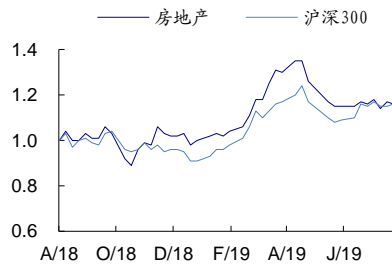


一年该行业与沪深300走势比较

相关研究报告:

《房地产行业专题：优势地产股的择时逻辑》
——2018-07-30

《方法论专题研究：地产A股小周期理论框架的梳理及实证应用（更新）》——2016-12-12
《方法论专题研究：地产A股小周期理论框架的梳理及实证应用》——2016-06-12

《房地产行业最新策略观点及方法论：后市机会来自于超跌反弹或补涨（PPT）》
——2012-08-28

证券分析师：区瑞明

电话：0755-82130678

E-MAIL: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

行业专题

A股地产板块的择时框架研究

● 2008年以来，A股地产板块出现过若干次较大波动

自2008年来，申万房地产指数与优势地产A股出现过若干次跌幅较大的时期，比如2008上半年、2009下半年至2010上半年、2013年、2016上半年、2018上半年等；也出现过若干次涨幅较大的时期，比如2009上半年、2012年、2014年等。从过去12年的历史看，优势地产A股的基本面虽然持续向上，但股价整体表现波动极大，在这12年当中，一些龙头品种的股价数次创下阶段性高点后又腰斩，有时候甚至跌得更深。

● 找出导致A股地产板块大幅波动的关键扰动因素

复盘过去十二年板块走势，可以看到导致A股地产板块大幅波动的扰动因素似乎有很多，宏观经济大势、货币政策走向、行业调控的松紧……，似乎都对A地产板块的走势产生了较大的影响。我们尝试尽可能详细地梳理近十年来的A股地产板块每一波较大的上涨和下跌行情以及当时的宏观形势、行业形势、发生的事件，力求找出导致A股地产板块大幅波动的关键扰动因素。

● 政策预期是构建《A股地产板块择时框架》的关键指标

通过上述梳理，我们认为：从相对收益来看，投资者对行业调控政策的预期是构建《A股地产板块择时框架》的关键指标。预期政策持续友好阶段，A股地产板块大概率能跑赢大多数行业，预期政策持续收紧，A股地产板块大概率难有较好的表现。对政策的预期，由行业及宏观基本面决定，并受官方舆论引导，行业基本面越差，对政策预期改善越有利。

● 《择时框架》的核心要点

中国房地产业的本质是国家“调节周期”和“平衡利益”的工具，当行业降温、经济增长面临较大压力时，政府大概率会刺激、扶持房地产，当房价显著上涨、购房需求过热、房地产投资累计同比增速居于高位时，政府大概率会从防范风险的角度、兼顾其他行业的利益，出手抑制房地产过热，阶段性打压。故中国房地产业的核心理驱动变量是“制度红利”和“资源红利”，从而决定了“政策预期”是自上而下择时A股地产板块的关键催化剂。

● 实证应用

本《择时框架》孕育于2008年，成型于2012年，自2012年至今，框架的有效性基本上获得了验证。根据本框架，我们预计2019年下半年A股地产板块整体走势不会有特别大的波动，在政策预期偏紧及官方舆论偏严的阶段，A股地产板块较难有大的上涨行情，但一些符合“低估值+双增长（已披露的合同销售额及归母净利润预测值双双显著增长）”的品种，其股价表现或会稍好一些。

● 风险

上述框架的核心假设在于——商品住宅开发仍是中国的支柱产业。若中短期崛起一个市场容量与商品住宅开发一样巨大、且能替代商品住宅开发对中国宏观经济拉动作用的行业，则上述研究框架失效，相应地，根据该框架所做的策略建议亦失效。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

投资摘要

关键结论与投资建议

至少从过去 12 年的历史看，A 股板块的优势地产股的基本面虽然持续向上，但股价整体表现波动极大，在这 12 年当中，一些龙头品种的股价数次创下阶段性高点后又腰斩，有时候甚至跌得更深。优势地产 A 股的上述走势，说明了自上而下“择时”也很重要。

核心假设或逻辑

A 股地产板块的业务模式趋同，因此行情一致性比较强，涨时同涨、跌时同跌，差异主要在涨跌幅。我们自上而下择时、预判 A 股地产板块整体行情趋势，所采用的研究框架是孕育于 2008 年底、成型于 2012 年的《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，该框架核心要点：

- 一、中国房地产业市场容量巨大，是毋庸置疑的支柱产业，其根本制度是“土地公有制”；
- 二、正因其支柱地位，且土地公有，中国房地产就有条件、亦必然成为国家“调节周期”和“平衡利益”的工具，这是中国房地产业的本质。所谓“调节周期”是指“当行业降温、经济增长面临较大压力时，政府大概率会刺激、扶持房地产”；所谓“平衡利益”是指“当房价显著上涨、购房需求过热、房地产投资累计同比增速居于高位时，政府大概率会从防范风险的角度、兼顾其他行业的利益，出手抑制房地产过热，阶段性打压”；
- 三、上述一、二点决定了中国房地产业的核心驱动变量是“制度红利”（行业政策）和“资源红利”（房企拿地成本）；

上述一、二、三点决定了“政策预期”是自上而下择时 A 股地产板块的关键催化剂。

与市场预期不同之处

市场对房地产行业的预期意见不一，或乐观、或悲观——乐观的一方认为应给予地产龙头企业、高速成长的二线龙头企业较高估值溢价，而悲观的一方认为房地产行业大周期已见顶，属于夕阳产业，没有什么配置价值。

我们认为，A 股地产板块的业务模式趋同，因此行情一致性比较强，涨时同涨、跌时同跌，差异主要在涨跌幅，除了选股能力之外，“自上而下择时”对于投资者也很重要，而“政策预期”是“自上而下择时”的关键催化剂。

股价变化的催化因素

房地产政策放松预期的兑现。

核心假设或逻辑的主要风险

上述框架的核心假设在于——商品住宅开发仍是中国的支柱产业。若中短期崛起一个市场容量与商品住宅开发一样巨大、且能替代商品住宅开发对中国宏观经济拉动作用的行业，则上述研究框架失效，相应地，根据该框架所做的策略建议亦失效。

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 2008 年以来，A 股地产板块出现过若干次较大波动 | 7 |
| 地产股价走势波动极大 | 7 |
| 复盘板块及个股下跌行情 | 7 |
| 复盘板块及个股上涨行情 | 13 |
| 找出导致 A 股地产板块大幅波动的关键扰动因素 | 19 |
| 梳理导致 A 股地产板块在 07 年 4 季度-08 年 4 季度大跌的扰动因素 | 19 |
| 梳理导致 A 股地产板块在 08 年 4 季度至 09 年 7 月大涨的扰动因素 | 21 |
| 梳理导致 A 股地产板块在 09 年 7 月至 10 年 6 月大跌的扰动因素 | 23 |
| 梳理导致 A 股地产板块在 2012 年大涨的扰动因素 | 25 |
| 梳理导致 A 股地产板块在 13 年 1 月至 14 年 2 月大跌的扰动因素 | 26 |
| 梳理导致 A 股地产板块在 14 年 3 月至 15 年 6 月大涨的扰动因素 | 27 |
| 梳理导致 A 股地产板块在 2015 年 4 季度大涨的扰动因素 | 28 |
| 梳理导致 A 股地产板块在 2016 年上半年大跌的扰动因素 | 28 |
| 梳理导致 A 股地产板块在 2018 年 1 月大涨的扰动因素 | 30 |
| 梳理导致 A 股地产板块在 18 年 1 月下旬至 18 年 10 月大跌的扰动因素 | 31 |
| 梳理导致 A 股地产板块在 18 年 10 月至 19 年 4 月大涨的扰动因素 | 32 |
| 梳理导致 2019 年 4 月至今 A 股地产板块大跌的扰动因素 | 36 |
| 政策预判是构建《A 股地产板块择时框架》的关键指标 | 38 |
| 《择时框架》的核心要点 | 39 |
| 行业越繁荣，优势地产股越“烦恼” | 41 |
| 销售额累计同比增速转负，地产股的逻辑重回“调节周期”，股价走势演化为大级别行情 | 43 |
| 实证应用 | 44 |
| 风险 | 47 |
| 国信证券投资评级 | 48 |
| 分析师承诺 | 48 |
| 风险提示 | 48 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 48 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: SW 房地产指数 07 年四季度至 08 年四季度跌幅较大 | 8 |
| 图 2: 万科 A07 年四季度至 08 年四季度股价跌幅较大 | 8 |
| 图 3: 保利地产 07 年四季度至 08 年四季度股价跌幅较大 | 8 |
| 图 4: 金地集团 07 年四季度至 08 年四季度股价跌幅较大 | 8 |
| 图 5: 招商地产 07 年四季度至 08 年四季度股价跌幅较大 | 8 |
| 图 6: 荣盛发展 07 年四季度至 08 年四季度股价跌幅较大 | 8 |
| 图 7: SW 房地产指数 09 年 7 月至 10 年 6 月跌幅较大 | 9 |
| 图 8: 万科 A 09 年 7 月至 10 年 6 月股价跌幅较大 | 9 |
| 图 9: 保利地产 09 年 7 月至 10 年 6 月股价跌幅较大 | 9 |
| 图 10: 金地集团 09 年 7 月至 10 年 6 月股价跌幅较大 | 9 |
| 图 11: 招商地产 09 年 7 月至 10 年 6 月股价跌幅较大 | 9 |
| 图 12: 华侨城 A09 年 7 月至 10 年 6 月股价跌幅较大 | 9 |
| 图 13: SW 房地产指数 2013 年至 2014 年 2 月跌幅较大 | 10 |
| 图 14: 万科 A 2013 年至 2014 年 2 月股价跌幅较大 | 10 |
| 图 15: 保利地产 2013 年至 2014 年 2 月股价跌幅较大 | 10 |
| 图 16: 华侨城 A 2013 年至 2014 年 2 月股价跌幅较大 | 10 |
| 图 17: 招商地产 2013 年至 2014 年 2 月股价跌幅较大 | 10 |
| 图 18: 荣盛发展 2013 年至 2014 年 2 月股价跌幅较大 | 10 |
| 图 19: SW 房地产指数 2016 上半年跌幅较大 | 11 |
| 图 20: 新城控股 2016 上半年股价跌幅较大 | 11 |
| 图 21: 金地集团 2016 上半年股价跌幅较大 | 11 |
| 图 22: 招商蛇口 2016 上半年股价跌幅较大 | 11 |
| 图 23: 荣盛发展 2016 上半年股价跌幅较大 | 11 |
| 图 24: 阳光城 2016 上半年股价跌幅较大 | 11 |
| 图 25: SW 房地产指数 2018 上半年跌幅较大 | 12 |
| 图 26: 万科 A2018 上半年股价跌幅较大 | 12 |
| 图 27: 保利地产 2018 上半年股价跌幅较大 | 12 |
| 图 28: 金地集团 2018 上半年股价跌幅较大 | 12 |
| 图 29: 阳光城 2018 上半年股价跌幅较大 | 12 |
| 图 30: 华夏幸福 2018 上半年股价跌幅较大 | 12 |
| 图 31: SW 房地产指数 2019 年 4 月上旬至今显著下跌 | 13 |
| 图 32: 新城控股 2019 年 4 月上旬至今股价显著下跌 | 13 |
| 图 33: 荣盛发展 2019 年 4 月上旬至今股价显著下跌 | 13 |
| 图 34: 阳光城 2019 年 4 月上旬至今股价显著下跌 | 13 |
| 图 35: SW 房地产指数 08 年四季度至 09 年 7 月涨幅较大 | 13 |
| 图 36: 万科 A08 年四季度至 09 年 7 月股价涨幅较大 | 13 |
| 图 37: 保利地产 08 年四季度至 09 年 7 月股价涨幅较大 | 14 |
| 图 38: 金地集团 08 年四季度至 09 年 7 月股价涨幅较大 | 14 |
| 图 39: 招商地产 08 年四季度至 09 年 7 月股价涨幅较大 | 14 |
| 图 40: 荣盛发展 08 年四季度至 09 年 7 月股价涨幅较大 | 14 |
| 图 41: SW 房地产指数 2012 年涨幅较大 | 15 |
| 图 42: 保利地产 2012 年股价涨幅较大 | 15 |
| 图 43: 招商地产 2012 年股价涨幅较大 | 15 |
| 图 44: 荣盛发展 2012 年股价涨幅较大 | 15 |
| 图 45: 阳光城 2012 年股价涨幅较大 | 15 |
| 图 46: 华夏幸福 2012 年股价涨幅较大 | 15 |
| 图 47: SW 房地产指数 2014 年至 2015 年 6 月涨幅较大 | 16 |
| 图 48: 万科 A2014 年至 2015 年 6 月股价涨幅较大 | 16 |
| 图 49: 保利地产 2014 年至 2015 年 6 月股价涨幅较大 | 16 |
| 图 50: 金地集团 2014 年至 2015 年 6 月股价涨幅较大 | 16 |
| 图 51: 华侨城 A2014 年至 2015 年 6 月股价涨幅较大 | 16 |
| 图 52: 华夏幸福 2014 年至 2015 年 6 月股价涨幅较大 | 16 |
| 图 53: SW 房地产指数 2015 年四季度涨幅较大 | 17 |
| 图 54: 万科 A2015 年四季度涨幅较大 | 17 |
| 图 55: 保利地产 2015 年四季度涨幅较大 | 17 |
| 图 56: 阳光城 2015 年四季度涨幅较大 | 17 |

| | |
|---|----|
| 图 57: SW 房地产指数 2018 年 1 月涨幅较大..... | 17 |
| 图 58: 万科 A2018 年 1 月涨幅较大..... | 17 |
| 图 59: 保利地产 2018 年 1 月涨幅较大..... | 18 |
| 图 60: 金地集团 2018 年 1 月涨幅较大..... | 18 |
| 图 61: 荣盛发展 2018 年 1 月涨幅较大..... | 18 |
| 图 62: 华夏幸福 2018 年 1 月涨幅较大..... | 18 |
| 图 63: SW 房地产指数 18 年四季度至 19 年 4 月涨幅较大..... | 18 |
| 图 64: 新城控股 18 年四季度至 19 年 4 月涨幅较大..... | 18 |
| 图 65: 金地集团 18 年四季度至 19 年 4 月涨幅较大..... | 19 |
| 图 66: 荣盛发展 18 年四季度至 19 年 4 月涨幅较大..... | 19 |
| 图 67: 阳光城 18 年四季度至 19 年 4 月涨幅较大..... | 19 |
| 图 68: 蓝光发展 18 年四季度至 19 年 4 月涨幅较大..... | 19 |
| 图 69: 2007 年 9 月我国经济预警指数触及偏热预警线..... | 20 |
| 图 70: 2007 年我国 CPI 指数上扬迅速..... | 20 |
| 图 71: 2007 年商品房销售额累计同比增速走高..... | 20 |
| 图 72: 2007 年房地产投资累计同比增速走高..... | 20 |
| 图 73: 2008 年商品房销售额增速同比转负..... | 21 |
| 图 74: 2008 年房地产投资增速大幅回落..... | 21 |
| 图 75: 2008 年新开工面积增速大幅回落..... | 21 |
| 图 76: 2008 年房价下跌..... | 21 |
| 图 77: 2009 年房地产投资同比反弹..... | 23 |
| 图 78: 2009 年新开工同比反弹..... | 23 |
| 图 79: 2009 年商品房销售额同比反弹..... | 23 |
| 图 80: 2009 年商品房销售面积同比反弹..... | 23 |
| 图 81: 2009 年下半年至 2010 年上半年末房地产投资上扬..... | 25 |
| 图 82: 2009 年下半年至 2010 年上半年末房价上涨..... | 25 |
| 图 83: 2013 年商品房销售明显变好..... | 26 |
| 图 84: 2013 年房价上扬迅速..... | 26 |
| 图 85: 2014 年商品房销售额出现负增长..... | 27 |
| 图 86: 2014 年商品房销售面积出现负增长..... | 27 |
| 图 87: 2016 年上半年房价显著上涨..... | 29 |
| 图 88: 2016 年上半年投资增速触顶..... | 29 |
| 图 89: 2016 年上半年新开工增速触顶..... | 29 |
| 图 90: 2016 年上半年销售额增速触顶..... | 29 |
| 图 91: 2016 年上半年销售面积增速触顶..... | 29 |
| 图 92: 2016 年上半年“抢房”报道充斥媒体..... | 30 |
| 图 93: 2017 年全年上证 50、白酒指数涨幅巨大..... | 31 |
| 图 94: 2018 年 1 月地产板块出现补涨行情..... | 31 |
| 图 95: 2018 年 8 月以来重点 40 城成交量逐步下调..... | 33 |
| 图 96: 2018 年三季度重点城市二手房成交量环比..... | 33 |
| 图 97: 2018 年三季度重点 100 城二手房均价环比下跌城市个数..... | 34 |
| 图 98: 2018 年三季度重点城市二手房新增带看量环比..... | 34 |
| 图 99: 2018 年全国经纪人市场预期指数..... | 35 |
| 图 100: 300 城住宅用地流拍情况..... | 35 |
| 图 101: 70 大中城市土地成交情况..... | 35 |
| 图 102: 部分热点城市住宅用地平均溢价率..... | 35 |
| 图 103: 2019 年 4 月以来地产投资保持高位..... | 36 |
| 图 104: 2019 年 4 月以来地产新开工走势较强..... | 36 |
| 图 105: 2019 年 4 月固定资产投资完成额累计同比增速回落..... | 36 |
| 图 106: 2019 年 4 月私营工业企业利润总额累计同比回落..... | 36 |
| 图 107: 2019 年汽车数据走弱..... | 37 |
| 图 108: 2019 年零售数据走弱..... | 37 |
| 图 109: 区瑞明地产 A 股小周期理论框架..... | 40 |
| 图 110: 中国房地产行业的本质特征——国家调节周期、平衡利益的工具..... | 40 |
| 图 111: 地产股 09 年下半年至 10 上半年繁荣期跑输大盘..... | 41 |
| 图 112: 地产股 13 年繁荣期超额收益大幅下降并跑输大盘..... | 41 |
| 图 113: 2016 年上半年优势地产股走势疲弱..... | 41 |
| 图 114: 2016 年申万房地产指数全年涨幅在 28 个行业中排倒数第六..... | 42 |
| 图 115: 2016 年上半年重点房企股价跌幅惨重..... | 42 |
| 图 116: 2018 年上半年地产股跌幅尤为惨烈..... | 43 |

| | |
|--|----|
| 图 117: 地产股 08 年底至 09 年上半年的复苏期跑赢大盘 | 43 |
| 图 118: 地产股 2012 复苏期显著跑赢大盘 | 43 |
| 图 119: 地产股 2014 年复苏期的大级别行情 | 44 |
| 图 120: 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》2017 年至 2018 年初的实证应用 | 44 |
| 图 121: 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》2018 年 2-7 月的实证应用 | 45 |
| 图 122: 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》2018 年 8 月起底部翻多的实证应用 | 45 |
| 图 123: 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》2019 年 4 月起开始偏谨慎的实证应用 | 46 |
| | |
| 表 1: 近 12 年部分优势地产股股价、销售规模、净利润涨幅 | 7 |
| 表 2: 近 12 年优势地产股走势回顾 | 7 |
| 表 3: 2008 年 1-8 月房地产调控政策一览 | 21 |
| 表 4: 2008 年四季度进入降息周期 | 22 |
| 表 5: 2008 年四季度进入降准周期 | 22 |
| 表 6: 2008 年下半年地方掀起“救市潮” | 22 |
| 表 7: 2009 年下半年部分城市“收紧”二套房贷 | 24 |
| 表 8: 2010 年 4 月之后调控密集展开 | 24 |
| 表 9: 2011 年底多城市楼市政策放松 | 25 |
| 表 10: 2012 年上半年各地放松房地产调控一览 | 25 |
| 表 11: 2014 年 3-4 月部分政策一览 | 27 |
| 表 12: 2018 年 2 月房企融资收紧 | 31 |
| 表 13: 2018 年多地银行上调房贷利率 | 31 |
| 表 14: 2018 年加强银信业务整治管理 | 32 |
| 表 15: 2018 年 6 月部分抢房报道 | 32 |
| 表 16: 2016 年 2-3 月房地产行业利好连连 | 42 |
| 表 17: 2019 年 Wind 一致预期归母净利润增速大于 20% 的重点公司一览 (按 2019E 增速排序) | 46 |
| 表 18: 重点公司未来两年 Wind 一致预期动态 PE 一览 | 47 |

2008 年以来，A 股地产板块出现过若干次较大波动

地产股价走势波动极大

自 2007 至 2018 这 12 年间，优势地产企业销售额、归母净利润均取得了不俗的增长。比如：保利地产销售额年化增长 33%、归母净利润年化增长 26%，万科 A 销售额年化增长 25%、归母净利润年化增长 19%；金地集团销售额年化增长 29%、归母净利润年化增长 21%；荣盛发展销售额年化增长 42%、归母净利润年化增长 35%；招商地产截至 2014 年销售额年化增长 53%、归母净利润年化增长 20%。而上述列举的 5 家优势房企股价年化涨幅仅有 6%、7%、3%、8%、-7%，大幅跑输公司销售额、归母净利润的年化增长率。

表 1：近 12 年部分优势地产股股价、销售规模、净利润涨幅

| | 2007 年高点 | 2018 年高点 | 年化涨幅 | 2007 年销售额 (亿元) | 2018 年销售额 (亿元) | 年化增长率 | 2007 年净利润 (亿元) | 2018 年净利润 (亿元) | 年化增长率 |
|------|----------|----------|------|----------------|----------------|-------|----------------|----------------|-------|
| 保利地产 | 9.63 | 17.48 | 6% | 170 | 4048 | 33% | 15 | 189 | 26% |
| 万科 A | 19.58 | 40.65 | 7% | 524 | 6070 | 25% | 48 | 338 | 19% |
| 金地集团 | 12.43 | 16.57 | 3% | 97 | 1623 | 29% | 10 | 81 | 21% |
| 荣盛发展 | 5.53 | 12.92 | 8% | 22 | 1016 | 42% | 3 | 76 | 35% |

| | 2007 年高点 | 2014 年高点 | 年化涨幅 | 2007 年销售额 (亿元) | 2014 年销售额 (亿元) | 年化增长率 | 2007 年净利润 (亿元) | 2014 年净利润 (亿元) | 年化增长率 |
|------|----------|----------|------|----------------|----------------|-------|----------------|----------------|-------|
| 招商地产 | 42.33 | 26.13 | -7% | 26 | 510 | 53% | 12 | 43 | 20% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (上述品种仅作列示, 不做推荐)

从过去 12 年的历史看，优势地产 A 股的基本面虽然持续向上，但股价整体表现波动极大，在这 12 年当中，一些龙头品种的股价数次创下阶段性高点后又腰斩，有时候甚至跌得更深。

表 2：近 12 年优势地产股走势回顾

| | 2007 年高点 | 2008 年低点 | 跌幅 | 2009 年高点 | 2010 年低点 | 跌幅 | 2013 年高点 | 2014 年低点 | 跌幅 | 2015 年高点 | 2016 年低点 | 跌幅 | 2018 年高点 | 2018 年至今低点 | 跌幅 |
|------|----------|----------|------|----------|----------|------|----------|----------|------|----------|----------|------|----------|------------|------|
| 保利地产 | 9.63 | 2.13 | -78% | 7.90 | 3.34 | -58% | 7.88 | 3.58 | -55% | 13.14 | 7.25 | -45% | 17.48 | 9.83 | -44% |
| 万科 A | 19.58 | 3.71 | -81% | 11.60 | 5.22 | -55% | 10.33 | 5.34 | -48% | 21.82 | 14.95 | -31% | 40.65 | 19.75 | -51% |
| 金地集团 | 12.43 | 1.54 | -88% | 8.99 | 4.47 | -50% | 6.77 | 4.74 | -30% | 14.26 | 8.37 | -41% | 16.57 | 7.61 | -54% |
| 招商地产 | 42.33 | 6.55 | -85% | 24.55 | 8.86 | -64% | 20.11 | 9.77 | -51% | - | - | - | - | - | - |
| 荣盛发展 | 5.53 | 0.76 | -86% | 4.67 | 2.36 | -49% | 7.07 | 3.31 | -53% | 12.46 | 5.32 | -57% | 12.92 | 6.33 | -51% |
| 新城控股 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 23.07 | 7.97 | -65% | 44.91 | 19.07 | -58% |
| 招商蛇口 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 21.52 | 12.04 | -44% | 25.72 | 15.36 | -40% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (上述品种仅作列示, 不做推荐)

(注: 万科 2015 年停牌, 招商蛇口 2015 年整体上市前为招商地产 000024.SZ)

复盘板块及个股下跌行情

2007 年四季度，地产板块及个股创下新高之后便一路震荡向下，在 2008 年四季度触底，其中：①SW 房地产指数区间跌幅 68.1%，最高点至最低点跌幅 76.8%；②万科 A 区间跌幅 65.6%，最高点至最低点跌幅 81.1%；③保利地产区间跌幅 61.3%，最高点至最低点跌幅 77.9%；④金地集团区间跌幅 75.7%，最高点至最低点跌幅 87.6%；⑤招商地产区间跌幅 75.0%，最高点至最低点跌幅 84.5%；⑥荣盛发展区间跌幅 68.8%，最高点至最低点跌幅 81.0%。

图 1: SW 房地产指数 07 年四季度至 08 年四季度跌幅较大



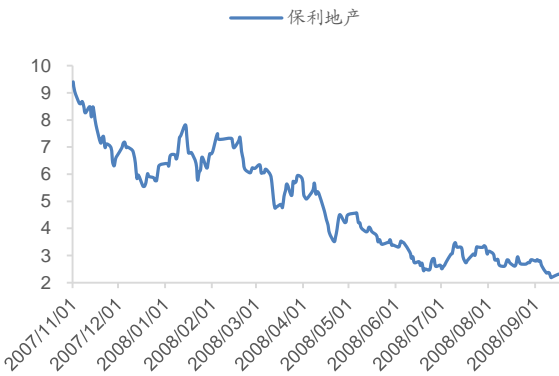
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 2: 万科 A07 年四季度至 08 年四季度股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 3: 保利地产 07 年四季度至 08 年四季度股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 4: 金地集团 07 年四季度至 08 年四季度股价跌幅较大



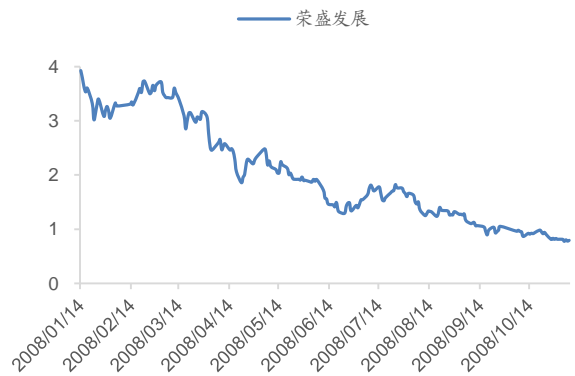
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 5: 招商地产 07 年四季度至 08 年四季度股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 6: 荣盛发展 07 年四季度至 08 年四季度股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

2009 年 7 月, 地产板块及个股创下阶段性高点之后便一路震荡向下, 在 2010 年 6 月触底, 其中: ①SW 房地产指数区间跌幅 36.7%, 最高点至最低点跌幅 46.3%; ②万科 A 区间跌幅 46.3%, 最高点至最低点跌幅 54.3%; ③保利地产区间跌幅 52.0%, 最高点至最低点跌幅 57.8%; ④金地集团区间跌幅 31.7%, 最高点至最低点跌幅 50.3%; ⑤招商地产区间跌幅 53.1%, 最高点至最低点跌幅 63.3%; ⑥华侨城 A 区间跌幅 47.0%, 最高点至最低点跌幅 56.7%。

图 7: SW 房地产指数 09 年 7 月至 10 年 6 月跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 8: 万科 A 09 年 7 月至 10 年 6 月股价跌幅较大



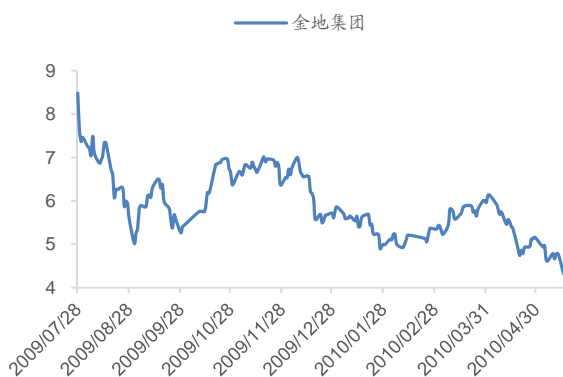
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 9: 保利地产 09 年 7 月至 10 年 6 月股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 10: 金地集团 09 年 7 月至 10 年 6 月股价跌幅较大



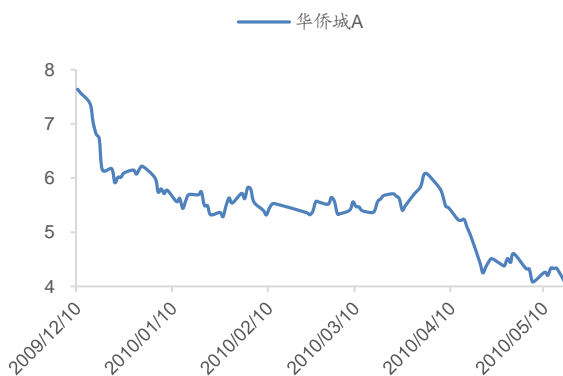
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 11: 招商地产 09 年 7 月至 10 年 6 月股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 12: 华侨城 A 09 年 7 月至 10 年 6 月股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

2013 年至 2014 年 2 月末 SW 房地产指数及优势地产股亦出现了较大的跌幅, 其中: ①SW 房地产指数区间跌幅 18.5%, 最高点至最低点跌幅 28.0%; ②万科 A 区间跌幅 32.5%, 最高点至最低点跌幅 48.3%; ③保利地产区间跌幅 49.4%, 最高点至最低点跌幅 53.9%; ④华侨城 A 区间跌幅 38.9%, 最高点至最低点跌幅 43.1%; ⑤招商地产区间跌幅 46.5%, 最高点至最低点跌幅 50.5%; ⑥荣盛发展区间跌幅 37.5%, 最高点至最低点跌幅 53.2%。

图 13: SW 房地产指数 2013 年至 2014 年 2 月跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 14: 万科 A 2013 年至 2014 年 2 月股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 15: 保利地产 2013 年至 2014 年 2 月股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 16: 华侨城 A 2013 年至 2014 年 2 月股价跌幅较大



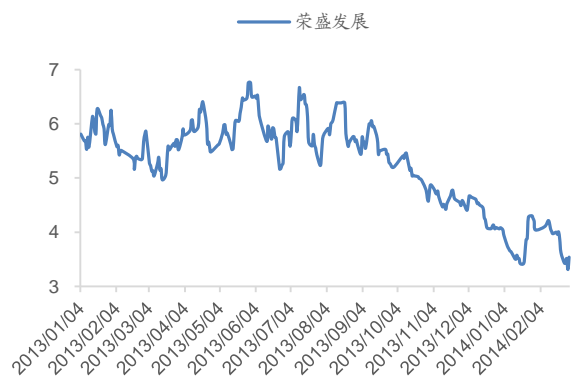
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 17: 招商地产 2013 年至 2014 年 2 月股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

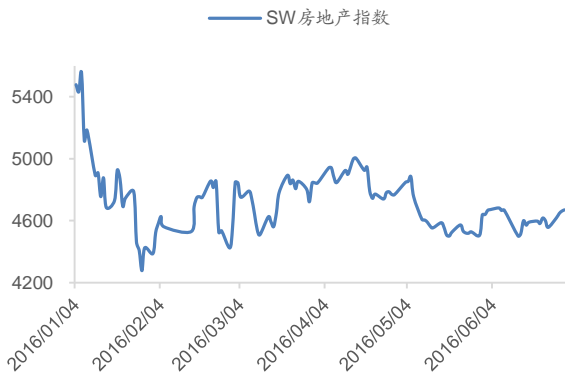
图 18: 荣盛发展 2013 年至 2014 年 2 月股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

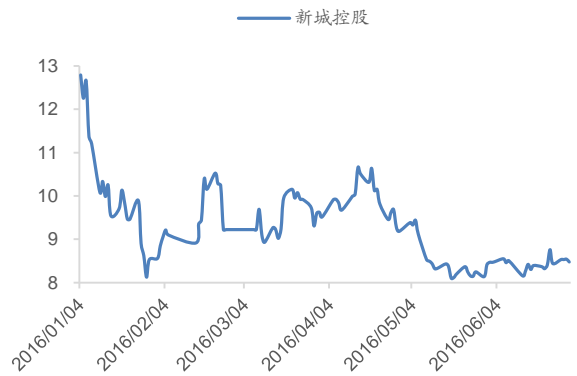
2016 年上半年 SW 房地产指数及优势地产股亦出现了较大跌幅, 其中: ①SW 房地产指数区间跌幅 21.1%, 最高点至最低点跌幅 28.5%; ②新城控股区间跌幅 40.3%, 最高点至最低点跌幅 43.5%; ③金地集团区间跌幅 24.9%, 最高点至最低点跌幅 39.1%; ④招商蛇口区间跌幅 30.4%, 最高点至最低点跌幅 36.8%; ⑤荣盛发展区间跌幅 26.9%, 最高点至最低点跌幅 33.5%; ⑥阳光城区间跌幅 33.7%, 最高点至最低点跌幅 36.5%。

图 19: SW 房地产指数 2016 上半年跌幅较大



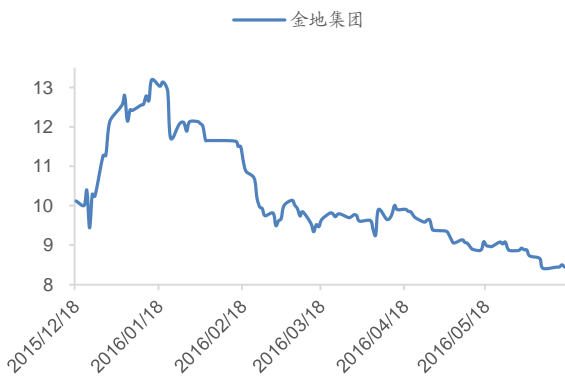
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 20: 新城控股 2016 上半年股价跌幅较大



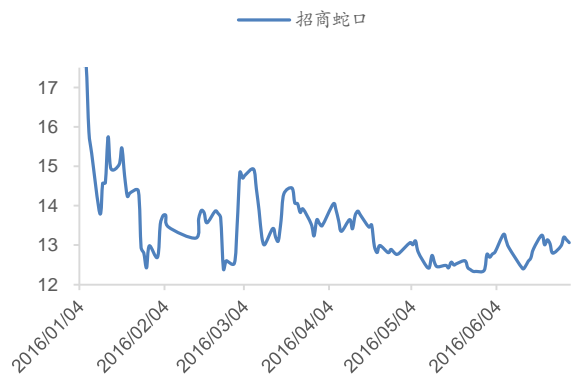
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 21: 金地集团 2016 上半年股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 22: 招商蛇口 2016 上半年股价跌幅较大



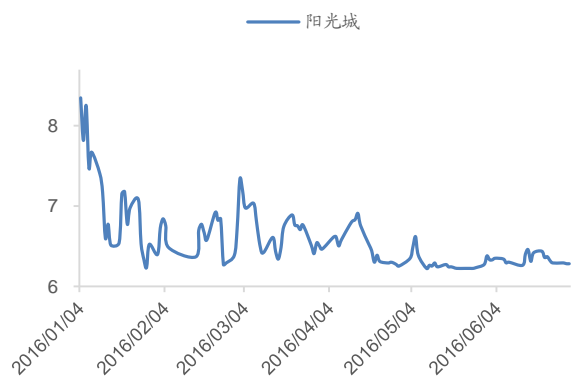
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 23: 荣盛发展 2016 上半年股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 24: 阳光城 2016 上半年股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

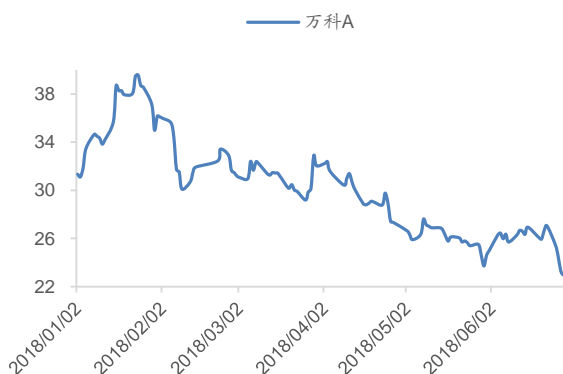
2018 年 1 月下旬, 地产板块及个股创下阶段性高点, 之后便一路震荡向下, 在 2018 年 10 月触底, 其中: ①SW 房地产指数区间跌幅 18.9%, 最高点至最低点跌幅 33.6%; ②万科 A 区间跌幅 20.8%, 最高点至最低点跌幅 44.4%; ③保利地产区间跌幅 11.2%, 最高点至最低点跌幅 36.4%; ④金地集团区间跌幅 19.3%, 最高点至最低点跌幅 45.2%; ⑤阳光城区间跌幅 24.1%, 最高点至最低点跌幅 48.4%; ⑥华夏幸福区间跌幅 15.4%, 最高点至最低点跌幅 45.2%。

图 25: SW 房地产指数 2018 上半年跌幅较大



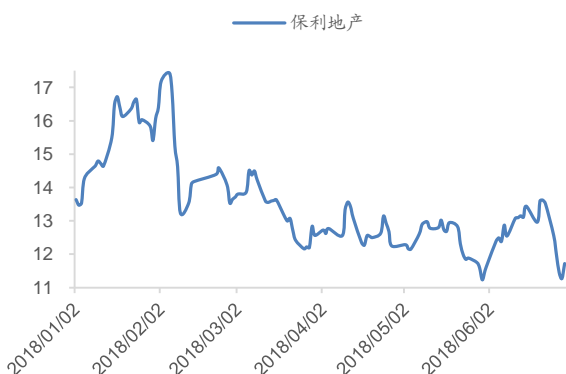
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 26: 万科 A2018 上半年股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 27: 保利地产 2018 上半年股价跌幅较大



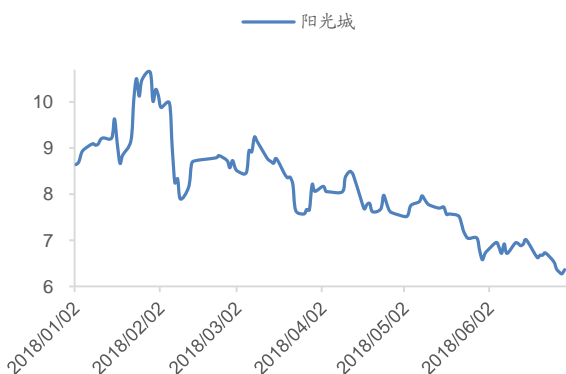
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 28: 金地集团 2018 上半年股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 29: 阳光城 2018 上半年股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

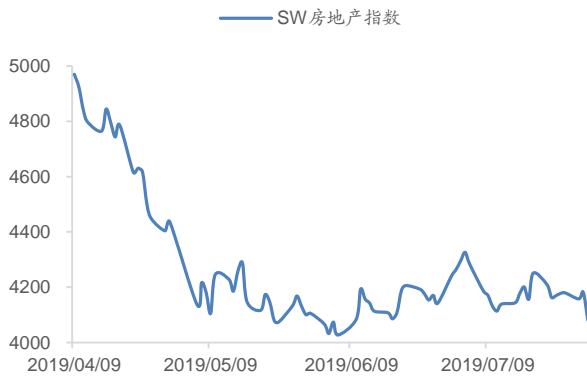
图 30: 华夏幸福 2018 上半年股价跌幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

2019 年 4 月上旬, 地产板块及个股创下阶段性高点之后便一路震荡向下, 截至 8 月 1 日收盘: ①SW 房地产指数区间跌幅 17.0%, 最高点至最低点跌幅 19.3%; ②新城控股区间跌幅 37.4%, 最高点至最低点跌幅 43.0%; ③荣盛发展区间跌幅 24.0%, 最高点至最低点跌幅 28.6%; ④阳光城区间跌幅 18.4%, 最高点至最低点跌幅 31.9%。

图 31: SW 房地产指数 2019 年 4 月上旬至今显著下跌



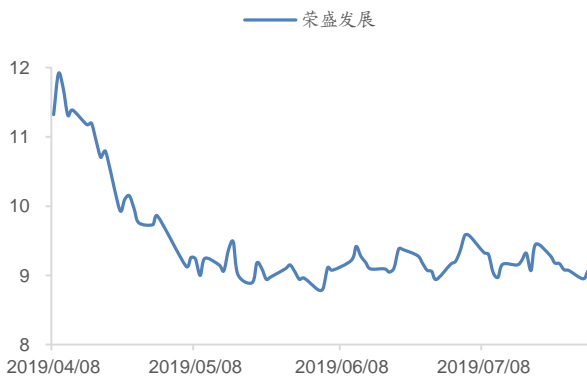
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 32: 新城控股 2019 年 4 月上旬至今股价显著下跌



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 33: 荣盛发展 2019 年 4 月上旬至今股价显著下跌



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 34: 阳光城 2019 年 4 月上旬至今股价显著下跌



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

复盘板块及个股上涨行情

2008 年四季度地产板块及个股触底之后便一路向上, 在 2009 年 7 月末触顶, 其中: ①SW 房地产指数区间涨幅 177.7%, 最低点至最高点涨幅 224.6%; ②万科 A 区间涨幅 128.3%, 最低点至最高点涨幅 178.0%; ③保利地产区间涨幅 152.6%, 最低点至最高点涨幅 233.8%; ④金地集团区间涨幅 307.9%, 最低点至最高点涨幅 482.3%; ⑤招商地产区间涨幅 155.2%, 最低点至最高点涨幅 242.9%; ⑥荣盛发展区间涨幅 284.2%, 最低点至最高点涨幅 370.3%。

图 35: SW 房地产指数 08 年四季度至 09 年 7 月涨幅较大



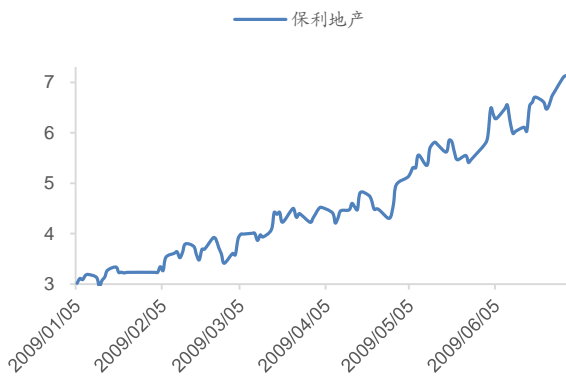
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 36: 万科 A 08 年四季度至 09 年 7 月股价涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 37: 保利地产 08 年四季度至 09 年 7 月股价涨幅较大



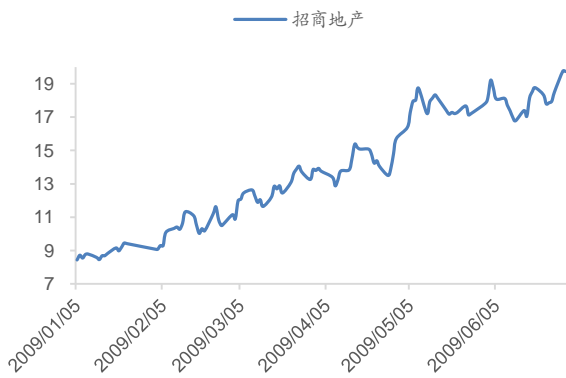
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 38: 金地集团 08 年四季度至 09 年 7 月股价涨幅较大



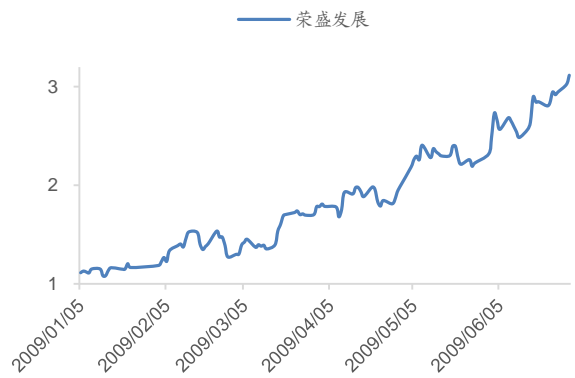
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 39: 招商地产 08 年四季度至 09 年 7 月股价涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

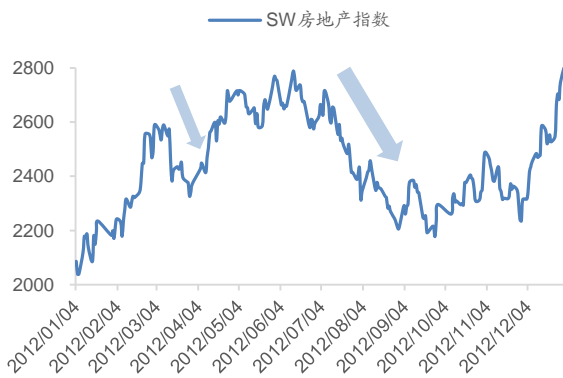
图 40: 荣盛发展 08 年四季度至 09 年 7 月股价涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

2012 年全年 SW 房地产指数及优势地产股亦出现了较大涨幅, 其中: ①SW 房地产指数区间涨幅 31.7%, 最低点至最高点涨幅 41.3%; ②保利地产区间涨幅 65.6%, 最低点至最高点涨幅 75.0%; ③招商地产区间涨幅 67.4%, 最低点至最高点涨幅 76.5%; ④荣盛发展区间涨幅 60.1%, 最低点至最高点涨幅 91.5%; ⑤阳光城区间涨幅 144.6%, 最低点至最高点涨幅 178.3%; ⑥华夏幸福区间涨幅 165.9%, 最低点至最高点涨幅 166.8%。但值得注意的是: 申万房地产指数在 3 月出现了连续四根周阴线, 6-8 月出现了超 20% 的跌幅。

图 41: SW 房地产指数 2012 年涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 42: 保利地产 2012 年股价涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 43: 招商地产 2012 年股价涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 44: 荣盛发展 2012 年股价涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 45: 阳光城 2012 年股价涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 46: 华夏幸福 2012 年股价涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

2014 年至 2015 年 6 月 SW 房地产指数及优势地产股亦出现了较大涨幅, 其中: ①SW 房地产指数区间涨幅 147.2%, 最低点至最高点涨幅 239.6%; ②万科 A 区间涨幅 90.8%, 最低点至最高点涨幅 162.9%; ③保利地产区间涨幅 119.7%, 最低点至最高点涨幅 267.2%; ④金地集团区间涨幅 92.8%, 最低点至最高点涨幅 184.7%; ⑤华侨城 A 区间涨幅 148.5%, 最低点至最高点涨幅 248.7%; ⑥华夏幸福区间涨幅 206.9%, 最低点至最高点涨幅 352.8%。

图 47: SW 房地产指数 2014 年至 2015 年 6 月涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 48: 万科 A 2014 年至 2015 年 6 月股价涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 49: 保利地产 2014 年至 2015 年 6 月股价涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 50: 金地集团 2014 年至 2015 年 6 月股价涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 51: 华侨城 A 2014 年至 2015 年 6 月股价涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 52: 华夏幸福 2014 年至 2015 年 6 月股价涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

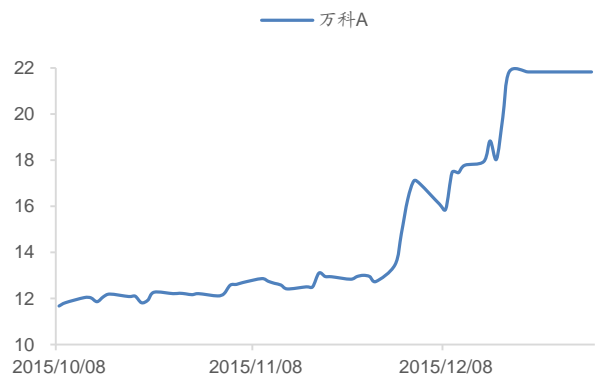
2015 年四季度, SW 房地产指数及优势地产股亦出现了较大涨幅, 其中: ①SW 房地产指数区间涨幅 39.8%, 最低点至最高点涨幅 43.8%; ②万科 A 区间涨幅 91.9%; ③保利地产区间涨幅 33.2%, 最低点至最高点涨幅 51.0%; ④阳光城区间涨幅 58.4%, 最低点至最高点涨幅 82.4%。

图 53: SW 房地产指数 2015 年四季度涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 54: 万科 A 2015 年四季度涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 55: 保利地产 2015 年四季度涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 56: 阳光城 2015 年四季度涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

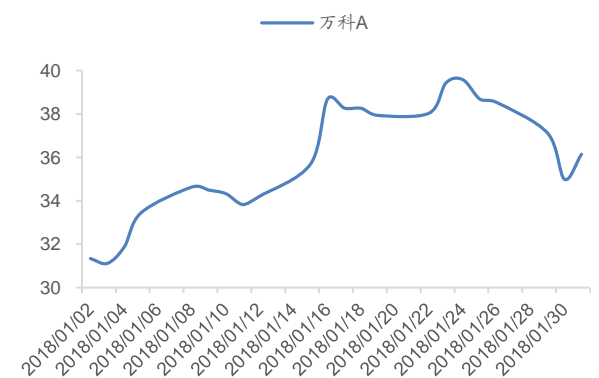
2018 年 1 月, SW 房地产指数及优势地产股亦出现了较大涨幅, 其中: ①SW 房地产指数区间涨幅 13.6%, 最低点至最高点涨幅 18.1%; ②万科 A 区间涨幅 20.9%, 最低点至最高点涨幅 34.3%; ③保利地产区间涨幅 21.8%, 最低点至最高点涨幅 28.7%; ④荣盛发展区间涨幅 44.4%, 最低点至最高点涨幅 46.9%; ⑤华夏幸福区间涨幅 43.5%, 最低点至最高点涨幅 43.9%; ⑥金地集团区间涨幅 24.0%, 最低点至最高点涨幅 36.3%。

图 57: SW 房地产指数 2018 年 1 月涨幅较大



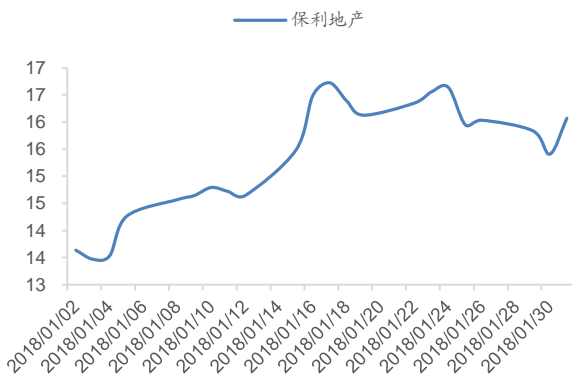
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 58: 万科 A 2018 年 1 月涨幅较大



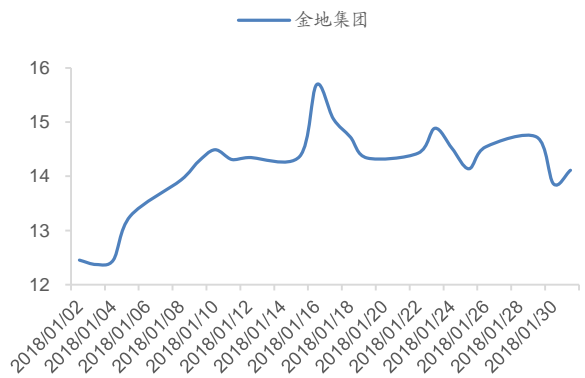
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 59: 保利地产 2018 年 1 月涨幅较大



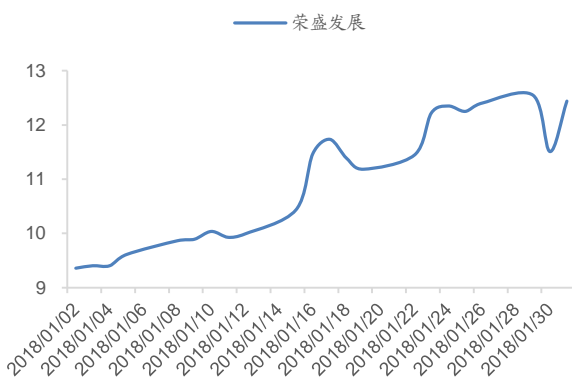
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 60: 金地集团 2018 年 1 月涨幅较大



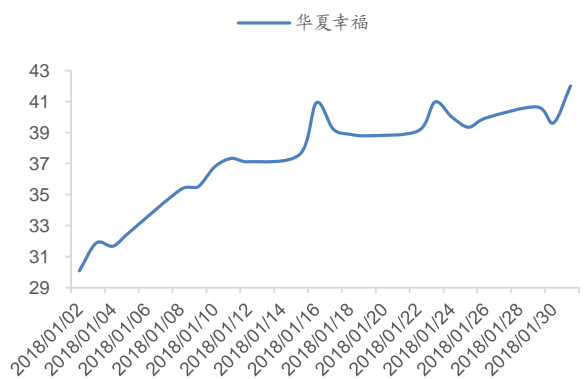
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 61: 荣盛发展 2018 年 1 月涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 62: 华夏幸福 2018 年 1 月涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

2018 年四季度至 2019 年 4 月上旬, SW 房地产指数及优势地产股亦出现了较大涨幅, 其中: ①SW 房地产指数区间涨幅 20.0%, 最低点至最高点涨幅 60.5%; ②新城控股区间涨幅 51.3%, 最低点至最高点涨幅 135.5%; ③金地集团区间涨幅 33.7%, 最低点至最高点涨幅 94.1%; ④荣盛发展区间涨幅 29.7%, 最低点至最高点涨幅 89.5%; ⑤阳光城区间涨幅 40.4%, 最低点至最高点涨幅 103.5%; ⑥蓝光发展区间涨幅 52.0%, 最低点至最高点涨幅 101.0%。

图 63: SW 房地产指数 18 年四季度至 19 年 4 月涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 64: 新城控股 18 年四季度至 19 年 4 月涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 65: 金地集团 18 年四季度至 19 年 4 月涨幅较大



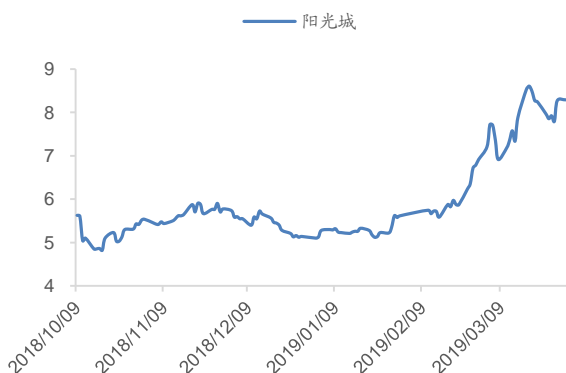
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 66: 荣盛发展 18 年四季度至 19 年 4 月涨幅较大



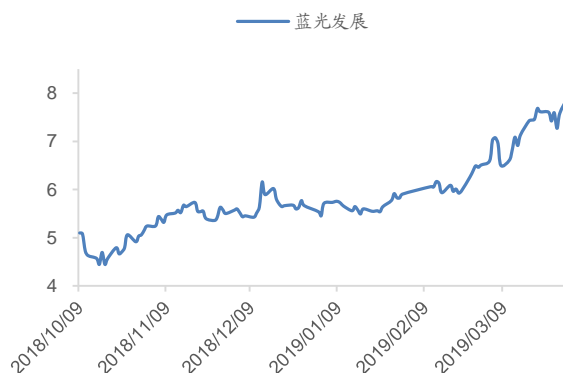
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 67: 阳光城 18 年四季度至 19 年 4 月涨幅较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

图 68: 蓝光发展 18 年四季度至 19 年 4 月涨幅较大



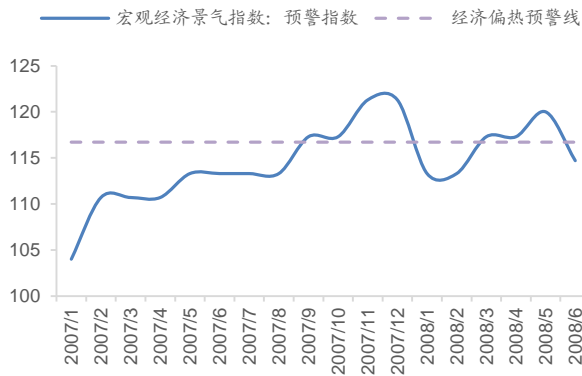
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (仅作列示, 不做推荐)

找出导致 A 股地产板块大幅波动的关键扰动因素

梳理导致 A 股地产板块在 07 年 4 季度-08 年 4 季度大跌的扰动因素

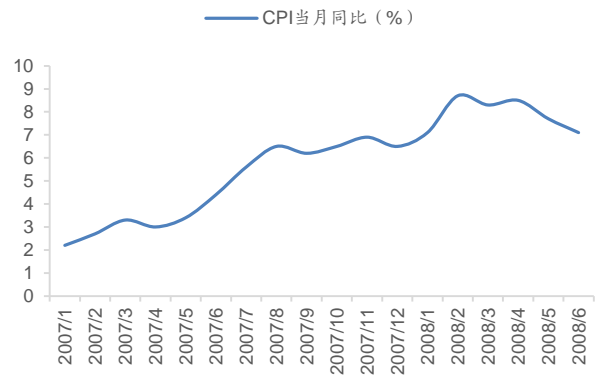
自 2003 年经历了连续四年的两位数增长后, 我国的经济形势已发生较大变化: 自 2007 年起, 我国居民消费价格涨幅上扬迅速, 通胀压力增大, 到了 2007 年 9 月, 宏观经济预警指数已超过经济偏热预警线, 并连续四个月保持高位。由此, 在 2007 年底召开的中央经济工作会议提出了“双防”方针, 暨“防止经济增长由偏快转为过热, 防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”, 货币政策由“稳健”转向“从紧”。

图 69: 2007 年 9 月我国经济预警指数触及偏热预警线



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

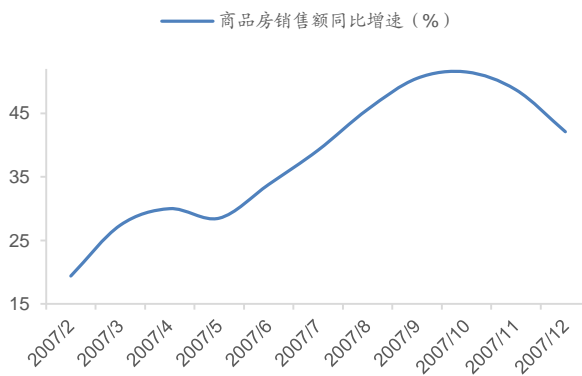
图 70: 2007 年我国 CPI 指数上扬迅速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

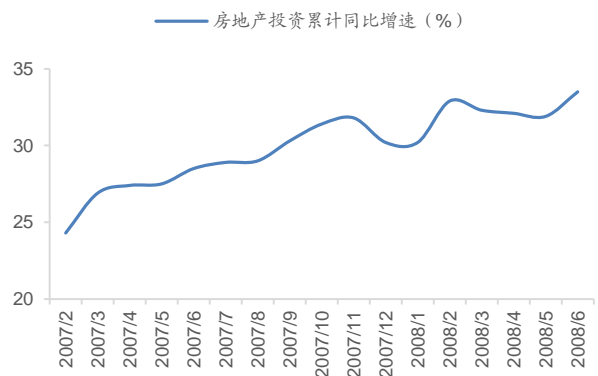
房地产市场方面，2007 年我国商品房销售额累计同比增速走高，并于 10 月达到阶段高位 51.5%；房地产投资累计同比增速亦同步走高，于 9 月达到阶段高位 32.1%。2007 年 9 月 27 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会共同发布的调整商业性房地产信贷政策的文件，严格房地产开发贷款管理，严格住房消费贷款管理，对第二套以上住房消费贷款和商业用房购房贷款提出了更为严格的管理要求。

图 71: 2007 年商品房销售额累计同比增速走高



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 72: 2007 年房地产投资累计同比增速走高

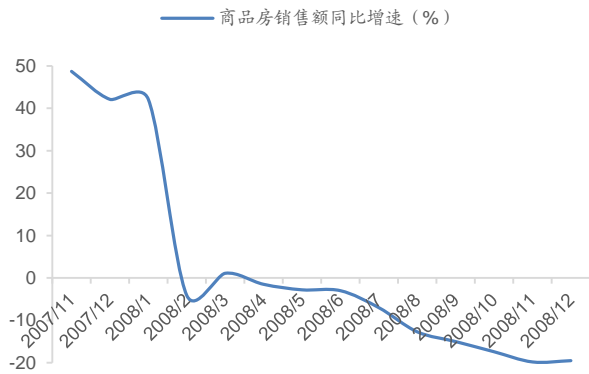


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2008 年，全球金融危机逐渐爆发：9 月 14 日，雷曼兄弟在美国联准会拒绝提供资金支持援助后提出破产申请，而在同一天美林证券宣布被美国银行收购，同月，美国政府也接管了运营出现危机的美国国际集团（AIG）、“两房”。受全球“金融海啸”波及，中国经济增速快速回落，出口出现负增长，大批农民工返乡，经济面临硬着陆的风险。

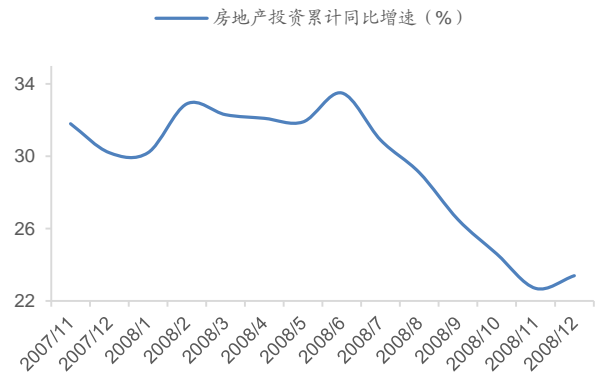
房地产市场方面，进入 2008 年后行业数据开始回落，商品房销售额增速转负，新开工和投资数据也均有大幅度的回落，一、二手成交量价齐缩。

图 73: 2008 年商品房销售额增速同比转负



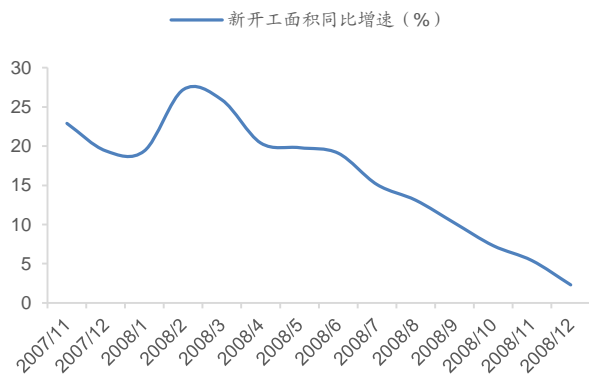
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 74: 2008 年房地产投资增速大幅回落



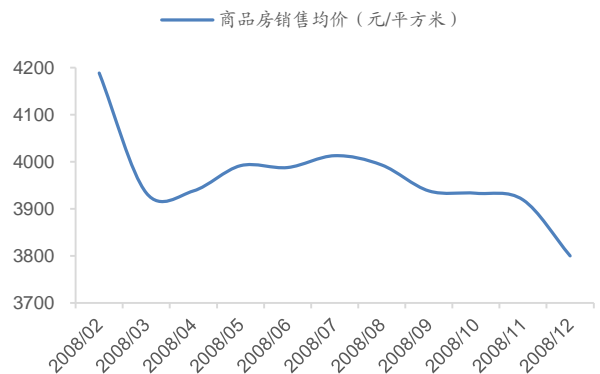
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 75: 2008 年新开工面积增速大幅回落



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 76: 2008 年房价下跌



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2008 年 1-8 月出台的调控政策虽不算多，但基调偏紧。

表 3: 2008 年 1-8 月房地产调控政策一览

| 颁布时间 | 发布机构 | 文件名称 |
|-----------|---------------------|------------------------------|
| 2008-1-6 | 国务院 | 《关于促进节约集约土地用地的通知》 |
| 2008-2-4 | 中国人民银行、中国银行业监督管理委员会 | 《经济适用住房开发贷款管理办法》 |
| 2008-3-2 | 财政部、国家税务总局 | 《关于廉租住房经济适用住房和住房租赁有关税收政策的通知》 |
| 2008-4-7 | 国家税务总局 | 《关于房地产开发企业所得税预缴问题的通知》 |
| 2008-5-26 | 中国银行业监督管理委员会 | 《中国银监会关于进一步加强房地产行业授信风险管理的通知》 |
| 2008-8-27 | 中国人民银行、中国银行业监督管理委员会 | 《关于金融促进节约集约用地的通知》 |

资料来源: 政府网站、国信证券经济研究所整理

梳理导致 A 股地产板块在 08 年 4 季度至 09 年 7 月大涨的扰动因素

为了应对上述危局，央行于 2008 年 10 月开始进入降息周期，同时，2008 年 11 月 4 日国务院出台“国十条”，到 2010 年底约需投资 4 万亿元，进一步扩大内需、促进经济增长。

表 4: 2008 年四季度进入降息周期

| | 一年期存款基准利率 | | | 一年期贷款基准利率 | | |
|------------|-----------|------|-------|-----------|------|-------|
| | 调整前 | 调整后 | 调整幅度 | 调整前 | 调整后 | 调整幅度 |
| 2008-09-16 | | | | 7.47 | 7.20 | -0.27 |
| 2008-10-09 | 4.14 | 3.87 | -0.27 | 7.20 | 6.93 | -0.27 |
| 2008-10-30 | 3.87 | 3.60 | -0.27 | 6.93 | 6.66 | -0.27 |
| 2008-11-27 | 3.60 | 2.52 | -1.08 | 6.66 | 5.58 | -1.08 |
| 2008-12-23 | 2.52 | 2.25 | -0.27 | 5.58 | 5.31 | -0.27 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 5: 2008 年四季度进入降准周期

| | 大型存款类金融机构 | | | 中小型存款类金融机构 | | |
|------------|-----------|-------|-------|------------|-------|-------|
| | 调整前 | 调整后 | 调整幅度 | 调整前 | 调整后 | 调整幅度 |
| 2008-10-15 | 17.50 | 17.00 | -0.50 | 16.50 | 16.00 | -0.50 |
| 2008-12-05 | 17.00 | 16.00 | -1.00 | 16.00 | 14.00 | -2.00 |
| 2008-12-25 | 16.00 | 15.50 | -0.50 | 14.00 | 13.50 | -0.50 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

自 2008 年 4 季度, 地方掀起“救市潮”, 政策开始松动。

2008 年 10 月 22 日, 财政部发布《继续加大保障民生投入力度, 切实解决低收入群众基本生活》、央行发布《扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度, 支持居民首次购买普通住房》的通知, 明确了税费减免等政策, 从中央层面吹响了扶持房地产市场的第一声号角。

2008 年 12 月 17 日, 国务院召开常务会议, 对二套房贷政策“松绑”, 缩短营业税年限, 进而对房地产市场产生积极影响。

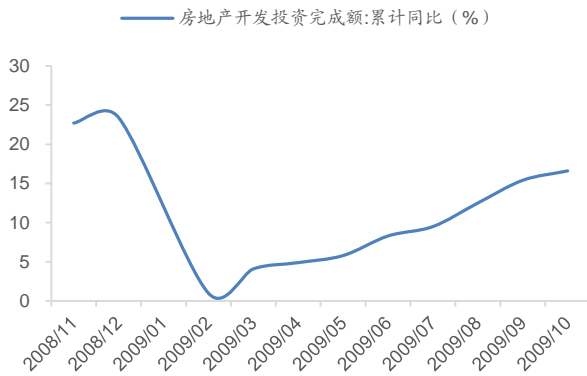
表 6: 2008 年下半年地方掀起“救市潮”

| 发布时间 | 发布地区 | 政策要点 |
|---------|------|--|
| 2008-6 | 成都 | 扶持楼市发展的 10 条措施 |
| 2008-7 | 长沙 | 发放经适房补贴, 公积金贷款购房比例下调为 20% |
| 2008-8 | 厦门 | 调整并降低购买商品入城镇居民户口的政策门槛 |
| 2008-8 | 福州 | 降低契税, 放松公积金贷款等 |
| 2008-8 | 沈阳 | 重启购房补贴政策, 提高公积金贷款购房的年限和额度 |
| 2008-9 | 西安 | 减免开发商基础设施建设配套费, 给予购房人一定的财政补贴 |
| 2008-9 | 南京 | 扶持开发商, 补贴购房者的 20 条措施 |
| 2008-10 | 杭州 | 关于购房入户、税费减免、二套房贷、公积金贷款、延缓地价款等多方面扶持的 24 条措施 |
| 2008-11 | 北京 | 降低住房交易税收负担, 加大住房消费信贷, 鼓励居民合理住房消费, 活跃市场交易 |
| 2008-12 | 广东 | 广东省房协以开发商资金松绑为核心的八条救市建议 |
| 2008-12 | 重庆 | 购房退税 |

资料来源: 各地政府网站、国信证券经济研究所整理

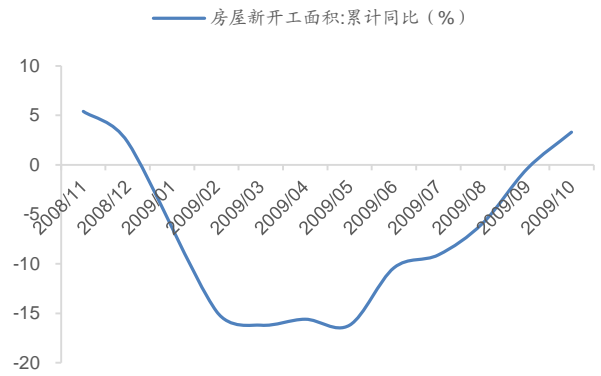
经过 2008 年底一系列经济刺激之后, 中国经济重新企稳。房地产行业开始复苏: 房地产投资同比增速和新开工面积同比增速均于 2009 年初探底回升, 并先后由负转正;、商品房销售额和销售面积同比增速于 2009 年初由负转正。

图 77: 2009 年房地产投资同比反弹



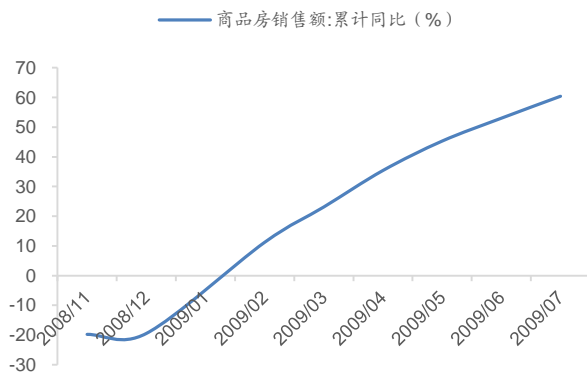
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 78: 2009 年新开工同比反弹



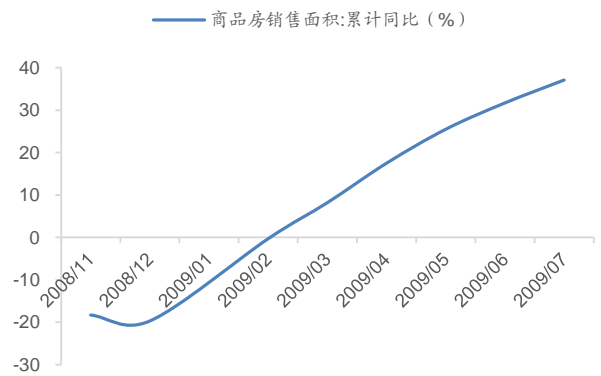
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 79: 2009 年商品房销售额同比反弹



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 80: 2009 年商品房销面积额同比反弹



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

梳理导致 A 股地产板块在 09 年 7 月至 10 年 6 月大跌的扰动因素

进入 2009 年下半年, 部分地区房地产市场出现较大波动, 房地产信贷尤其是按揭贷款业务中诸如“假按揭”、“假首付”、“假房价”、“二套房贷”标准放宽等问题也开始有所暴露。于是, 中央开始“收紧”二套房贷政策, 部分城市亦开始“收紧”二套房贷。

2009 年 6 月, 银监会发布《银监会关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》, 表明要严格遵守第二套房贷的有关政策不动摇, 不得自行解释“二套房贷”认定标准, 不得以任何手段变相降低首付款的比例成数。

2009 年 7 月, 时任银监会主席刘明康在 2009 年第三次经济金融形势通报会上强调: 要控制房地产贷款风险, 严格执行二套房标准, 严格按照规定执行住房按揭贷款首付款比例和贷款利率, 对投资性住房要坚持首付高成数、利率严格风险定价和资信严格审查的原则, 严格执行与借款人 100%“面谈”、“面签”制度, 采取切实有效的措施防范“假按揭”、“假首付”现象的发生。

表 7：2009 年下半年部分城市“收紧”二套房贷

| 主要城市 | 收紧二套房贷政策表现 |
|------|---|
| 杭州 | 7月7日，杭州各商业银行已经明确通报关于二套房贷的收紧口径，原购买第二套商品房可享受的首付两成、七折优惠利率，目前全部调整为首付四成、利率为基准利率的1.1倍 |
| 深圳 | 各商业银行表示：落实政策执行事宜，严格执行二套房贷政策：即首付比例不低于4成，利率在基准利率的基础上上调10% |
| 广州 | 各商业银行纷纷召开会议，明确抬高非改善型的二套房准入门槛，制定相对统一的操作细则，部分前期已支付两成首付的房贷申请也因此放缓审批 |
| 上海 | 4月下旬，上海银监局向沪上银行发文，要求银行严格执行相关规定，除首套自住型普通住房和首套自住改善型普通住房外，贷款首付款比例不低于40%，且贷款首付款比例应随套数的增加而提高 |
| 北京 | 北京银监局重申，二套房首付比例不得低于40%并且不能享受贷款利率优惠 |
| 南京 | 严格执行二套房贷政策：即首付比例不低于4成，利率在基准利率的基础上上调10% |
| 山东 | 5月，山东银监局发文规范二套房贷，明文强调二套房贷款首付款比例不得低于40% |
| 福州 | 多家银行表示，从8月开始将严格执行二套房贷规定，个别银行还上调90平方米以上二套房贷的首付成数 |

资料来源：各地政府网站、中国指数研究院整理、国信证券经济研究所整理

2009年12月14日温家宝总理主持召开国务院常务会议上，就促进房地产市场健康发展提出“国四条”，包括增加供给、抑制投机、加强监管、推进保障房建设等四大举措，会议同时明确表态要“遏制房价过快上涨”。

2010年4月初，新华社连发六评痛批高房价和“土地财政”；4月17日，国务院为了坚决遏制部分城市房价过快上涨，发布“新国十条”；9月29日，国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，称将坚决遏制部分城市房价过快上涨。多部委联合出台楼市二次调控组合拳，调控手段主要包括信贷、税收、住房供给和市场监管等一系列配套措施。

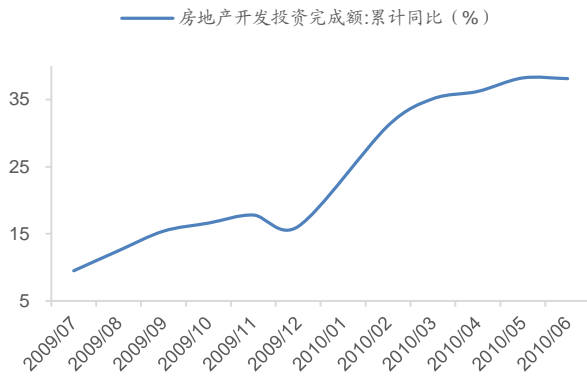
表 8：2010 年 4 月之后调控密集展开

| 部门 | 时间 | 政策 | 核心内容 |
|-----|-------|---------------|---|
| 国务院 | 4月15日 | 常务会议 | 第二套住房首付不低于50%，利率不低于1.1倍；第三套住房大幅提高首付比例和利率水平，以家庭为认定单位。 |
| | 4月17日 | “新国十条” | 第二套住房首付不低于50%，利率不低于1.1倍；可暂停第三套及以上住房贷款；对不能提供1年以上当地纳税或社保缴纳证明的非本地居民暂停发放住房贷款。 |
| 国土部 | 4月15日 | 推进住房供地计划实施 | 加强用地审批、督促各地依据本地地区的住房供地计划，落实住房特别是保障性住房用地供应计划。 |
| 住建部 | 4月21日 | 《加强市场监管完善预售制》 | 加强商品住房预售行为监管、严肃查处捂盘惜售、要求严格实行购房实名制，不得擅自更改购房人姓名。 |
| 银监会 | 4月22日 | 官员表态 | 由以往以贷款为标准，改为以家庭为单位。 |
| 地方 | 4月30日 | “京十二条” | 1、暂停第三套及以上住房，以及不能提供1年以上本市纳税或社保缴纳证明的非本市居民发放贷款；2、暂定同一购房家庭只能在本市新购买一套商品住房。 |
| | 5月6日 | “深十三条” | 1、可暂停第三套房贷；2、对不能提供1年以上本市纳税或社保证明的非本地居民暂发住房贷款。 |
| | 5月19日 | “浙十八条” | 1、重申严格执行国家税费及信贷政策；2、鼓励现房销售试点；3、要求编制住房建设规划增加住房有效供应。 |
| | 5月21日 | “穗24条” | 1、严格执行国家各项房地产税收和金融政策，坚决遏制不合理住房需求；2、多渠道增加住房建设用地供应规模，调整供应结构和布局，加快保障性住房建设。 |
| | 5月23日 | “渝十条” | 1、重申严格执行国家税费及信贷政策；2、鼓励普通商品住房消费。 |

资料来源：各地政府网站、国信证券经济研究所整理

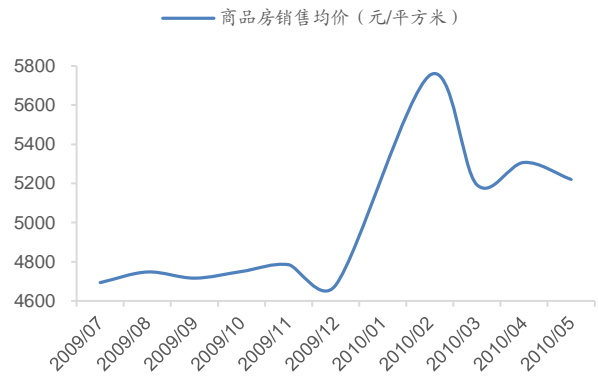
2009年7月至2010年6月这段时间内，中国房地产行业步入过热期：房地产投资累计同比增速上扬，于2010年5月达到阶段性顶点38.2%，较2009年12月上升22.1个百分点；房价攀升，并于2010年2月达到阶段性顶点每平方米5752元，较2009年7月上涨23%；商品房销售额和销售面积同比增速均于2009年11月达到历史顶点，分别为86.8%、53%，直至今日仍为历史最高。

图 81: 2009 下半年至 2010 上半年末房地产投资上扬



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 82: 2009 下半年至 2010 上半年末房价上涨



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

梳理导致 A 股地产板块在 2012 年大涨的扰动因素

到了 2011 年 10 月份, 各项指标均已调整了一年多, 进入 2012 年初投资、新开工、销售等指标开始由正转负, 对经济的负面影响开始逐步显现, 这时, 南京率先出台了公积金贷款放松政策, 其后, 市场又出现了佛山放松“限购”的传闻。到了 2012 年上半年, 房地产调控呈持续放松态势, 曾经在 2011 年实施“限购”的二线城市在 2012 年基本上都以不发文的形式放松或取消了“限购”。

表 9: 2011 年底多城市楼市政策放松

| 城市 | 政策微调主要措施 | 中央态度 | 时间 |
|----|----------------------------------|-------|-----------|
| 南京 | 恢复最高可贷额度; 对购买改善居住条件的普通住房职工提供必要支持 | 认可 | 10 月 24 日 |
| 重庆 | 主城买首套按揭房可申请财政补贴 | 认可 | 11 月 17 日 |
| 杭州 | 符合条件的购房者今年内在开发区内购房可享受最多 20 万元的补贴 | 认可 | 11 月 27 日 |
| 佛山 | 一、二手房市场限购条件均出现不同程度的松绑 | 当日叫停 | 10 月 11 日 |
| 成都 | 网上签约时对购房人的资格审核, 由由开发商和房产中介执行 | 一周后叫停 | 11 月 23 日 |
| 北京 | 放宽普通商品住房认定标准 | 认可 | 11 月 25 日 |

资料来源: 各地政府网站、国信经济研究所整理

表 10: 2012 年上半年各地放松房地产调控一览

| 政策 | 城市 | 幅度 |
|-----------|--|--------------------------------|
| 减免首套房契税 | 马鞍山、武汉、京、芜湖、扬州 | 为契税的 40% |
| 调首套房贷利率 | 穗、深、京、沪、津、渝、穗、杭、昆明、济南、宁、成都、哈尔滨、南昌、中山、东莞、苏州 | 由基准利率的 1.2 倍回归至基准的 0.95-0.85 倍 |
| 改善宅标准 | 京、津、增城、中山、沪、南昌 | |
| 提高公积金贷款额度 | 南京、合肥、吉林、深圳、常州、广州、重庆、连云港、武汉、沈阳 | 幅度为 30%-50% |
| 购房入户 | 从化、长春 | |
| 补贴首置或精装修房 | 青岛、重庆、杭州、扬州 | |
| 土地松绑 | 京、穗、杭、成都、昆明 | 主要是放宽拿地门槛及降低付款条件 |

资料来源: 国信经济研究所整理

虽然 2012 年全年政策整体呈宽松态势, 但过程仍有反复, 亦造成了 A 股地产板块在上涨过程中出现较大幅度的回撤——

一、2012 年 3 月初, 温家宝在第十一届全国人大五次会议记者会上表示“房价还远远没有回到合理价位”、“对房价越调越高感到很痛心”, 申万房地产指数应声回落, 走出了四根周阴线。

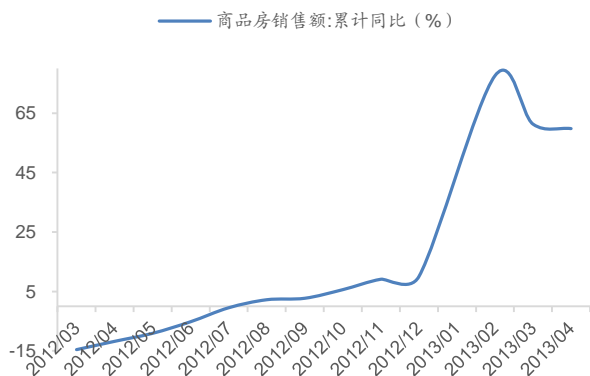
二、2012 年 6 月, 销售转热、“地王”冒头, 部分一线城市楼盘价格环比涨幅超 10%, 二线城市销售量价齐升。2012 年 7 月, 国务院派出 8 个督察组, 对

北京市、上海市、广东省等 16 个省（市）贯彻落实国务院房地产市场调控政策措施情况开展专项督查。申万房地产指数受利空影响，自 6 月中旬的高点开始出现调整，直至 8 月末才触底，跌幅超 20%。

梳理导致 A 股地产板块在 13 年 1 月至 14 年 2 月大跌的扰动因素

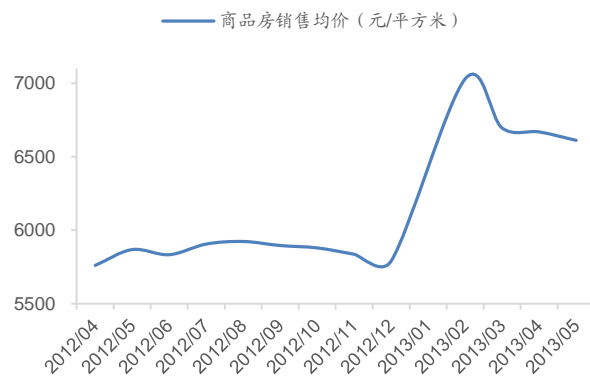
进入 2013 年，行业基本面向好，商品房销售额同比增速于 2013 年 2 月急速上升并保持高位，而商品房销售均价也于 2013 年 2 月达到阶段性顶点 7030 元/平方米，较 2012 年 12 月上涨 21%。

图 83: 2013 年商品房销售明显变好



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 84: 2013 年房价上扬迅速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议出台五项政策措施，释放坚持调控政策不动摇、力度不放松的房地产调控信号。“新国五条”包括：完善稳定房价工作责任制；坚决抑制投机投资性购房；增加普通商品住房及用地供应；加快保障性安居工程规划建设；加强市场监管。

2013 年 3 月 4 日，国务院办公厅出台“新国六条”：**①严格实施差异化住房信贷政策**：对房价上涨过快的城市，人民银行当地分支机构可根据城市人民政府新建商品住房价格控制目标和政策要求，进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率；**②完善房产持有和交易环节税收**：出售自有住房按规定应征收的个人所得税，通过税收征管、房屋登记等历史信息能核实房屋原值的，应依法严格按转让所得的 20% 计征；**③统一要求完善限购措施**：限购区域应覆盖城市全部行政区域；限购住房类型应包括所有新建商品住房和二手住房；购房资格审查环节应前移至签订购房合同（认购）前；对拥有 1 套及以上住房的非当地户籍居民家庭、无法连续提供一定年限当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，要暂停在本行政区域内向其售房；**④“十二五”末地级级以上城市实现住房信息联网**。

此次“新国六条”的出台，首次提及信息联网，造成了市场对住宅征收房地产税的担忧；另外，按照现值减去原值计征转让所得的 20% 个人所得税，为房地产调控的“大杀器”，对于购房时间早、持有时间长、房价涨幅大的交易者影响巨大。

2013 年 3 月 30、31 日，京沪等城市按时发布楼市调控地方版细则；截至 5 月 2 日，共有北京、上海、广州、深圳、杭州等 35 个城市发布了各自的地方细则。

而在 2013 年 6 月，由于资金外流、国家外汇管理局加强外汇资金流入管理、杠杆率的不断放大等因素，银行出现“钱荒”，股市及地产行业均受到打击。

2013 年 9 月 25 日，国土资源部召集 13 个省份和 16 个城市国土资源部门负责人，专题研究房地产用地管理和调控，要求在稳定土地供应的同时，平抑地价信号，供求紧张的城市务必做到年内不再出“地王”。会议同时强调，将严防高价地作为近期稳定市场的首要工作目标，重点城市要释放“政府增加土地供应”的积极信号，要敢于逆周期考虑，加大城郊地块、低价地块供应力度。

2013年10月11日，深圳提出了稳定房价的八项措施，“深八条”提出要抓紧研究调整第二套住房贷款的首付比例和利率、增加土地供应以及加强预售管理等措施。

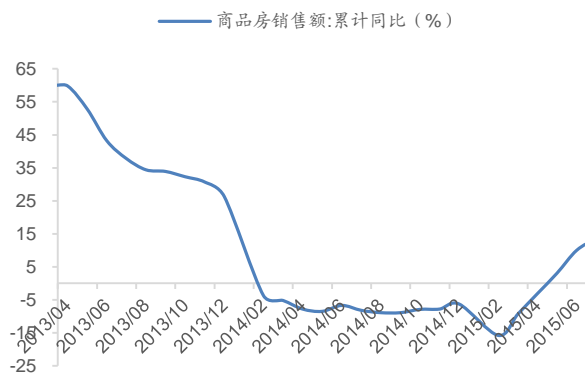
10月23日，北京发布“京七条”，将推7万套自住型商品住房入市。自住房对我国住房市场结构提供了另一种补充思路，保障房、自住房、商品房三者结合也符合“低端有保障、中端有政策、高端有控制”的调控方针。

截至12月3日，16城市加码调控。上海（“沪七条”）、广州（“穗六条”）、武汉、厦门、沈阳、长沙、南京等城市相继出新一轮调控政策，主要内容均为收紧限购政策及加大土地供应。

梳理导致 A 股地产板块在 14 年 3 月至 15 年 6 月大涨的扰动因素

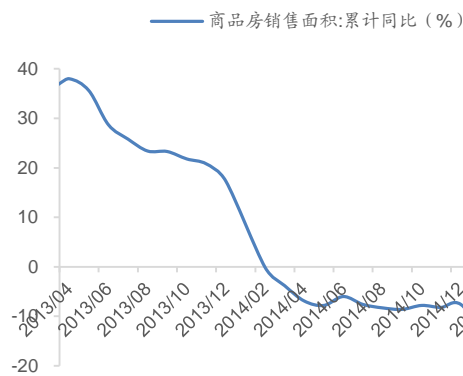
2013 年底，行业基本面急转直下，2014 年，商品房销售额及销售面积再次出现负增长。

图 85: 2014 年商品房销售额出现负增长



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 86: 2014 年商品房销售面积出现负增长



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2014 年 3 月起，政策“风向”开始转变，5 月，央行提出要确保满足居民首套房信贷需求，2014 年“930 新政”带动了以深圳为代表的一线城市的楼市升温，在 2015 年初，深圳等地房价已持续环比上涨，2015 年 2 月，行业销售数据见底，并逐步回升。

表 11: 2014 年 3-4 月部分政策一览

| 时间 | 发布主体 | 主要内容 |
|-------|--------------------------------------|--|
| 03-05 | 全国“两会” | 提出“分类调控”原则，赋予地方政府更多自主权；抑制投资投机性需求，满足自住型需求。 |
| 03-28 | 住建部起草、经国务院审批和征集意见形成《城镇住房保障条例（征求意见稿）》 | 《城镇住房保障条例（征求意见稿）》公布，明确城镇住房保障范围为城镇家庭和在城镇稳定就业的外来务工人员，加强保障房转让和腾退管理。 |
| 03-28 | 证监会批准多家房企股票再融资申请 | 绿地集团、中茵股份、天保基建等多房地产企业的股票再融资申请获得通过，冰封四年的房企再融资宣告解冻。 |
| 04-03 | 住建部确立 6 个共有产权住房试点城市 | 住建部在北京组织召开共有产权住房试点城市座谈会，北京、上海、深圳、成都、黄石、淮安 6 个城市被列为试点城市。 |
| 04-23 | 国务院常务会议推出“微刺激”举措 | 国务院常务会议上推出“微刺激”举措，筹措资金进行棚户区改造 |
| 04-25 | 央行首次降准 | 4 月 25 日起，下调县域农村商业银行人民币存款准备金率 2 个百分点、下调县域农村合作银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点； |
| 04-25 | 多市差异化调整限购 | 广西北部湾经济区内的北海、防城港、钦州、玉林、崇左市户籍居民家庭可参照南宁市户籍居民家庭在南宁市购房 |

资料来源: 各大网站、国信证券经济研究所整理

2015 年，房地产政策宽松导向继续，包括降准、降息、降首付、税费减免等宽松措施——

一、企业融资环境大幅改善: 房企在证券市场直接融资自 2014 年起持续放开，2015 年，针对房企发股、发公司债、发 ABS 的金融政策持续宽松，购房尾款、物业费 ABS、众筹、P2P 等新型融资方式进一步涌现，房企融资成

本大幅降低。

- 二、各地房地产政策竞相宽松: 纷纷开展去库存、调供给, 积极出台减免税收、鼓励公积金购房等政策, 回购、租赁商品房用于住房保障, 调整住房结构, 放松房地产开发资金比例限制等。
- 三、2015年3月30日, 中国人民银行、住建部、银监会三部委联合宣布了后来被称为“330新政”的房贷政策, 对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房, 最低首付款比例调整为不低于40%。同日, 个人住房转让营业税免征期也由5年改为了2年。

梳理导致 A 股地产板块在 2015 年 4 季度大涨的扰动因素

2015年9月30日, 央行、银监会再次发布房地产重磅政策, 将不限购城市首套房商贷最低首付款比例下调至25%。此外, 多地还放宽了公积金的使用限制, 采取了提高贷款额度、放宽首套房和首改房的认定标准、降低公积金贷款使用门槛等措施。

2015年11月, 中央财经领导小组会议, 首次提出化解房地产库存, 12月的中央经济工作会议进一步部署, 在经济领域打五场歼灭战, 其中包括房地产去库存。去库存成为“国家任务”。

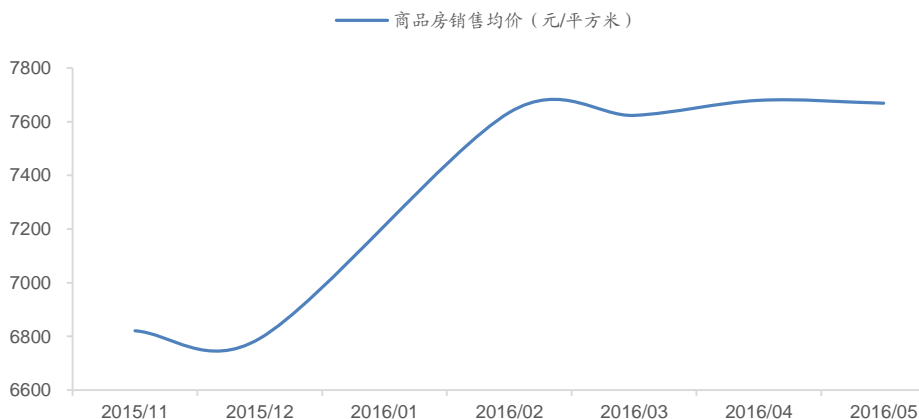
2015年6月市场恐慌性大跌, 7月银监会发布“救市”政策, 鼓励金融机构为市场注入流动性, 形成托市的实际作用。直至2015年末, 掀起了A股史上最大的举牌潮——

- 一、2015年7月, 保监会《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知(征求意见稿)》, 将权益类资产投资比例提升至30%, 进一步的为险资提供了空间。股票持仓上限可达30%, 在市场良好的情况下, 可以在以往的基础上酌情增加比例, 给了保险机构很大的投资自由。
- 二、根据2014年发布的《企业会计准则第2号——长期股权投资》规定, 投资方能够对被投资单位施加重大影响的, 被投资单位为其联营企业, 按权益法核算。因此, 险资更加青睐低估值、高股息率、利润有保障的板块, 例如地产板块, 在权益法核算下, 保险公司可以规避股价波动的风险, 同时享受上市公司的分红和利润并表, 实现权益法核算下的收益。

梳理导致 A 股地产板块在 2016 年上半年大跌的扰动因素

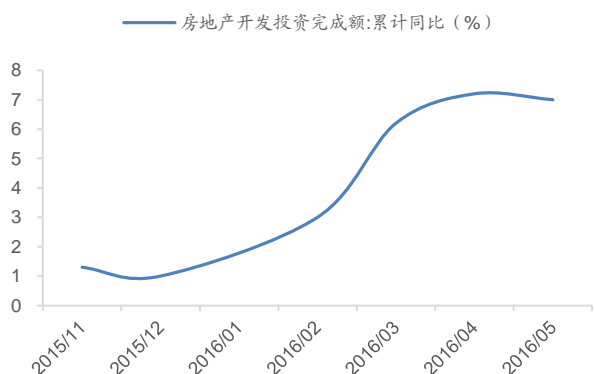
进入2016年, 中国房地产行业空前过热, 行业指标由于去库存的进行不断走高: 2016年4月, 房地产投资增速达到阶段性顶点7.2%, 较2015年12月上升6.2个百分点; 新开工面积增速达到阶段性顶点21.4%, 较2015年12月上升35.4个百分点; 销售额和销售面积增速分别达到阶段性顶点55.9%、36.5%, 分别较2015年12月上升41.5和30个百分点。房价亦显著上涨, 2016年4月商品房销售均价达7680元/平方米, 较2015年12月上涨13%。

图 87: 2016 年上半年房价显著上涨



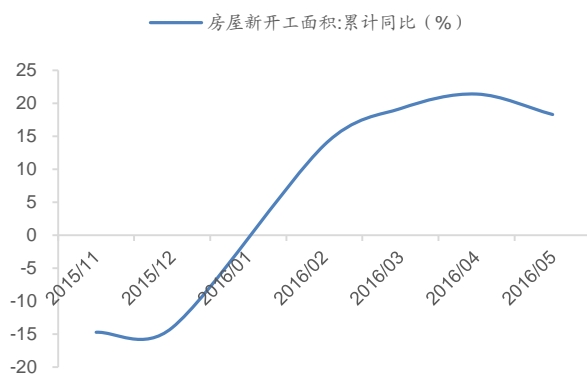
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 88: 2016 年上半年投资增速触顶



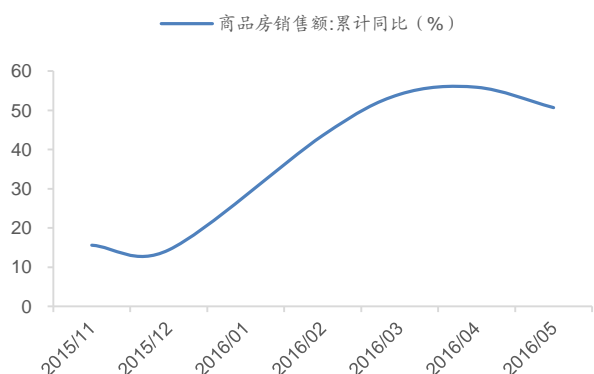
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 89: 2016 年上半年新开工增速触顶



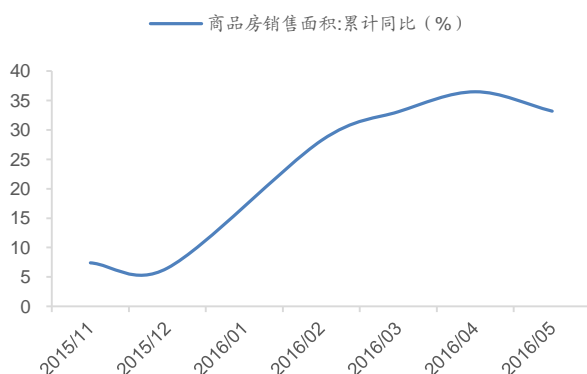
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 90: 2016 年上半年销售额增速触顶



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 91: 2016 年上半年销售面积增速触顶



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

政策方面, 虽然 2016 年 2 月, 央行、银监会发布通知, 对房地产贷款政策做出调整, 按揭首套房首付降至 2 成, 同月, 财政部等三部门发文降契税, 3 月, 央行降准 0.5 个基点, 但由于房地产行业过于火热, 老百姓抢房、开发商抢地, 全国各地房价、地价飙升, 导致股票市场对房地产政策预期变得极其差, 投资

者普遍预期调控措施一定会来，却又不确定将来的调控会有多严，A 股地产板块在 2016 年上半年一直顶着调控预期的阴霾，个别城市也陆续出台了一些调控措施，包括：

- 一、**加码“限购、限贷”**：3 月，上海、深圳相继提高非本地户籍家庭购房社保缴纳年限，提高二套房首付比例，严禁“首付贷”、“房产众筹”等变相贷款；4 月，廊坊下发限购令，非本地户籍居民家庭在三河市、大厂回族自治县、香河县和固安县限购 1 套住房，且首付比例不低于 30%；5 月，北京通州区限购商住公寓，购买通州区商住公寓家庭需满足本市住宅限购条件，且计入家庭的住房套数；
- 二、**限房价、限地价**：3 月，苏州规定项目申报价格每年涨幅不宜超过 12%；4 月，南京跟进并实行 8%-12%的区间调控，进一步加大了对中高端改善型楼盘的调控力度；5 月，苏州首创性地祭出“土地限价令”，对地块设定最高溢价，对报价超过最高溢价地块直接流标。南京紧随其后，实行土地出让最高限价办法；
- 三、**收紧信贷**：3 月底，武汉下调公积金贷款额度；6 月，合肥出台差别化房贷政策，首套房贷结清二套首付 4 成，未结清首付 5 成，三套首付 6 成，第三套停止使用公积金贷款。

图 92: 2016 年上半年“抢房”报道充斥媒体

杭州抢房大战刷爆周末朋友圈！2000 多人抢 388 套房！经纪人：电话 24 小时不能关机

2016年2月28日05时13分 来源：钱江晚报

导语：近些天，关于一线城市房价疯涨的消息充斥着各大媒体的版面，在朋友圈到处是排队购房的场面。有媒体报道，上海等一线城市房价出现了脱缰式上涨，甚至有房东惜售一天涨价三次。

昨天，杭州告急、上海早已沦陷……就连此前一些去库存有问题的城市也烧了起来，在朋友圈到处是排队购房的场面，一些中介甚至惊呼电话被打爆，25 小时不关机！

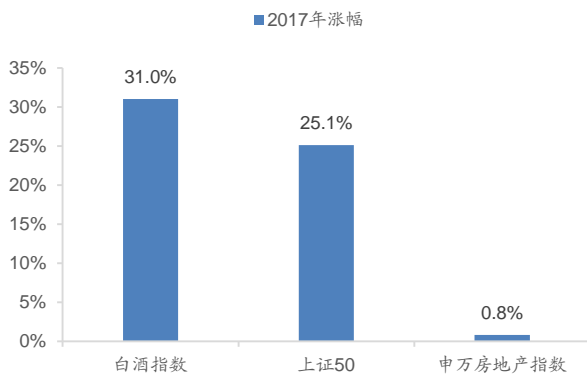
资料来源：钱江晚报、国信证券经济研究所整理

梳理导致 A 股地产板块在 2018 年 1 月大涨的扰动因素

2017 年的股市风格切换，投资者较青睐具有硬资产、业绩较好的公司进行投资。2017 年全年，上证 50 指数上涨 25.1%，最低点至最高点涨幅 33.1%；白酒指数上涨 31.0%，最低点至最高点涨幅 45.2%，但兼具硬资产和较高业绩锁定性的地产板块仅上涨 0.8%。

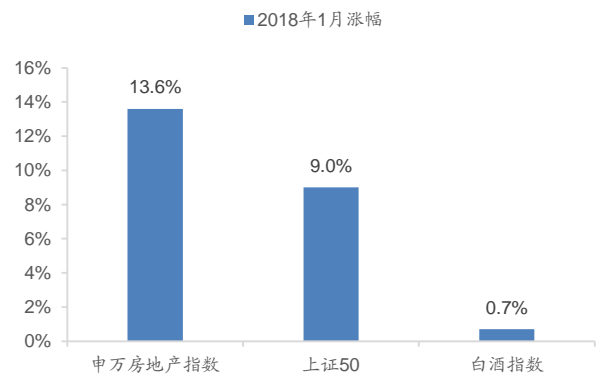
A 股地产板块与其他硬资产板块在估值上的比较优势最终导致了 2018 年 1 月地产板块出现补涨行情：1 月全月申万房地产指数上涨 13.6%，最低点至最高点涨幅 18.1%，个股亦迅速飙涨，然而，这种没有政策支撑的行情注定是短暂的……！

图 93: 2017 年全年上证 50、白酒指数涨幅巨大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 94: 2018 年 1 月地产板块出现补涨行情



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

梳理导致 A 股地产板块在 18 年 1 月下旬至 18 年 10 月大跌的扰动因素

2018 年，我国去杠杆政策推进，经济面临下行压力，到了 2018 年 3 月，贸易战争端开启，我国经济处于“内忧外患”的阶段，2018 年 4 月至 10 月央行共三次降准。

2018 年初行业政策面仍偏紧，在十九大报告“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”以及中央经济工作会议“完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性”的主旨下，各地方政府继续深化以“四限”（限购、限贷、限价、限售）为基础的房地产调控政策。与此同时，房企融资收紧，房贷利率上行压力加大，多家银行上调房贷利率，银监会加强银行业务整治管理。

3 月 9 日，银监会主席郭树清表示“银监会仍将高度重视房地产市场风险，不能任其滋生泡沫”，并表示“中国居民家庭的杠杆增速非常快，是很危险的”。

3 月 24 日中发高论坛上，时任工行董事长易会满表明“要高度重视居民储蓄率下降的问题，防止居民储蓄率过快下降引发的经济金融风险及连锁效应”，并指出“房地产吸引了家庭大量资金流入”。

表 12: 2018 年 2 月房企融资收紧

| 日期 | 地区 | 具体内容 | 来源 |
|-----------|----|--|--------------|
| 2018-2-8 | 广东 | 继续遏制房地产泡沫化，从严查处违规融资行为 | 广东银监局 |
| 2018-2-8 | 四川 | 切实抑制房地产泡沫，严肃查处各类违规房地产融资行为 | 四川银监局 |
| 2018-2-8 | - | 在各类融资渠道中，部分地区对房企授信标准有所收紧，有地方银监要求，房地产类只认“432”的项目标准，禁止投资房地产类公司应收账款 | 网易、21 世纪经济报道 |
| 2018-1-30 | - | 从恒丰银行内部人士处获悉，恒丰银行近期暂停了受理房地产行业新增授信业务，其中包括对开发商贷款及相关企业贷款，例如建筑工程类公司贷款等。 | 第一财经 |
| 2018-1-29 | 上海 | 要求辖内商业银行严格遵守房地产开发大类贷款的监管要求，对“四证不全”房地产项目不得发放任何形式的贷款，并购贷款不得投向未足额缴付土地出让金项目等 | 上海银监局 |

资料来源: 广东银监局、四川银监局、上海银监局、21 世纪经济报道、第一财经、国信证券经济研究所整理

表 13: 2018 年多地银行上调房贷利率

| 日期 | 地区 | 具体内容 |
|-----------|----|---|
| 2018-3-1 | 珠海 | 首套房贷款利率上浮在 10%-15%之间，交行等少数银行已将利率上浮到 20% |
| 2018-2-23 | 河北 | 河北省银行业房贷利率目前普遍执行首套上浮 5% - 10%，二套上浮 20% |
| 2018-2-1 | 广州 | 首套房贷款利率从原来的基准利率上浮 5%，调整至基准利率上浮 10%。二套房从原来的基准利率上浮 10% 或 15%，统一调整为上浮 15%。 |
| 2018-1-16 | 北京 | 首套房贷款利率由基准利率上浮 5%调整为上浮 10% |
| 2018-1-16 | 杭州 | 银行的首套房贷款利率都是上浮 10%、一些股份制商业银行的首套房贷款利率最高上浮至 20% |

资料来源: 观点地产网、证券日报、澎湃新闻、国信证券经济研究所整理

表 14: 2018 年加强银信业务整治管理

| 日期 | 文件名称 | 关于房地产业务的规定 |
|------------|-----------------------|---|
| 2018-1-13 | 《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》 | 打击“直接或变相为房地产企业支付土地购置费用提供各类表内外融资，或以自身信用提供支持或通道；向‘四证’不全、资本金未足额到位的商业性房地产开发项目提供融资；发放首付不合规的个人住房贷款；以充当筹资渠道或放款通道等方式，直接或间接为各类机构发放首付贷等行为提供便利；综合消费贷款、个人经营性贷款、信用卡透支等资金用于购房等”乱象 |
| 2017-12-22 | 《关于规范银信类业务的通知》 | 商业银行和信托公司开展银信类业务，应该贯彻落实国家宏观调控政策，遵守相关法律法规，不得将信托自己违规投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩等限制或禁止领域。 |

资料来源:银监会、国信证券经济研究所整理

从行业基本面来看，虽然 2018 年上半年政策仍然偏紧，但 2018 年上半年市场呈现出结构性过热和微观繁荣的特征，包括：①库存持续走低：根据上海易居研究院监测，2018 年 5 月，百城新建商品住宅存销比仅为 9.8 个月，显著低于合理存销比 12-16 个月的水平，百城库存规模仅相当于 2012 年 3 月水平；②从新建商品住宅累计销售额/累计销售面积得出的房价口径来看，2018 年以来房价持续暴涨，上半年各个月份的涨幅远远大于 2017 年同期，其中 5 月份的涨幅达到了 10.26%，比去年同期高出 7.21 个百分点，东北、中部、西部、东部地区的房价在 2018 年上半年均呈现爆发式上涨，涨幅分别达 18%、13%、12%、12%；③“抢购住房”的新闻报道明显增多，占据各大媒体版面、刷爆朋友圈，成为舆论焦点；④土地市场热度不减：中原地产研究中心统计数据显示，5 月单月，中原监控的 50 城合计买地金额同比增长 111.5%、1-5 月同比增长 57.6%；⑤4 月份披露的前 3 个月的房地产投资累计同比增速创下了三年新高，前 4、前 5 个月的累计同比增速基本保持在前 3 个月的高位；另外，前 6 个月的新开工面积累计同比增速创下了 22 个月新高。

表 15: 2018 年 6 月部分抢房报道

| 日期 | 报道媒体 | 涉及城市 | 标题 |
|-----------------|-------|----------|--|
| 2018 年 6 月 29 日 | 南方都市报 | 深圳 | “深圳网红楼盘抢房继续:每平 8.9 万 741 套房 6776 人竞购” |
| 2018 年 6 月 28 日 | 中华网 | 杭州 | “杭州全民抢房一天冻结 700 亿 有人称没钱也要借钱抢” |
| 2018 年 6 月 12 日 | 乐居财经 | 苏州 | “苏州园区经历几波抢房潮后 青剑湖 6 宗宅地或来补仓” |
| 2018 年 6 月 4 日 | 证券时报 | 北京、上海、深圳 | “又见燃烧的楼市!北京成交创 14 个月新高,深圳连升 3 个月,谁在 5 月抢房” |
| 2018 年 6 月 2 日 | 中财网 | 杭州、深圳 | “楼市为何再现‘排队抢房’” |
| 2018 年 6 月 1 日 | 南京晨报 | 南京 | “抢房大战曝出资格作假 南京热门楼盘剔除 3000 购房人” |

资料来源:南方都市报、中华网、乐居财经、证券时报、南京晨报、国信证券经济研究所整理

梳理导致 A 股地产板块在 18 年 10 月至 19 年 4 月大涨的扰动因素

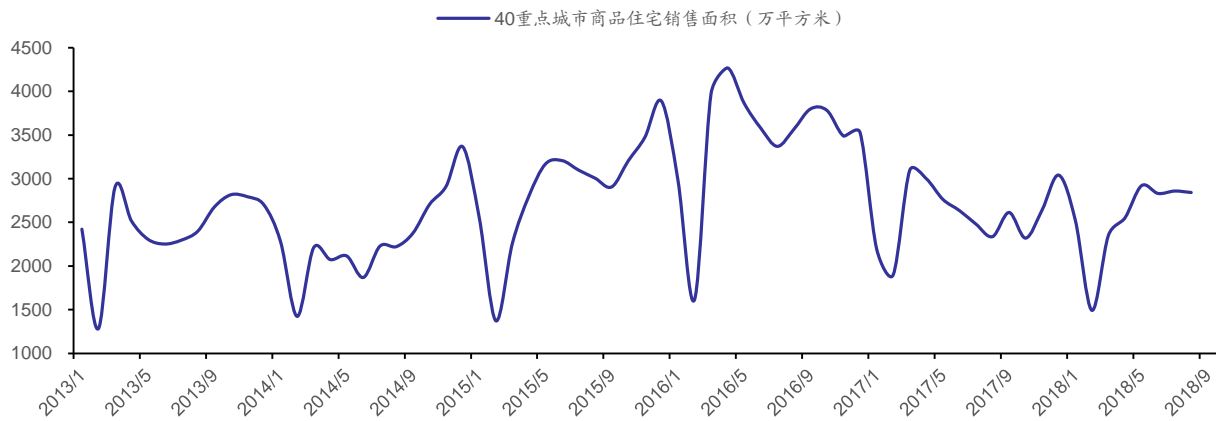
在 2018 年上半年行业结构性过热与微观繁荣之后，2018 年 8 月起，种种迹象及行业数据均能佐证行业基本面已回归理性：

1、新房成交量及价格均逐步回归理性：

新房成交量：重点 40 城商品住宅成交面积较 2016 年高点已明显回调。据中指院数据，2018 年 1-9 月，一线城市在供应量提升的推动下成交上行，供应量同比增长 32.9%，而成交面积同比增长 4.5%；二线代表城市成交同比增长 3.0%；三线同比下降 4.3%；

新房成交价格：从新建商品住宅累计销售额/累计销售面积得出的房价口径来看，2018 年上半年，尤其是 1-4 月期间房价涨势明显，2017 年末至 2018 年 4 月间，四个月内全国商品住宅房价涨幅达 9.7%，而随后 5 月至 8 月间，房价涨幅回落至 1.2%；从区域数据来看，东北区域、中部区域、西部区域、东北区域商品住宅房价增速也出现不同程度下滑，逐步趋于稳定状态；

图 95: 2018 年 8 月以来重点 40 城成交量逐步下调

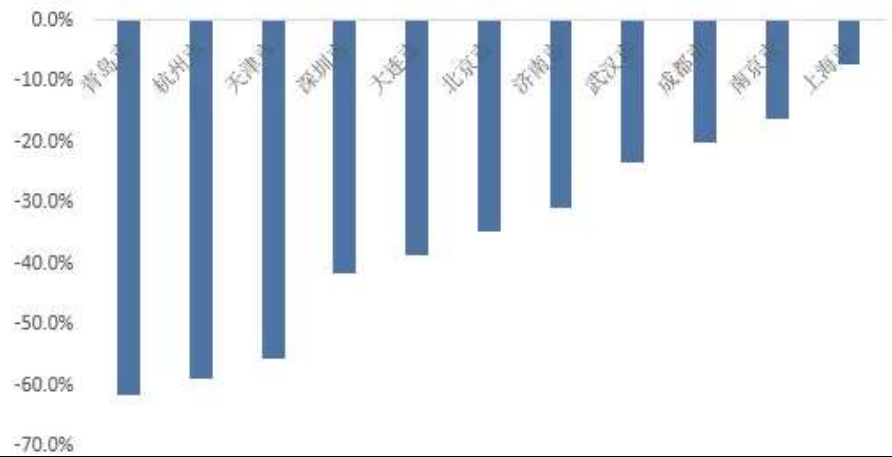


资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

2、二手房市场进入下行周期:

二手房成交量方面: 据贝壳研究院监测, 重点 11 城二手房市场三季度交易量全面回落, 且较二季度明显降温, 总体成交量较二季度下滑 33%, 同比下滑 10%, 重回降温通道;

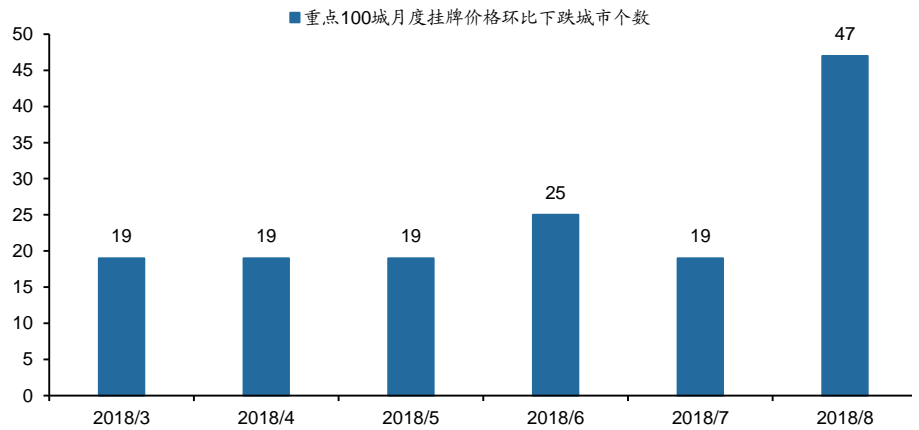
图 96: 2018 年三季度重点城市二手房成交量环比



资料来源: 贝壳研究院、国信证券经济研究所整理

二手房成交价格方面: 据贝壳研究院监测, 三季度重点 11 城中有 7 城二手房成交均价环比下跌, 均价上涨的 4 城涨幅稳定于 3% 以内, 成都、青岛跌幅达 8%、6%。截至 8 月, 全国 100 重点城市中挂牌价环比下跌城市数量已达 47 个;

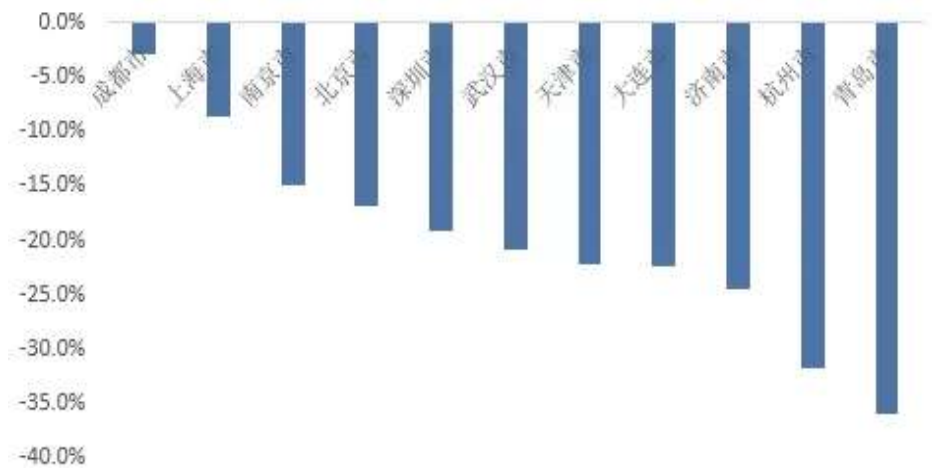
图 97: 2018 年三季度重点 100 城二手房均价环比下跌城市个数



资料来源: 贝壳研究院、国信证券经济研究所整理

成交意愿方面: 需求端降温明显, 多个城市二手房新增带看量环比明显下降, 青岛、杭州降幅达 36%、32%;

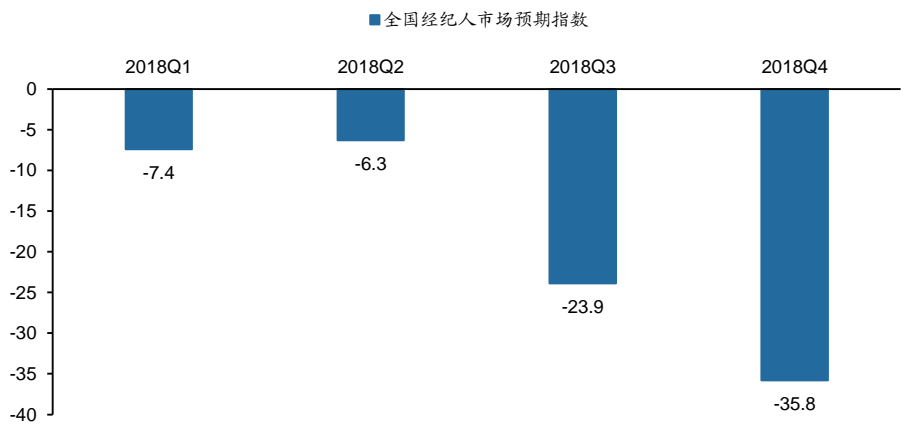
图 98: 2018 年三季度重点城市二手房新增带看量环比



资料来源: 贝壳研究院、国信证券经济研究所整理

市场预期仍不乐观: 据贝壳研究院对 28 城调研, 四季度全国经纪人市场预期指数均值较三季度进一步下降至 -35.8, 悲观预期进一步加深。

图 99: 2018 年全国经纪人市场预期指数

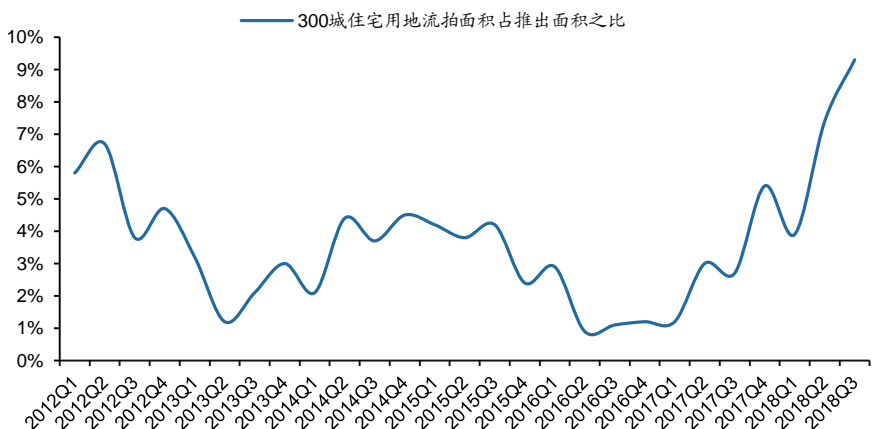


资料来源: 贝壳研究院、国信证券经济研究所整理

3、土地市场逐渐降温:

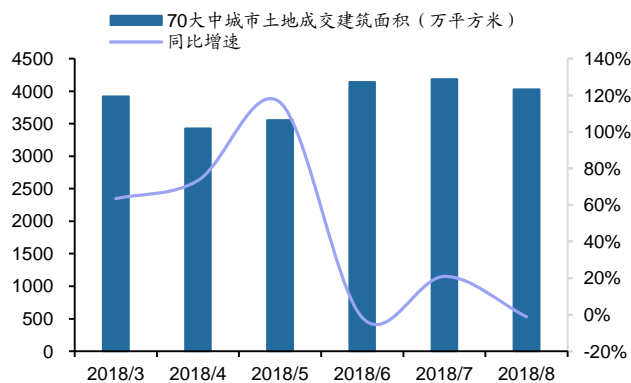
据中国指数研究院统计, 2018 年三季度土地流拍面积占总推出面积的 9.3%, 达历史高点; 热点城市住宅用地溢价率持续下降; 前三季度全国 300 城住宅用地成交均价同比下跌 6.5%, 溢价率为 18.3%, 较去年同期下降 21.2 个百分点;

图 100: 300 城住宅用地流拍情况



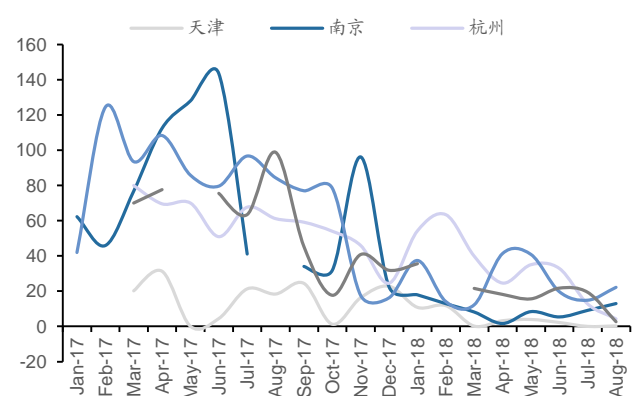
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 101: 70 大中城市土地成交情况



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 102: 部分热点城市住宅用地平均溢价率



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

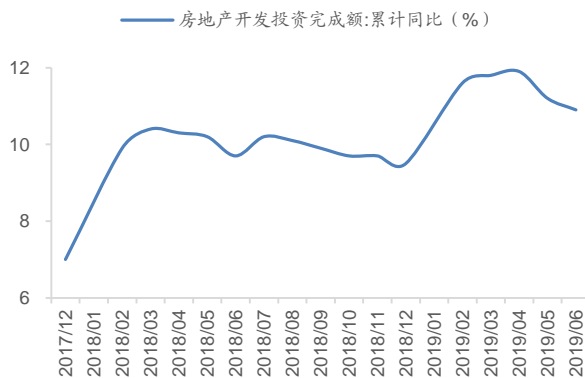
4、政策改善信号出现:

进入四季度, 房地产进一步回归理性, 调控未来有逐步放松的必要和可能。事实上, 2018年9月下旬, 政策改善的信号已经出现, 包括: ①2018年10月-2019年4月, 央行3次降准累计2个基点; ②国庆前后, 厦门、杭州等地落户政策相继放宽; ③据新华网2018年10月报道, 北京共有6个非限价纯商品住宅获得预售证, 其中包括4个报价超过10万元/平方米的项目, 限价天花板突破。广州增城区、南沙区、花都区房屋销售价格将按照真实价格备案, 限价政策放松; ④据《21世纪经济报道》及《券商中国》2018年10月获悉, 北京、广州、杭州、佛山、深圳等房地产热门城市出现部分银行下调房贷利率的现象, 且房贷审批有所加快; ⑤2018年10月24日, 新华网对话清华大学房地产研究所所长刘洪玉教授, 为房地产正名, 强调房地产业对国家进步的贡献有目共睹且无法替代, ……。

梳理导致2019年4月至今A股地产板块大跌的扰动因素

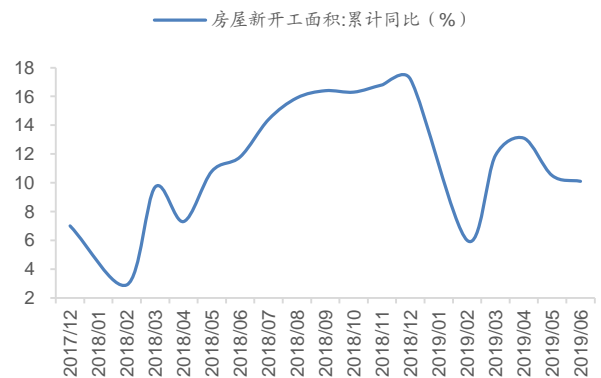
2019年4月以来, 我国经济仍在找底, 除了地产行业数据以外, 宏观数据回落及其他行业数据走弱亦能反映我国经济仍未企稳走强。根据统计局数据, 固定资产投资完成额累计同比增速在2019年2月冲高后持续回落, 私营工业企业利润总额累计同比增速及私营企业工业增加值累计同比增速亦在一季度末回落, 而如汽车、零售等行业的数据则在不断走弱。

图 103: 2019 年 4 月以来地产投资保持高位



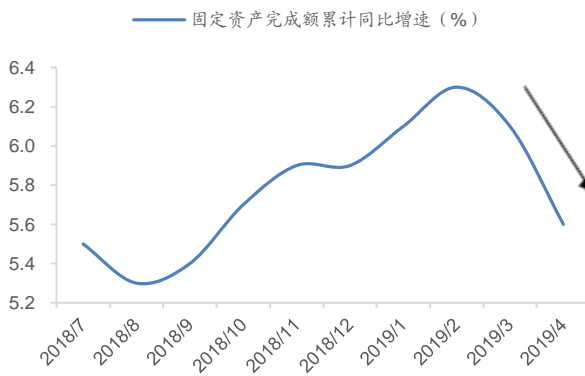
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 104: 2019 年 4 月以来地产新开工走势较强



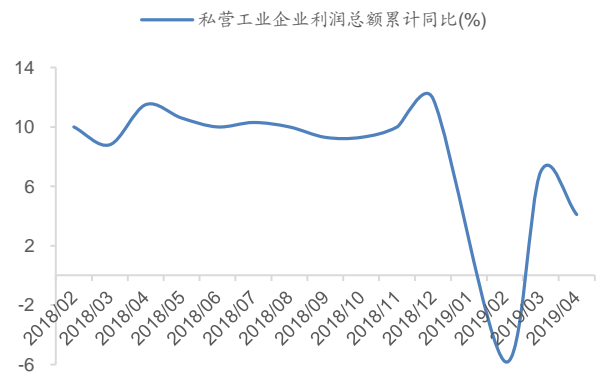
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 105: 2019 年 4 月固定资产投资完成额累计同比增速回落



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 106: 2019 年 4 月私营工业企业利润总额累计同比回落



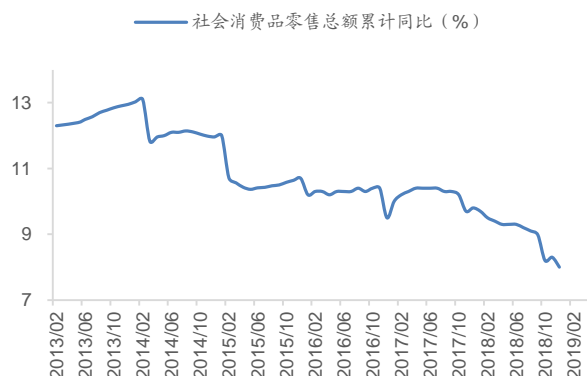
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 107: 2019 年汽车数据走弱



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 108: 2019 年零售数据走弱



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

当 2019 年一季度以来部分热点城市楼市出现过热征兆时，政策已出现微妙变化，进入六月份以来，政策趋严信号明显：

一、4 月 10 日，合肥市住房保障和房产管理局就进一步规范商品房销售行为发布紧急通知，打击炒房，严禁哄抬房价、捂盘惜售等行为；

二、4 月 16 日，财政部发布《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》，2019 年 37 个省市棚改套数共计 285.29 万套，较 2018 年计划改造套数减少近 51%。

三、4 月 18 日，长沙下发了《关于调整长沙市第二套住房交易环节契税政策的通知》，自 2019 年 4 月 22 日起，在长沙市范围内停止执行对家庭第二套改善性住房的契税优惠政策，即对个人购买家庭第二套改善性住房，按 4% 的税率征收契税。家庭第二套改善性住房是指已拥有一套住房的家庭，购买的家庭第二套住房；

四、据新华社 4 月 19 日消息，近期住房和城乡建设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，住房和城乡建设部对 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；

五、4 月 19 日中共中央政治局召开会议，重申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；

六、辽宁丹东市政府办公室印发《关于进一步做好房地产市场稳定工作的通知》，从 4 月 27 日起，对非本地户籍家庭购买新建商品住房实行限购政策，在市区范围内允许购买 1 套新建商品住房，对于本地和非本地户籍家庭，需在市区内购买住房，自网签购房合同备案满 5 年，并取得不动产权证书后方可上市交易，市区范围内的新建商品住房申报预售价格备案，备案价格不得高于周边同质可比房屋的当期网签销售均价，对于在售商品住房的销售价格，同一楼盘商品住房销售价格每月环比涨幅不得超过 0.6%；

七、4 月 28 日，深圳市住房公积金管理中心发布《深圳市住房公积金提取管理规定》，主要调整租房提取额度将差异化安排，限制交易类型，以及共有产权类住房将可申请公积金贷款等；

八、5 月 6 日，国家发展改革委召开专题新闻发布会，国家发改委规划司司长陈亚军在新闻发布会上指出，放宽落户不等于放松对房地产的调控。

九、5 月 16 日苏州出台《市政府关于进一步促进全市房地产市场持续稳定健康发展的补充意见》，学区房调整为 9 年 1 学位；

十、根据新华社 5 月 18 日报道，住建部于 4 月 19 日对 6 个城市进行预警提示的基础上，又对近 3 个月新建商品住宅、二手住宅价格指数累计涨幅较大的佛

山、苏州、大连、南宁 4 个城市进行了预警提示；

十一、5 月 18 日银保监会发文，明确了整治违规向房企“输血”的乱象；

十二、根据海南省六部门 5 月 22 日发布新规，明确要求新建乡村民宿必须坚持逢建必报，严禁以开办乡村民宿名义变相发展房地产；

十三、据《新浪财经》报道，6 月 14 日中国人民银行成都分行发出紧急通知，“要求各家银行一手房首套按揭利率不得低于上浮 15%，二套房不得低于上浮 20%”；

十四、6 月 15 日，银保监会主席郭树清表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升，相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为”。

十五、6 月 20 日，西安限购升级，非西安市户籍居民家庭在西安住房限购区域内无住房且能够提供 5 年以上（含 5 年）个人所得税或社会保险证明的，方可购买 1 套商品住房或二手住房；

十六、据《华夏时报》6 月 20 日报道，中国银行在杭州率先上调首套房房贷利率，从原本的基准利率上浮 5%增加到上浮 8%；

十七、据《乐居买房》报道，6 月 20 日苏州多家银行住房按揭贷款停止放贷，放款时间延长；

十八、据《观点地产网》7 月 6 日报道，针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，银保监会近日开展了约谈警示，要求这些信托公司增强大局意识，严格落实“房住不炒”的总要求，严格执行房地产市场调控政策和现行房地产信托监管要求；

十九、7 月 12 日，国家发改委发布通知明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；

二十、7 月 18 日，大连发布限涨令：房价只准跌不准涨，但跌幅不能超 5%；

二十一、7 月 24 日，苏州三个月来第三次出台加码政策，限售区域进一步扩大；

二十二、7 月 26 日，洛阳发布限价令：单价超 4 余人签约价不得网签；

二十三、7 月 29 日，人民银行在北京召开座谈会表示要加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管；

二十四、7 月 30 日，中央政治局会议提出，不将房地产作为短期刺激经济的手段。

政策预判是构建《A 股地产板块择时框架》的关键指标

通过上述梳理，我们认为：从相对收益来看，投资者对行业调控政策的预期是构建《A 股地产板块择时框架》的关键指标。预期政策持续友好阶段，A 股地产板块大概率能跑赢大多数行业，预期政策持续收紧，A 股地产板块大概率难有较好的表现。对政策的预期，由行业及宏观基本面决定，并受官方舆论引导，行业基本面越差，对政策预期好转越有利。例如：

一、2007 年底至 2008 年 3 季度，经济过热、行业繁荣，货币政策及行业政策都不友好，政策预期亦悲观，地产股行情较差；

二、2008 年底，经济、行业处于低谷，货币政策大幅放松，后续政策放松预期强烈，2009 上半年地产股走出大行情；

三、2009 年下半年，地产基本面变好，针对乱象的整治开始，此时舆论环境较

差，虽然政策密集出现在 2010 年，但由于政策预期较差，2009 年 7 月地产股便触顶回落；

- 四、2011 年 10 月份，房地产各项指标均已调整了一年多，对经济的负面影响开始逐步显现，这时，南京率先出台了公积金贷款放松政策，其后，市场又出现了佛山放松“限购”的传闻，政策放松预期强烈，2012 年地产股出现了趋势性机会。但在 2012 年 6-8 月，销售转热、“地王”冒头，政策打压预期再现，期间板块指数走出了超过 21% 的下跌行情；
- 五、2013 年行业指标向好，地产销售火热，房价暴涨，以“新国五条”、“新国六条”为指导的打压政策层出不穷，政策面偏紧，政策预期较差，2013 年 6 月银行出现“钱荒”，对股市、地产行业均有打击，地产板块于 2013 年至 2014 年 2 月走出下跌行情；
- 六、2013 年底，行业基本面急转直下，2014 年政策放松预期加大并持续兑现，2014 年-2015 年 6 月，地产股又出了趋势性的大行情；
- 七、2015 年四季度，地产去库存启动，政策预期向好，又因地产板块也显著受益于由于 2015 年 6 月指数恐慌性下跌造成的举牌潮，地产板块在这个时间段内走出了一波上涨行情；
- 八、2016 年上半年行业指标向好，楼市火热，虽然有降契税、降首付、甚至降准等利好，但是由于行业繁荣、楼市火爆，舆论环境不佳，部分热点城市也出现了打压政策，政策预期极差，地产板块在这段时间内走出下跌行情；
- 九、由于 2017 年股市的风格切换，投资者更青睐硬资产、业绩好的公司，2017 年，上证 50、白酒指数等均出现大行情，而 A 股地产板块涨幅微小，涨幅显著的地产 A 股寥寥，于是进入 2018 年 1 月地产板块走出了一波补涨行情，但由于并不是由“政策预期”驱动，这波行情表现出了走势急、时间短的特点，赚钱效应差；
- 十、2018 年初，行业开始去杠杆，在“防风险”、“防泡沫”的指导思想下，地产融资收紧，各地“四限”政策仍在出台，而行业在 2018 年上半年表现出了结构性过热和微观繁荣，致使政策不断打压的预期出现，进入 2018 年 3 月，贸易战争端开启，上半年虽有央行降准两次这种利好出现，仍难改变地产板块在 2018 年 1 月至 2018 年 10 月走出下跌行情且主跌浪主要发生在上半年的现象；
- 十一、进入 2018 年四季度，行业回归理性，政策打压预期减弱，且政策正在边际改善，地产板块在 2018 年四季度至 2019 年 4 月走出上涨行情；
- 十二、2019 年 4 月以来，除了地产行业数据还相对较好，宏观及其他行业数据均持续走弱，在“经济不好，但地产风景这边独好”的背景下，政策持续趋严，A 股地产板块于 2019 年 4 月至今走出下跌行情，期间即使有反弹，力度也很弱。

《择时框架》的核心要点

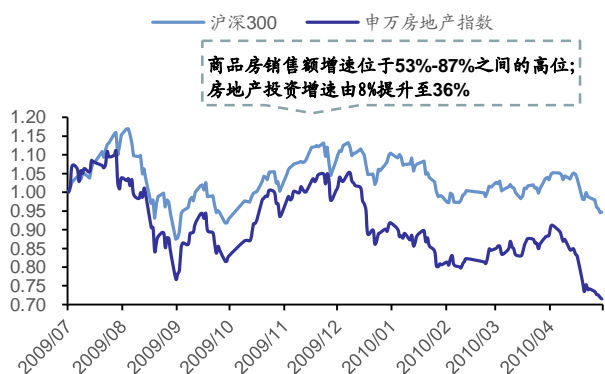
A 股优势地产股的业务模式趋同，因此行情一致性比较强，涨时同涨、跌时同跌，差异主要在涨跌幅。我们自上而下择时、预判地产 A 股整体行情趋势，所采用的研究框架是孕育于 2008 年底、成型于 2012 年的《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，该框架核心要点：

- 一、中国房地产业市场容量巨大，是毋庸置疑的支柱产业，其根本制度是“土地公有制”；
- 二、正因其支柱地位，且土地公有，中国房地产就有条件、亦必然成为国家“调节周期”和“平衡利益”的工具，这是中国房地产业的本质。所谓“调节周期”

行业越繁荣，优势地产股越“烦恼”

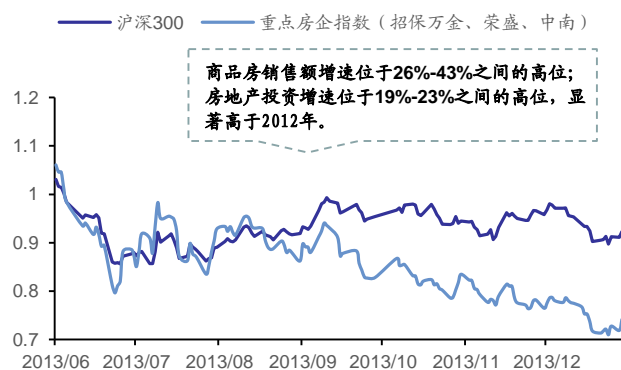
小周期繁荣阶段的标志是房价显著上涨（因应不同的政策、货币宽松程度，房价上涨的幅度和范围有所不同，或是全面上涨、或是一、二线城市上涨）。当房价显著上涨、“老百姓抢购房子”的报道铺天盖地占据媒体版面、刷爆朋友圈、房地产投资增速攀升时，舆论及“政策”或“政策预期”就将会不友好，政府对房地产的态度会以“平衡利益”为主，政策趋紧、房价受调控所限但地价由于供给被垄断很难松动导致房企拿地成本相对攀升，行业的两个核心驱动变量均处在不利位置，因此优势地产股大概率会跑输大部分其他行业。

图 111: 地产股 09 下半年至 10 上半年繁荣期跑输大盘



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

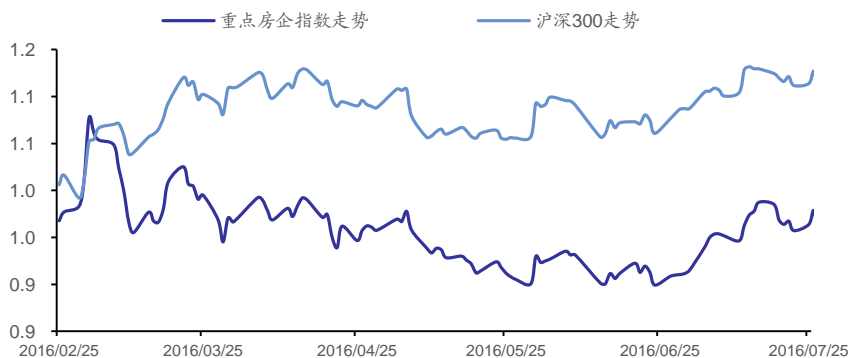
图 112: 地产股 13 年繁荣期超额收益大幅下降并跑输大盘



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

比如: 2016 年上半年销售增速快速提升、“抢房”报道充斥媒体，纵然行业利好连连，依然没有打破“行业越繁荣、传统地产股越烦恼”的铁律。

图 113: 2016 年上半年优势地产股走势疲弱



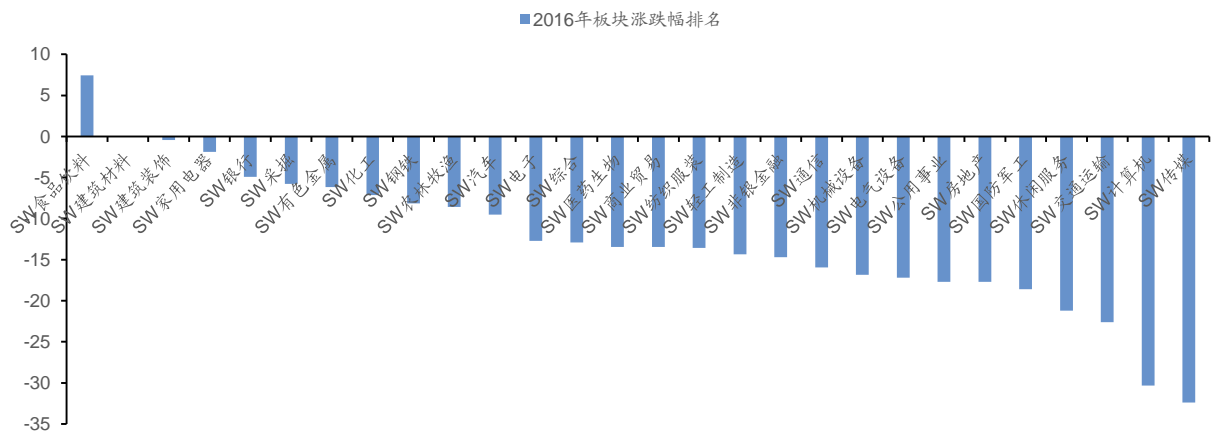
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 16: 2016 年 2-3 月房地产行业利好连连

| 时间 | 部门 | 文件/要求 | 主要内容 |
|-----------------|--------------|---------------------------|---|
| 2016 年 2 月 2 日 | 央行、银监会 | 《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》 | 在不实施“限购”措施的城市，首套房商贷最低首付比例可向下浮动 5 个百分点至 20%，二套房商贷最低首付比例降至 30%。 |
| 2016 年 2 月 6 日 | 国务院 | 《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》 | 着力解决好“三个 1 亿人”城镇化问题，积极推进农业转移人口市民化 |
| 2016 年 2 月 17 日 | 财政部、税务总局、住建部 | 《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》 | 1. 首套房 144 平方米以上房屋契税由 3% 降至 1.5%；二套房契税由 3% 降至 1%（90 平方米以下），由 3% 降至 2%（90 平方米以上）； 2. 两年以上房屋交易全部免征营业税，不再征收 2 年以上非普通住宅的营业税；北上广深不适用此条 |
| 2016 年 2 月 29 日 | 央行 | 降准 | 2016 年 3 月 1 日起，普遍下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。上次降准为 2015 年 10 月 23 日 |

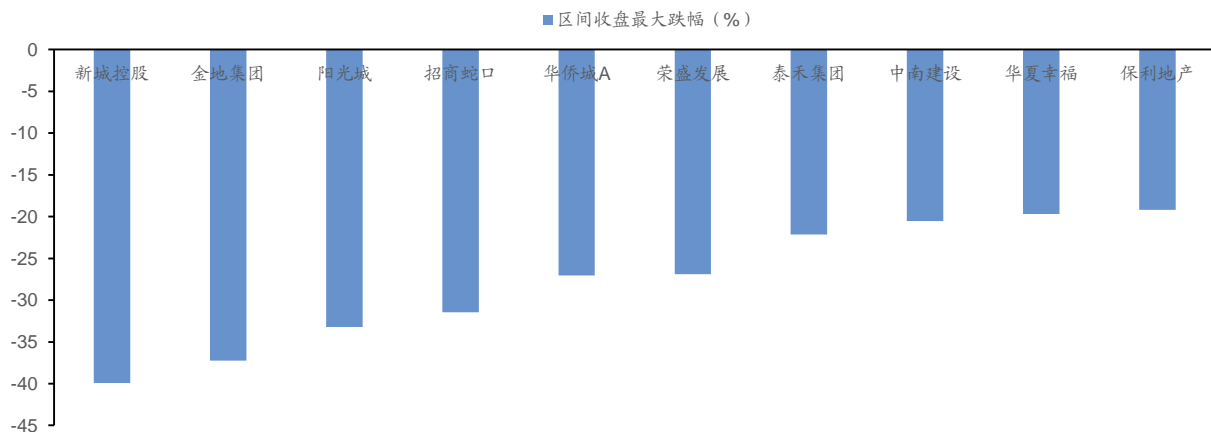
资料来源：各地政府网站、国信证券经济研究所整理

图 114: 2016 年申万房地产指数全年涨幅在 28 个行业中排倒数第六



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 115: 2016 年上半年重点房企股价跌幅惨重



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

又比如：分析 2018 年初官方披露的房地产行业数据、媒体报道以及舆情热点，我们看到房地产行业出现了一些与 2017 年不一样的变化，呈现出结构性过热和微观繁荣的特征：①库存持续走低：根据上海易居研究院监测，2018 年 5 月，百城新建商品住宅存销比仅为 9.8 个月，显著低于合理存销比 12-16 个月的水平，百城库存规模仅相当于 2012 年 3 月水平；②从新建商品住宅累计销售额/累计销售面积得出的房价口径来看，2018 年以来房价持续暴涨，上半年各月份的涨幅远远大于 2017 年同期，其中 5 月份的涨幅达到了 10.26%，比去年同期高出 7.21 个百分点，东北、中部、西部、东部地区的房价在 2018 年上半年

均呈现爆发式上涨，涨幅分别达 18%、13%、12%、12%；③“抢购住房”的新闻报道明显增多，占据各大媒体版面、刷爆朋友圈，成为舆论焦点；④土地市场热度不减：中原地产研究中心统计数据 displays，5 月单月，中原监控的 50 城合计买地金额同比增长 111.5%、1-5 月同比增长 57.6%；⑤4 月份披露的前 3 个月的房地产投资累计同比增速创下了三年新高，前 4、前 5 个月的累计同比增速基本保持在前 3 个月的高位；另外，前 6 个月的新开工面积累计同比增速创下了 22 个月新高。而 2018 年 1 月底至 8 月初，房地产指数累计跌幅超 38%，跌幅位居第一，并大幅跑输沪深 300，而优势地产股跌幅尤为惨烈。

图 116: 2018 年上半年地产股跌幅尤为惨烈

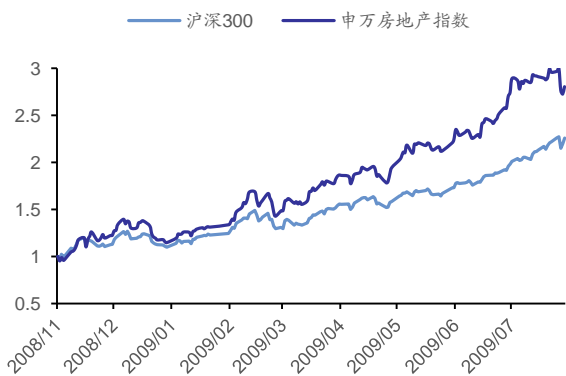


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

销售额累计同比增速转负，地产股的逻辑重回“调节周期”，股价走势演化为大级别行情

小周期复苏的标志是政策见底、流动性见底、基本面预期见底，一般来说，“三底”中“政策底”先见到，然后是“流动性底”，最后是“基本面底”。只要“政策底”出现，即可前瞻性判断“小周期复苏”的信号出现了。这一阶段“传统地产股”在“政策”及“政策预期”的强大驱动下，估值抬升的速度非常快，并能提前反映未来基本面改善的预期，“传统地产股”整体超额收益上升、放大，即所谓的“赚估值的钱”。

图 117: 地产股 08 年底至 09 年上半年的复苏期跑赢大盘



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 118: 地产股 2012 复苏期显著跑赢大盘



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 119: 地产股 2014 年复苏期的大级别行情

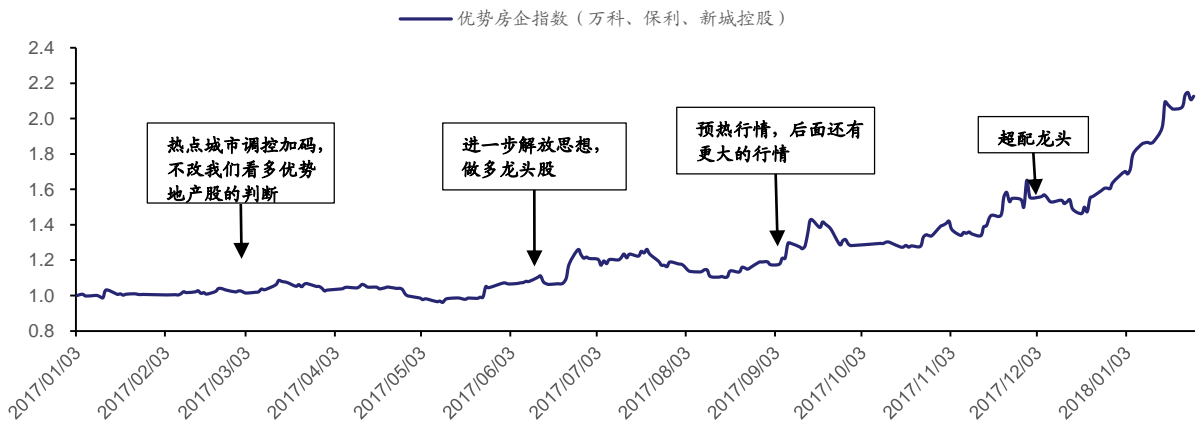


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

实证应用

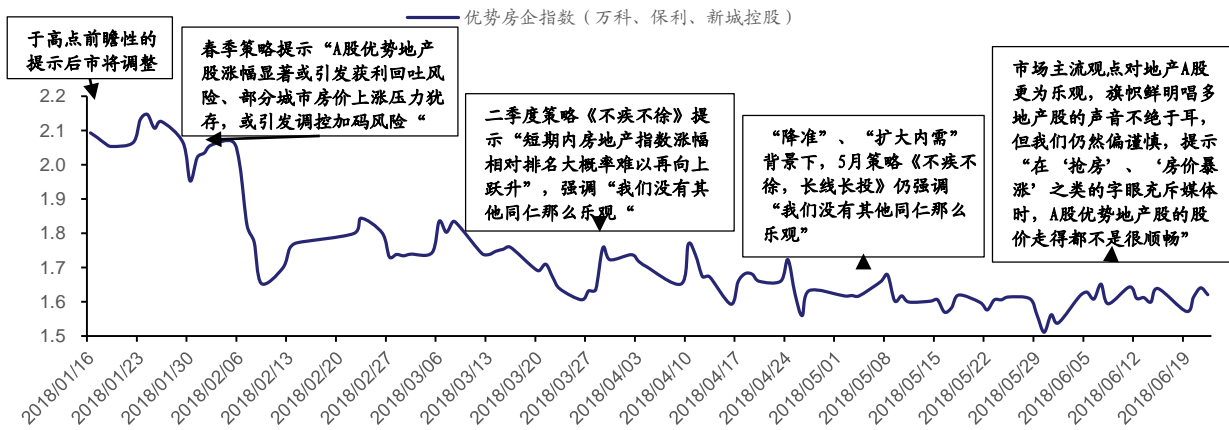
《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》蕴含的道理简单、朴素，却基本行之有效，在过去 12 年已持续被验证，2018 年之前的复盘详情参见我们 2016 年发布的方法论专题《地产 A 股小周期理论框架的梳理及实证应用》、2018 年发布的行业专题《优势地产股的择时逻辑》，这里不再赘述，复盘近期 A 股优势地产股的走势，我们仍可以看到这个框架还是能够获得很强的市场验证的。因此利用《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》是能够比较准确地预测到各年份地产 A 股的整体趋势及每年地产 A 股整体行情所发生的一些较大的波动的。

图 120: 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》2017 年至 2018 年初的实证应用



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 121: 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》2018 年 2-7 月的实证应用

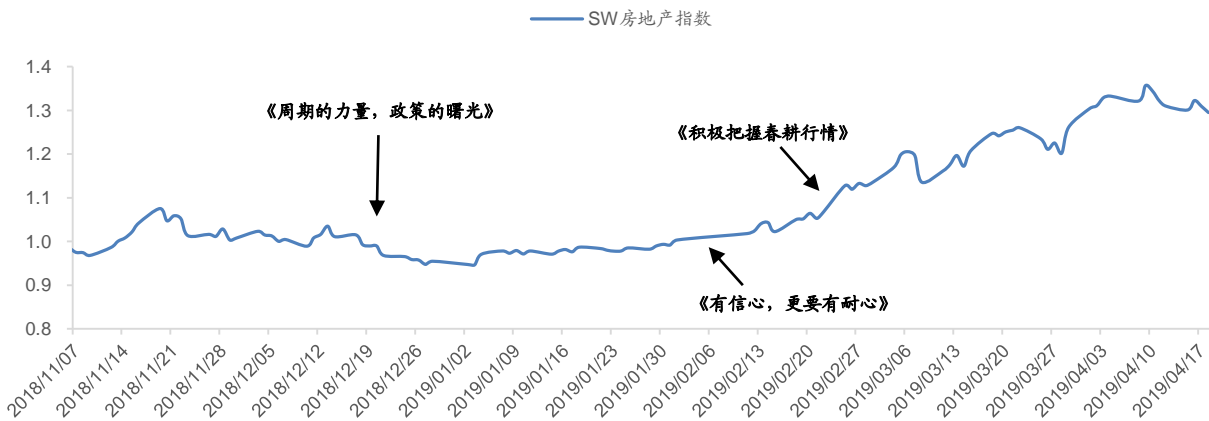


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

我们于 2018 年 4 季度底部翻多，于 2018 年 4 季度-2019 年 1 季度陆续发表了《周期的力量，政策的曙光》、《有信心，更要有耐心》、《积极把握春耕行情》等多篇报告，看多地产股的机会并建议加大对地产股的配置。

从板块表现看，《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》的有效性继续被验证：2018 年 10 月 18 日至 2019 年 4 月 7 日，申万房地产指数涨幅达 52.7%，跑赢沪深 300 高达 22.4 个百分点，取得了显著的绝对收益及相对收益，优势地产股涨幅尤为显著：新城控股涨 108.4%、中南建设涨 91.8%、金地集团涨 82.6%、蓝光发展涨 78.5%、荣盛发展涨 69.9%、阳光城涨 68.0%、华侨城 A 涨 64.8%、金科股份涨 54.2%、华夏幸福涨 53.0%、万科 A 涨 51.8%、招商蛇口涨 44.9%、保利地产涨 33.7%。

图 122: 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》2018 年 8 月起底部翻多的实证应用



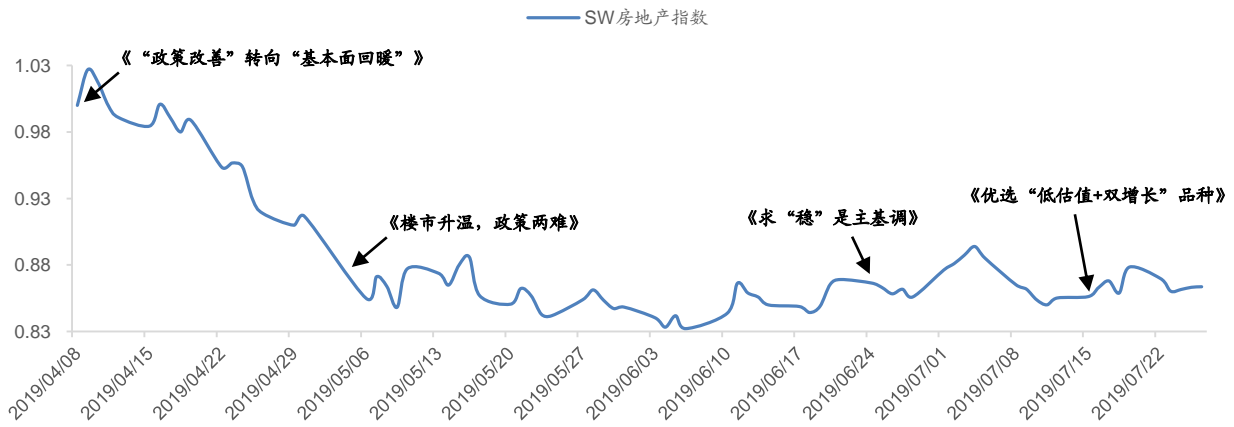
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

在 2018 年 4 季度以来的政策改善、货币放松及今年股市回暖带来财富效应的三重作用下，楼市回暖明显，在一些供求矛盾突出、需求被压抑得比较久的城市出现了回暖趋势，楼市“小阳春”效应显现，部分城市甚至出现了“过热”的征兆，在当时的时点我们判断，随着楼市回暖明显，政策改善的预期必将减弱。据此，我们于 2019 年 4 月 8 日开始没那么乐观，陆续发布《“政策改善”转向“基本面回暖”》、《楼市升温，政策两难》、《求“稳”是主基调》……，从建议“加大对地产股的配置”转变为建议“机构投资者拿住手中的筹码”。

从板块表现来看，2019 年 4 月 8 日至今，申万房地产指数跌幅达 17.0%，跑输沪深 300 达 11.5 个百分点，其中新城控股跌 37.4%、荣盛发展跌 24.0%、蓝光

发展跌 19.0%、金科股份跌 18.6%、阳光城跌 18.4%，《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》持续被验证。

图 123: 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》2019 年 4 月起开始偏谨慎的实证应用



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

对于 2019 年下半年的判断, 我们认为, 前期货币宽松已初露边际效用递减的信号, 因此 5 月以来市场也出现了“政府或进一步加大货币宽松力度、加快货币宽松节奏”的预期。但由于一季度宏观杠杆率已创下历史新高, 加上前期楼市升温主要发生在一、二线城市, 而一、二线城市又普遍存在房价收入比整体偏高、对产业链拉动作用远不及三四线且住房预售条件高等制约“利用房地产拉动经济”的因素, 因此下半年对一二线的房地产调控仍偏紧, 并且如果货币宽松加码, 一、二线的调控反而大概率会更严, 而三四线由于过去几年高歌猛进推动棚改货币化刺激住房需求已在一定程度上透支了未来, 新的刺激三四线住房需求的有效手段又尚未创造出来, 三四线下行压力将持续。6 月 15 日, 银保监会主席郭树清表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升, 相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资, 不仅挤占其他产业信贷资源, 也容易助长房地产的投资投机行为”。

根据本框架, 我们预计 2019 年下半年 A 股地产板块整体走势不会有特别大的波动, 在政策预期偏紧及官方舆论偏严的阶段, 的阶段, A 股地产板块较难有大的上涨行情, 但一些符合“低估值+双增长 (已披露的合同销售额及归母净利润预测值双双显著增长)”的品种, 其股价表现或会稍好一些。

表 17: 2019 年 Wind 一致预期归母净利润增速大于 20%的重点公司一览 (按 2019E 增速排序)

| 序号 | 公司代码 | 公司名称 | 归母净利润 2019E (亿元) | 同比增速 | 归母净利润 2020E (亿元) | 同比增速 |
|----|-----------|------|------------------|------|------------------|------|
| 1 | 000961.SZ | 中南建设 | 42 | 93% | 72 | 70% |
| 2 | 600466.SH | 蓝光发展 | 33 | 50% | 51 | 52% |
| 3 | 000671.SZ | 阳光城 | 43 | 41% | 58 | 36% |
| 4 | 000656.SZ | 金科股份 | 51 | 32% | 64 | 24% |
| 5 | 601155.SH | 新城控股 | 136 | 29% | 174 | 28% |
| 6 | 600340.SH | 华夏幸福 | 151 | 29% | 196 | 30% |
| 7 | 002146.SZ | 荣盛发展 | 96 | 27% | 118 | 23% |
| 8 | 600048.SH | 保利地产 | 239 | 27% | 291 | 22% |
| 9 | 001979.SZ | 招商蛇口 | 192 | 26% | 231 | 20% |
| 10 | 000002.SZ | 万科 A | 410 | 21% | 483 | 18% |
| 11 | 600383.SH | 金地集团 | 98 | 21% | 115 | 18% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (上述品种仅作列示, 不做推荐)

表 18: 重点公司未来两年 Wind 一致预期动态 PE 一览

| 序号 | 公司代码 | 公司名称 | PE (2019E) | PE (2020E) |
|----|-----------|-------|------------|------------|
| 1 | 002146.SZ | 荣盛发展 | 3.9 | 3.2 |
| 2 | 601155.SH | 新城控股 | 4.3 | 3.4 |
| 3 | 000069.SZ | 华侨城 A | 4.6 | 3.9 |
| 4 | 600466.SH | 蓝光发展 | 5.4 | 3.5 |
| 5 | 600383.SH | 金地集团 | 5.5 | 4.7 |
| 6 | 600340.SH | 华夏幸福 | 5.7 | 4.4 |
| 7 | 000671.SZ | 阳光城 | 6.2 | 4.6 |
| 8 | 000656.SZ | 金科股份 | 6.4 | 5.1 |
| 9 | 600048.SH | 保利地产 | 6.9 | 5.7 |
| 10 | 000961.SZ | 中南建设 | 7.3 | 4.3 |
| 11 | 000002.SZ | 万科 A | 7.8 | 6.7 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (上述品种仅作列示, 不做推荐)

风险

上述框架的核心假设在于——商品住宅开发仍是中国的支柱产业。若中短期崛起一个市场容量与商品住宅开发一样巨大、且能替代商品住宅开发对中国宏观经济拉动作用的行业, 则上述研究框架失效, 相应地, 根据该框架所做的策略建议亦失效。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032