%。首套房方面，3 月份有 5 家银行执行基准利率不上浮，5 家银行执行基准上浮 5%，

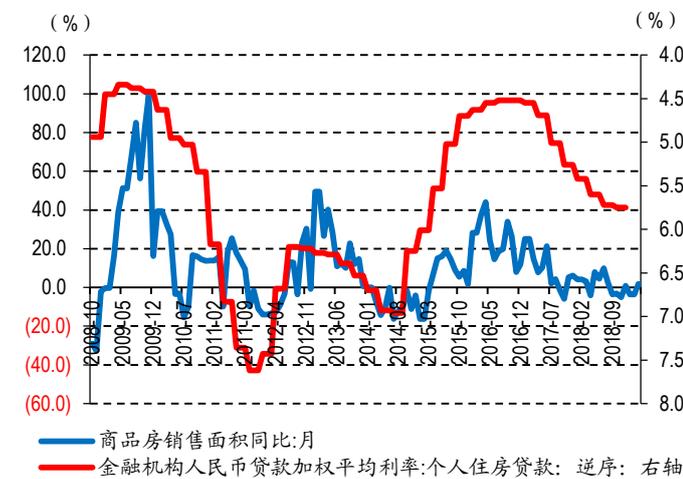
资料来源：新浪财经，融 360，华创证券

一方面，个人住房按揭利率与全国销售面积单月同比同步、并与全国销售面积单月同比强负相关，这个规律目前看来依然有效。19 年 1 月开始，个人住房按揭利率已有略微下行趋势，因而导致了全国销售面积单月同比在 3 月份触底回升。

另一方面，在以往小周期中，10 年期国债到期收益率（或者 10 年期国债到期收益率同差）领先 7 个月与全国销售面积单月同比强负相关，但这个规律在本轮周期中却有所钝化，10 年期国债到期收益率在今年 1 月见顶回落原本预示着今年 8 月销售面积同比见底，但销售面积同比在 18Q4 仍在走低。在以往周期中，10 年期国债到期收益率对于按揭利率的传导顺畅，但本轮周期中由于房地产调控导致了传导不畅，从而也就传导不到销售面积这一端。

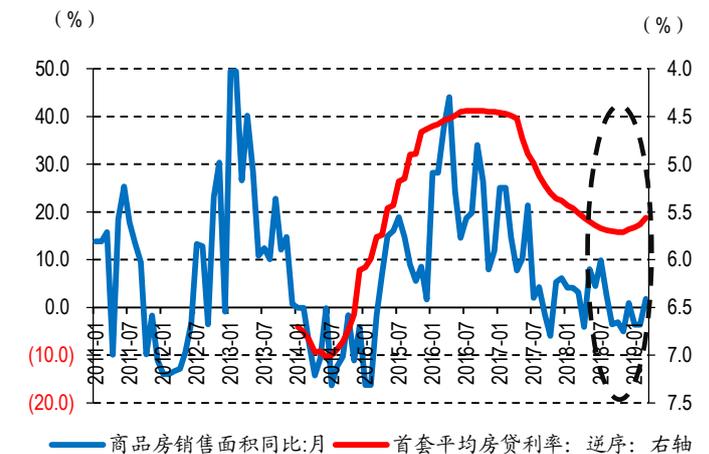
但我们认为：1) 10 年期国债到期收益率对按揭利率和销售面积的传导不畅，更多源于 731 会议和资管新规等的综合影响，但考虑上述因素的淡化，预计传导关系可能将有所修复；2) 预计后续的政策放松中可以预期对于投资性需求的压制（不会像以前周期的全部需求放开），也可能也会导致利率的传导会有打折。因而，考虑到 10 年期国债收益率对于按揭利率的传导关系在一定程度上将有所滞后修复，这将推动住宅销量短期内仍将惯性向好。

图表 11、商品房单月销售面积同比与房贷利率强相关



资料来源：Wind，华创证券

图表 12、融 360 全国首套平均房贷利率近期已略有下行



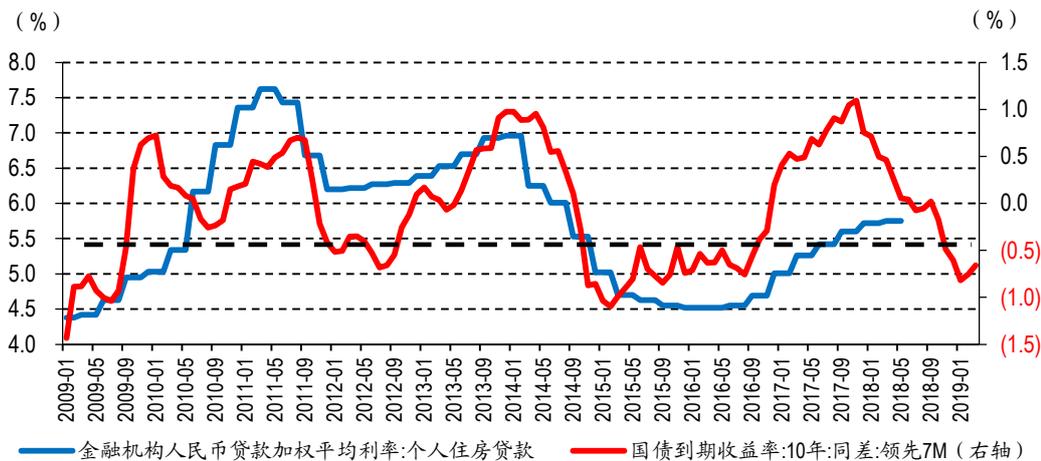
资料来源：Wind，华创证券

图表 13、商品房销售面积同比与 10 年期国债到期收益率同差强相关，但近期关系略有钝化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 14、金融机构加权房贷利率与 10 年期国债到期收益率强相关，但近期关系略有钝化



资料来源: Wind, 华创证券

### (三) 供给端政策: 后续供给端修复或强于需求端的高频微调, 低库存下行业基本面韧性更强

上文已经提到, 在稳定房价的过程中, 需求端调控更多偏向“一城一策+高频调整”, 支持“刚需改善”和“人才引进”的政策也说明政府在需求端愿意给予量增的空间。中央和地方政策的博弈中, 政策难以大幅放松、收紧空间也极其有限, 而后续供给端的修复比需求端的调控来的更为关键。

#### 1、中长期, “人地钱挂钩” + “宅基地复垦” + “土地指标调剂”, 供给端的改变或将先行

土地端的长期供应结构性增加的政策趋势已经出现, 资金端的放松我们会在后文详细论述。2019 年 4 月 8 日, 国家发改委印发《2019 年新型城镇化建设重点任务》, 明确中大城市落户放松的同时, 指出深化“人地钱挂钩”等

配套政策，全面落实城镇建设用地增加规模与吸纳农业转移人口落户数量挂钩政策；落实中央基建投资安排向吸纳农业转移人口落户数量较多城镇倾斜政策；探索落户城镇的农村贫困人口在原籍宅基地复垦腾退的建设用地指标由输入地使用。

图表 15、近年城镇化建设重点任务内容

时间	发布机构	文件名称	具体内容
2019/4/8	国家发改委	《2019 年新型城镇化建设重点任务》	积极推动已在城镇就业的农业转移人口落户。继续加大户籍制度改革力度，在此前城区常住人口 100 万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上， <b>城区常住人口 100 万—300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300 万—500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制。</b> 超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。城市政府要探索采取差别化精准化落户政策，积极推进建档立卡农村贫困人口落户。允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户。 <b>深化“人地钱挂钩”等配套政策，全面落实城镇建设用地增加规模与吸纳农业转移人口落户数量挂钩政策；落实中央基建投资安排向吸纳农业转移人口落户数量较多城镇倾斜政策。</b>
2018/10/11	国家发改委	关于督察《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》落实情况的通知	推动 1 亿非户籍人口在城市落户，是推进新型城镇化高质量发展的重要任务。按照《落户方案》主要目标任务分工，对各地区各有关部门落实情况开展全面督察。
2018/3/13	国家发改委	《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》	全面放宽城市落户条件。 <b>继续落实 1 亿非户籍人口在城市落户方案</b> ，加快户籍制度改革落地步伐，促进有能力在城镇稳定就业生活的新生代农民工、在城镇就业居住 5 年以上和举家迁徙的农业转移人口、农村学生升学和参军进入城镇人口在城市举家落户，鼓励对高校和职业院校毕业生、留学归国人员及技术工人实行零门槛落户。中小城市和建制镇要全面放开落户限制。 <b>大城市对参加城镇社保年限的要求不得超过 5 年，其中 II 型大城市不得实行积分落户，有条件城市要进一步降低社保年限要求；I 型大城市中实行积分落户的要大幅提高社保和居住年限的权重，鼓励取消年度落户数量限制。</b> 超大城市和特大城市要区分城区、新区和所辖市县，制定差别化落户条件，探索搭建区域间转积分和转户籍通道。探索租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户。落实地方政府主体责任，2018 年实现进城落户 1300 万人。 <b>深化“人地钱挂钩”配套政策。深化“人地挂钩、以人定地”，在制定各地区土地利用计划和安排城镇新增建设用地规模时，进一步增加上年度农业转移人口落户数量指标的权重。</b>
2016/10/11	国务院	国务院办公厅关于印发《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案的通知》	“十三五”期间，城乡区域间户籍迁移壁垒加速破除，配套政策体系进一步健全， <b>户籍人口城镇化率年均提高 1 个百分点以上，年均转户 1300 万人以上。到 2020 年，全国户籍人口城镇化率提高到 45%，各地区户籍人口城镇化率与常住人口城镇化率差距比 2013 年缩小 2 个百分点以上。</b>

资料来源：中国政府网，发改委，华创证券

**图表 16、超大/I/II 类城市本次文件落户放宽情况**

城市类别	2019	2018
超大特大城市	超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。城市政府要探索采取差别化精准化落户政策，积极推进建档立卡农村贫困人口落户。允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户。	超大城市和特大城市要区分城区、新区和所辖市县，制定差别化落户条件，探索搭建区域间转积分和转户籍通道。探索租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户。落实地方政府主体责任，2018 年实现进城落户 1300 万人。
I 型大城市	城区常住人口 300 万—500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制。	I 型大城市中实行积分落户的要大幅提高社保和居住年限的权重，鼓励取消年度落户数量限制。
II 型大城市	城区常住人口 100 万—300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；	大城市对参加城镇社保年限的要求不得超过 5 年，其中 II 型大城市不得实行积分落户，有条件城市要进一步降低社保年限要求；

资料来源：发改委，华创证券

**图表 17、2018 年 vs.2019 年城镇化建设重点任务中城市群提法**

序号	2019	2018
1	加快京津冀协同发展、长江三角洲区域一体化发展、粤港澳大湾区建设；	编制实施粤港澳大湾区发展规划；
2	扎实开展成渝城市群发展规划实施情况跟踪评估，研究提出支持成渝城市群高质量发展的政策举措，培育形成新的重要增长极；	印发实施关中平原、兰州—西宁、呼包鄂榆等跨省区城市群规划；
3	有序推动哈长、长江中游、北部湾、中原、关中平原、兰州—西宁、呼包鄂榆等城市群发展规划实施，建立健全城市群协调协商机制；	加快实施长三角、长江中游、成渝、中原、哈长、北部湾等城市群规划。
4	加快出台实施天山北坡、滇中两个边疆城市群发展规划。	

资料来源：发改委，华创证券

此外，18 年 3 月，国务院办公厅印发《跨省域补充耕地国家统筹管理办法》和《城乡建设用地增减挂钩节余指标跨省域调剂管理办法》等文件，主要针对“三区三州”及其他深度贫困县城乡建设用地增减挂钩节余指标；并且《2019 新型城镇化任务中》进一步指出，都市圈内土地指标也可流转。

综合来看，结合人地钱挂钩、农民宅基地复垦、土地指标跨省或都市圈内调剂（类似于重庆地票制度）等，未来土地流转的政策环境已经创造，后续供给端的改变或将先行。

注：重庆地票制度，主要指农村集体建设用地经过复垦并经土地管理部门严格验收后产生的指标，以票据的形式通过重庆农村土地交易所在全市范围内公开拍卖。设计运用城乡建设用地增减挂钩原理，采用“跨区县、指标对指标”的模式，实现城乡建设用地指标远距离、大范围的空间置换。复垦宅基地生成的地票，扣除必要成本后，价款按 15:85 的比例分配给集体经济组织和农户，使农民实现“带资进城”。

**图表 18、供地方面政策概况**

时间	发布部门	文件名称	主要内容
2017/4/1	住房城乡建设部、国土资源部	《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》	合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。 <b>各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36-18 个月的，要减少供地；12-6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。</b>
2018/3/26	国务院办公厅	《跨省域补充耕地国家统筹管理办法》和《城乡建设用地增减挂钩节余指标跨省域调剂管理办法》	为了集中力量帮扶深度贫困地区脱贫攻坚， <b>增减挂钩节余指标跨省域调剂的调出地区限定在“三区三州”（即西藏、四省藏区、新疆四地州和四川凉山州、云南怒江州、甘肃临夏州）及其他深度贫困县。</b> 根据经济承受能力，确定北京、上海、天津、江苏、浙江、广东、福建、山东 8 个省(市)为主要帮扶省份。调剂资金分两个阶段向调出省份支出，核定资金总额后支出 70%调剂资金；确认完成拆旧复垦安置后，再支出剩余 30%调剂资金。节余指标调出价格根据复垦土地的类型和质量确定，复垦为一般耕地或其他农用地的每亩 30 万元，复垦为高标准农田的每亩 40 万元。
2018/9/26	国务院	《乡村振兴战略规划（2018-2022 年）》	<b>建立高标准农田建设等新增耕地指标和城乡建设用地增减挂钩节余指标跨省域调剂机制，将所得收益通过支出预算全部用于巩固脱贫攻坚成果和支持实施乡村振兴战略。</b>
2019/4/8	发改委	《2019 年新型城镇化建设重点任务》	培育发展现代化都市圈。加快推进都市圈交通基础设施一体化规划建设。支持建设一体化发展和承接产业转移示范区。推动构建都市圈互利共赢的税收分享机制和征管协调机制。鼓励社会资本参与都市圈建设与运营。 <b>在符合土地用途管制前提下，允许都市圈内城乡建设用地增减挂钩节余指标跨地区调剂。</b>
2019/4/17	自然资源部	下发通知	地方在制定实施 2019 年住宅用地分类调控目标时，地级以上城市、地州盟所在地和百万人口以上县（县级市）要根据商品住房库存消化周期（截至 2019 年 3 月），结合本地土地市场实际，切实优化住宅用地供应，实施差别化调控政策， <b>在上年住宅用地供应分类调控目标基础上，调整确定 2019 年住宅用地供应“五类”调控目标。其中，消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36 至 18 个月的，要适当减少供地；18 至 12 个月的，维持供地持平水平；12 至 6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，要显著增加并加快供地。</b>

资料来源：相关政府网站，华创证券

## 2、短期内，预计低库存下供给端的修复更多将是通过结构性的土地供应增加来实现

继 17 年 4 月住建部与国土资源部联合发布通知、根据城市库存情况合理调整土地供应后，19 年 4 月自然资源部再次强调“五类”住宅用地供应调控目标，要求地级以上城市、地州盟所在地和百万人口以上县(县级市)，根据商品住房库存消化周期(截至 2019 年 3 月)，结合本地土地市场实际，切实优化住宅用地供应，实施差别化调控政策，在上年住宅用地供应分类调控目标基础上，调整确定 2019 年住宅用地供应“五类”(显著增加、增加、持平、适当减少、减少直至暂停)调控目标，其中，消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36~18 个月的，要适当减少供地；18~12 个月的，维持供地持平水平；12~6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，要显著增加并加快供地。

因此，短期内，预计低库存下供给端的修复更多将是通过商品房库存消化周期的监管达标实现结构性的土地供应增加。

图表 19、住建部和自然资源部两次分类住宅用地供应调控目标

2019/4/17	自然资源部发布	2017/4/1	住房和城乡建设部和国土资源部联合发布
消化周期	主要内容	消化周期	主要内容
36 个月以上	NA	36 个月以上	停止供地
18-36 个月	适当减少供地	18-36 个月	减少供地
12-18 个月	维持供地持平水平	12-18 个月	NA
6-12 个月	增加供地	6-12 个月	增加供地
6 个月以下	显著增加并加快供地	6 个月以下	不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏

资料来源：住建部，自然资源部，国土局，华创证券

#### （四）政策端小结：需求端“一城一策+高频微调”、难以大幅从严，供给端修复政策环境已经逐步创造

需求端，房地产行业调控政策呈现“一城一策+高频微调”的格局，城市级别的政策将处于小幅区间震荡，但目前仍处于复苏初期，当前需求稳定仍不坚固，需求端政策的全国范围的大幅从严目前仍难以见到、而个别热点城市的政策微调则更有可能，总体将呈现强调政策双向波动的有保有压政策环境，其中，18 年的“731 会议”和贸易战的外力导致需求压制的缓和创造良好环境，而“一城一策”落实、新城镇化推进、按揭利率下行仍是推动需求改善的重要因素。

供给端，在需求端政策大调不可、小调为宜的背景下，更多实现稳价的目的则需要通过供给端政策修复来实现，低库存下的供求逐步平衡才是住房价格稳定更为关键的因素，短期内，政府将强调通过商品房库存消化周期的监管达标实现结构性的土地供应增加，中长期，“人地钱挂钩”+“宅基地复垦腾退”+“土地指标调剂”等未来土地流转的政策环境已经创造，土地供给结构性供应增加也将更有效实现，一方面，包括土地和商品房的供需平衡才能更有效的稳定房价，另一方面，更积极的土地供应，也能缓解地方政府的财政压力。

总体而言，我们认为需求端政策将更多呈现“一城一策+高频微调”、短期仍难以大幅从严，而在供给端政策将通过短期的库存消化周期监管以及土地流转政策环境创造等方面出现供给修复。符合我们前期逻辑，我们维持判断行业将呈现“周期延长、波动缩窄，总量偏弱、结构改善”的格局。

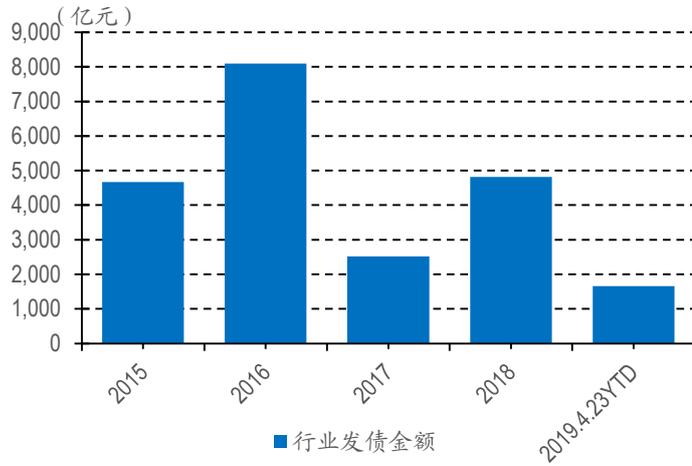
## 二、资金面：18 年资管新规资金底已现，19 年以来量增在先、价或将随之下行

### （一）融资端：18 年至今行业融资量显著增长，部分弹性房企成本改善显著

#### 1、行业境内外发债量继续上行，地产信托收益率趋势性下行

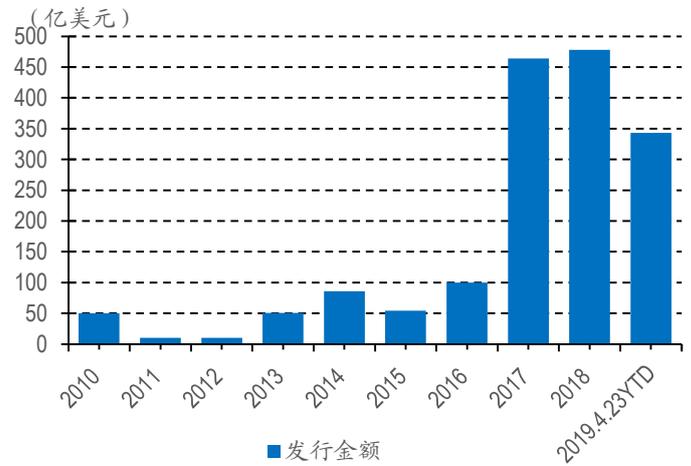
2018 年至今境内外债发行都迎来井喷。境内债方面，行业 17 和 18 年发债金额分别为 2,519 和 4,819 亿元，截至 19 年 4 月 23 日发债 1,659 亿元，前三月发债金额同比+51%。境外美元债方面，17 和 18 年发债金额分别为 464 和 478 亿元，截至目前已经发行 343 亿美元，已经达到去年全年的 72%。房地产信托收益率也从 18 年 8 月持续下行至 19 年 2 月，3 月数据略有反弹但预计后续下行趋势持续。

图表 20、行业境内发债情况



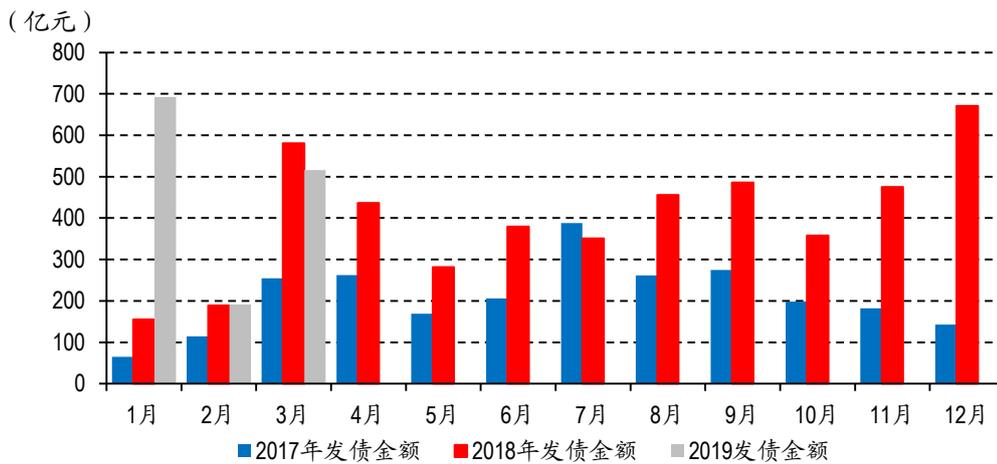
资料来源: Wind, 华创证券

图表 21、行业境外美元债情况

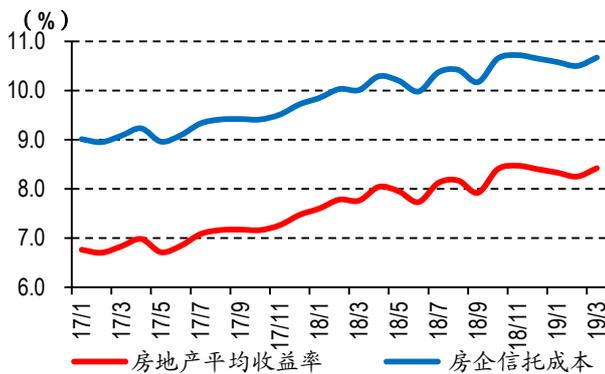


资料来源: Bloomberg, 华创证券

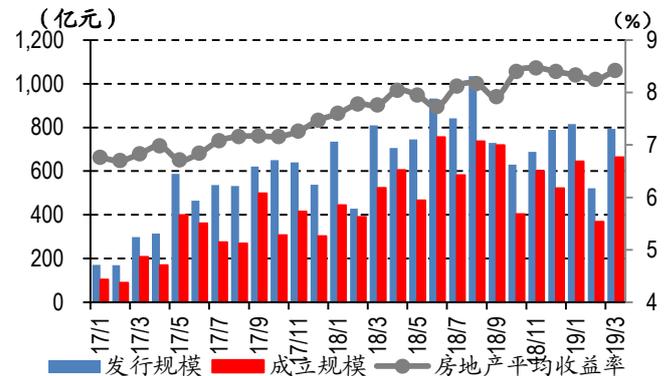
图表 22、2017 年至今分月发债情况



资料来源: Wind, 华创证券

**图表 23、房企信托平均收益率**


资料来源：用益信托网，华创证券

**图表 24、房地产信托规模**


资料来源：用益信托网，华创证券

## 2、18 年主流房企融资成本可控上行，年初至今部分弹性企业发债利率显著下行

政策端频频发声力挺民营经济，预计后续民企房企融资成本仍有下行空间。18 年 10 月，习近平回信广大民营企业企业家，勉励他们心无旁骛创新创造，踏踏实实办好企业；同月，国务院副总理刘鹤指出，“社会上所谓“国进民退”的议论，既是片面的，也是错误的，民营经济在整个经济体系中具有重要地位”；国常会中，李克强总理指出，“决定设立民营企业债券融资支持工具，以市场化方式帮助缓解企业融资难；为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发债提供增信支持。”当日，中国人民银行、中国证券业协会也纷纷出台政策，以市场化方式支持民企融资。

**图表 25、近期支持民营经济政策与基调**

时间	发布主体	文件/会议名称	主要内容
2018/11/1	习近平	民营企业座谈会	中国政府将从“减轻企业税费负担”、“解决民营企业融资难题”、“营造公平竞争环境”、“完善政策执行方式”、“构建亲清新型政商关系”以及“保护企业家人身和财产安全” <b>六个方面帮助民营企业解决实际困难。</b>
2018/11/20	国家税务总局	《国家税务总局关于实施进一步支持和服务民营经济发展若干措施的通知》	<b>进一步促进民营企业减税降负放在首要位置</b> ，要依法依规执行好小微企业免征增值税、小型微利企业减半征收企业所得税、金融机构向小微企业提供贷款的利息收入及担保机构向中小企业提供信用担保收入免征增值税等主要惠及民营企业的优惠政策，持续加大政策落实力度，确保民营企业应享尽享。
2018/11/20	商务部	商务部访问回应记者	<b>商务部提出三项措施支持民营经济发展</b> ：一是搭建更多平台。鼓励民营企业参与进博会、广交会及海外展会，参与“一带一路”国际合作，鼓励民营企业到自贸试验区、境外经贸合作区发展。二是提供更好政策。取消商务部行政事业性收费，推动出口退税、贸易融资、便利化等措施落地，出台扩大消费、创新流通等政策。三是营造更优环境。进一步放宽市场准入，完善备案管理制度，公平公正执法，维护他们的合法权益。
2018/12/21	习近平	中央经济工作会议	<b>要支持民营企业发展</b> ，营造法治化制度环境，保护民营企业家人身安全和财产安全。要以金融体系结构调整优化为重点深化金融体制改革，发展民营银行和社区银行，推动城商行、农商行、农信社业务逐步回归本源。
2018/12/21-22	发改委	全国发展和改革工作会议	多措并举发展壮大实体经济尤其是先进制造业，全力营造公平竞争市场环境，大力支持民营经济发展，实施更大力度降成本举措。

时间	发布主体	文件/会议名称	主要内容
2019/3/5	李克强	政府工作报告	下大气力优化民营经济发展环境。坚持“两个毫不动摇”，鼓励、支持、引导非公有制经济发展。按照竞争中性原则，在准入许可、经营运行、政府采购和招投标等方面，对各类所有制企业平等对待。构建亲清新型政商关系，健全政企沟通机制，激发企业家精神，促进民营经济发展升级。要努力营造良好营商环境，让企业家安心搞经营、放心办企业。
2019/3/6	发改委	十三届全国人大二次会议新闻中心举行记者会	一是大力促进减税降费政策的落实。制造业等现行 16% 的增值税税率将降到 13%，交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降到 9%，保持 6% 一档的税率不变。 <b>二是要进一步帮助民营企业特别是中小微企业解决融资难融资贵的问题。主要是两大方面，一个是解决他们的流动性问题，第二个是解决他们的中长期投资资金短缺问题。</b> 三是要进一步营造更好的营商环境。

资料来源：相关政府网站，华创证券

就房企融资成本而言，18 年末 15 家主流房企融资成本均值 5.61%，较 17 年末提升 0.28pct；其中二线弹性房企如新城、阳光城、华夏幸福等成本提升 50-100BP 左右。截至 18 年末，主流 15 家房企平均短债占比有息负债 27%，近 4 年来基本稳定。并且从同类品种的新发行债券来看，年初至今如新城控股、华夏幸福在内的房企发债与增量非标成本持续下行，增量资金改善迹象已经显现。

图表 26、主流房企融资成本

序号	公司	2015	2016	2017	2018H1	2018
1	万科*	4.47	3.74	4.50	4.70	4.60
2	碧桂园	6.20	5.66	5.22	5.81	6.11
3	中国恒大	9.59	8.27	8.09	7.92	
4	保利地产	4.65	4.69	4.82	4.86	5.03
5	金地集团	5.32	4.52	4.56	4.79	
6	招商蛇口	4.93	4.50	4.80	4.87	4.85
7	融创中国	7.60	5.98	6.24	6.74	6.81
8	中海地产	4.23	4.76	4.27	4.27	4.30
9	龙湖地产	5.74	4.92	4.50	4.50	4.55
10	华夏幸福	7.92	6.97	5.98	6.14	6.42
11	华润置地	4.63	4.23	4.16	4.41	4.47
12	旭辉控股	7.20	5.50	5.20	5.30	5.80
13	绿地控股	5.98	5.45	5.19	5.33	5.40
14	新城控股	7.26	5.49	5.32	5.75	6.47
15	阳光城	9.41	8.42	7.08	7.49	7.94
平均值		<b>6.34</b>	<b>5.54</b>	<b>5.33</b>	<b>5.53</b>	<b>5.61</b>

资料来源：Wind，华创证券

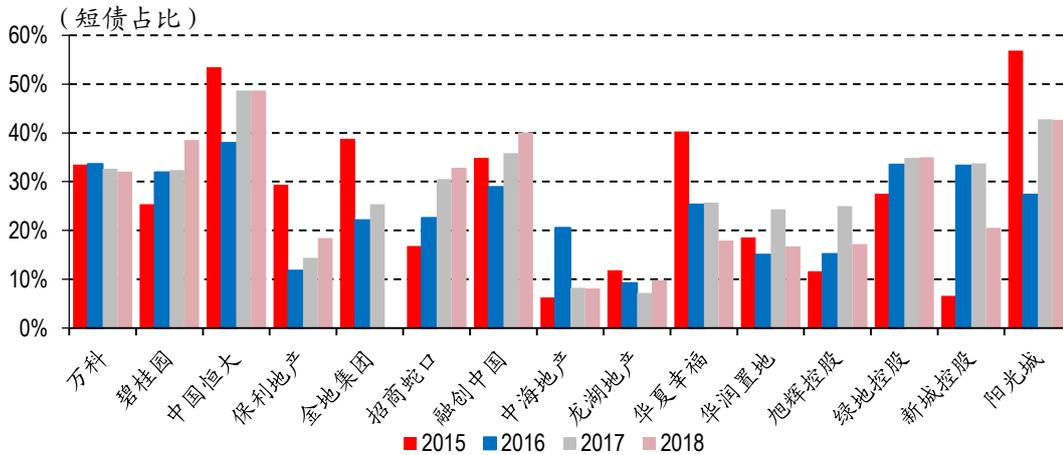
注：万科数据为估算。

图表 27、近期房企同类产品发债利率已经有所下行

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)	票面利率 (%)	期限(年)
011900078.IB	19 新城控股 SCP001	超短期融资债券	2019/01/14	2019/10/11	6.00	4.30	270 天
011801852.IB	18 新城控股 SCP002	超短期融资债券	2018/09/25	2019/06/22	9.00	5.98	270 天
011801741.IB	18 新城控股 SCP001	超短期融资债券	2018/09/04	2019/06/01	15.00	6.24	270 天
150841.SH	18 新控 02	私募债	2018/11/7	2021/11/7	12.00	7.50	3
150620.SH	18 新控 01	私募债	2018/8/20	2021/8/20	6.00	7.97	3
155269.SH	19 新城 02	一般公司债	2019/3/20	2024/3/20	10.00	5.90	5
155268.SH	19 新城 01	一般公司债	2019/3/20	2023/3/20	11.00	5.05	4
143896.SH	18 新控 05	一般公司债	2018/10/29	2022/10/29	21.60	7.43	4
101900005.IB	19 新城控股 MTN001	一般中期票据	2019/1/7	2022/1/7	10.00	6.00	3
101801574.IB	18 新城控股 MTN001	一般中期票据	2018/12/28	2021/12/28	10.00	7.00	3
101801148.IB	18 新城控股 MTN003	一般中期票据	2018/10/15	2021/10/15	11.00	7.43	3
101801076.IB	18 新城控股 MTN002	一般中期票据	2018/9/17	2021/9/17	9.00	7.39	3
011900172.IB	19 华夏幸福 SCP001	超短期融资债券	2019/1/18	2019/10/15	25.00	5.50	270 天
011801593.IB	18 华夏幸福 SCP003	超短期融资债券	2018/8/22	2019/1/31	25.00	6.00	162 天
011800572.IB	18 华夏幸福 SCP002	超短期融资债券	2018/3/29	2018/10/11	10.00	6.20	196 天
011800385.IB	18 华夏幸福 SCP001	超短期融资债券	2018/3/13	2018/9/9	15.00	6.20	180 天

资料来源: Wind, 华创证券

图表 28、主流 15 家房企长短债占比情况



资料来源: Wind, 华创证券

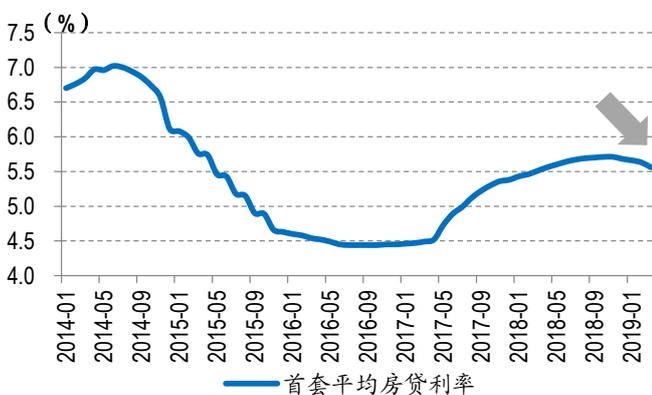
## (二) 需求端: 19Q1 购房净增额上行, 按揭利率下行、回款回升

### 1、19Q1 按揭走强、回款回升, 按揭利率连续 4 个月下行

19 年 3 月全国首套房平均按揭利率 5.56%，连续 4 个月下行，并较 18 年 10 月高点下降 15BP，按揭利率下行趋势已定。而从一季度数据来看，房企 19Q1 资金来源同比+6%，较 1-2 月明显改善，并且单月资金来源同比+13%，较去年 4 季度资金趋紧时有显著好转，显示出年初以来的货币政策宽松影响仍在持续，并且资金来源快速回升对投资端数据形成了一定支撑。

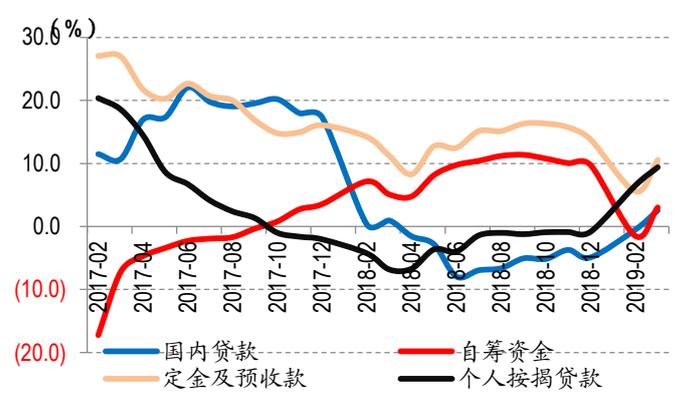
从统计局资金来源数据来看，3 月定金预收款以及按揭贷款继续大幅改善，主要源于 3 月全国销售数据好转，其中前者更多源于促销活动对于现金支付赋予价格优惠、以及首付比率较高的一二线城市销售持续回暖导致其增速回升，而后者更多源于部分城市限价放松之下网签加速、按揭利率下行已有成效、银行放款速度也有所加快。

图表 29、首套房按揭利率走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 30、国内贷款、定金及预收款等分项单月增速



资料来源: Wind, 华创证券

## 2、19Q1 个人购房贷款净增额上行，开发贷亦大幅放量

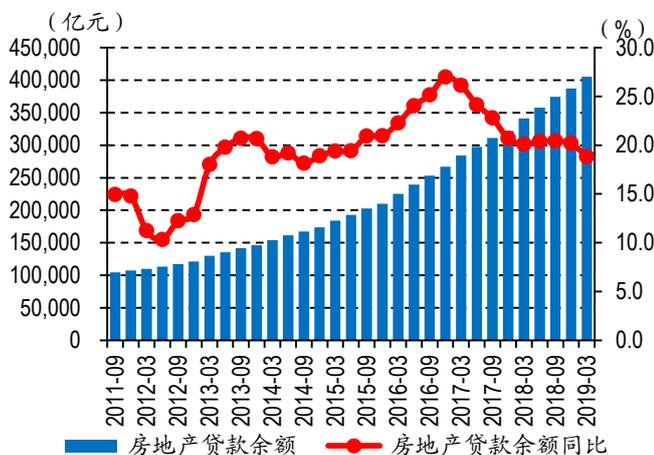
总体来看 19Q1 个人购房贷款和开发贷净增额均实现放量，后续信贷宽松或将持续体现在按揭额度和融资端。

19Q1 末全国房地产贷款余额 40.52 万亿元，同比增长 18.7%，较上年末降低 1.3pct；一季度净增额 1.82 万亿元，较 18Q1 略低 800 亿元，但较 16-17 年明显回升；一季度净增额同比-4.2%。

房地产开发贷款余额 10.85 万亿元，同比增长 18.9%，较上年末降低 3.7pct；一季度净增额 6,600 亿元，虽然较 18Q1 降低 1,400 亿元、但仍属大幅放量；并且 19Q1 净增额同比-17.5%，较 18Q4 收窄 17.5pct。

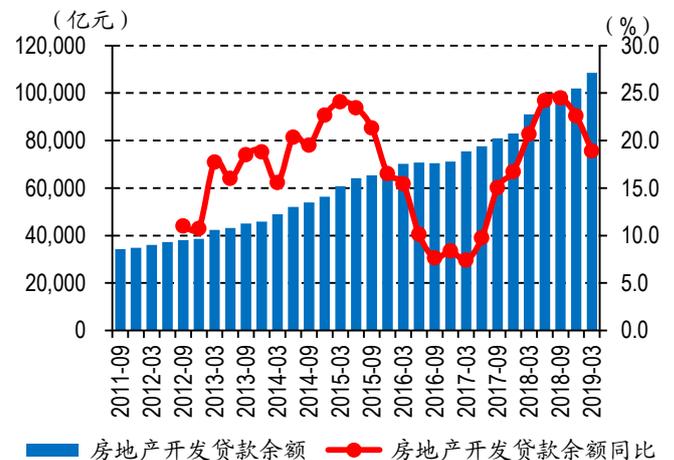
个人住房贷款余额 26.87 万亿元，同比增长 17.6%，较上年末降低 0.2pct；一季度净增额 1.12 万亿元，较 18Q1 增长 1,600 亿元；并且 19Q1 净增额同比+16.7%，连续 5 个季度上行。

图表 31、房地产贷款余额及同比



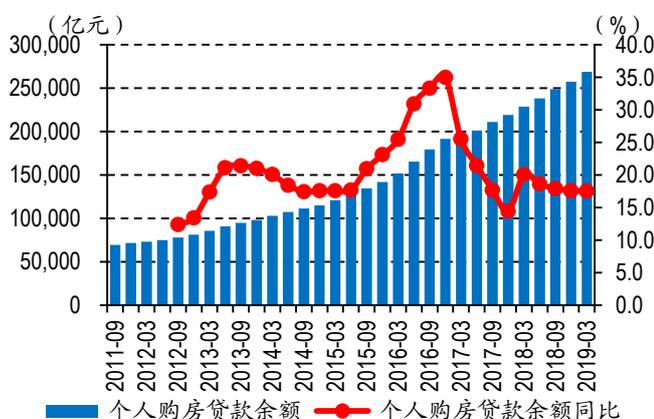
资料来源：Wind，华创证券

图表 32、房地产开发贷款余额及同比



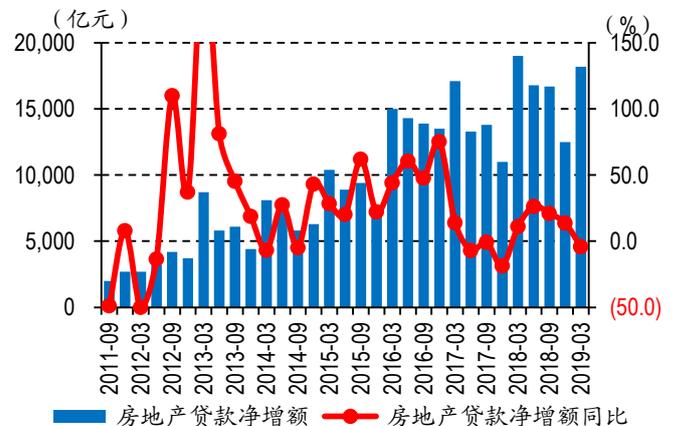
资料来源：Wind，华创证券

图表 33、个人购房贷款余额及同比

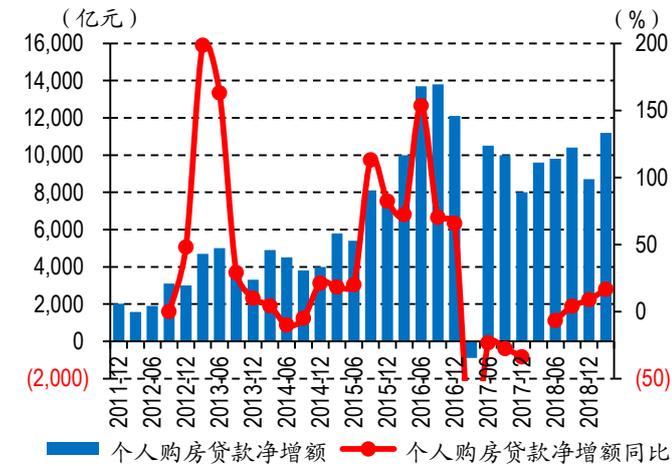


资料来源：Wind，华创证券

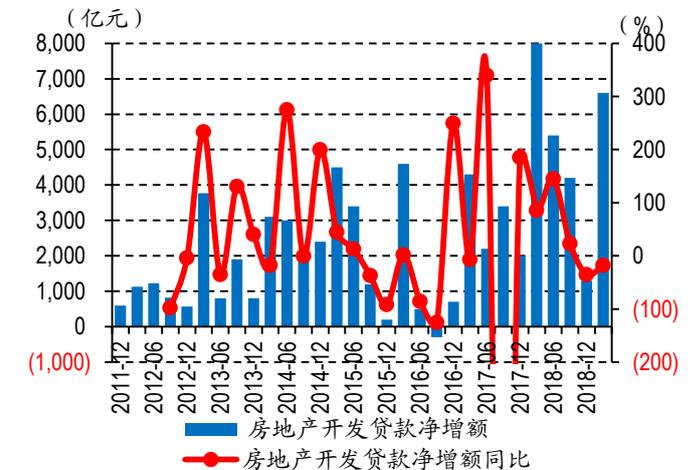
图表 34、房地产贷款净增额及同比



资料来源：Wind，华创证券

**图表 35、个人购房贷款净增额及同比**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 36、房地产开发贷款净增额及同比**


资料来源: Wind, 华创证券

### (三) 资金端小结: 18 年资管新规资金底已现, 19 年以来量增在先、价或将随之下行

资金面来看, 18 年无疑是这一轮延长的周期中对于房企最艰辛的一年。资管新规压制非标导致弹性房企融资困难, 叠加 18 年 731 后三四线成交迅速走差, 回款端也较 16 年和 17 年乏力。而我们看到融资端 18 年末至今行业发债增加, 同时部分房企新增发债成本明显下行, 18 年资金底已确认, 需求端与资金端均触底回弹, 料 19 年融资量增在先、价或也将随之下行; 需求端按揭利率持续下行, 一季度按揭走强、回款回升, 同时个人购房贷款净增额放量, 后续年内资金或将持续改善, 此外, 国债收益率对按揭利率传导关系滞后修复也将在今年推动按揭利率的继续下行; 悲观假设下资金情况至少也将持平。

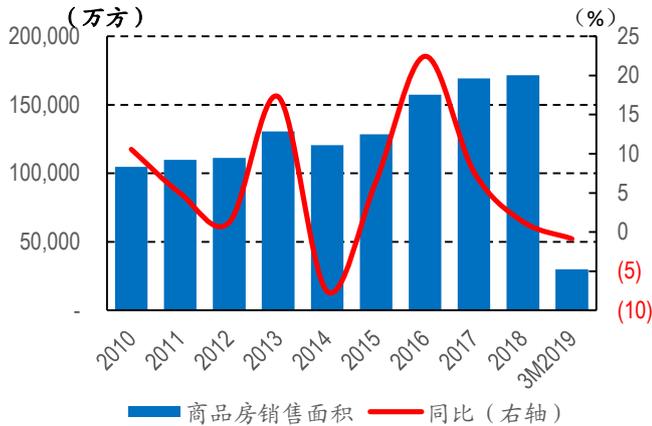
## 三、基本面: 市场回暖、推盘稳定、土拍升温、库存下行、房价有所上行

### (一) 需求情况: 19Q1 成交回暖、去化率改善, 四大因素缓冲棚改缩量, 全年销售或好于年初预期

#### 1、销售情况: 19Q1 市场好于预期, 一二线持续回暖、三四线略有下行, 全年表现或好于年初预期

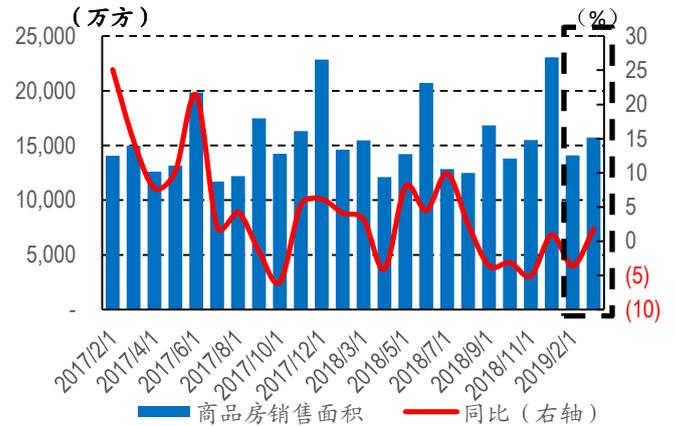
从统计局口径的全国数据来看, 2019Q1 商品房成交面积 3.0 亿平米, 同比-0.9%, 累计同比增速在 1-2 月触底以来有所回升, 销售表现好于之前市场预期。从单月数据来看, 2018 年 8 月开始全国商品房和住宅成交快速下行, 同比增速于 2018 年 11 月第一次触底, 分别为-5.1%、-3.7%, 历经 2018 年 12 月短暂反弹后, 于 2019 年 2 月再次触底, 分别为-3.6%、-3.2%, 2019 年 3 月市场再次回升, 商品房同比增速为+1.8%, 成交同比由负转正, 相较 2008-2011 年、2012-2014 年两轮周期中的最低点-32.9%、-16.3%, 本轮市场下行周期中的销售韧性较强。

图表 37、全国商品房累计销售面积及同比（统计局口径）



资料来源：统计局，华创证券

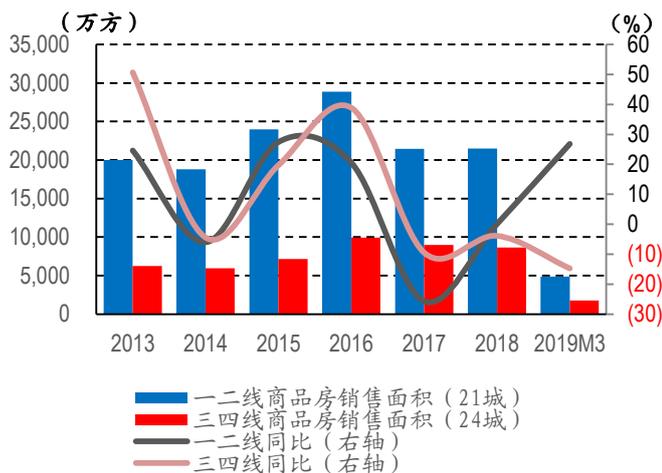
图表 38、全国商品房月度销售面积及同比（统计局口径）



资料来源：统计局，华创证券

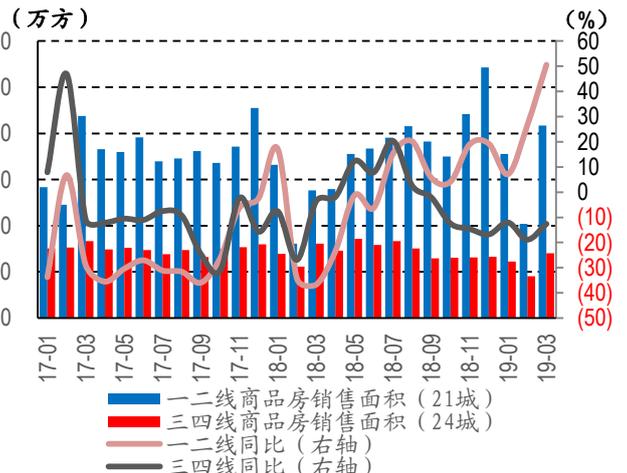
从房管局口径数据来看（21 个重点一二线城市、24 个重点三四线城市），1 季度一二线和重点三四线城市成交同比分别为+26.8%、-14.7%，分别较 2018 年+26.7pct、-10.8pct，一二线市场持续回暖，三四线表现继续趋弱。并且月度数据显示，一二线城市从 18 年 3 月同比增速最低点开始已连续复苏 12 个月，并且在 19 年 3 月再创新高，显示出一二线城市的市场底已大概率形成；三四线成交同比自 18 年 7 月高点以来持续下行，并于 18 年 11 月、19 年 2 月先后两次探底，增速分别为-16.8%、-18.8%，但 3 月成交同比低位有所回升。3 月房管局口径数据中，强三四线同比降幅收窄，由于房管局口径中的强三四线城市基本分布在东部区域，这与统计局口径的 3 月东部区域降幅收窄呈现出较一致同步性。

图表 39、45 城分能级累计成交面积及同比（房管局口径）



资料来源：各地房管局，华创证券

图表 40、45 城分能级月度成交面积及同比（房管局口径）



资料来源：各地房管局，华创证券



## 2、去化率情况：需求有韧性、供给略有下降，推动去化率低位回升、其中一二线反弹力度更大

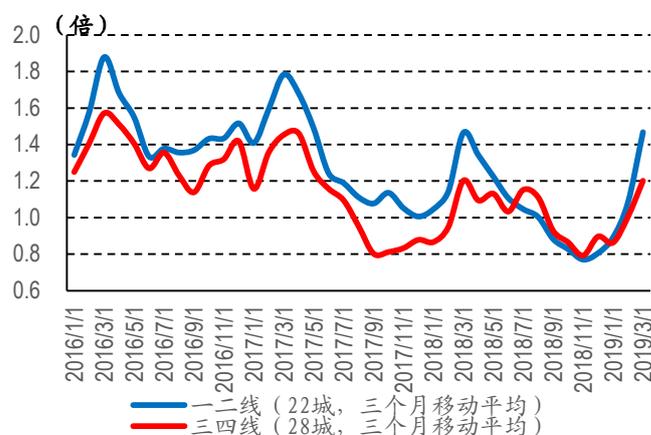
从我们月度跟踪的克而瑞 50 城从成交/推盘比数据来看,2019 年 1-3 月三个月移动平均成交/推盘比分别为 0.88、1.05、1.36, 其中 1-3 月合计推盘 4,962 万平方米, 同比-1.5%, 对应上述 50 城合计成交 6,744 万平方米, 同比-0.9%。分城市能级来看, 一二线城市 1-3 月成交推盘比分别为 0.89、1.08、1.47, 成交推盘比从 18 年 11 月低点已连续 4 个月上升, 并呈加速上行态势; 三四线城市 1-3 月成交推盘比分别为 0.86、1.01、1.20, 从 19 年 1 月低点亦持续复苏。2019 年 1 季度的去化率数据同样反映出年初以来市场表现出的强韧性, 其中一二线成交/推盘比回升力度更大, 去化数据和销售数据呈现出较高一致性。

图表 44、克而瑞 50 城成交/推盘比低位回升



资料来源: 克而瑞, 华创证券

图表 45、一二线城市成交/推盘比反弹力度更大



资料来源: 克而瑞, 华创证券

## 3、需求变化：棚改缩量拖累三四线需求，但返乡置业、棚改在途资金、政策放松、城市群战略形成缓冲

在过去三年中, 棚改货币化对于全国销量形成了显著的支撑。2016-2018 年, 估算全国棚改货币化分别去化库存为 2.5、3.1 和 1.5-2.5 亿平方米, 分别占比 2016-2018 年销售面积的 18%、22%和 10-17%。2017 年国务院常务会议决定, 2018-2020 年三年时间计划再改造各类棚户区 1,500 万套, 其中 2018 年已经完成 580 万套, 按之前计划, 2019-2020 年理应分别完成 460 万套, 但根据最新的财政部核定开工计划, 2019 年将棚改套数下调到 285 万套, 较之前计划下降 38%, 全国棚改总套数大幅下降, 意味着之前国务院之前 1,500 万套计划难以完成, 并预示 2020 年棚改也难以大增, 棚改的大幅下降对于未来三四线城市的商品房成交将形成持续的负面影响。

但我们看到, 一季度商品房市场超预期表现, 尤其三四线城市销售强韧性, 和棚改对三四线的负面影响形成鲜明对比, 这主要源于: 1) 春节期间返乡置业销售面积明显提升对三四线市场趋弱形成对冲; 2) 棚改资金在途、拆迁户购房时间滞后, 对三四线需求下行形成平滑; 3) 三四线城市政策放松, 对冲了部分棚改需求下行; 4) 年初以来三大城市群规划陆续推出, 推动了城市群中的强三四线城市需求的释放。

图表 46、财政部 19 年核定棚改开工计划对全国销售面积产生负面影响

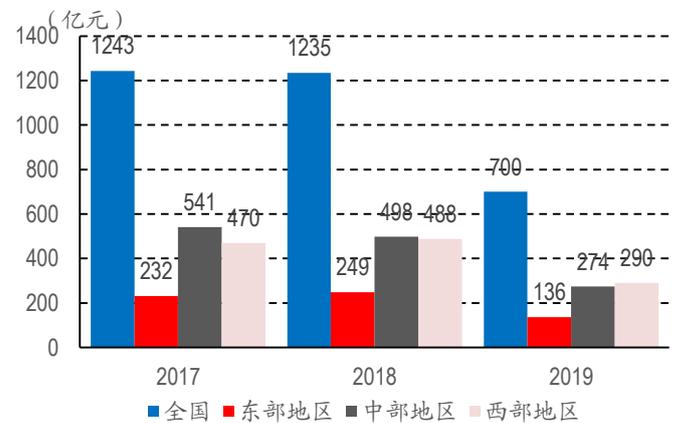
全国三四线城市棚改仍需去库存敏感性分析	2014	2015	2016	2017	2018	2019
财政部核定开工计划 (万套)				618	588	285
住建部计划开工 (万套)	470	580	600	600	580	
完成 (万套)	470	601	606	609	580	

全国三四线城市棚改仍需去库存敏感性分析	2014	2015	2016	2017	2018	2019
超额完成率	100%	104%	101%	102%	100%	
货币化安置率	9%	30%	49%	60%	50%	
货币化安置房(万套)	42	180	294	365	290	
货币化安置等效面积(亿平)	0.36	1.53	2.50	3.11	2.47	
单套面积(平)	85	85	85	85	85	
全国住宅销售面积(亿平)	10.5	11.2	13.8	14.5	14.5	
货币化安置等效面积占比全国	3.4%	13.6%	18.2%	21.5%	17.0%	

资料来源: wind, 华创证券

**图表 47、17-19 年全国及各区域棚改套数**


资料来源: 财政部, 华创证券

**图表 48、17-19 年全国及各区域棚改分配金额**


资料来源: 财政部, 华创证券

**图表 49、19 年全国核定棚改总套数下降 51%**

省份	核定棚改套数(万套)				应分配金额(亿元)			
	2017	2018	2019	2019 同比%	2017	2018	2019	2019 同比%
东部地区	161	167	80	(52)	232	249	136	(45)
北京	4	3	2	(23)	3	2	1	(18)
天津	3	2	3	31	4	3	4	74
辽宁	9	6	2	(70)	18	15	6	(61)
大连	0	0	0	(57)	1	1	1	(58)
上海	2	5	3	(38)	2	4	3	(27)
江苏	34	31	22	(28)	35	34	31	(9)
浙江	14	28	18	(37)	18	35	29	(15)
宁波	3	1	1	(35)	4	2	1	(62)
福建	7	3	6	117	12	6	13	141
厦门	0	0	0	(100)	1	1	0	(100)

山东	75	82	19	(77)	123	139	39	(72)
青岛	6	4	3	(24)	7	4	2	(41)
广东	2	2	2	10	3	3	4	24
深圳	1	1	0	(18)	1	1	1	(20)
中部地区	251	221	99	(55)	541	498	274	(45)
河北	21	22	12	(46)	40	43	29	(34)
山西	10	12	3	(72)	24	27	11	(60)
吉林	11	9	3	(67)	30	26	12	(55)
黑龙江	17	13	2	(82)	46	40	18	(56)
安徽	46	29	21	(27)	98	64	53	(18)
江西	23	26	25	(5)	49	58	65	13
河南	43	64	15	(77)	91	139	38	(72)
湖北	39	15	9	(40)	75	30	22	(26)
湖南	38	28	8	(72)	82	67	26	(62)
海南	3	2	1	(65)	7	5	2	(61)
西部地区	206	200	106	(47)	470	488	290	(41)
内蒙古	21	12	5	(56)	44	26	14	(46)
广西	20	9	12	31	45	22	33	46
重庆	7	6	5	(21)	12	11	10	(9)
四川	25	25	20	(21)	52	54	51	(5)
贵州	44	39	8	(81)	99	92	22	(76)
云南	16	16	10	(35)	34	34	27	(22)
西藏	4	2	2	7	16	15	6	(61)
陕西	22	18	10	(45)	46	39	27	(32)
甘肃	17	23	18	(22)	43	61	55	(11)
青海	6	3	1	(62)	16	8	4	(55)
宁夏	5	3	1	(76)	14	9	3	(70)
新疆	21	45	15	(68)	47	116	39	(66)
兵团	1	0	0	NA	3	0	0	NA
合计	618	588	285	(51)	1243	1235	700	(43)

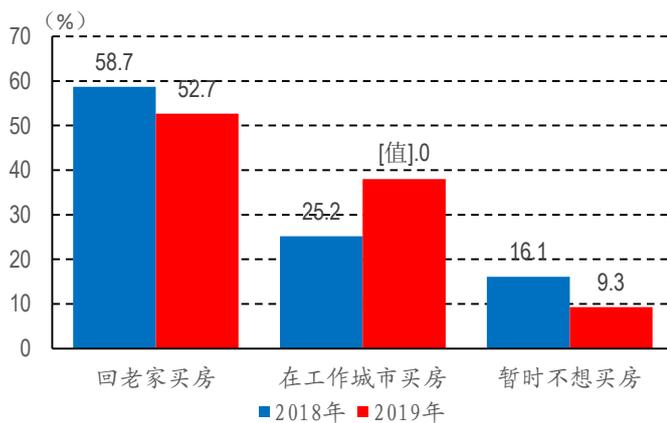
资料来源：财政部，华创证券

### 3.1、春节返乡置业意向人群仍处高位、并套均总价及面积明显提升，一定程度缓冲三四线销售下行

据安居客《2019 返乡置业调查报告》显示，2019 年返乡置业意向人群虽同比略降，但仍处于高位，并且改善型住房为返乡置业最理想户型，对应 2019 年返乡购房总价以及套均面积也有明显提高，一季度返乡置业现象一定程度上缓冲了中西部地区以及三四五六线城市销售下行，其中返乡置业热点三四线城市包括保定、洛阳、张家口、许昌等。

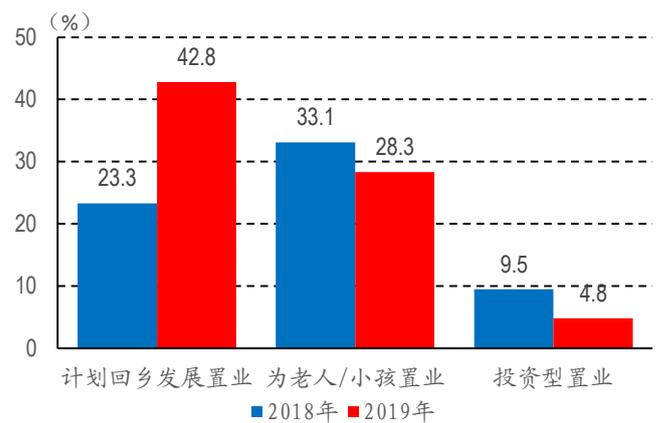
具体数据来看，2019 年意向返乡置业人群占比 52.7%，较 2018 年-6.0pct，在 2019 年返乡置业意向人群中，有 42.8% 出于未来有回家乡发展规划而购房，占比较 2018 年+19.5pct，因此改善型住房为返乡置业理想房型，其中三居室和四居室房型合计占比达 77.7%。购房套均面积增长推动 2019 年返乡购房总价明显提升，其中 50 万总价以下住房占比 11.7%，同比-34.5pct，50-100 万、100-200 万、200 万以上总价住房分别占比 51.7%、29.7%、6.9%，分别同比+15.4pct、16.6pct、2.5pct，2019 年返乡置业成交总价及套均面积上行保障了一季度中西部地区以及三四五六线城市的销售强韧性。

图表 50、有返乡发展计划置业人群占比快速提升



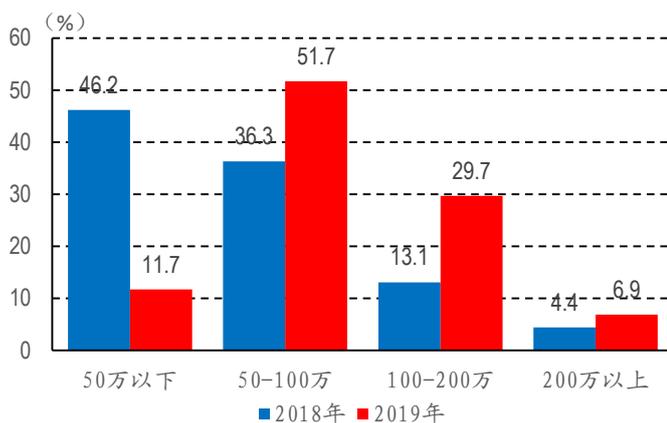
资料来源：安居客，华创证券

图表 51、返乡置业意向人群占比有所下降



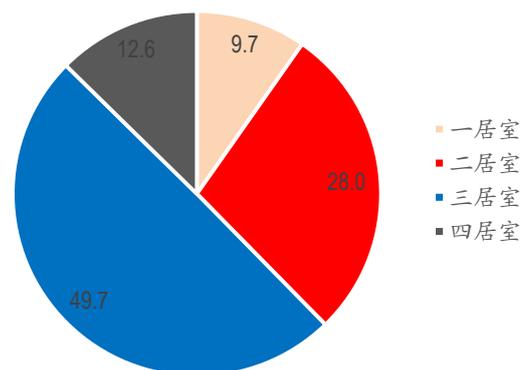
资料来源：安居客，华创证券

图表 52、返乡购房总价有所提高



资料来源：安居客，华创证券

图表 53、改善型住房为返乡置业理想房型



资料来源：安居客，华创证券

### 3.2、棚改在途资金、拆迁户购房时间滞后，对三四线城市棚改需求下行形成平滑

一季度销售韧性较强也有棚改在途资金滞后作用影响，影响机制在于，棚改专项贷款的授信时间和放贷之间有约半年的时间差，虽然棚改货币化比例已经下降，但前期的在途资金可以对冲后续棚改货币化比例的下降影响，具体数据数据来说，比如山西省 2017 年累计授信额为 1446.2 亿元，但实际发放金额为 638.7 亿元，2017 年末对应累

计在途资金占比达 56%，贵阳市 2018 年累计评级授信金额约 800 亿元，但实际到位资金 200 亿不到，对应累计在途资金占比达 75%，大量前期棚改在途资金对棚改货币化总资金下降形成平滑效果。

另一方面，拆迁户拿到货币补偿款后并不是立马形成购房行为的，其中一个原因在于购房时间的滞后，所以出现了在 5 个棚改大省中 2016-2017 年的货币化安置落地比例在 20-80% 之间，平均落地比率 60%，相对应未落地比率较大可以缓冲后续棚改货币化比例的下降影响。

图表 54、山西截至 2017 年年末国家开发银行和农业发展银行棚改专项贷款授信情况

山西	累计授信金额 (亿元)	累计发放金额 (亿元)	发放金额占比 (亿元)	未发放金额 (亿元)
太原	396.12	167.56	42.3	228.56
大同	218.53	73.3	33.5	145.23
晋中	193.83	129.13	66.6	64.7
吕梁	161.14	63.54	39.4	97.6
阳泉	90.41	33.07	36.6	57.34
运城	82.69	27.92	33.8	54.77
长治	79.73	37.41	46.9	42.32
忻州	79.12	34.57	43.7	44.55
朔州	69.29	45.03	65.0	24.26
临汾	63.45	19.72	31.1	43.73
晋城	11.86	7.48	63.1	4.38
合计	1446.17	638.73	44.2	807.44
授信额度:				
国开行	959.55	399.77	41.7	559.78
农发行	486.62	238.96	49.1	247.66

资料来源：山西省住建局，华创证券

图表 55、棚改资金落地滞后导致拆迁户拿到安置款与购房间有时间差

省份	吉林		辽宁		宁夏		湖南		湖北		平均
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	
货币化安置面积落地比例	75%	81%		75%	31%	23%	55%		67%		58%

资料来源：各地住建局官网，华创证券

### 3.3、一城一策背景下，三四线城市政策陆续放松，对冲三四线城市棚改需求下行

由于地方政府连续做了多年棚改，特别是 2017 年之前的 PSL 贷款、商业银行配资等棚改融资陆续开始进入偿债期，并且在当前地方政府融资受限、国家降税费下一般性财政收入减少以及 2018 年下半年以来土地市场迅速转冷下，三四线城市财政压力比以往来得更大。反映到政策层面，之前棚改力度越大的城市，目前政策宽松的诉求就更

强烈。比如，在本轮政策周期中率先放松的城市，如 2018 年 12 月菏泽发文取消限售、衡阳发文取消限价（之后迫于舆论压力再次恢复），这些都是之前棚改任务较大的城市，相对较大财政压力推动这部分城市率先需求端政策放松。

之后，伴随三四线城市市场持续低迷，流拍率持续上行，越来越多的三四线城市开始加入政策放松队伍，比如常州进一步放宽落户条件，取消了投资纳税落户设置，放宽准入条件；保定对五类高层次人才进行不同程度的安居补贴，最高可达 50 万元；佛山新受理的非限购区域房产，最低首付回归 2 成，并且首套房按揭利率有所下行；大同个人住房公积金贷款额度由 80 万元提高到 100 万元，不分首套房或二套房均可享受贷款额度 100 万元的优惠政策；廊坊针对工业园区中产业工人的限购略有放松等等。三四线城市政策放松扩围，对部分棚改需求下行形成了对冲。

### 3.4、年初以来城市群规划陆续推出，推动城市群中的强三四线城市需求的释放

之前关于我国城镇化发展战略一直存在大国大城和中小型城镇化均衡发展争论，其中后者在政策执行中一直处于主导地位，但伴随该策略下资源要素分布不均，资源错配现象严重。2019 年以来，可以看到从顶层层面我国城市化发展策略开始转向。2019 年 2 月，中共中央、国务院颁布了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，根据规划，大湾区后续将在创新环境、产业体系、人才引入等方面做进一步的优化提升，将带动珠三角经济圈的产业、人口持续流入；4 月国家发改委颁布了《2019 年新型城镇化建设重点任务》，任务强调未来落户制度将进一步放宽，户籍城镇化率将加速提升，从而提振一二线城市和强三四线城市住宅需求。此外，除了再次强调粤港澳、长三角、京津冀三大城市群规划外，在去年已经提及成渝城市群的基础上，本次单独强调成渝城市群，粤港澳、长三角、京津冀三大城市圈发展规划，以及成渝城市群将持续释放红利，将对三四线市场下行形成强托底。

图表 56、19 年以来国家城市化发展方向开始转向城市圈

时间	城市圈战略	出台机构	内容	影响
2014-3-5	京津冀一体化	国务院、中共中央、国务院	京津冀一体化是在 14 年 3 月 5 日作政府工作报告时指出，目的是加强环渤海及京津冀地区经济协作。17 年 4 月中共中央、国务院决定设立河北雄安新区，18 年 4 月，《河北雄安新区规划纲要》批复，雄安新区作为京津冀城市圈的核心节点，其成立两周年以来，大的顶层设计已经基本完成，各项工作都在有条不紊地展开，将推动京津冀城市圈发展加速。	京津冀一体化明确明确了区域整体定位及三省市定位，并将确定京津冀协同发展的近期、中期、远期目标。《规划》包括总纲、实施细则和具体名录。既有顶层设计纲要，也有实施方案细则和路线图。细则包括交通一体化细则、环保一体化细则和产业一体化细则。
2019-2-18	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	中共中央、国务院	提出了粤港澳大湾区的发展目标，到 2022 年前打好连接湾区各市的基础，在 2035 年前有更多便利大湾区各城及居民流通的措施，到 2022 年，粤港澳大湾区综合实力显著增强，粤港澳合作更加深入广泛，到 2035 年，大湾区形成以创新为主要支撑的经济体系和发展模式，国际竞争力、影响力进一步增强，在空间布局方面，首先，以极点带动，提升整体实力和全球影响力，其次，轴带支撑，提高珠江西岸	根据规划，大湾区后续将在创新环境、基建交通、加快基础、产业体系、金融服务、人才引入等方面做进一步的优化提升，全方位提升大湾区的综合实力，将带动珠三角经济圈的产业、人口持续流入，将进一步提升城市圈地产价值。此外，预计以上海为中心，引领长三角城市群以及长江经济带发展的长三角一体化规划，以及未来趋势以北京和天津为中心引领京津冀城市群发展带动环渤海地区协同发展规划将先后落地。一二线城市的“一城一策”，叠加粤港澳、长三角、京津冀三大城市圈发展规划，

时间	城市圈战略	出台机构	内容	影响
			地区发展水平，促进东西两岸协同发展，同时，要完善城市群和城镇发展体系。	或将对三四线市场下行形成对冲，使得房地产市场发展更趋稳健。
2019-4-8	《2019 年新型城镇化建设重点任务》	发改委	发改委在《2019 年新型城镇化建设重点任务》中提到，继续加大户籍制度改革力度，城区常住人口 100 万—300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制，城区常住人口 300 万—500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制，超大特大城市要调整完善积分落户政策；国家发改委《2019 年新型城镇化建设重点任务》提出，深入推进城市群发展，支持成渝城市群高质量发展的政策举措，培育形成新的重要增长极。	《新型城镇化建设重点任务》提到的城市覆盖了主流的一二线和强三四线城市，75 城合计城区人口达 2.3 亿人、占比全国 58%，并估算 75 城住宅销售面积占比全国达到 50% 以上，本次落户制度放宽将加速户籍城镇化率的提升，并一定程度上淡化住房限购的约束，从而提振一二线城市和强三四线城市住宅需求。此外，除了再次强调粤港澳、长三角、京津冀三大城市群规划外，在去年已经提及成渝城市群的基础上，本次单独强调成渝城市群，粤港澳、长三角、京津冀三大城市圈发展规划，以及成渝城市群将持续释放红利，叠加一二线城市的“一城一策”逐步落地，或将对三四线市场下行形成对冲。
2019-4-22	《长三角一体化发展规划纲要》初稿已完成	发改委	长三角区域一体化发展正式上升为国家战略，长三角一体化发展进入全面提速的新阶段。目前国家发改委牵头制订的《长三角一体化发展规划纲要》初稿已完成，目前正处于征求意见阶段，规划发布时间渐近。	一体化的最终目标是要让生产要素在长三角区域内突破现存的壁垒，有序、自由地流动，达到效益最大化。因此，必须打破体制瓶颈，尤其是在科技、金融、人才三方面，其中未来的人才自由流动将充分发挥长三角城市圈的虹吸效应，产业和人口持续流入将有力、长期的支撑长三角需求的住房需求。

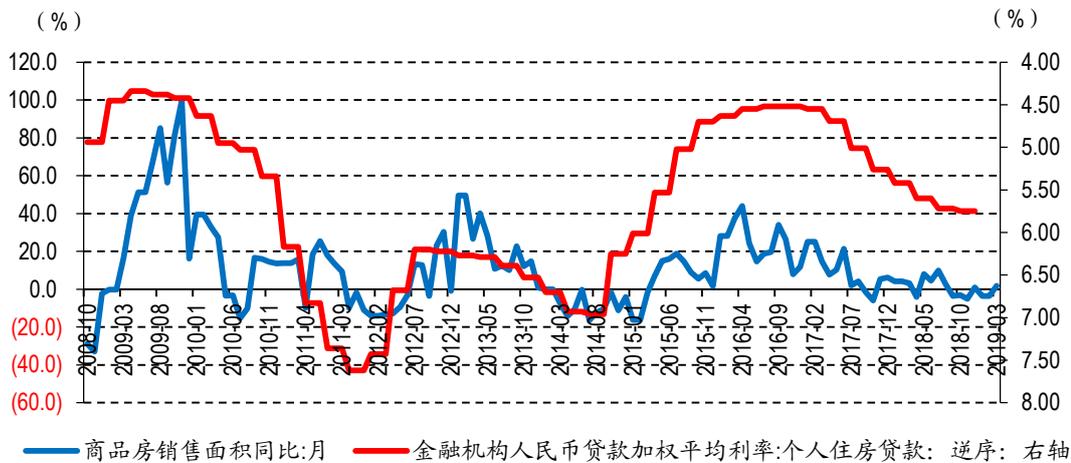
资料来源：中国政府网，发改委，华创证券

#### 4、利率影响：国债收益率预示按揭利率或下降 50-120bp，预计对未来销售拉动可达 2.5%

从周期复盘来看，商品房市场需求和金融机构加权房贷利率呈明显负相关关系，而房贷利率又和 10 年期国债到期收益率强相关，在当前十年期国债收益率持续下行下，将带动房贷利率同步下行，进而推动未来销售持续好转。

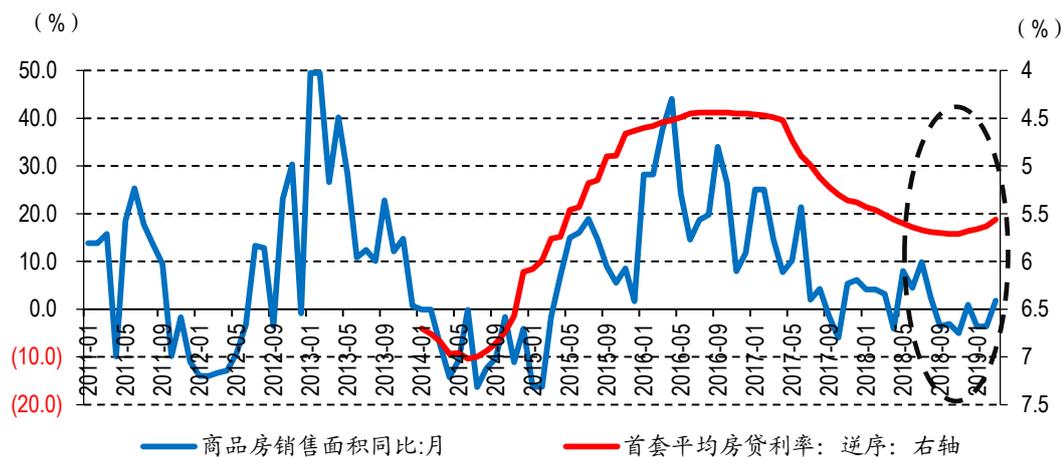
目前来看，19 年 1 季度 10 年期国债到期收益率下降至 3.12%，较 18 年初下行 80bp；参考过往两轮周期中，10 年期国债收益率最大下行幅度分别为 73bp（2011-2012 年）、188bp（2014-2016 年），对应按揭利率下行幅度分别为 120bp、220bp，如果按照历史水平来看，潜在下行空间超过 120bp，但考虑到本轮周期中低库存、略高杠杆的因素制约需求端大幅放松，利率下行空间也受到制约，10 年期国债到期收益率对于按揭利率的传导会有所衰减，综合之下，我们预计 2019 年按揭利率下行空间约为 50-120bp，那么对于销量的拉动预计可达 2.5%。

图表 57、商品房单月销售面积同比与金融机构加权房贷利率强相关



资料来源: Wind, 华创证券

图表 58、全国首套平均房贷利率近期已略有下行



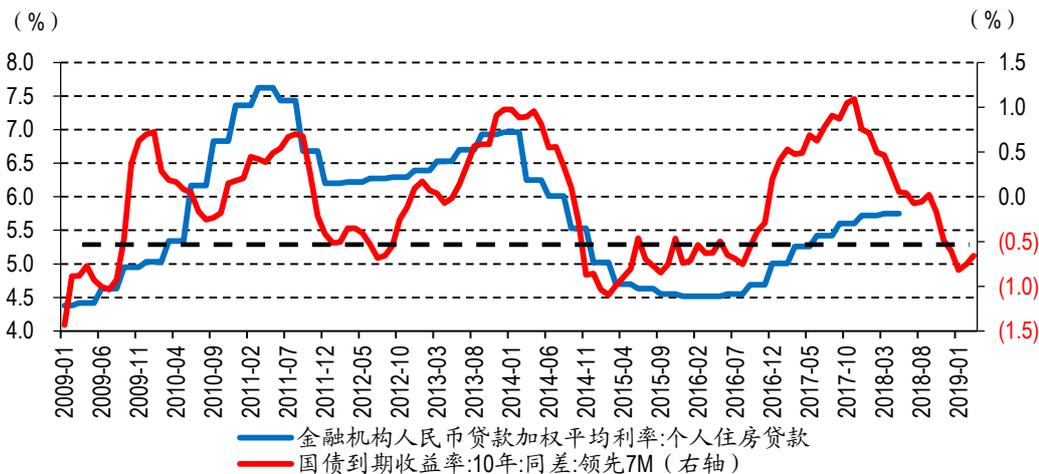
资料来源: Wind, 华创证券

图表 59、商品房销售面积同比与 10 年期国债到期收益率同差强相关，但近期关系略有钝化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 60、金融机构加权房贷利率与 10 年期国债到期收益率强相关，但近期关系略有钝化



资料来源: Wind, 华创证券

### 5、需求展望：19Q1 成交回暖、去化率改善，四大因素缓冲棚改缩量，全年销售或好于年初预期

我们认为，一方面，18 年的“731 会议”和贸易战的外力导致需求压制的缓和创造良好环境，另一方面，“一城一策”落实、新城镇化推进、按揭利率下行仍是推动需求改善的重要因素。

从结构上来看，对于一二线城市而言，一二线城市目前已经处于三底叠加的状态，包括市场底、资金底和政策底，因而可能将会出现一个较长时间的上行周期；而对于三四线城市而言，棚改缩量对三四线确实存在较长的负面影响，年初在返乡置业、棚改在途资金、三四线政策放松、城市群规划推出等四大因素的缓冲了棚改需求的回落，从而导致了三四线城市需求依然保持了相对较强的韧性，但缓冲过后三四线城市需求仍将表现偏弱。

而从节奏来看，短期来看，预计在 2019 年 5-7 月，伴随返乡置业潮退场以及去年同期基数逐渐走高，棚改需求回落的负面影响开始显现，预计全国商品房成交同比将有所回落，甚至不排除二次探底可能，但从 2019 年 8 月开始，

伴随基数高位回落、政策持续放松以及城市群战略对三四线城市支撑效应逐渐显现、继续将持续对棚改下行影响形成缓冲，预计 8 月之后全国商品房成交同比或将再次回升企稳。

总体而言，目前需求表现略超市场预期，考虑到一二线城市的三底叠加和三四线城市四大缓冲下的需求韧性，预计 19 年全国销量表现或将好于预期。不过值得关注的是，虽然有所三四线需求下行有所缓冲，但预计棚改缩量仍将在较长时间内对于三四线城市需求产生负面影响。我们维持判断行业将呈现“周期延长、波动缩窄，总量偏弱、结构改善”的格局。

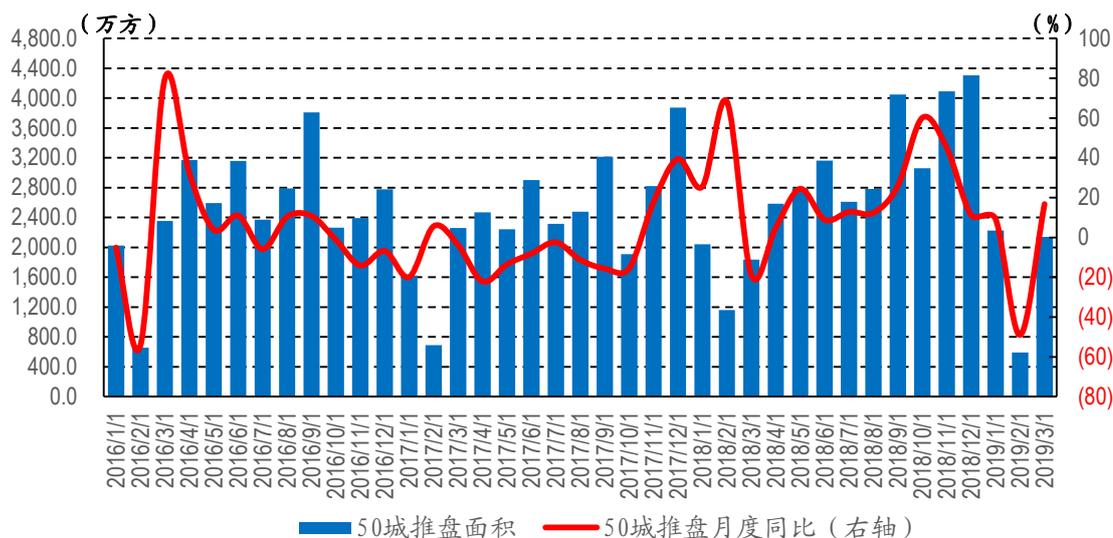
## (二) 供给情况：推盘稳定、库存下行、土地市场有所升温，供给端修复将成必然

### 1、推盘：19Q1 推盘表现整体稳定，主要源于开工高增、销售表现超预期刺激企业推盘意愿

从克而瑞月度跟踪的 50 城推盘面积来看，2019 年 1-3 月推盘分别为 2,227 万平方米、593 万平方米、2,142 万平方米，分别同比+9.2%、-49.0%、+16.7%，剔除 2 月春节数据扰动，推盘整体仍呈稳定增长状态。分城市能级来看，克而瑞跟踪的 22 个一二线城市 1-3 月推盘分别为 1,224 万平方米、402 万平方米、1,314 万平方米，分别同比+10.2%、-37.9%、+19.1%，同期 28 个三四线城市 1-3 月推盘分别为 1,003 万平方米、191 万平方米、828 万平方米，分别同比+7.9%、-62.9%、+13.3%，22 个一二线推盘表现整体强于 28 个三四线。

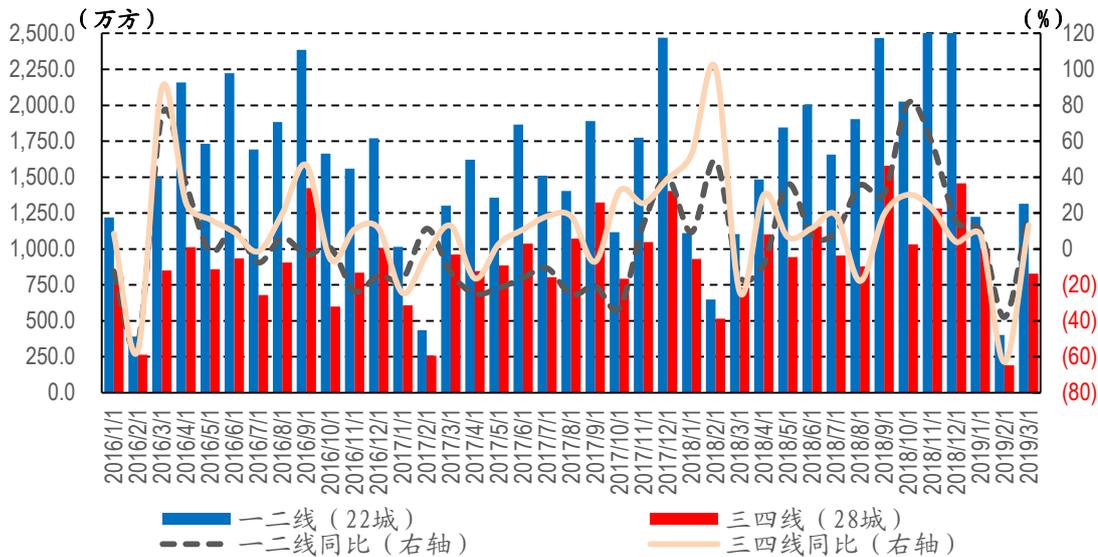
2019 年 1 季度推盘整体表现稳定，主要源于：1) 新开工自 18 年 5 月以来，除了 19 年 2 月同比增速个位数增长以外，其他月份均有两位数以上增长，其中 19 年 3 月全国商品房新开工同比+18.1%，新开工同比高增保障推盘力度维持稳定水平；2) 年后市场热度低位回升，销售表现超预期刺激房企推盘意愿，其中市场表现更好的一二线城市其相对应推盘力度也更大；3) 自 18 年下半年以来的一二线预售价监管有所放松也推动了房企的推盘意愿。

图表 61、主流 50 城月度推盘面积及同比



资料来源：克而瑞，华创证券

图表 62、19 年 1 季度一二线城市推盘同比涨幅更大



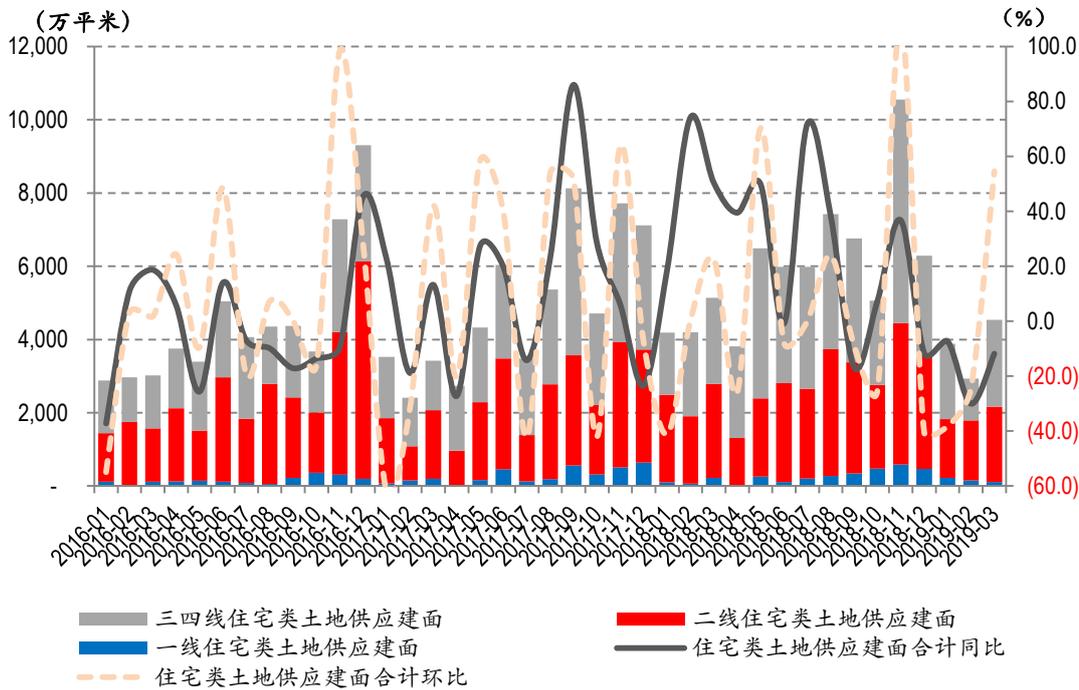
资料来源：克而瑞，华创证券

## 2、土地：19Q1 百城土地成交同比继续下行，但成交溢价上行及地王再现预示土地市场升温

2018 年下半年开始，受销售市场转冷带动以及信贷收紧综合影响，土地市场开始同步走弱，2018 年 10 月，土地成交同比由正转负并开始快速下行，截至 19 年 3 月，已连续同比下降 6 个月。根据百城土地成交数据显示，2019 年 1-3 月住宅类土地成交面积单月同比分别-0.6%、-29.8%、-37.9%，住宅类土地成交面积同比降幅加速扩大。但与此对应的是，在挂牌均价有所上行背景下，2019 年 1-3 月成交溢价率二线城市分别为 11%、12%、26%，三四线城市分别为 11%、11%、24%，显示出在销售市场一二线持续回暖，三四线低位回升下，土地市场也逐渐升温。此外，最近在杭州、苏州、无锡等热点二三线城市的地王时隔两年后再次出现也从另一方面反映出土地市场的升温。

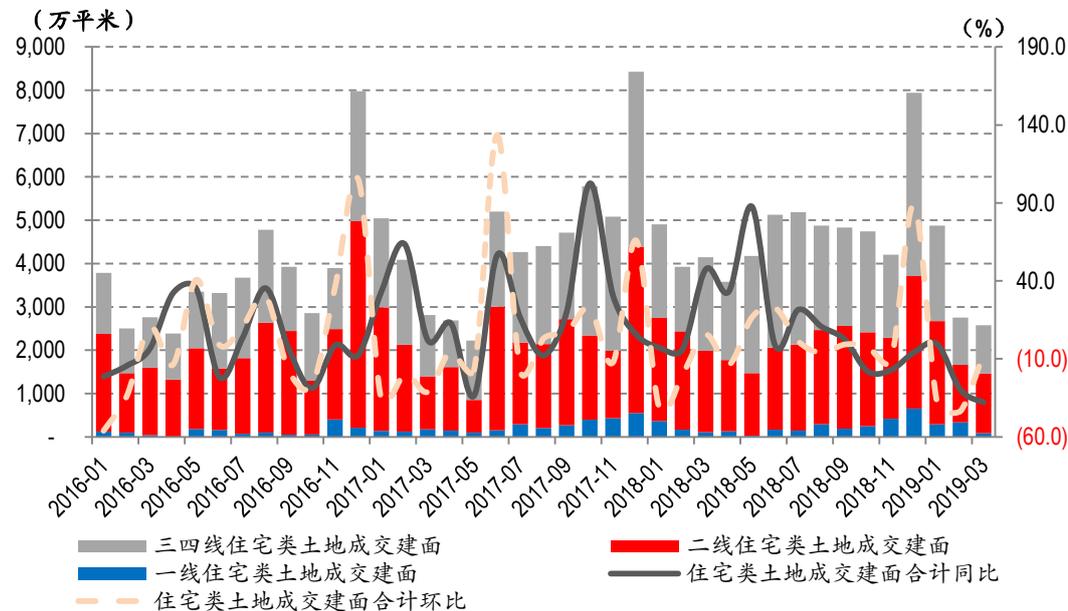
而前面提到的 2019 年 1-2 月百城土地成交面积同比下降更多源于土地供给缩量，2019 年 1-2 月百城住宅类土地供给同比-18.7%，其中一二线-17.7%，三四线-19.8%，在三四线土地市场更为冷清下政府供地亿元减弱。但伴随年后销售市场回暖，3 月三四线城市土地供应有所回暖。考虑到自然资源部在 2019 年 4 月下发通知，再次强调去化周期在 6-12 个月之间的城市要增加供地，去化周期在 6 个月以下的要显著增加并加快供地，预示未来在低库存下供给端政策放松将会优先，尤其供需关系更为紧张的一二线及部分强三线城市，供给放量或将推动成交改善。

图表 63、百城住宅类土地供应建面（按城市能级分类）



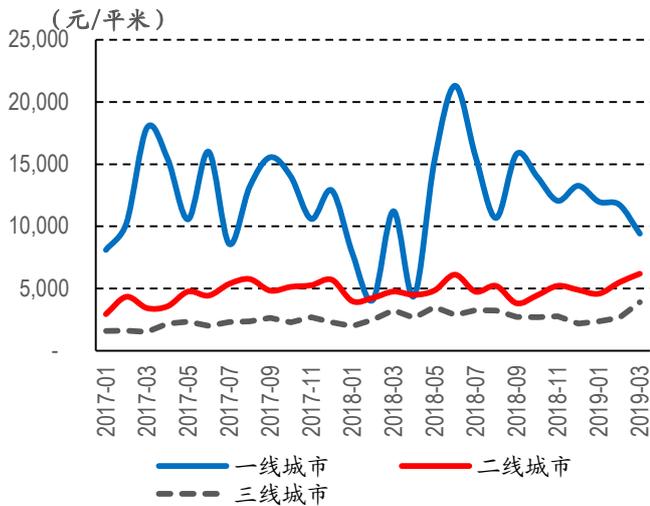
资料来源: wind, 华创证券

图表 64、百城住宅类土地成交建面（按城市能级分类）



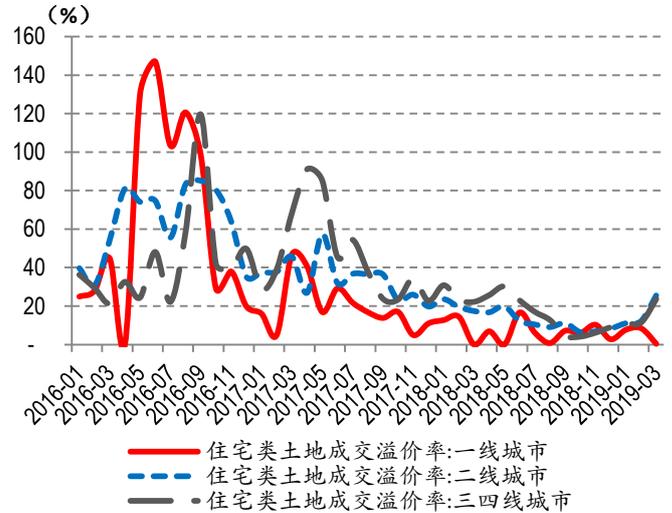
资料来源: wind, 华创证券

图表 65、19 年二三线城市挂牌均价有所上行



资料来源: wind, 华创证券

图表 66、19 年 1 季度二线城市成交溢价率快速回升



资料来源: wind, 华创证券

图表 67、4 月部分城市土地成交地王频现

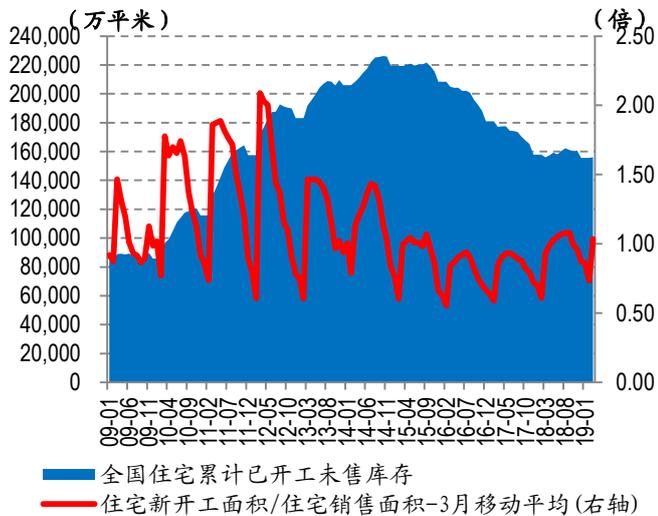
城市	地块	时间	出让面积 (万方)	容积率	建筑面积 (万方)	起拍价 (万元)	成交价 (万元)	溢价率 (%)
杭州	杭政储出[2018]12 号地块	2019-4-13	36693.45	2.2	80725.6	236623	354623	149.9
无锡	利源汽车城西側地块	2019-4-4	39021.4	2	78042.8	59330	106000	178.7
苏州	WJ-J-2019-001	2019-4-2	57045.67	1.7	96977.64	123200	167700	136.1

资料来源: 土拍网, 华创证券

### 3、库存: 19Q1 库存、去化周期下降, 低库存下销售回升加剧房价上行, 供给端修复将成必然

从中期库存来看, 在 2014 年 10 月达到历史最高, 为 22.6 亿平米, 对应去化月数高达 25.2 个月, 而经历了本轮去库存政策之后, 截至 2019 年 3 月中期库存已经降至 2011 年的水平, 连续经历了 53 个月的去库存, 对应去化月数已降至 13.8 个月, 持续处于较低水平。另一方面, 根据供需指标 (新开工面积\*0.95/销售面积) 来看, 近 3 年中持续低于 1, 说明行业持续低库存。

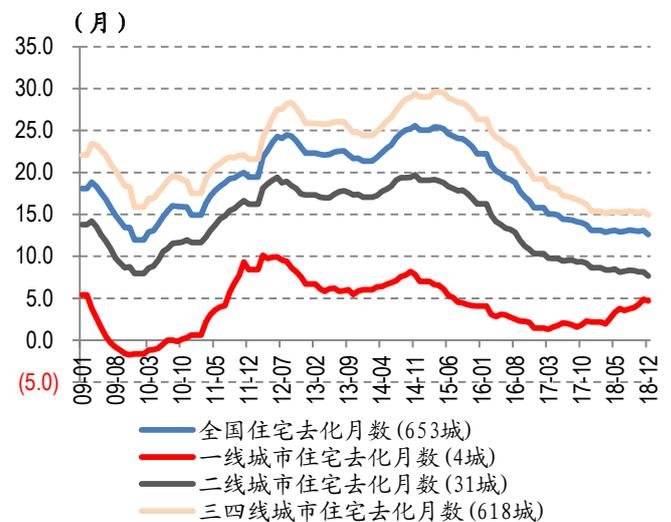
图表 68、全国住宅累计已开工未售库存 (统计局)



资料来源: 统计局, 华创证券

注: 全国住宅累计已开工未售库存=1999 年至今的累计新开工面积 \*0.95-1999 年至今的累计销售面积, 其中 0.95 为全国容积率建筑占总建筑面积比值。

图表 69、全国住宅已开工未售库存去化月数 (统计局)



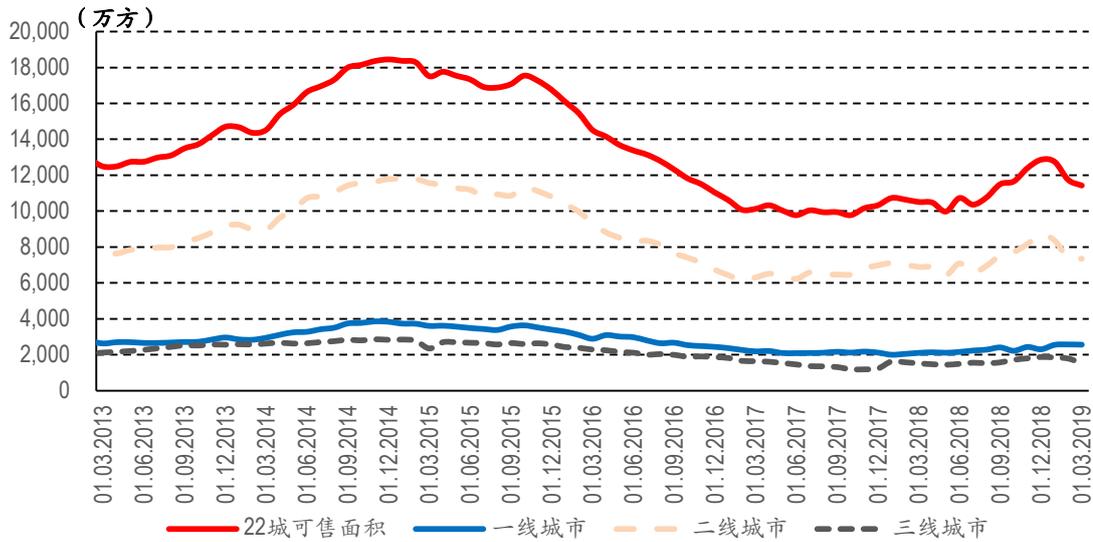
资料来源: 统计局, 华创证券

注: 全国住宅累计已开工未售库存去化月数=全国住宅累计已开工未售库存/12 个月移动平均住宅销售面积。

从短期库存来看, 根据克而瑞跟踪的 22 城月度可售面积, 2018 年下半年市场持续低迷下可售面积有所上行, 至 2018 年 12 月, 重点 22 城可售面积 12,864 万方, 较 2018 年 5 月阶段性低点上升 29.0%。之后基于 2019 年一季度成交持续复苏, 22 城可售面积再次下降, 至 2019 年 3 月可售面积降至 11,424 万方, 较 2018 年 12 月阶段性高点下降 11.2%, 目前对应去化周期为 8.1 个月, 较 2018 年 12 月下降 0.1 个月, 其中, 一线城市 (4 城) 12.1 个月、二线城市 (13 城) 7.0 个月、三线城市 (5 城) 10.6 个月, 分别较 2018 年 12 月上升 2.6 个月、下降 0.5 和下降 0.3 个月。

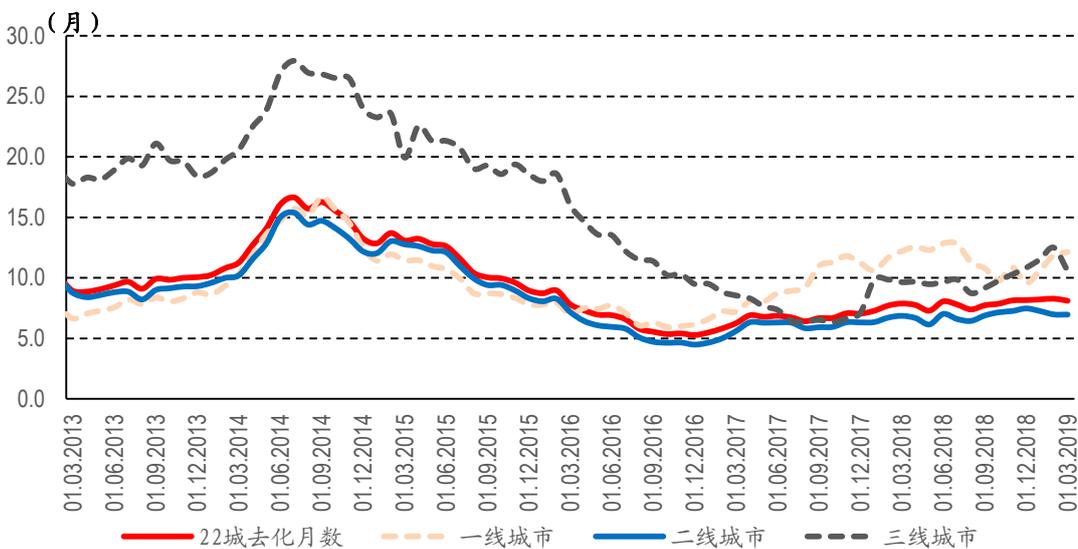
从克而瑞跟踪的 22 城短期库存及去化数据来看, 在一季度市场低位回暖下, 库存和去化周期再次略有下行, 低库存周期持续延长。因此, 一方面在低库存下销售表现超预期, 尤其一二线城市市场底形成后销售持续向好将进一步加剧房价上行, 这将限制后续需求端政策放松空间甚至推动部分城市需求端政策转向; 另一方面, 受供给端资金放松影响, 低库存下房企拿地意愿变强, 并且由于政府已对 18 年过于严厉的资管新规有所修正, 预计未来资金面或将大概率继续保持稳健中性, 而在资金端维持现状, 市场回暖已带动土地市场热度提升, 供需趋紧下供给端土地供应放松将成必然, 自然资源部 2019 年 4 月通知低库存城市加大、加快土地供应已表明政府态度。我们之前判断供给端资金面和供地放松必将先于需求端放松得到持续验证。

图表 70、22 城可售面积低位略有回升（克而瑞口径）



资料来源：克而瑞，华创证券

图表 71、22 城去化周期低位有所回升（克而瑞口径，6 个月移动平均）



资料来源：克而瑞，华创证券

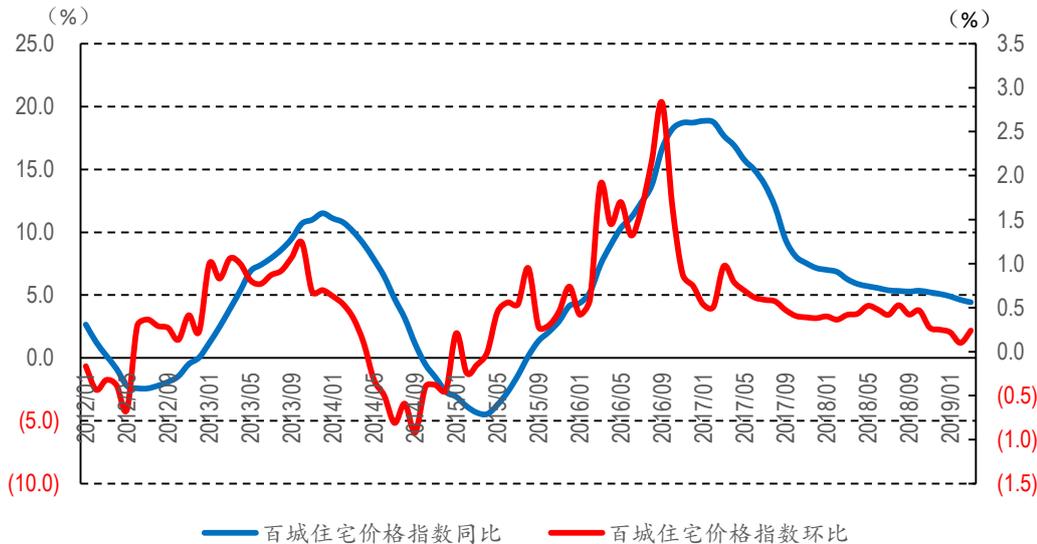
### （三）房价情况：3 月百城房价环比略涨、同比降幅继续扩大，“一城一策”下后续房价或将保持稳定

房价统计方面，我们常用的有中指院口径的百城价格指数和统计局口径的 70 城价格指数，其中前者统计口径为当月签约口径房价，而后者数据应为网签口径房价。考虑到 2017-2018 年大量高房价项目被延后网签，网签项目大多为低单价项目，而 2019 年，之前高房价项目开始加速网签，导致统计局口径房价难以反映实际情况。

从具体数据来看，70 城下半年价格指数同比涨幅持续扩大，并且环比涨幅在 2018 年 8 月创阶段性新高，这与

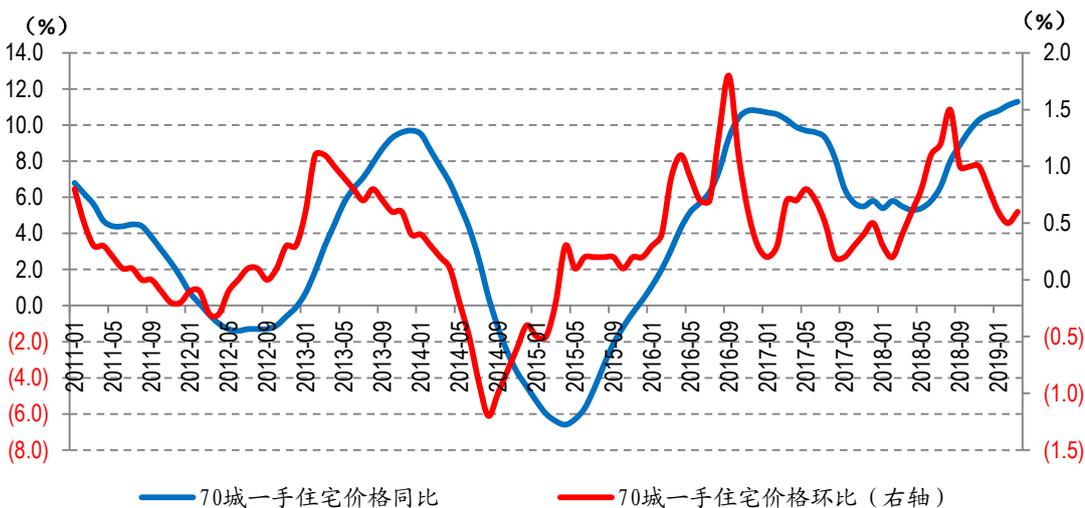
我们实际概观测到的数据有所不符。2018 年下半年开始，受成交量快速下行影响，促销打折项目增多，多个城市房价同比、环比皆有一定程度下行。而中指院口径百城价格数据，自 2016 年 9 月政策开始打压以来，成交环比一路震荡下行，成交同比涨幅也在 2017 年 2 月触顶以来持续收窄。基于百城价格指数更符合实际情况，接下来我们将基于百城成交数据分析。

图表 72、百城一手住宅价格同比、环比走势



资料来源：中指院，华创证券

图表 73、70 城一手住宅价格同比、环比走势



资料来源：国家统计局、Wind，华创证券

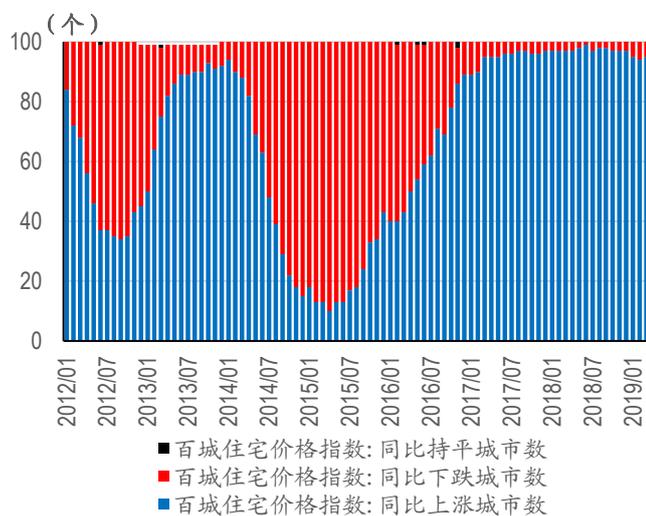
据中指院数据，百城一手住宅销售价格同比实现了连续 44 个月上涨、价格环比实现了连续 47 个月上涨，分别大幅高于 2013-2014 年的 22 个月和 23 个月，展现出了本轮价格上涨的猛烈程度，同时也从一手房的价格指标上反

应出了本周小周期的延长。

从最近数据来看，2019 年 3 月，百城一手住宅销售价格同比+4.4%，较上月-0.2pct，高基数效应显现致同比涨幅进一步收窄。同期百城价格环比+0.2%，较上月+0.1pct，一季度市场回暖下 3 月价格环比有所扩大。并且 3 月同比上涨城市达 95 个，环比多增 1 个，环比上涨城市 62 个，环比多增 6 个，显示出 3 月市场成交量回暖后，涨价城市数量开始同步提升。

从城市能级来看，本轮小周期中出现了一线、二线和三线城市价格周期的错位，不再像以往周期中那般同期运行。由于政府政策的核心关注点是房价，在“一城一策”调控下，政策周期错开导致销售周期、库存周期等量价指标均有所熨平，不会像以往周期中的那样出现同步行为，而城市间行为错开的结果就是周期稳定，这也包括了未来房价的稳定。

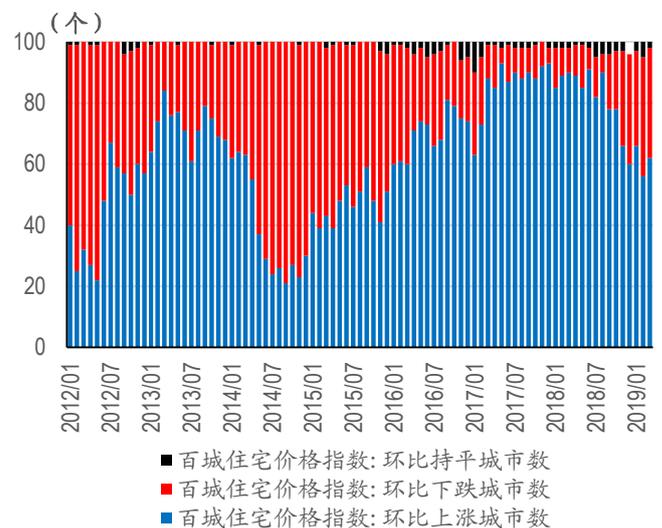
图表 74、百城一手住宅价格同比涨跌情况



资料来源：国家统计局、Wind，华创证券

注：一线城市：北京、上海、广州、深圳；二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市：百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

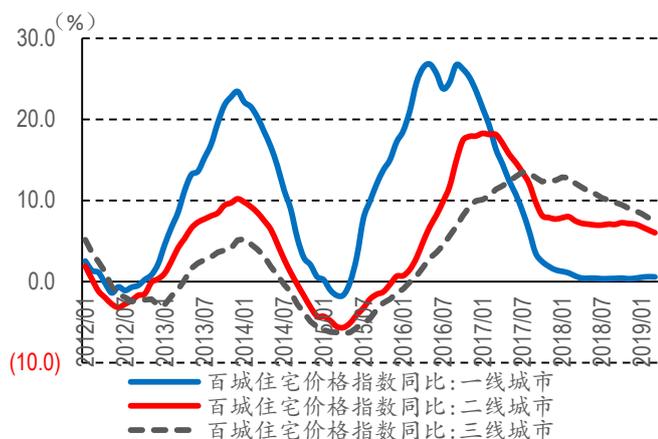
图表 75、百城一手住宅价格环比涨跌情况



资料来源：国家统计局、Wind，华创证券

注：一线城市：北京、上海、广州、深圳；二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市：百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

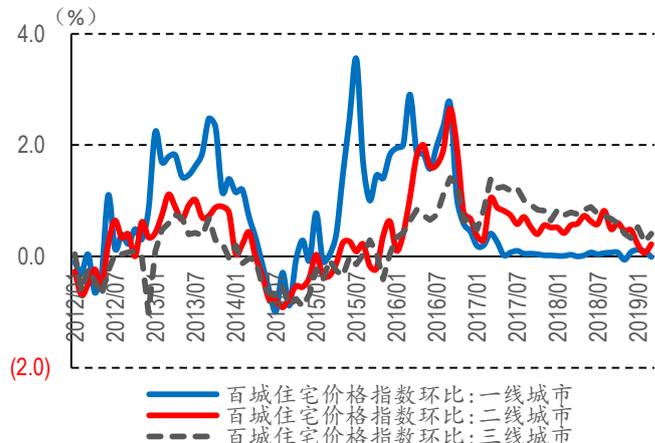
图表 76、百城分能级一手住宅价格同比走势



资料来源：国家统计局、Wind，华创证券

注：城市能级划分同上。

图表 77、百城分能级一手住宅价格环比走势



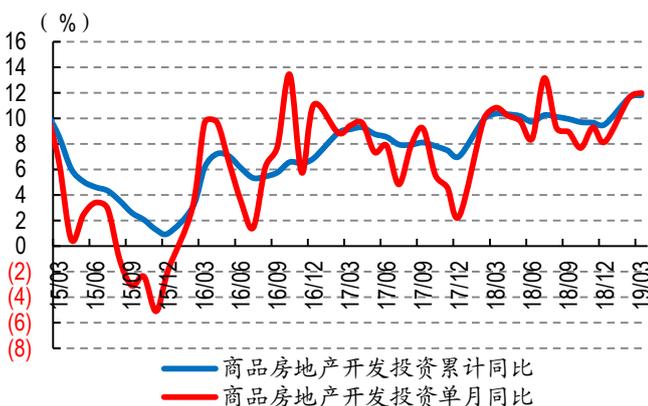
资料来源：国家统计局、Wind，华创证券

注：城市能级划分同上。

**(四) 投资数据：新开工、投资短期仍较强，预计 3Q 放缓甚至转负，全年新开工或好于-4%预期**

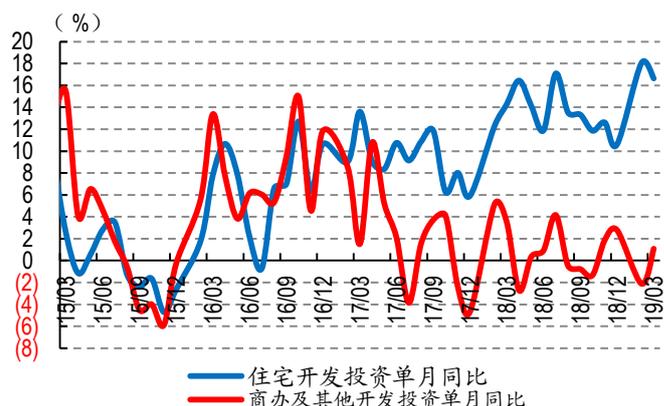
2019 年 1-3 月，房地产开发投资额同比+11.8%，较 1-2 月上升 0.2pct，其中，住宅同比+17.3%，下降 0.7pct；商品房新开工面积 1-3 月同比+11.9%，上升 5.9pct，其中，住宅同比+11.5%，上升 7.2pct；商品房竣工 1-3 月同比-10.8%，上升 1.1pct，其中，住宅同比-8.1%，下降 0.3pct；商品房施工面积 1-3 月同比+8.2%，上升 1.4pct；土地购置面积同比-33.1%，上升 1.0pct。

图表 78、商品房地产开发投资累计同比和单月同比



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 79、住宅开发投资和商办开发投资的单月同比



资料来源：国家统计局，华创证券

开发投资进一步走强，源于施工投资上行以及土地购置费的维持高位。1-3 月开发投资增速进一步走强，主要源于：1) 开工增速的扩大带动了施工增速的进一步上行，从而也推动了施工投资增速的进一步上行；2) 通过固定资产中其他费用同比与土地购置费同比的强相关性，前者 1-2 月和 1-3 月变化不大，从而估算 1-3 月土地购置费增速保持 30-40% 的较高增速。鉴于施工投资的走强速度好于我们预期，全年投资有上修可能。

资金大幅改善推动新开工上行，预计开工先扬后抑、但全年有上修可能。新开工是一个以库存、拿地和资金作为参数的函数，同时其中拿地领先于新开工约 6-9 个月。短期而言，18Q2-18Q3 的拿地仍能保证一定的 19Q1-19Q2 开工量，同时目前资金大幅改善也将推动新开工的上行，而中期来看，18Q3-18Q4 的拿地快速转负将传递到新开工在 19Q3 出现明显放缓甚至转负，同时，考虑到土地市场转好和资金来源改善的好于预期，因而预计后续开工先扬后抑、但全年新开工同比或好于-4%预期。

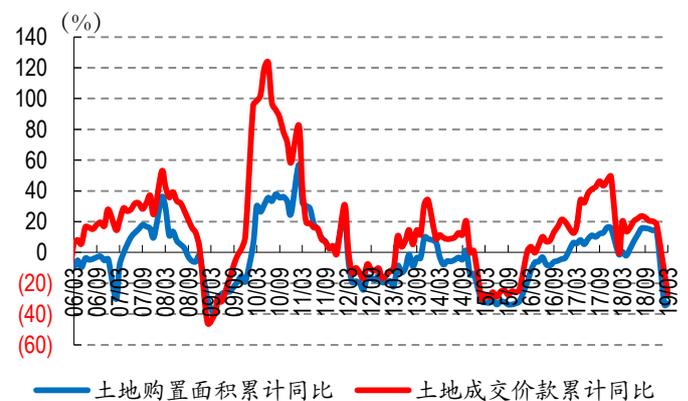
竣工增速低位略有收窄，增值税减税影响下 4 月后或将逐步有所改善。在 3 月资金来源明显改善下竣工降幅略有收窄、但总体仍然偏弱，考虑到在融资趋松下房企资金存在进一步改善预期，预计后续竣工将随资金持续改善而逐步改善，另一方面，由于建筑业和房地产业的增值税下调于 4 月 1 日开始执行，考虑到房企的增值税大头主要在交付环节产生，所以更偏向于 4 月降税之后再大幅度竣工，因此将推动竣工同比的实际改善将更偏后一点。

图表 80、商品房新开工和施工面积同比



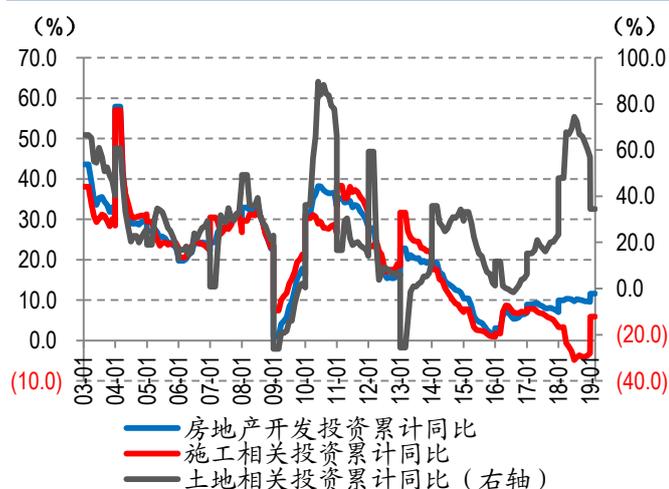
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 81、土地购置面积及土地成交价款累计同比



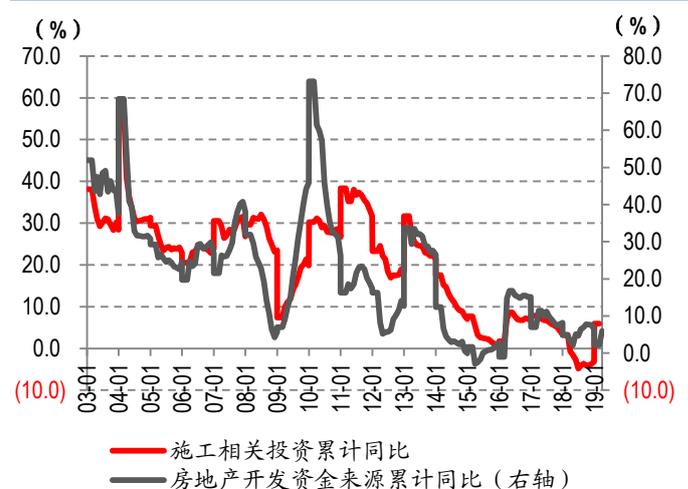
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 82、商品房开发投资主要由土地购置费贡献



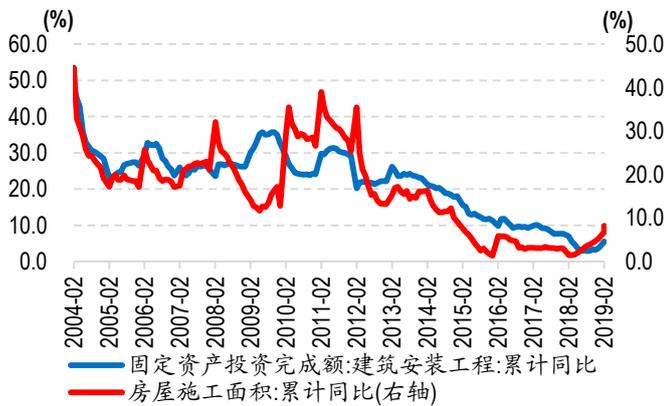
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 83、施工相关投资由土地推动型转变为资金约束型



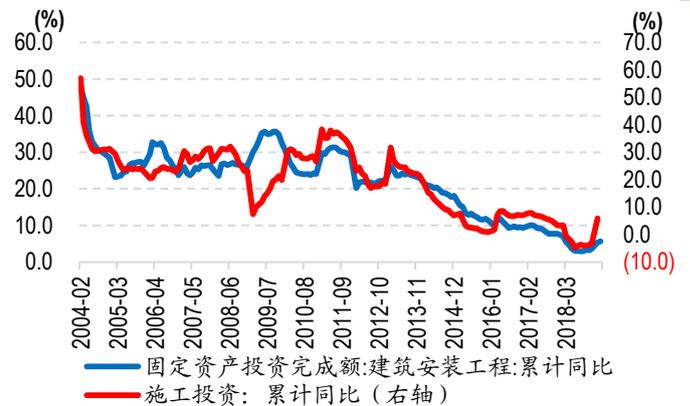
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 84、施工面积同比与建筑安装工程同比强相关



资料来源: 国家统计局, 华创证券

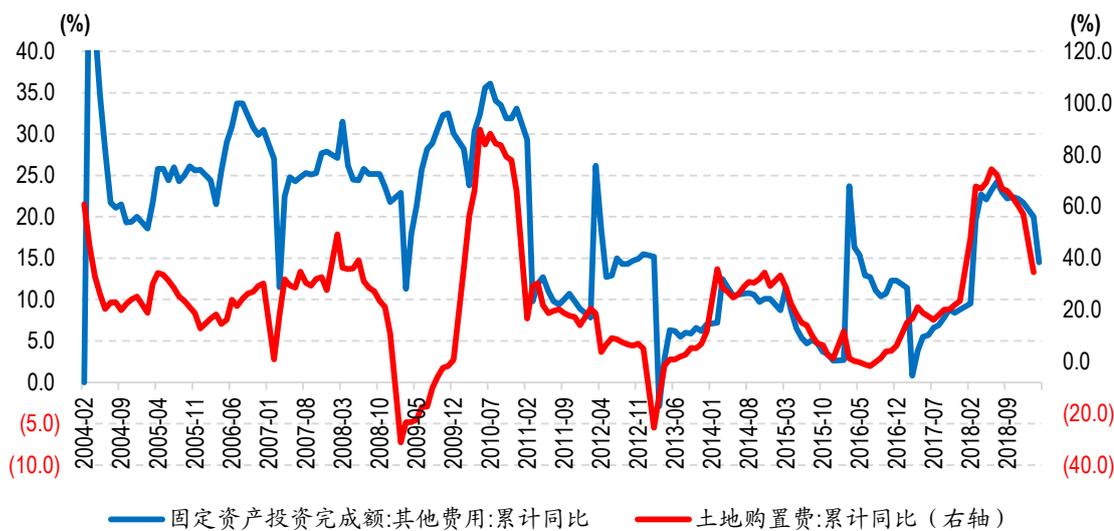
图表 85、施工投资同比与建筑安装工程同比强相关



资料来源: 国家统计局, 华创证券

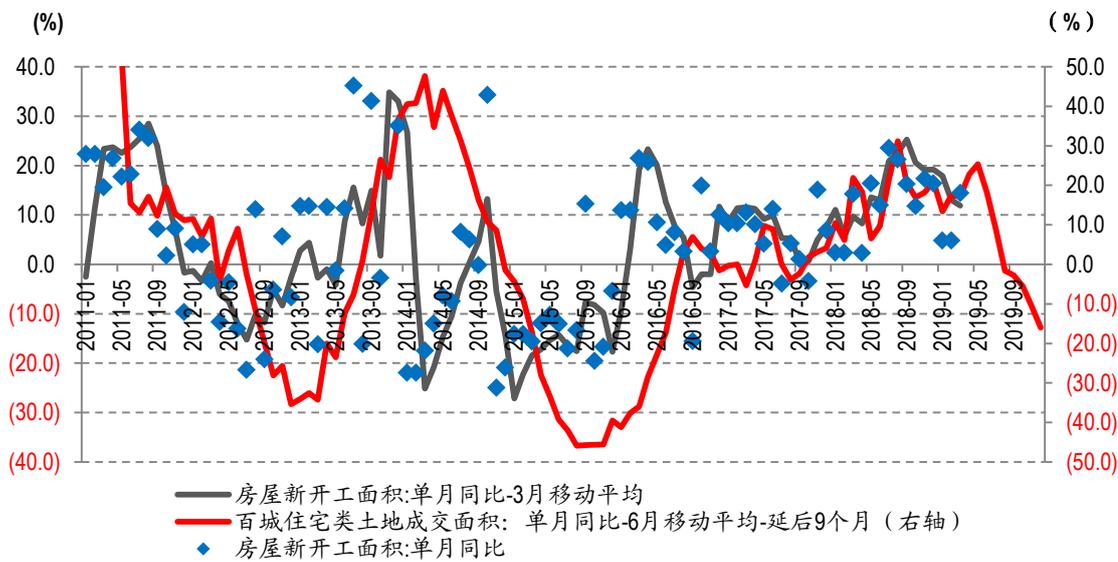
注: 施工投资=房地产开发投资-土地购置费

图表 86、土地购置费同比与固定资产投资中其他费用同比强相关, 显示土地购置费仍强



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 87、自 2017 年以来，拿地领先于新开工 9 个月，预计后续新开工先扬后抑



资料来源：国家统计局，华创证券

#### (五) 基本面小结：市场回暖好于预期，棚改缩量或仍有影响，维持总量偏弱、结构改善的判断

需求端，目前需求表现略超市场预期，考虑到一二线城市的三底叠加和三四线城市四大缓冲下的需求韧性，预计 19 年全国销量表现或将好于预期。不过值得关注的是，虽然有所三四线需求下行有所缓冲，但预计棚改缩量仍将在较长时间内对于三四线城市需求产生负面影响。预计在 2019 年 5-7 月，伴随返乡置业潮退场以及去年同期基数逐渐走高，棚改开始大幅下行的负面影响开始显现，预计全国商品房成交同比将有所回落，甚至不排除二次探底可能。但从 2019 年 8 月开始，伴随基数高位回落、政策持续放松以及城市圈战略对三四线城市支撑以及利率下行对整体需求提振等效应开始逐渐显现，未来将持续对棚改下行影响形成对冲，预计 8 月之后全国商品房成交同比或将再次回升企稳。

供给端，19Q1 推盘表现整体稳定，但百城土地成交同比继续下行，主要源于供给端缩量，而近期土地成交溢价上行及地王再现预示土地市场持续升温。库存方面，19Q1 库存、去化周期下降，低库存下销售回暖加剧房价上行，将限制后续需求端政策放松空间甚至推动部分城市需求端政策转向。同时，由于我国当前外部经济环境仍不明了，内部经济结构转型下难言经济复苏，中短期内房地产行业对经济托底需求仍在。政府核心诉求还是在稳销量、稳房价，稳销量前提下需求端打压力度难以加大，稳房价前提下供给端放松将成必然。需求端压制、供给端宽松以及各城市间政策周期错位将综合导致市场波动更加频繁，未来政策和价格因素将不断扰动市场需求，进而影响房企拿地、开工情绪，带动土地市场频繁波动，相对应未来政策将会出现高频操作，未来“一城一策”将成为主流。

投资端，当前房地产开发投资较强，更多源于施工投资上行以及土地购置费的维持高位，考虑到在低库存下土地成交传导至开发投资较为刚性，基于 2018 年 9 月以来土地成交快速下行，预计 2019 年三季度拿地端影响新开工表现开始显现。新开工方面，受低库存、土地市场结构性回暖以及资金改善综合影响，预计开工先扬后抑、但全年新开工同比或好于-4%预期。

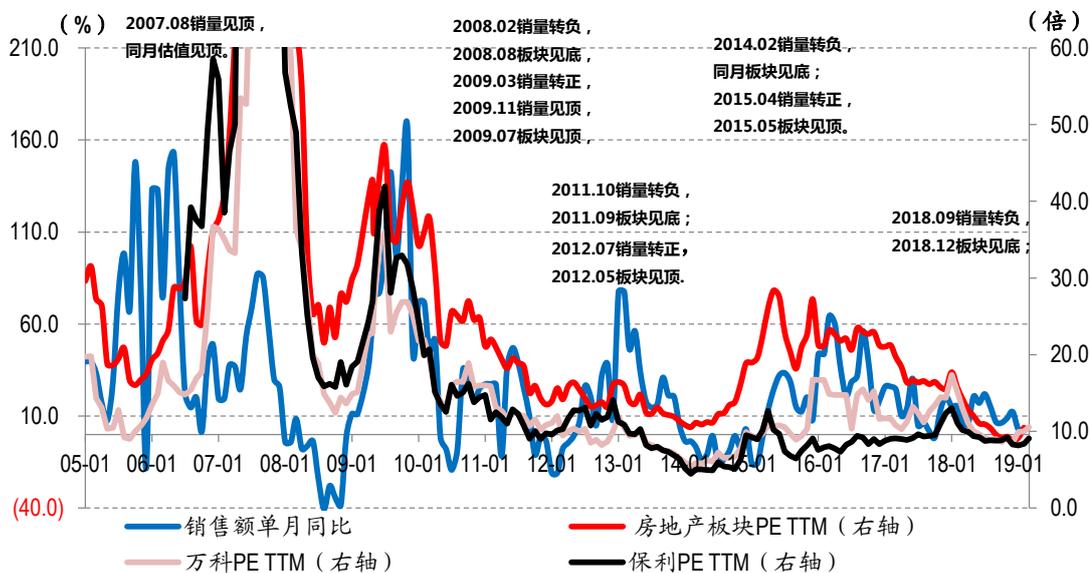
总体而言，我们维持判断行业将呈现“周期延长、波动缩窄，总量偏弱、结构改善”的格局。

#### 四、周期复盘：利率下行筑底销量、稳经济诉求制约政策收紧、估值处于历史中下沿

##### (一) 行业估值周期复盘：10 年后行业估值区间稳定，目前处合理区间中下沿、仍有 40% 提升空间

以往四轮小周期（2005-2008、2009-2011、2012-2014、2015-至今）中，销量、政策与板块估值有较紧密的关系，其中单月销售面积增速转负、政策放松、板块估值见底，单月销量见顶、政策从紧、板块估值见顶。在过去四轮小周期中，房地产板块 PE TTM 峰值从 2007 年 8 月的 120 倍逐步下行至 2018 年 1 月的 18 倍，而估值底部稳定在 10-20 倍，近期最低点在 2018 年 12 月 8.8 倍出现，目前在 11.3 倍。

图表 88、行业、万科、保利估值和销售额单月增速走势

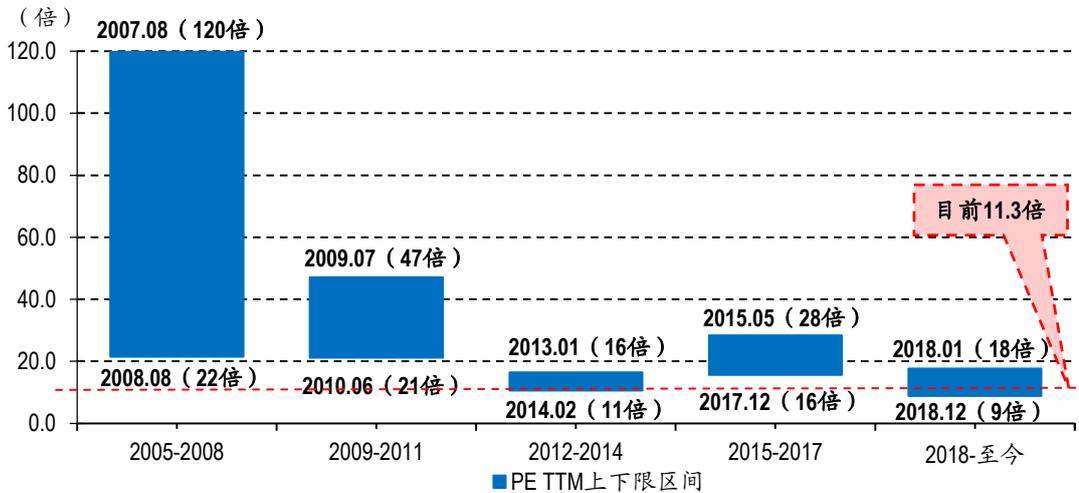


资料来源：Wind，华创证券

从过往四轮小周期来看，我们可以发现，房地产板块估值峰值呈现一路下行。原因或主要在于：1) 行业销量 10 年近翻番，需求总量逐步见顶，销售增速逐步放缓；2) 行业调控越来越频繁、密集，且力度更大；3) 房价涨幅受压制，开发模式亦由囤地模式变为快周转模式，企业估值由 beta 属性主导向 alpha 属性主导转变。其中，后两者在调控常态化和企业开发模式亦由囤地变为快周转的背景下，房地产行业的也应有合理的估值，并不是一味的下降。

值得注意的是，2012-2014 年以及 2015 年至今的两轮小周期中，房地产板块估值的峰值和底部也相对稳定。期间 PE TTM 估值峰值分别为 2013 年 1 月的 16.4 倍、2015 年 5 月的 28.4 倍和 2018 年 1 月 17.7 倍（政策从严期），期间 PE TTM 估值底部分别为 2014 年 2 月 10.6 倍、2017 年 12 月的 15.6 倍和 2018 年 12 月 8.8 倍。剔除 2015 年牛市前后估值表现后，我们可以发现房地产板块 PE TTM 估值的峰值在 16-18 倍，而底部在 9-11 倍，这可以作为后续估值分析的合理参考区间。

图表 89、以往周期中板块 PE TTM 上下限区间及发生时间



资料来源: Wind, 华创证券

就板块估值的合理区间来看, 2009 年之前的地产行业仍处于蓬勃发展期, 高成长时期的估值参考意义不大, 并且限购限贷等调控措施也是自 2010 年之后变得常态化, 此外, 主流房企也先后自 2010 年开始, 开发模式亦由囤地变为快周转, 因而 2010 年之后的估值表现将更具参考意义。目前房地产板块 PE TTM 估值(4 月 25 日收盘)为 11.3 倍, 处于估值底部 9-11 倍、估值峰值 16-18 倍的合理参考区间中下沿。后续即使只修复到 2013 年 1 月和 2018 年 1 月的估值位置, 目前而言也仍有 44%和 55%的估值空间; 如果参考 2015 年牛市表现的话, 估值提升空间将更大。

图表 90、以往周期中板块 PE TTM 估值顶和估值底以及对应单月销售面积增速

小周期区间	时间	PE TTM 峰值	单月销售面积同比 (%)	时间	PE TTM 底部值	单月销售面积同比 (%)
		政策收紧			政策放松	
2005-2008	2007.08	120.0	57.9	2008.08	21.5	(35.7)
2009-2011	2009.07	47.1	67.6	2010.06	21.2	(3.2)
	2010.10	27.0	16.0	2012.08	13.2	12.9
2012-2014	2013.01	16.4	49.5	2014.02	10.6	(0.0)
2015-至今	2015.05	28.4	15.0	2017.12	15.6	6.1
	2018.01	17.7	4.1	2018.12	8.8	0.9

资料来源: Wind, 华创证券

(二) 销量、估值推演: 利率下行带动销量筑底, 销量与估值强相关, 信用利差收窄赋予二线更高弹性

1、国债利率预示按揭或下降 50-120bp, 对销量传导尚未体现, 销量与估值强相关、估值仍有提升空间

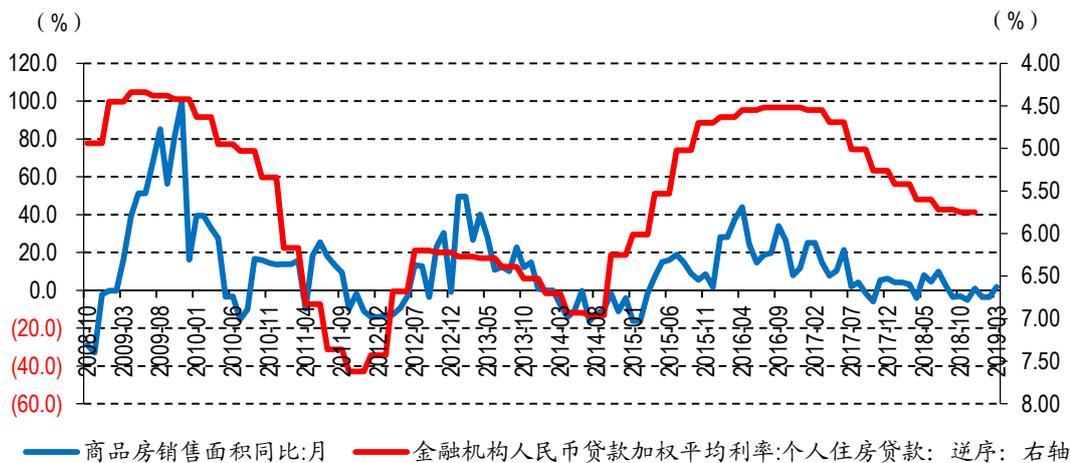
一方面, 个人住房按揭利率与全国销售面积单月同比同步、并与全国销售面积单月同比强负相关, 这个规律目

前看来依然有效。19 年 1 月开始，个人住房按揭利率已有略微下行趋势，因而导致了全国销售面积单月同比在 3 月份触底回升。

另一方面，在以往小周期中，10 年期国债到期收益率（或者 10 年期国债到期收益率同差）领先 7 个月与全国销售面积单月同比强负相关，但这个规律在本轮周期中却有所钝化，10 年期国债到期收益率在 18 年 1 月见顶回落原本预示着今年 8 月销售面积同比见底，但销售面积同比在 18Q4 仍在走低。在以往周期中，10 年期国债到期收益率对于按揭利率的传导顺畅，但本轮周期中由于房地产调控导致了传导不畅、传导中效果有所打折，从而也就传导不到销售面积这一端。但我们认为：1) 10 年期国债到期收益率对按揭利率和销售面积的传导不畅不是停止，只是延迟、尚未体现而已；2) 预计后续的政策放松中可以预期对于投资性需求的压制（不会像以前周期的全部需求放开），也可能也会导致利率的传导会有打折。

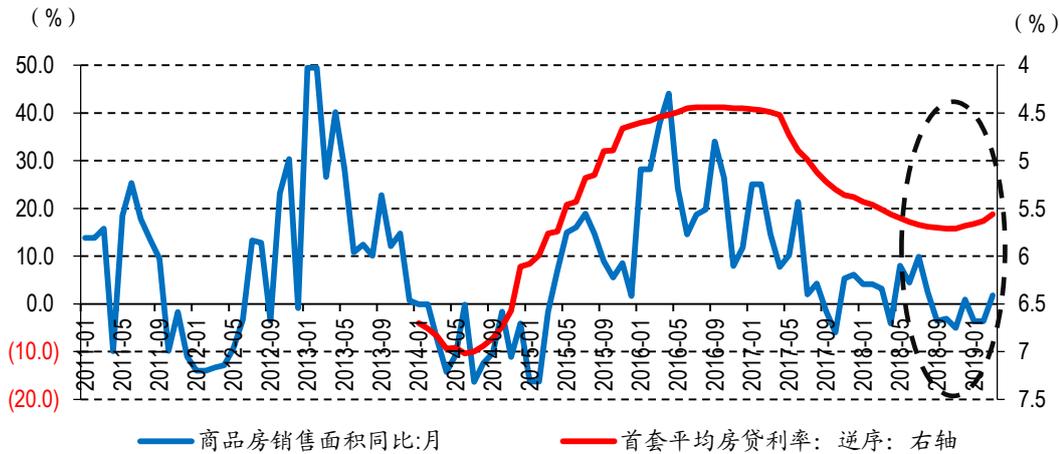
目前来看，19 年 1 季度 10 年期国债到期收益率下降至 3.12%，较 18 年初下行 80bp；参考过往两轮周期中，10 年期国债收益率最大下行幅度分别为 73bp（2011-2012 年）、188bp（2014-2016 年），对应按揭利率下行幅度分别为 120bp、220bp，18 年末按揭利率为 5.75%（据融 360 数据，19 年 3 月全国首套房平均按揭利率 5.56%，较 18 年 11 月已下行 15bp），如果按照历史水平来看，潜在下行空间超过 120bp，但考虑到本轮周期中低库存、略高杠杆的因素制约需求端大幅放松，利率下行空间也受到制约，10 年期国债到期收益率对于按揭利率的传导会有所衰减，综合之下，我们预计 2019 年按揭利率下行空间约为 50-120bp，那么对于销量的拉动预计可达 2.5%。

**图表 91、商品房单月销售面积同比与金融机构加权房贷利率强相关**



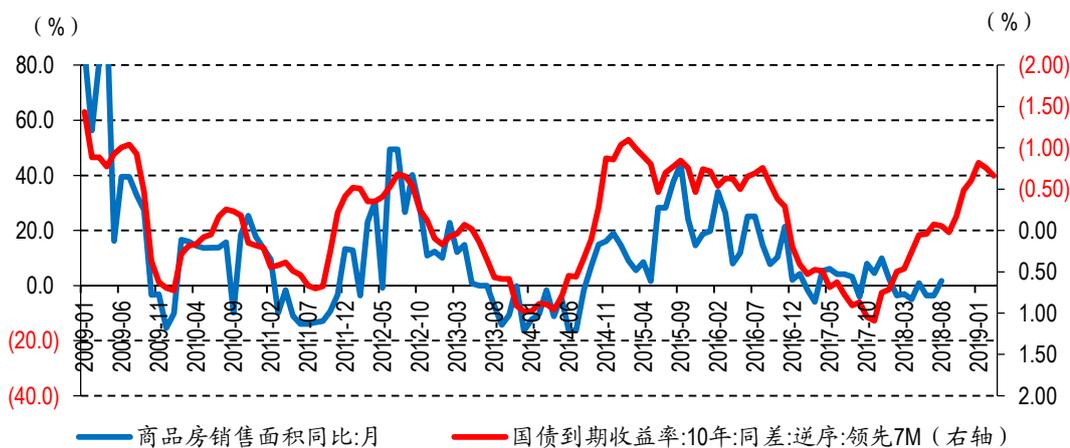
资料来源: Wind, 华创证券

图表 92、全国首套平均房贷利率近期已略有下行



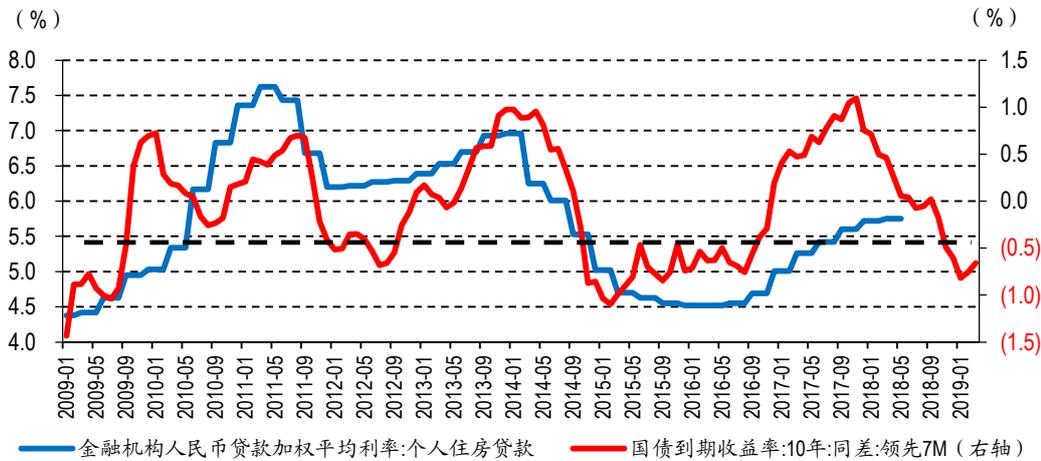
资料来源: Wind, 华创证券

图表 93、商品房销售面积同比与 10 年期国债到期收益率同差强相关，但近期关系略有钝化



资料来源: Wind, 华创证券

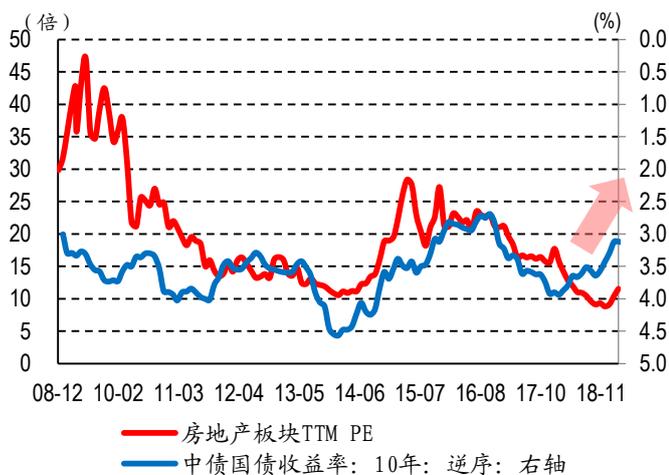
图表 94、金融机构加权房贷利率与 10 年期国债到期收益率强相关，但近期关系略有钝化



资料来源: Wind, 华创证券

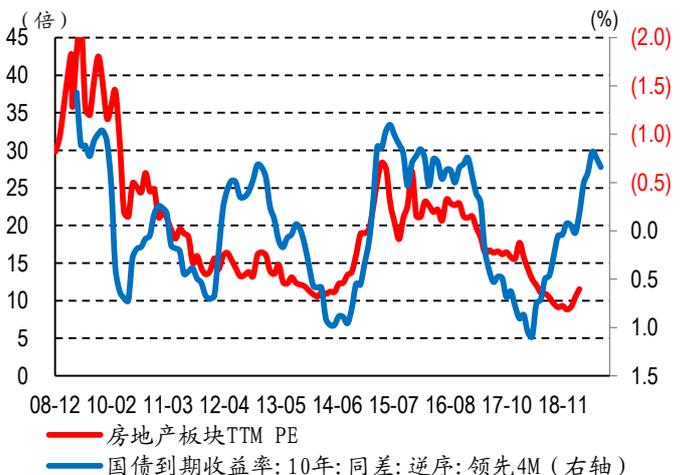
历史上 10 年期国债收益率和板块 PE TTM 呈现强负相关,但是从 2018 年开始 10 年期国债收益率和板块 PE TTM 关系钝化,一方面源于 18 年资管新规开始,信用利差的走阔导致 10 年期国债周收益率和 AA+房企债收益率开始背离,导致出现 10 年期国债收益率走低的同时,房地产行业估值却也也开始走低。另一方面,利率与销量的强相关关系建立在中间核心变量的连接,这一核心变量也就是销量,而本轮周期 10 年期国债收益率对于按揭利率的传导钝化,导致对于商品房销量的传导钝化,进一步延缓了对房地产板块估值的传导。但正如我们前文提到,10 年期国债到期收益率对按揭利率和销售面积的传导不会停止,只是延迟,因此预计后续利率端对于销量的传导仍会逐步体现,并将进一步传导至板块估值。

图表 95、10 年期国债收益率 vs. 板块 PE TTM



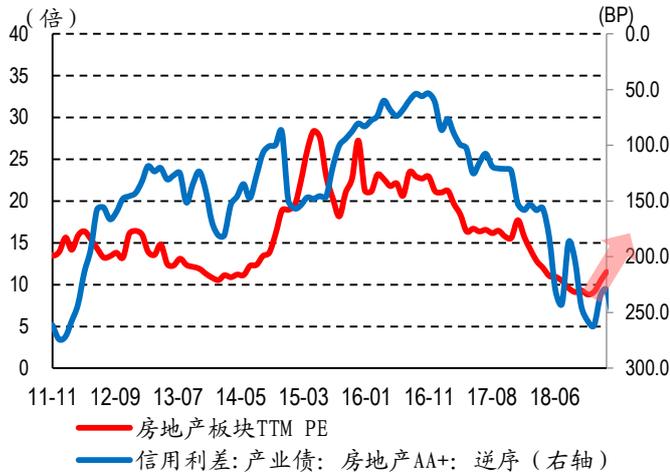
资料来源: Wind, 华创证券

图表 96、10 年期国债同差逆序领先板块 TTEM PE 4M



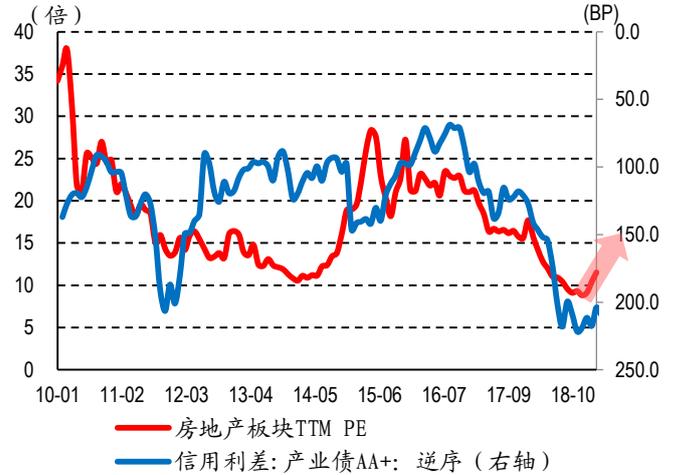
资料来源: Wind, 华创证券

图表 97、AA+产业债信用利差 vs.板块 PE TTM



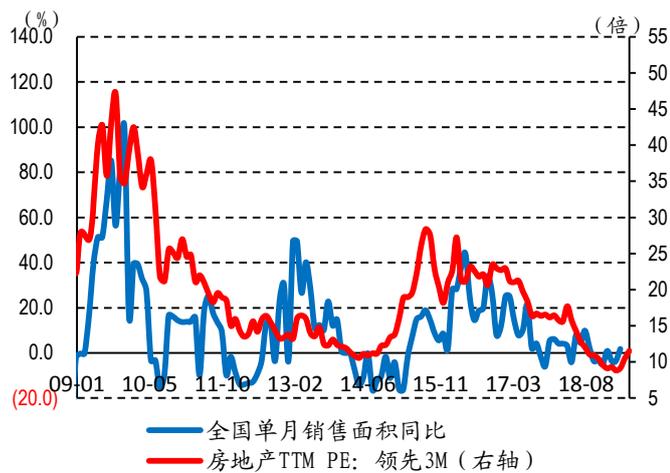
资料来源: Wind, 华创证券

图表 98、房地产 AA+产业债信用利差 vs.板块 PE TTM



资料来源: Wind, 华创证券

图表 99、销售面积同比 vs.地产板块 TTM PE



资料来源: Wind, 华创证券

图表 100、销售面积 3M 移动平均 vs.地产板块 TTM PE



资料来源: Wind, 华创证券

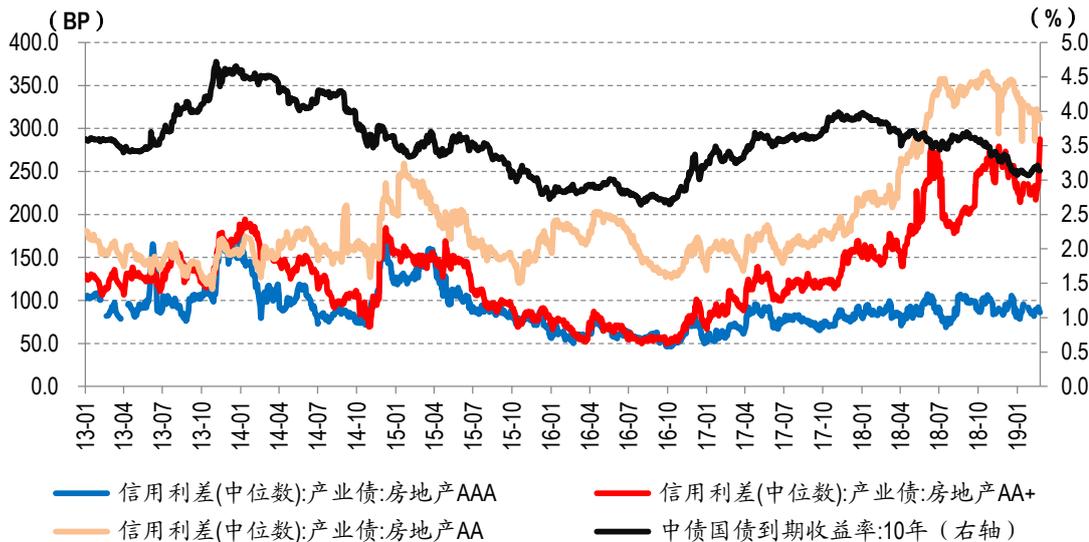
近期从融 360 数据来看,按揭利率的下行趋势更加明确,对于后续的需求支撑是一大利好。从首套房贷利率来看,3 月首套利率下降至 5.56%,较 18 年 11 月下降 15bp,预计后续仍将有进一步下降空间。并且从各城市情况来看,18 年 10 月开始,南京、厦门、杭州等城市已经陆续有部分银行下调按揭利率上浮比例。

此外,值得注意的是,本次按揭利率下行较以往周期体现的更为领先。一方面,本次按揭利率下行一部分反应了当期的流动性宽松,另一方面,也反应了 2018 年国债收益率下行对于按揭利率传导的滞后反应,后者也可以理解为资管新规弱化导致的信用利差收窄。以往两轮周期中,按揭利率下行基本体现在单月销售面积转负后半年左右,如 2011 年 11 月单月销售面积转负,2012 年 3 月房贷平均利率下行、6 月降息;2014 年 2 月单月销售面积转负,2014 年 11 月降息、12 月房贷利率下行。但是本轮周期中 9 月销售面积转负,几乎同时部分城市利率开始有下行迹象,预计体现在统计数据端利率的下行在 19 年 1 季度末。

## 2、信用利差与二线房企估值溢价倍数强相关，高杠杆赋予更高资金弹性

2018 年初至今，房地产 AAA 产业债信用利差在 80BP 左右震荡，而 AA+和 AA 信用利差分别从 160BP 和 200BP 提升至 280BP 和 310BP。2018 年 9 月至今无风险利率下行，考虑到信用宽松的主基调被不断强化，因此后续 AA+ 和 AA 主体房企的融资成本下降空间也较大。

图表 101、AAA、AA+、AA 房地产产业债信用利差 vs.10 年期国债收益率



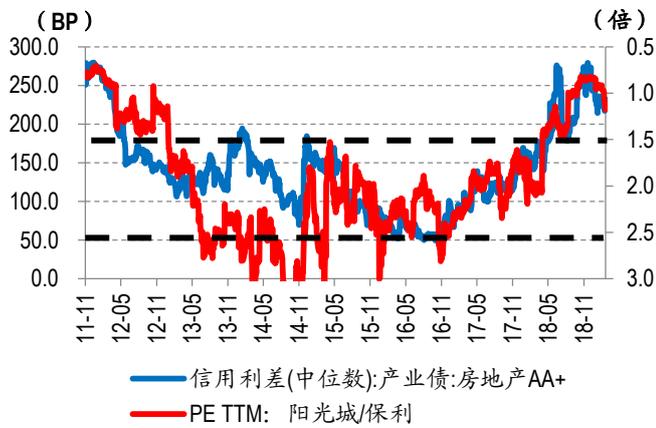
资料来源: Wind, 华创证券

历史来看，二线高杠杆房企相对万科、保利的估值溢价倍数逆序与信用利差契合度较好。2011 年至今，阳光城、荣盛、中南、华夏幸福相对于万科和保利的 PE TTM 倍数中枢主要集中在 1.5 倍左右，事实上 2014-2015 年间的中枢则高达 2 倍左右。由于万科历史上因为宝能增持而导致估值和信用利差的关系有所偏离，而中南建设历史上由于转型和华夏幸福由于雄安规划导致估值和信用利差的关系有所偏离、荣盛杠杆不算太高并不典型，因此我们采用阳光城 PE/保利 PE 作为主要分析对象，显示随信用利差收窄，阳光城相对于保利的估值倍数将在 1.5 倍-2.5 倍之间。

我们认为 2019 年房企融资成本会有所下行，AA+房企债信用利差会或降至 2013 年 180BP 左右，所对应阳光城相对于保利的估值倍数将在 1.5 倍，即二线高杠杆房企相对于一线龙头将有 50%的估值溢价。那我们假设万科、保利等一线房企的动态 PE 即使稳定在 8 倍，那么对应二线房企的动态 PE 也可以达到 12 倍；如果一线房企估值修复到 2009 年以来的中枢 10 倍左右，那么二线房企估值可以达到 15 倍。

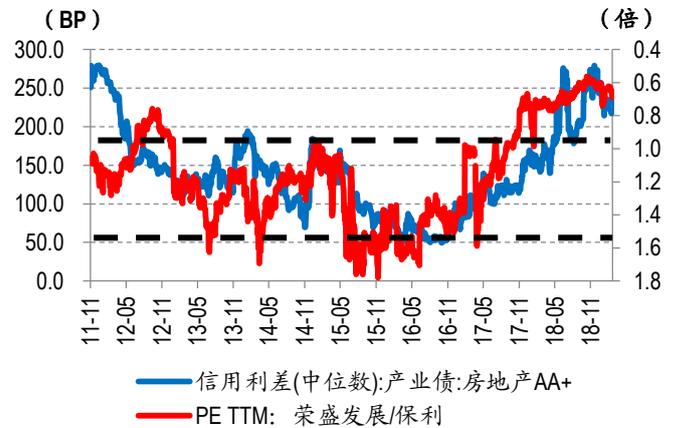
注：2015/7/11、2015/7/24、2015/8/26、2015/12/4 宝能四次举牌万科，这段时间万科估值上行较多导致二线房企估值溢价倍数逆序与信用利差契合度略差。另外，由于中南建设 2015 年转型、华夏幸福雄安规划影响导致短暂期间内契合度较低。

图表 102、信用利差与阳光城/保利估值溢价逆序正相关



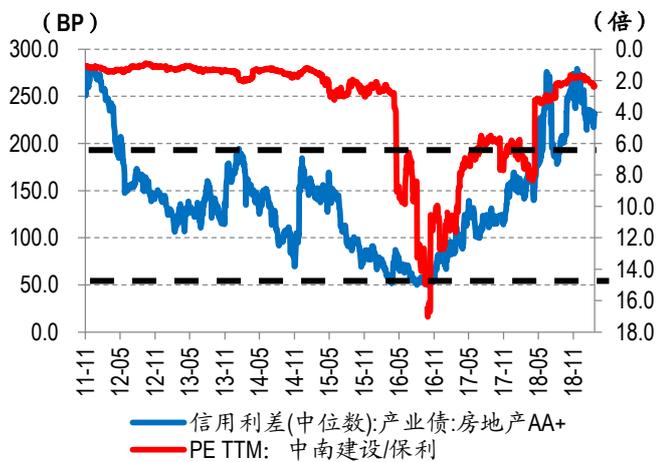
资料来源: Wind, 华创证券

图表 103、信用利差与荣盛发展/保利估值溢价逆序正相关



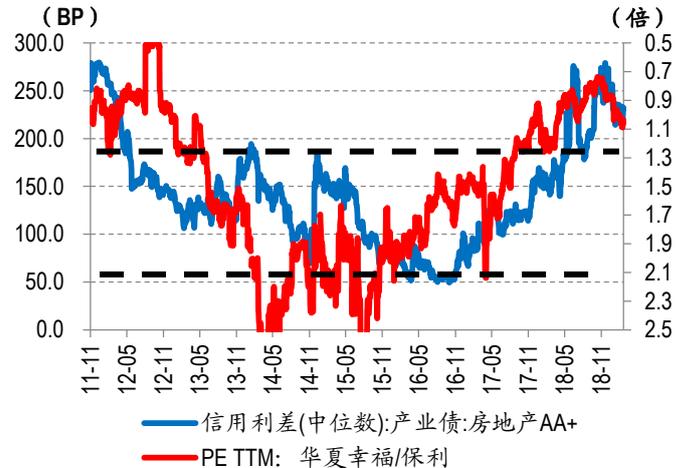
资料来源: Wind, 华创证券

图表 104、信用利差与中南建设/保利估值溢价逆序正相关



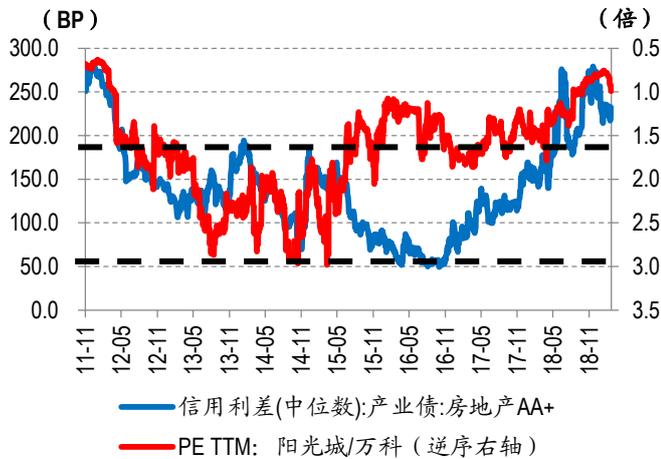
资料来源: Wind, 华创证券

图表 105、信用利差与华夏幸福/保利估值溢价逆序正相关



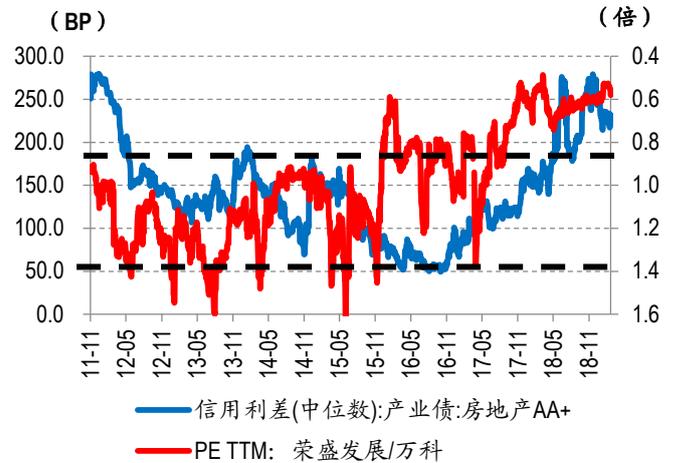
资料来源: Wind, 华创证券

图表 106、信用利差与阳光城/万科估值溢价逆序正相关



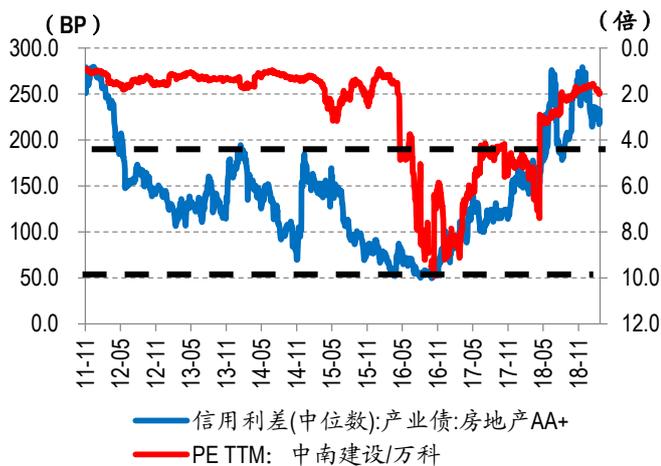
资料来源: Wind, 华创证券

图表 107、信用利差与荣盛/万科估值溢价逆序正相关



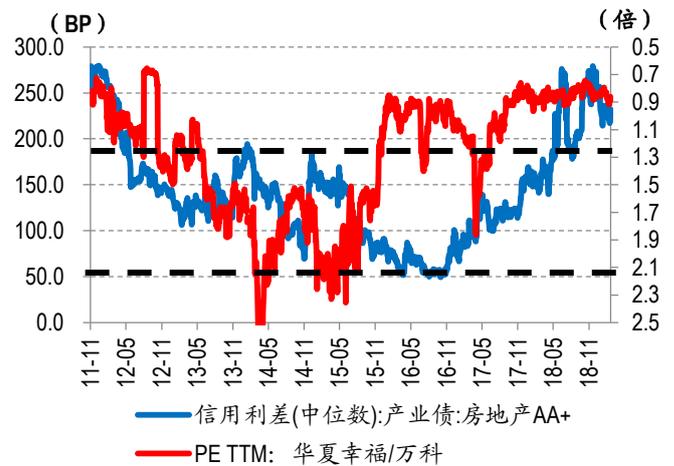
资料来源: Wind, 华创证券

图表 108、信用利差与中南/万科估值溢价逆序正相关



资料来源: Wind, 华创证券

图表 109、信用利差与幸福/万科估值溢价逆序正相关



资料来源: Wind, 华创证券

另一方面，政策端频频发声力挺民营经济，预计后续民企房企的融资成本将稳步下降。18 年 10 月，习近平回信广大民营企业企业家，勉励他们心无旁骛创新创造，踏踏实实办好企业；同月，国务院副总理刘鹤指出，“社会上所谓“国进民退”的议论，既是片面的，也是错误的，民营经济在整个经济体系中具有重要地位”；国常会中，李克强总理指出，“决定设立民营企业债券融资支持工具，以市场化方式帮助缓解企业融资难；为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发债提供增信支持。”当日，中国证券业协会、中国人民银行也纷纷出台政策，以市场化方式支持民企融资。

**(三) 目前时点判断：销量筑底、缓步上行，投资短期强、经济压力未消失，股价仍处上升通道**

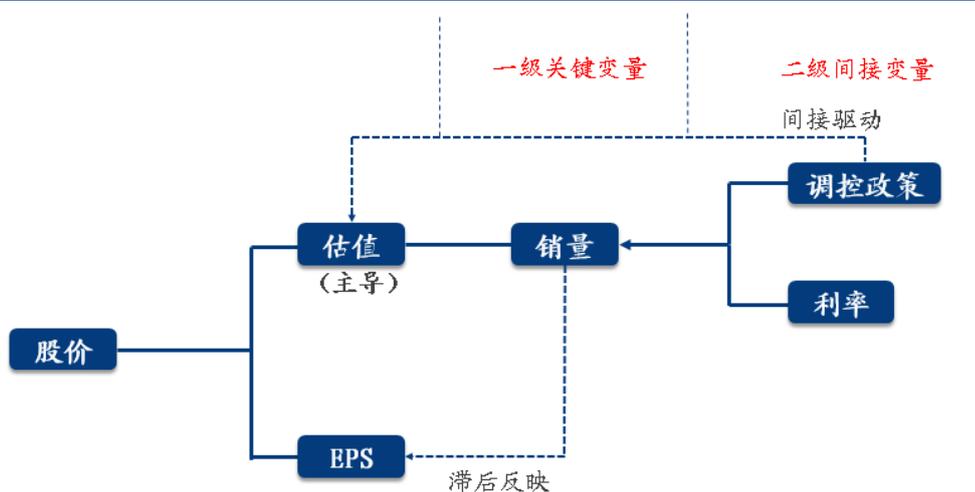
**1、行业指标：销量筑底，考虑到周期延长，销量上升区间或延长，板块指数与销量上行区间较协同**

根据过去几轮小周期来看，销量增速转负为最先行指标，本轮周期中，销量增速转负已在 18 年 9 月出现，同时百城土地成交面积增速已在 8 月转负，预计 19Q3 出现开工增速转负、投资增速下行，而我们因此判断 2019Q1 预计将出现股价见底，并存在提前的可能性，而实际的情况股价底提前至 18Q4，略早于我们此前的预期。目前时点，我们认为房地产销量已处于筑底阶段，并逐步进入回升阶段，而对应股价处于上行阶段。

过去三轮小周期中，销量增速转负分别在 08 年 1 月、11 年 10 月、14 年 1 月，销量增速见底分别在 08 年 11 月、12 年 2 月、15 年 2 月，销量增速见顶分别在 09 年 11 月、13 年 2 月、16 年 4 月，销量增速自见底至见顶持续时间分别为 12 个月、12 个月、14 个月。股价见底分别在 08 年 10 月、12 年 1 月、14 年 2 月，股价见顶分别在 09 年 11 月、13 年 5 月、15 年 6 月，股价上行持续时间分别为 13 个月、16 个月、16 个月。值得注意的是，除了 15 年 6 月大盘断崖式下跌，股价上涨持续区间和销量上行区间较吻合，我们认为主要源于销量和估值的强相关。

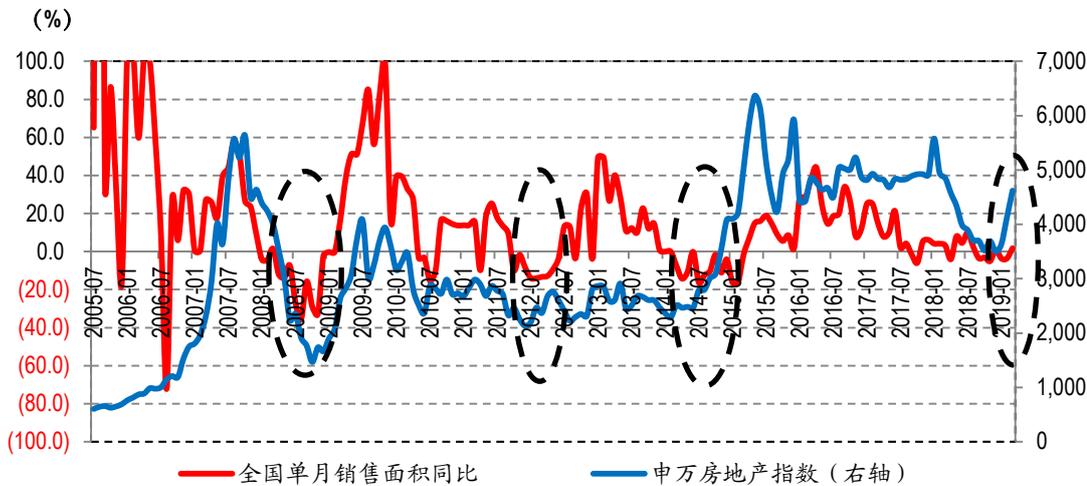
我们认为，影响房地产板块的股价的因素包括估值和业绩，复盘情况来看，股价与估值端强相关，而和业绩端弱相关，可以认为估值是影响房地产股价的主导因素。影响估值的驱动因素则分为基本面和政策面两方面，其中销量是最为核心的一级关键变量，而利率和政策则是通过传导至销量，进而影响估值的二级变量。我们发现，历史上在销量上行的区间，房地产板块的股价也大多处于上行的区间，目前时点来看，销量增速（一级核心变量）正处于筑底阶段，并逐步进入上行阶段；二级影响因素中，按揭利率下行也将对销量增速产生正向拉动，而另一个二级变量，调控政策预计仍以稳定、微调为主。综合之下，预计目前股价也将处于上行区间，参考过往三轮小周期股价上行持续时间平均 15 个月，以 18 年 10 月为股价底，目前预计仍有 9 个月的上行时间，并且考虑到本轮周期延长，波动缩窄，销量上行的持续时间较以往周期可能更长，对应股价的上涨时间可能也会延长。

**图表 110、估值主导股价、销量与估值强相关，调控政策与利率为二级变量**



资料来源：Wind，统计局，华创证券

图表 111、目前销量与地产指数处于上升区间



资料来源: Wind, 统计局, 华创证券

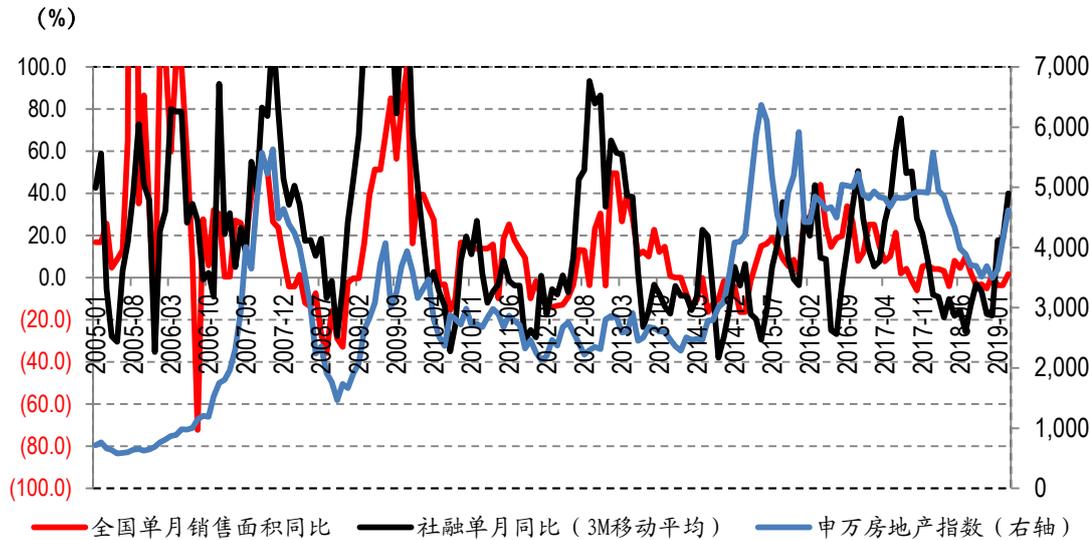
图表 112、历次小周期销量转负至见顶及股价见底至见顶区间

指标	转负	见底	转正	见顶	持续时间 (转负至见顶)	持续时间 (见底至见顶)
销售面积 增速	08 年 1 月	08 年 11 月	09 年 3 月	09 年 11 月	22M	12M
	11 年 10 月	12 年 2 月	12 年 7 月	13 年 2 月	16M	12M
	14 年 2 月	15 年 2 月	15 年 4 月	16 年 4 月	26M	13M
指标	见底	见顶	持续时间	绝对收益	同期沪深 300 收益	相对收益
房地产板块 指数 (申万)	08 年 10 月	09 年 11 月	13M	180.1	118.3	61.8
	12 年 1 月	13 年 5 月	16M	42.7	13.8	29.0
	14 年 2 月	15 年 6 月	16M	227.1	144.8	82.3

资料来源: Wind, 华创证券

从历史上每次社融单月增速转正之后来看, 基本面方面, 08 年 11 月、10 年 10 月、12 年 2 月、14 年 5 月、15 年 7 月、16 年 8 月, 对应房地产销量增速分别见底、一个月后由负转正、见底、两个月后见底、下行、上行。收益方面, 08 年 11 月、10 年 10 月、12 年 2 月、14 年 5 月、15 年 7 月、16 年 8 月, 分别对应 3 个月后绝对收益 19.4%、-10.2%、11.7%、12.6%、-4.6%、3.7%, 相对收益 2.5%、-1.3%、11.8%、4.1%、2.9%、-2.6%, 6 个月后绝对收益 77.6%、-3.4%、-10.0%、42.3%、-14.2%、-2.2%, 相对收益 26.8%、2.5%、6.4%、12.1%、8.6%、-6.0%。

图表 113、社融增速与销量增速及房地产板块指数情况



资料来源: Wind, 统计局, 华创证券

图表 114、社融增速转正出现后地产基本面及板块收益情况

指标	时间	08 年 11 月	10 年 10 月	12 年 02 月	14 年 05 月	15 年 07 月	16 年 08 月
基本面	销量	见底	11 月由负转正	见底	7 月见底	下行	上行
绝对收益	3M	19.43	(10.23)	11.72	12.55	(4.56)	3.74
	6M	77.64	(3.04)	(9.95)	42.33	(14.23)	(2.21)
相对收益	3M	2.46	(1.25)	11.80	4.12	2.85	(2.58)
	6M	26.83	2.50	6.35	12.07	8.58	(5.97)

资料来源: Wind, 华创证券

注: 社融增速转正按增速持续为负后转正并持续 2 个月以上为标准, 绝对收益和相对收益按照申万房地产指数、沪深 300 指数月末统计。

## 2、投资指标: 开工、投资短期仍较强, 预计 3Q 放缓, 开工及土地走弱制约行业调控政策从紧

开发投资进一步走强, 源于施工投资上行以及土地购置费的维持高位。1-3 月开发投资增速进一步走强, 主要源于: 1) 开工增速的扩大带动了施工增速的进一步上行, 从而也推动了施工投资增速的进一步上行; 2) 通过固定资产中其他费用同比与土地购置费同比的强相关性, 前者 1-2 月和 1-3 月变化不大, 从而估算 1-3 月土地购置费增速保持 30-40% 的较高增速。鉴于施工投资的走强速度好于我们预期, 全年投资有上修可能。

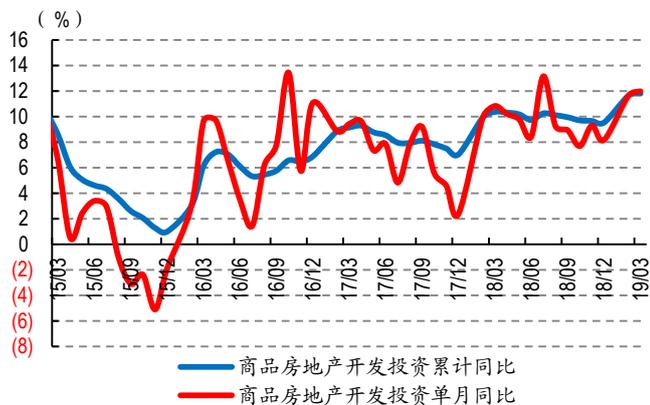
资金大幅改善推动新开工上行, 预计开工先扬后抑, 但全年有上修可能。新开工是一个以库存、拿地和资金作为参数的函数, 同时其中拿地领先于新开工约 6-9 个月。短期而言, 18Q2-18Q3 的拿地仍能保证一定的 19Q1-19Q2 开工量, 同时目前资金大幅改善也将推动新开工的上行, 而中期来看, 18Q3-18Q4 的拿地快速转负将传递到新开工在 19Q3 出现明显放缓甚至转负, 同时, 考虑到土地市场转好和资金来源改善的好于预期, 因而预计后续开工先扬后抑, 但全年新开工同比或好于-4%预期。

土地成交面积和金额继续走弱, 溢价率上行, 土地市场结构性回暖明显。开年以来土地市场呈现了冰火两重天

的格局，一方面，在土地成交方面，19Q1 土地成交面积和土地成交金额持续走弱，同期政府性基金收入中土地使用权出让收入也同比-10%，地方政府的土地财政压力依然存在，另一方面，土地溢价率却出现上行，一二线城市土地市场呈现的结构性回暖推动了整体溢价率上行，也一定程度上将影响房价预期，并且一定程度推动后续土地市场的回暖，预计将在 19Q4 推动新开工的小幅回升。

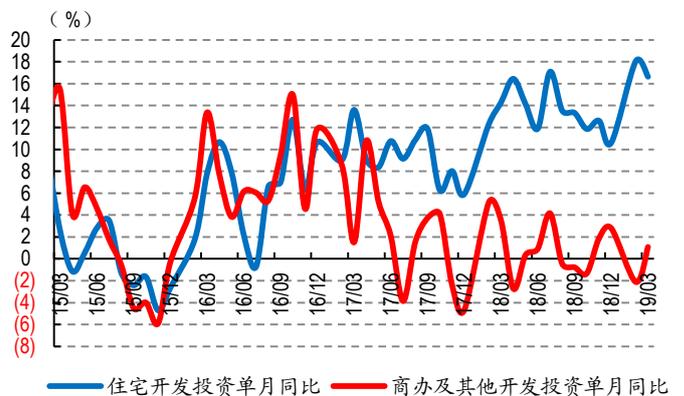
总体而言，1 季度资金改善推动新开工短期仍然较强，并且导致开发投资增速进一步走强；但从中期来看，18Q3-18Q4 的拿地快速转负将传递到新开工在 19Q3 出现明显放缓甚至转负，考虑到开工先扬后抑，下半年新开工承压以及土地出让金的走弱将一定程度上制约房地产调控政策及资金端的大幅收紧。

图表 115、商品房地产开发投资累计同比和单月同比



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 116、住宅开发投资和商办开发投资的单月同比



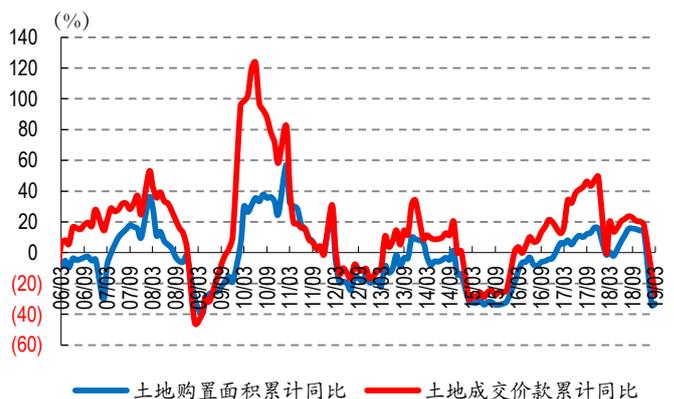
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 117、商品房新开工和施工面积同比



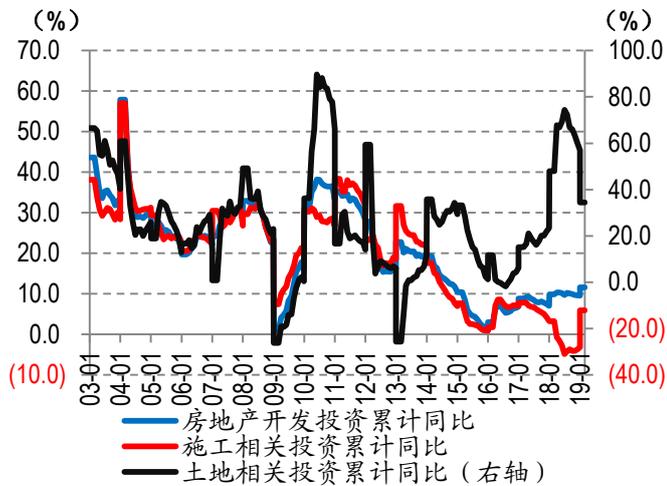
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 118、土地购置面积及土地成交价款累计同比



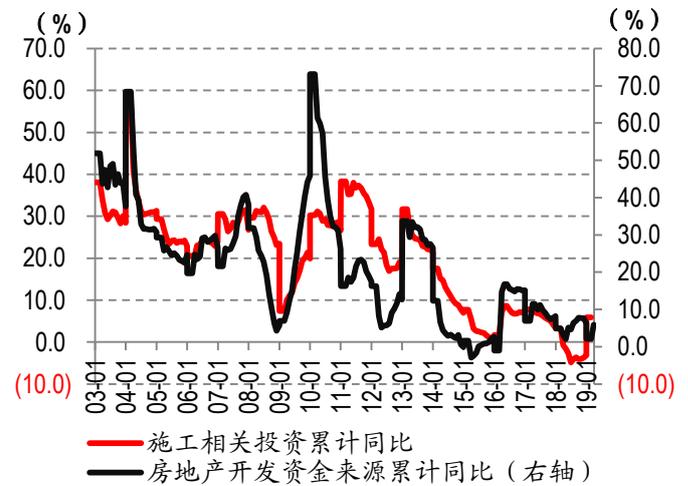
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 119、商品房开发投资主要由土地购置费贡献



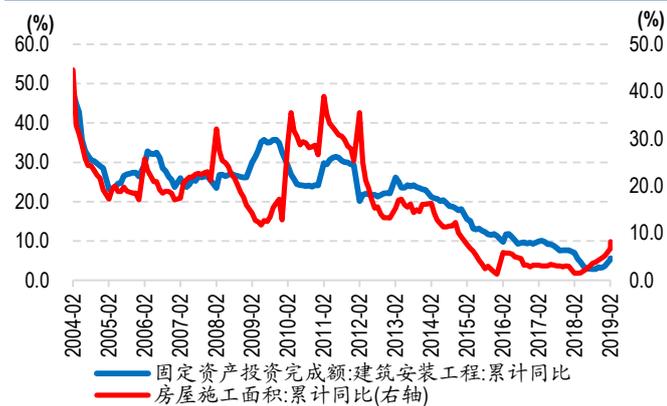
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 120、施工相关投资由土地推动型转变为资金约束型



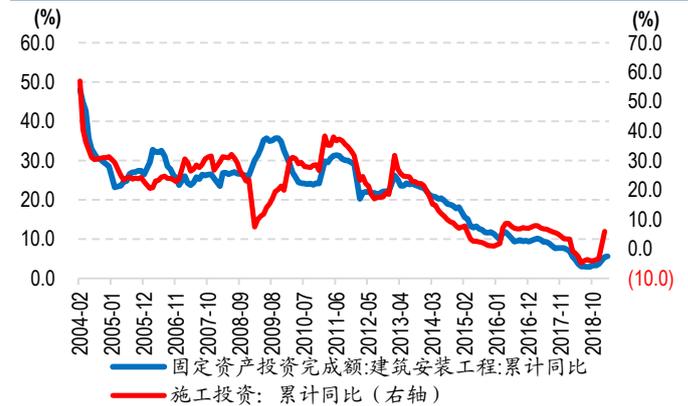
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 121、施工面积同比与建筑安装工程同比强相关



资料来源：国家统计局，华创证券

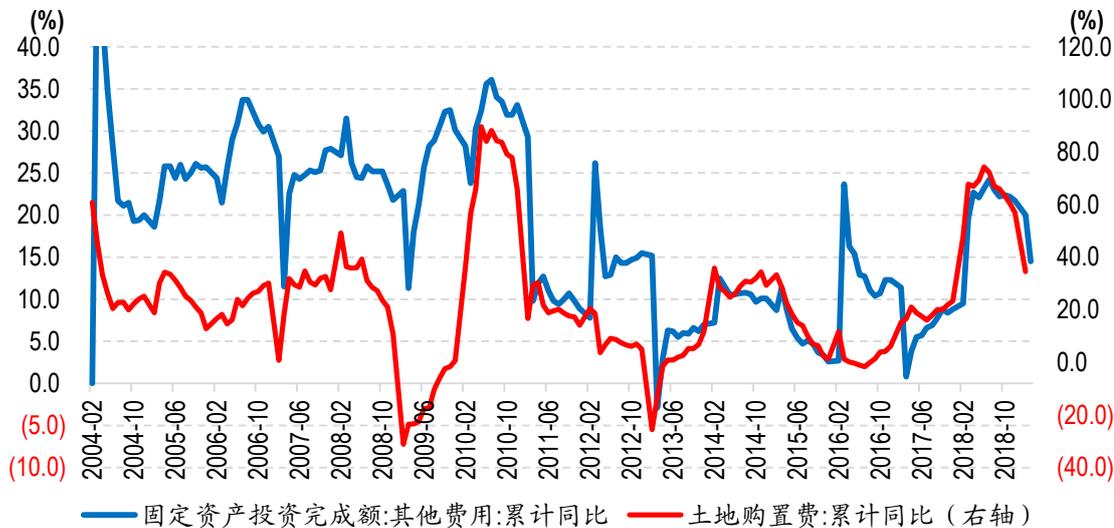
图表 122、施工投资同比与建筑安装工程同比强相关



资料来源：国家统计局，华创证券

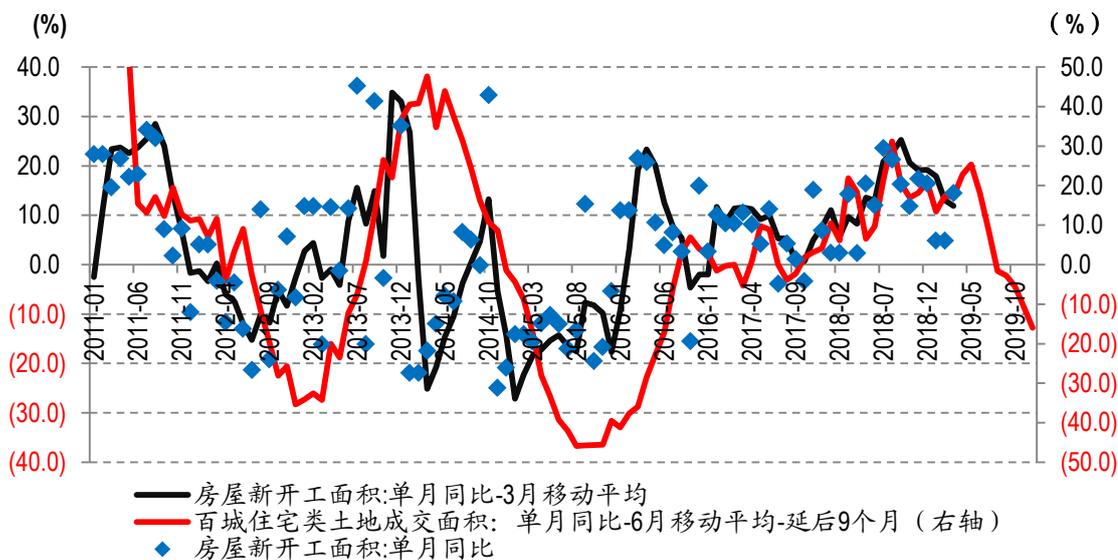
注：施工投资=房地产开发投资-土地购置费

图表 123、土地购置费同比与固定资产投资中其他费用同比强相关，显示土地购置费仍强



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 124、自 2017 年以来，拿地领先于新开工 9 个月，预计后续新开工先扬后抑



资料来源: 国家统计局, 华创证券

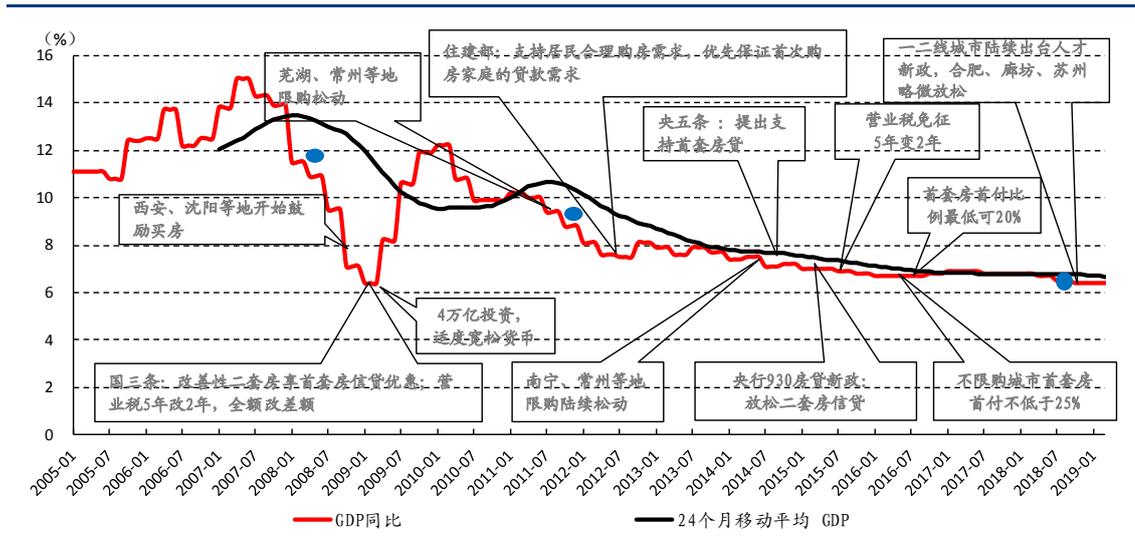
### 3、宏观指标: GDP 未回升至 24 月移动平均，地产对上下游稳定更重要，稳经济诉求制约后续政策从紧

在我们去年 11 月发布的房地产策略报告《19 年地产策略：寒夜将尽，曙光在前》里曾提出，GDP 连续 2 个季度低于其 24 个月移动平均值是政策转向的一个领先信号，过去三轮小周期中，GDP 同比增速分别于 2008 年 6 月、2011 年 8 月、2014 年 3 月低于其 24 个月移动平均值，而相应的政策放松分别在 2008 年 9 月（地方放松）、10 月（中央放松）、2012 年 2 月（地方放松）、6 月（中央放松）、2014 年 4 月（地方放松）、9 月（中央放松），分别滞后于 GDP 连续 2 个季度低于其 24 个月移动平均值的时间约 4 个月、6 个月、2 个月。本轮周期中，18 年 2 季

度、3 季度 GDP 增速分别为 6.7%、6.5%，连续两个季度低于其 24 个月移动平均值 6.8%，因此我们判断 18 年 4 季度是政策转向的时间点。

18 年 4 季度、19 年 1 季度，我国 GDP 同比增速分别为 6.4%、6.4%，仍低于目前 24 个月移动平均值 6.7%。目前来看，房地产投资韧性仍然较强，而 GDP 已先行走弱，主要源于本轮小周期延长，房地产与上下游行业之间错位，商品房指标与上下游行业指标先后顺序发生逆转，呈现出上下游行业的销量指标先行走差，地产投资仍较强的现象。

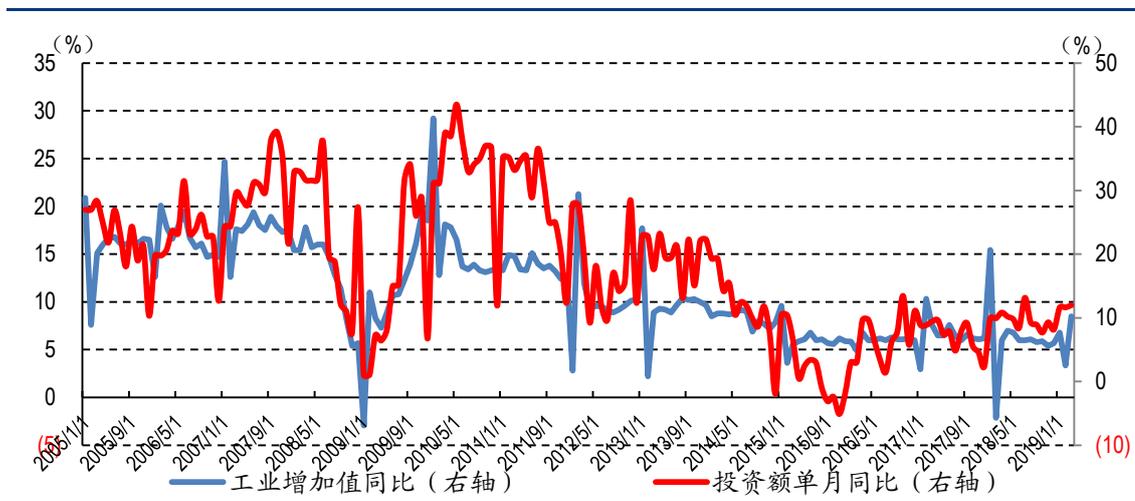
**图表 125、GDP 连续 2Q 低于 24M 移动平均值或为政策放松领先信号**



资料来源: Wind, 统计局, 华创证券

注: 2011 年 2 月开始, GDP 连续低于 GDP 24 个月移动平均后, 一直持续到 2016 年 12 月, 但于 2013 年 9 月, GDP 已回升至 24 个月移动平均水平, 因此我们将其视为分界点并继续寻找下一轮 GDP 信号出现时点。

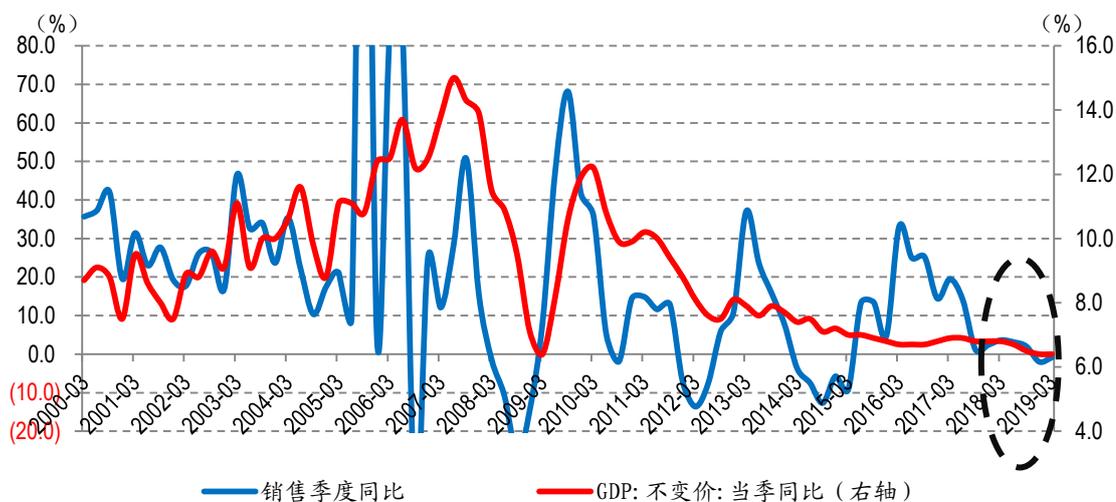
**图表 126、工业增加值同比增速&房地产投资同比增速**



资料来源: Wind, 统计局, 华创证券

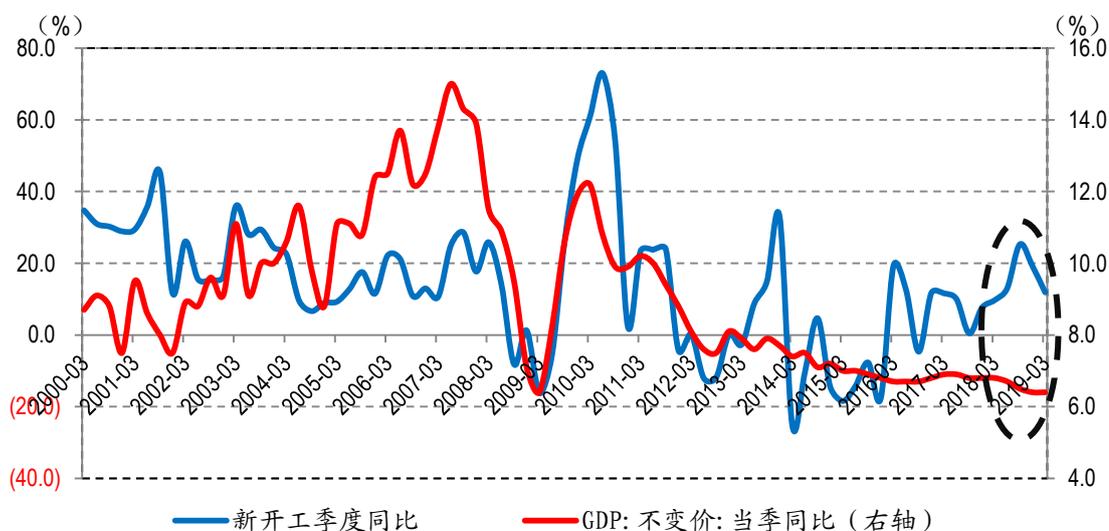
过去几轮小周期中，房屋新开工同比增速、房地产投资额同比增速均与 GDP 同比增速有较强相关性，且较为同步。2017 年至今，房屋新开工增速、房地产投资额增速提升明显，但 GDP 增速却逐步放缓，源于本轮小周期延长背景下，房地产与上下游行业之间错位。一方面，源于一手房销售中现房销售占比的下降以及二手房的走弱，且投资性需求持续释放，导致家具、家电等下游行业提前走弱，但近期二手房市场也开始回暖，这一因素有所弱化；另一方面，截至 2019 年 3 月，房地产投资同比增长 11.8%，投资韧性仍较强，主要源于土地购置费高位，估算土地购置费同比仍维持在 30-40% 高位，从而一定程度上影响基建投资，因而两方面综合影响导致对 GDP 的拉动作用弱化。

图表 127、商品房销量季度同比&GDP 当季同比



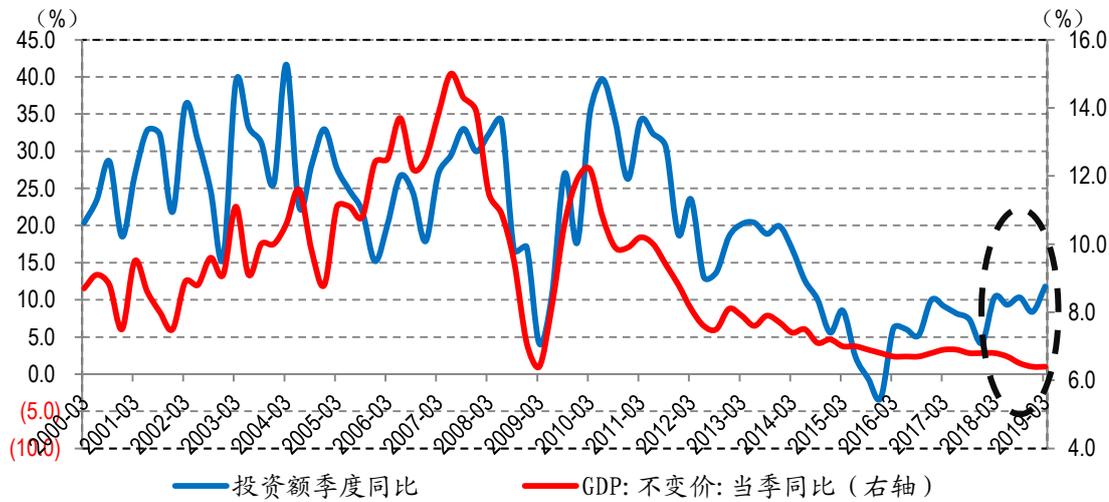
资料来源: Wind, 华创证券

图表 128、商品房新开工季度同比&GDP 当季同比



资料来源: Wind, 华创证券

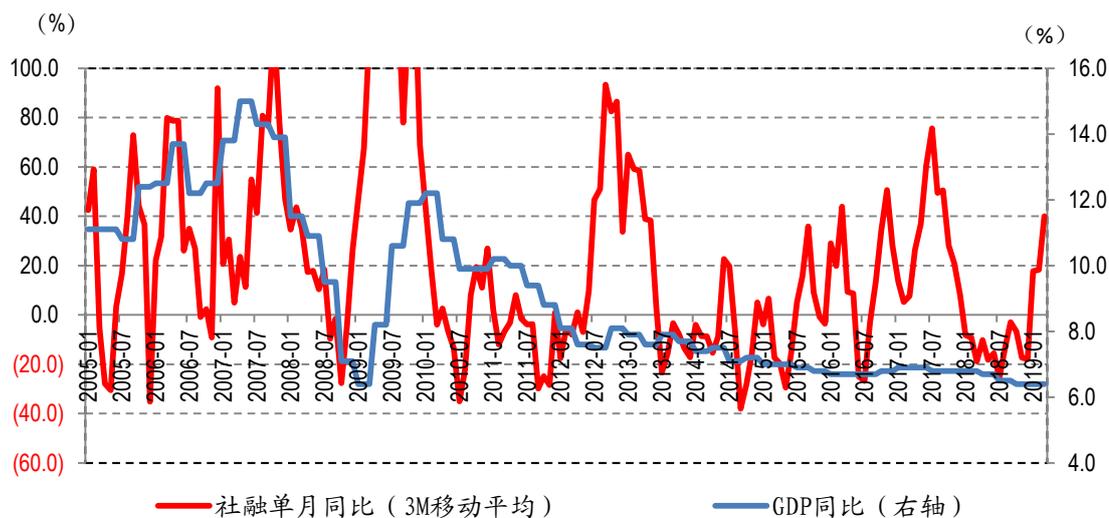
图表 129、房地产投资额季度同比&GDP 当季同比



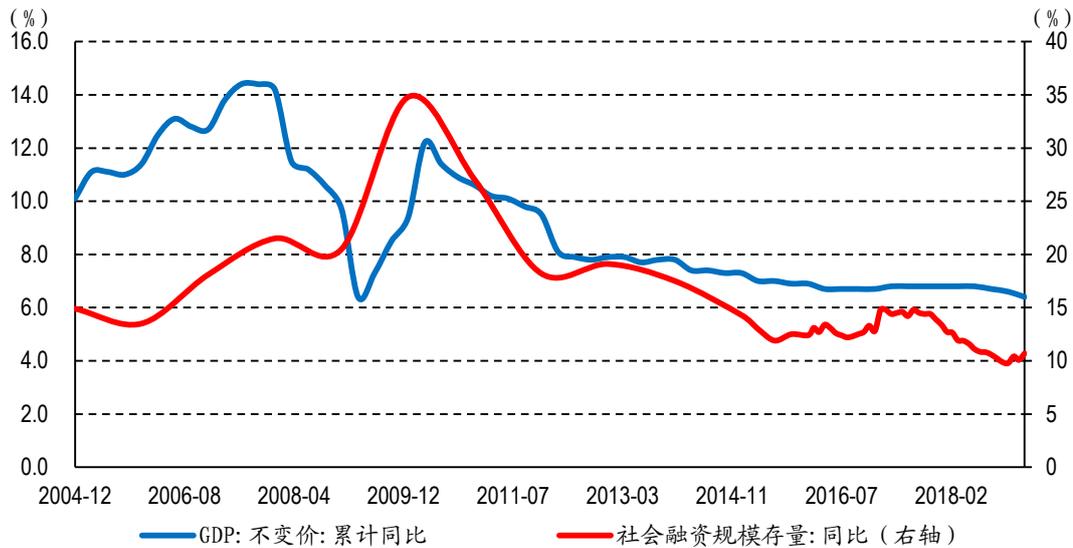
资料来源: Wind, 华创证券

3 月新增社融 2.86 万亿元，同比多增 1.29 万亿元，贡献主要来自对实体发放贷款、表外非标融资以及地方政府专项债；3 月新增人民币贷款 1.96 亿元，同比多增 0.82 万亿元；3 月 M2 同比增长 8.6%，增速环比提升 0.6pct，同比提升 0.4pct。社融增速逐步企稳，货币政策松紧适度。另一方面，社融对于经济传导的显著程度较以往有所弱化，并考虑到春节错位、财政发力前倾、房地产投资韧性较强等因素对于上半年经济的支撑作用，下半年经济压力仍然存在，而本轮周期地产对于稳定上下游较以往更为重要，因而预计目前时点宏观政策收紧的可能性不大，预计仍以稳经济为主基调，这也意味着房地产政策或也以稳为主。

图表 130、社融单月同比 3M 移动平均&GDP 同比



资料来源: Wind, 华创证券

**图表 131、社融规模存量同比&GDP 累计同比**


资料来源: Wind, 华创证券

#### 4、周期复盘小结：利率下行筑底销量、稳经济制约政策收紧、估值处历史中下沿

总体而言，10 年期国债收益率和板块 PE TTM 呈现强负相关，中间核心变量在于销量。10 年期国债收益率领先 7M 与全国销售面积单月同比强负相关，目前有所钝化，19Q1 10 年期国债收益率较 18 年初下行 80bp；2011-2012 年、2014-2016 年分别下行 73bp、188bp，对应按揭利率分别下行 120bp、220bp，目前按揭利率 5.75%，潜在下行空间超 120bp，考虑到本轮周期中低库存、略高杠杆等制约因素，预计 19 年按揭下行空间约 50-120bp，预计拉动销量 2.5%。目前销量已处于筑底阶段，稳经济诉求下，调控政策收紧较难，后续销量预计韧性更强，而销量与估值呈强相关，18 年 12 月板块 PE TTM 触底 8.8 倍、目前稳步回升至 11.5 倍，处于合理区间中下沿、仍有 40% 提升空间。过往三轮小周期股价上行持续时间平均 15 个月，以 18 年 10 月为股价底，目前预计仍有 9 个月的上行时间，并考虑到本轮周期延长，波动缩窄，销量上行持续时间较以往可能更长，对应股价上涨周期也有望延长。

#### 五、投资建议：回归本源，拾级而上，维持行业推荐评级

2018 年房地产板块源于政策而跌，而 2019 年板块也源于政策而起；而在政策波动起伏的一年多内，房地产基本面却展现出了较强的韧性。随着房地产市场的快速回暖，政府调控将倾向于“一城一策+高频微调”，大幅放松难以预期，但复苏初期大幅从紧也相对较难。从政策博弈来看，市场对于房地产板块又再次出现了较大分歧。透析政策博弈逻辑，房地产估值核心变量是销量，而政策（包括利率）只是间接变量，过往由于政策显著影响到销量，因而市场简化为估值直接挂钩政策。但在政策环境总体波动淡化+低库存下供给因素决定性强于需求因素背景中，估值与需求端政策相关性或将减弱，其核心变量将回归到销量。而我们判断，在低库存背景下，一二线已处三底叠加和三四线在四大因素缓冲下需求呈现韧性，同时国债收益率对按揭利率传导关系滞后修复推动销量继续改善，预计 19 年全国销量同比或将好于年初-5% 预期。从政策博弈角度来讲，2019H1 略类似于 2012 年的 Beta 逻辑；但从基本面角度来讲，2019H2 或更类似于 2017 年的 Alpha 逻辑，或将回归本源，拾级而上。我们维持行业“总量偏弱、结构改善”的判断，目前主流房企 19PE 估值仅 4-9 倍，NAV 折价 20-60%，我们维持行业推荐评级，维持推荐：1）一二线龙头（受益一二线改善）：保利地产、万科、融创中国、金地集团、招商蛇口、绿地控股；2）二线蓝筹（受益资金面改善）：新城控股、中南建设、阳光城、旭辉控股、荣盛发展、华夏幸福、蓝光发展；3）国企改革概念：首开股份等。

六、风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧，行业资金改善不及预期。

## 房地产组团队介绍

### 组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名。

### 研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

### 研究员：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

### 助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500