

2010 年 5 月 6 日

策略如何看房地产？

——打造房地产的“驱动力”和“信号验证”机制

相关研究

《煤飞色舞，牛市之始：倒煤透顶，色即为空——上游投资逻辑》——2010 年 3 月 23 日

《策略如何看有色——打造有色的“驱动力”和“信号验证”机制》——2010 年 3 月 3 日

《策略如何看煤炭——打造煤炭的“驱动力”和“信号验证”机制》——2010 年 1 月 25 日

《打造行业配置的“驱动力”和“信号验证”机制——策略研究的方法和体系》——2009 年 10 月 20 日

分析师

凌鹏（策略）(A0230209090482)
lingpeng@swsresearch.com

殷姿（房地产）
yanzi@swsresearch.com

江征雁（房地产）
jiangzy@swsresearch.com

李鹏（金融工程）
lipeng@swsresearch.com

冯宇（策略）
fengyu@swsresearch.com

苏畅（宏观）
suchang@swsresearch.com

联系人

戴卉卉
(8621)63295888x410
daihh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 63295888
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com> (0788) 使用 1

主要内容：

- 房地产行业在美国和中国都意义重大，美国重在影响消费，中国重在影响投资。全国商品房销售面积和全国商品房销售均价是整体性的指标，每周公布的一、二线城市一手房、二手房的量和价是日常跟踪指标。京、沪、深三地的可售量，只可做纵向比较，无法做横向比较。土地成本、营业税、增值税和利息支出体现地方政府、中央政府和银行对房地产行业的影响。销量与竣工、房价同步，领先新开工 5 个月；挖掘机、重卡看新开工；钢铁、玻璃、水泥看竣工；家电看销量。
- 全国商品房销售面积和销售均价是最核心的两个指标，分析员根据销售率、可售量、开发商资金状况、政策力度和货币供应等情况对这两个指标进行预测，以体现对房地产行业的整体看法。房地产是一场复杂的游戏，其博弈至少涉及六个主体，分别是中央政府、地方政府、开发商、银行、自住客和投机客。2003 年来，调控无力，不在于房子供应不足，而在于过早具备投资属性，大量新房被作为投资品囤积，刚性需求者不得不高价购买。
- 房地产行业大周期由人口结构决定，小周期由政府政策引起，行业小周期会引发股价大波动。房地产开发商资金链是决定一手房价的根本。打压二手房价，就要降低房产的收益预期，系统性提高投资客持有成本会促其抛售，从而带动房价下跌，最终使房价上涨和下跌概率平衡，房产投资属性下降。房地产销售和 M1 非常相关，略滞后于实际利率。
- 从月度分布上，三月份出现超额收益的概率最大。每年二月份是传统的销售淡季，三月份销量会回升，而三到六月份是房地产新开工旺季，这和中游行业的旺季相符。在 A 股，房地产股票具备很强的领先性，甚至比上游的煤炭、有色还要早，因为房地产股票的调整主要源于政府对房地产市场的调控，而房地产调控往往引发投资者对固定资产投资、对中游制造业景气的担忧，进而引发对上游资源价格的担心，过去两个周期，房地产行业均引领 A 股的方向。另外，房地产超额收益与销售同比更加相关。
- 房地产的需求要通过宏观的逻辑推导和微观的调研指数来判断。房地产数据比较缺乏，且很多数据不具代表性，必须通过调研和其他行业的验证数据来进一步了解事实真相。调研对象主要涉及中介、开发商、银行和相关中游行业。

目 录

1. 房地产的“驱动力”+“信号验证”机制	4
1.1 “房”者道之动——美国重在消费，中国重在投资	4
1.2 房地产的“驱动力”和“信号验证”机制	8
1.3 房地产“驱动力”和“信号验证”机制的历史验证	12
2. 超额收益分析：政策为王，销售是本	14
2.1 房地产收益分析：关注政策和销售	14
2.2 策略如何看房地产：用宏观推导和调研指数来把握需求	16

图表目录

图 1: 美国的城市化率在 1960 年达到 70%	4
图 2: 美国房价指数和消费支出同比相关度大	4
图 3: 1998 年房地产作为扩大内需的重要手段	5
图 4: 房地产投资占固定资产投资 20%以上	5
图 5: 房地产销售同步竣工, 领先新开工 5 个月	7
图 6: 房地产销售和价格基本同步	7
图 7: 房地产开发和销售流程	7
图 8: 房地产竣工领先钢铁产量, 但新开工滞后	8
图 9: 房地产竣工领先水泥产量, 新开工滞后	8
图 10: 房地产竣工领先玻璃产量, 新开工同步	8
图 11: 房地产新开工领先挖掘机销量, 竣工同步	8
图 12: 房地产新开工领先重卡销量, 竣工同步	8
图 13: 房地产销售和电冰箱销量同步	8
图 14: 房地产的驱动力和信号验证图	9
图 15: 房价博弈涉及六个主体	10
图 16: 美国 25-35 岁人口增速和房价增速相关	11
图 17: 英国 25-35 岁人口增速和房价增速相关	11
图 18: 日本人口结构和土地价格周期非常相关	11
图 19: 中国人口结构拐点在 2015 年来临	11
图 20: 政策引发房地产行业小周期, 降低销售和价格增速	12
图 21: 商品住宅价格在 99、02 和 08 年下跌过	13
图 22: 房地产开放商资金链在 02 和 08 年紧张	13
图 23: 销售同比和M1 同比非常相关	14
图 24: 实际利率领先销售同比	14
图 25: 每年三到六月是房地产的新开工旺季	15
图 26: 每年二月份是房地产的销售淡季	15
图 27: 房地产超额收益和价格同比相关不大	16

图 28: 房地产超额收益和销售同比关系密切.....	16
表 1: 房地产行业IS表	5
表 2: 房地产涉及到众多领域.....	6
表 3: 三套房信贷政策改变使投机客持有成本大幅上升.....	13
表 4: 房地产在 3 月取得超额收益概率最大.....	14
表 5: 策略跟踪的房地产中观数据库.....	17

策略思考系统报告推出以来，颇受关注，也引发诸多争议。经常被问及两个问题。第一，驱动力和信号验证机制如何直接给出投资建议？关于此问题的说明，详见1月25日发表〈策略如何看煤炭—打造煤炭的驱动力和信号验证机制〉前言部分，在此不再赘述。

第二，报告重在历史规律总结，在一个新兴加转轨的国家，很多行业面临巨大变迁，历史规律对未来的昭示意义有多大？其实，从奥古斯特·孔德提出实证主义哲学以来，实证主义（经验主义，Empirical）一直受到质疑。崇尚逻辑推论的哲学家认为经验主义的悲哀在于即使一个现象1000次重复，也不能证明第1001次必然出现，没有严格逻辑推导的方法缺乏安全感。

我们从来不曾幼稚地认为历史会简单重复，但过去经验、历史规律的总结是有效的逻辑起点。正确的方法应该是：理解总结历史规律→把握变化，提出假设→实地调研，验证假设→等待信号，改变公众预期。

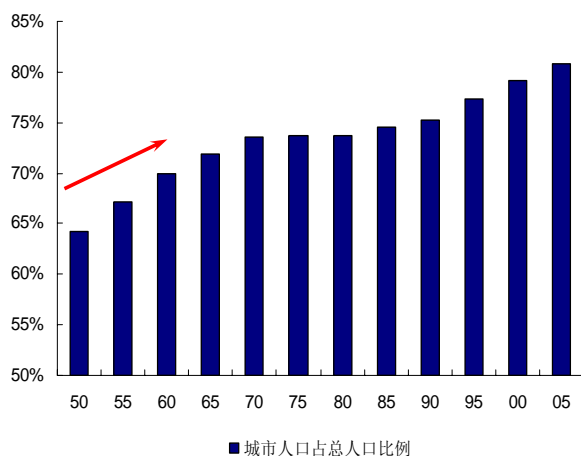
1. 房地产的“驱动力”+“信号验证”机制

根据申万行业分类标准，房地产行业共113家上市公司，流通市值占比为4.56%，总市值占比为3.54%，其中房地产开发102家，园区开发11家。

1.1 “房”者道之动—美国重在消费，中国重在投资

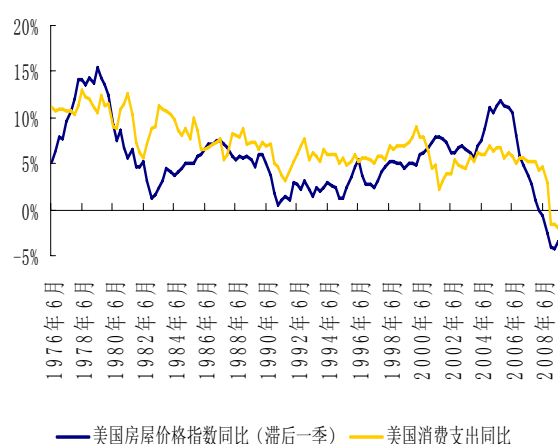
无论美国还是中国，房地产行业均非常重要，但意义不同。美国的城市化率在1960年达到70%，个人消费在八十年代成为经济增长主力，城市化完成后，自住性需求减少，房产成为投资品，再加上美国房地产按揭和抵押市场发达，房地产的金融属性非常强¹，房产价值直接决定家庭部门的财富，进而影响其消费能力，最终影响GDP。

图1：美国的城市化率在1960年达到70%



资料来源：《世界城市化展望2009》，申万研究

图2：美国房价指数和消费支出同比相关度大

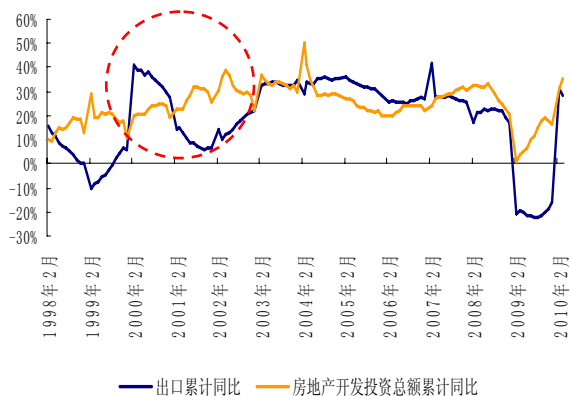


资料来源：Bloomberg，申万研究

¹ 正由于这种原因，在GICS和ICB的行业分类中，房地产被放入Financial Service中，但中国的房地产与制造业关系更大，不应该归入金融品，而应该和钢铁、水泥、机械等投资品放在一起。

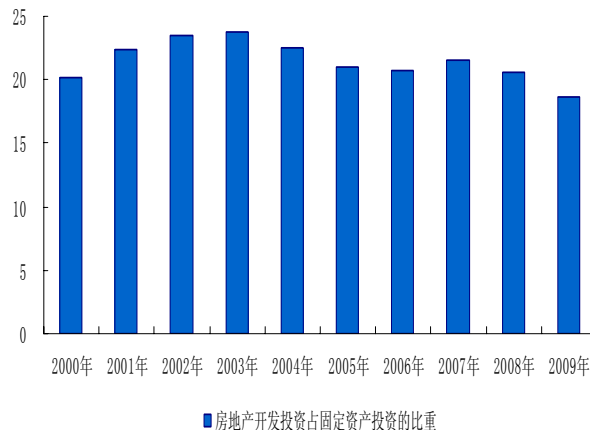
在中国，房地产业在 1998 年后得到大力发展。一方面是应付东南亚金融危机对中国出口的打击，另一方面旨在加大房屋供应，满足居民的自住需求。房地产行业对中国经济的传导路径是影响固定资产投资²，进而影响GDP。

图 3：1998 年房地产作为扩大内需的重要手段



资料来源：CEIC，申万研究

图 4：房地产投资占固定资产投资 20%以上



资料来源：CEIC，申万研究

从损益表角度，最关键的指标还是量和价。全国商品房销售面积和全国商品房销售均价是整体性的指标，每周地方政府公布的一、二线城市一手房、二手房的量和价是日常可跟踪的指标。政府会公布北京、上海和深圳的可售量，但此数据无法横向比较，其统计标准不一致。此外，土地成本、营业税、增值税和利息支出体现了地方政府、中央政府和银行对房地产行业的影响。

表 1：房地产行业 IS 表

利润表项目	明细指标	外生指标
一、营业收入		
量	北京、上海、深圳、广州、天津、南京、苏州、杭州、成都、武汉一手房和二手房销售量（面积）	销售率（经济、信贷、收入预期、实际利率）、可售量（两年新开工）
	全国商品房销售面积增速	
价格	深圳、天津、杭州、武汉一手房销售均价	9 个月前的新开工面积与当前开发商的可售量、需求状况（调研指数）、开发商资金状况（投资额/资金来源）
	全国商品房销售均价	
库存	北京、上海、深圳可售量	
二、营业总成本		
其中：营业成本	土地成本（当时土地购置）、建安成本（PPI 指数）	地方政府
营业税金及附加	营业税及土地增值税	政府
销售费用		

² 房地产本身占固定资产投资 20%左右，又会拉动相关产业，有乘数效应。

管理费用	
财务费用 利息支出	银行、政府
资产减值损失 房价和地价减值	
加：公允价值变动收益	
投资收益	
三、 营业利润	
加： 营业外收入	
减： 营业外支出	
四、 利润总额	
减： 所得税	
五、 净利润	
少数股东损益	
属母公司所有者净利润	

注：为保证损益表的完整性，我们保留空白部分，其他行业在这些部分可能有指标

资料来源：申万研究

表 2：房地产涉及到众多领域

行业	与房地产的关系	主要指标
宏观	影响房地产成本与需求	货币供应量、税收、利率、信贷及按揭比率
钢铁	上游	钢筋产量
水泥、玻璃	上游	水泥产量、玻璃产量
机械	上游	铲土挖掘机械产量
汽车	上游、相关需求	重卡产量、轿车销量
家电	派生需求	电冰箱和电视机销量
银行	相关	房地产开发贷款、按揭贷款

资料来源：申万研究

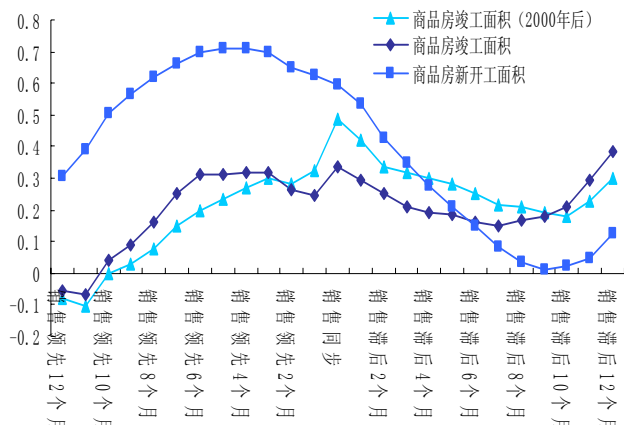
房地产对国民经济意义重大，投资开发阶段拉动投资品，销售入住阶段拉动家电、零售和汽车等行业。我们这里探讨两个问题：房地产价格、销量、竣工和新开工的关系；房地产销售、竣工、新开工和相关行业的关系。

结论一：房地产销量与竣工、房价基本同步，领先新开工 5 个月

经检验，全国商品房销量同比增速与竣工同比增速、房价同比增速基本同步，领先新开工同比增速 5 个月左右。一般思维下的传导机制是：房地产销售上升→房地产价格上升→房地产新开工上升→房地产竣工上升。但检验结果显示竣工领先于新开工，这有统计因素，也可能与开发商的行为模式有关。

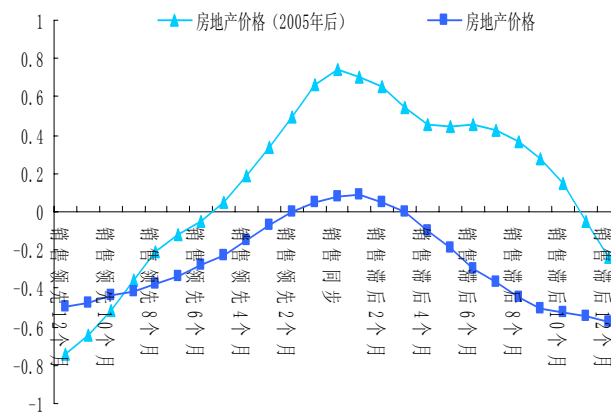
根据国家规定，2005 年 8 月始，取得新开工凭证即计入新开工面积，房子预售即计入销售，取得竣工凭证即计入竣工面积。一般而言，从新开工到预售大致 6 到 9 个月（快则 3 个月），从预售到竣工交房大致一年时间，但预售时间调节幅度非常大。从 2003 年来，国家一直调控房地产，未来销售变得不确定。所以当销售上升时，开发商并不急着新开新项目，而是加大之前新开项目的施工进度，把原来消极怠工的部分完成，所以竣工的量会先上来，之后才有新开工。

图 5：房地产销售同步竣工，领先新开工 5 个月



资料来源：CEIC，申万研究

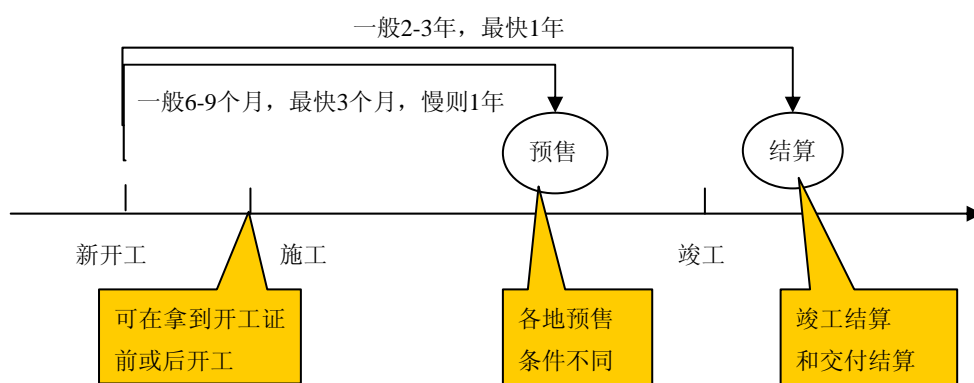
图 6：房地产销售和价格基本同步



资料来源：CEIC，申万研究

由于新开工环节大量使用挖掘机和重卡，施工环节大量使用钢铁、水泥和玻璃，所以在加大施工力度阶段，钢铁、水泥和玻璃使用量增加。从逻辑上讲，新开工应该领先于重卡和挖掘机，竣工应该领先或者同步于钢铁、玻璃和水泥。将新开工面积作为钢铁、水泥和玻璃的领先指标是一种错误。

图 7：房地产开发和销售流程



资料来源：申万研究

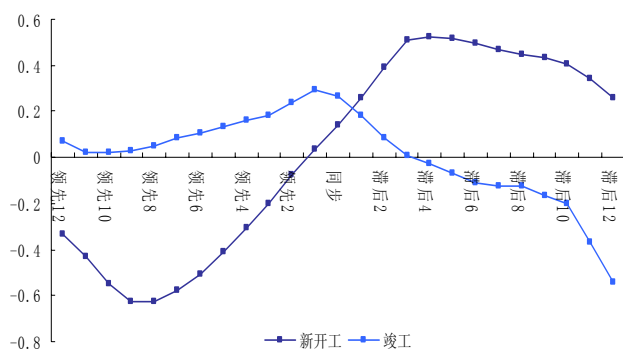
结论二：挖掘机、重卡看新开工；钢铁、玻璃、水泥看竣工；家电看销量

据分析员的经验，钢材大约 30% 的销量、水泥大约 1/3 的销量、玻璃大约 2/3 的销量用于房地产。我们检验了房地产销售同比、新开工同比、竣工同比和相关行业产销量同比之间的关系³。

从相关度看，房地产新开工领先于重卡和挖掘机，竣工稍领先于钢铁、玻璃和水泥，家电和房地产销售几乎同步。

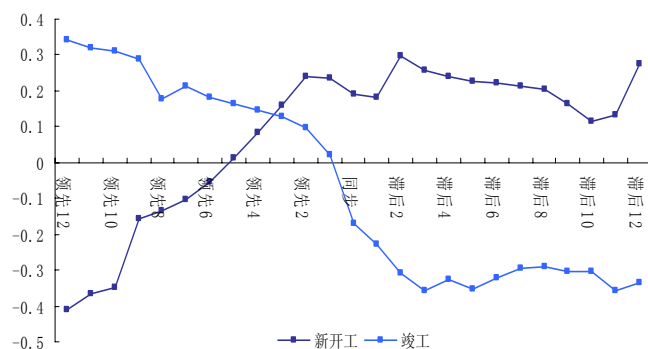
³ 这种单变量检验最大的问题在于忽视了其他驱动因素对这个行业的影响，比如说机械，出口和基础建设对于机械销售收入同样重要。所以我们这里的检验必然是模糊和粗略的，仅能从中得到一些大致的结论。

图 8：房地产竣工领先钢铁产量，但新开工滞后



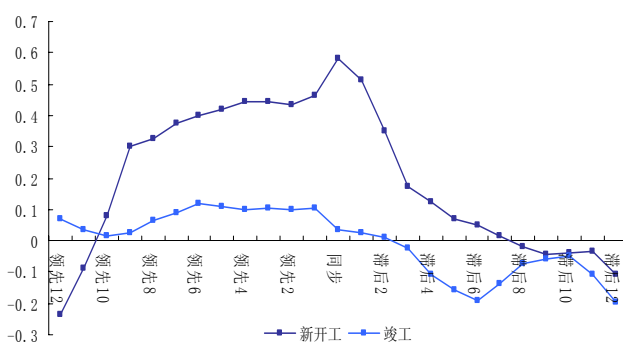
资料来源：华通人，申万研究

图 9：房地产竣工领先水泥产量，新开工滞后



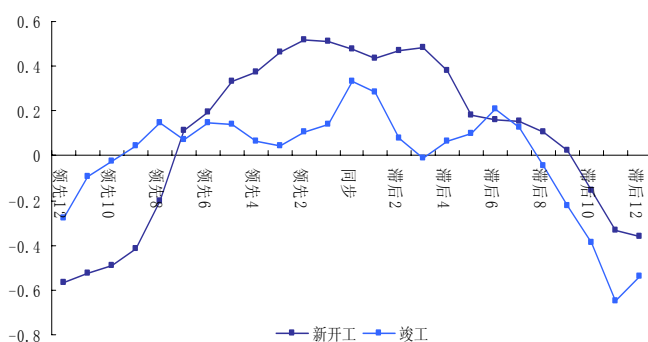
资料来源：华通人，申万研究

图 10：房地产竣工领先玻璃产量，新开工同步



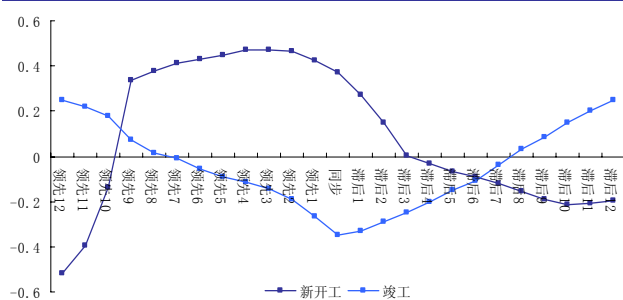
资料来源：华通人，申万研究

图 11：房地产新开工领先挖掘机销量，竣工同步



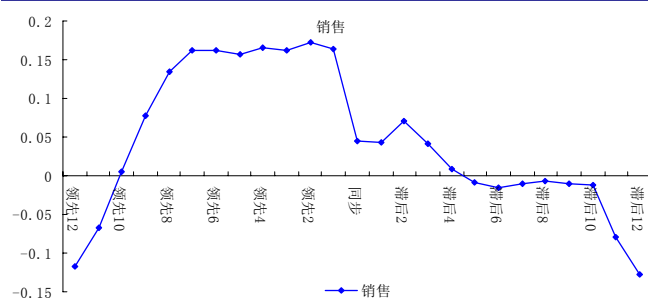
资料来源：华通人，申万研究

图 12：房地产新开工领先重卡销量，竣工同步



资料来源：华通人，申万研究

图 13：房地产销售和电冰箱销量同步

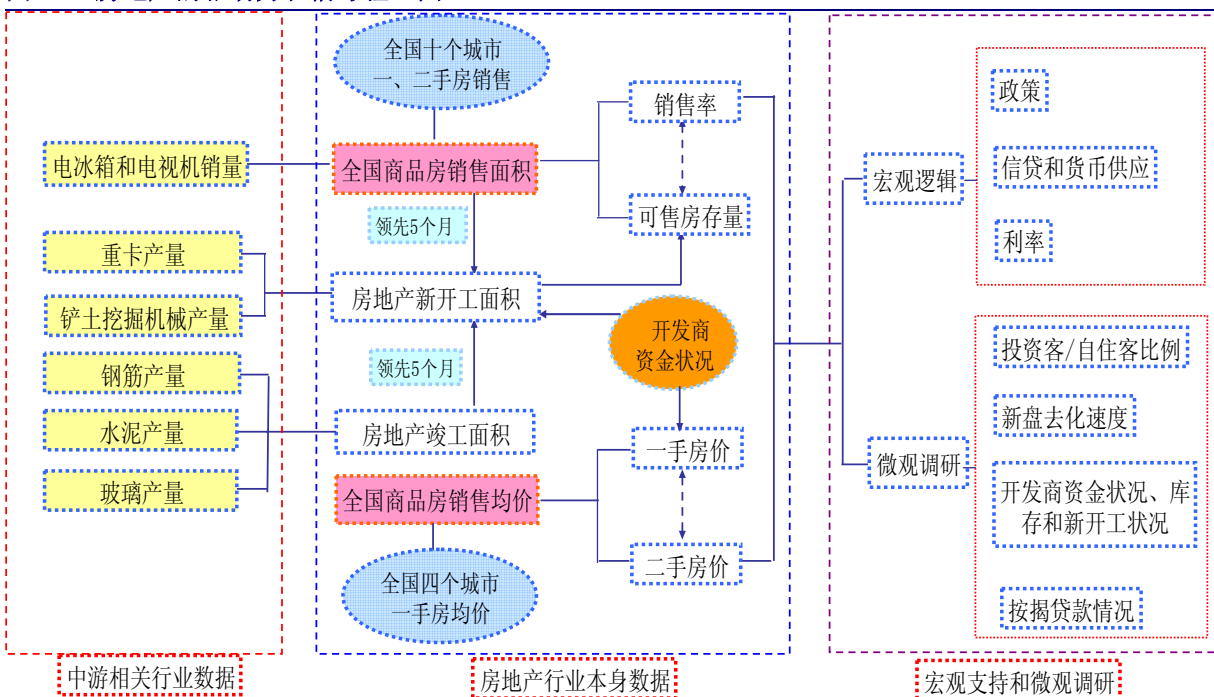


资料来源：华通人，申万研究

1.2 房地产的“驱动力”和“信号验证”机制

房地产行业的逻辑图分为三个层面，分别是中游相关行业数据、房地产行业本身数据、宏观支持和微观调研。

图 14：房地产的驱动力和信号验证图



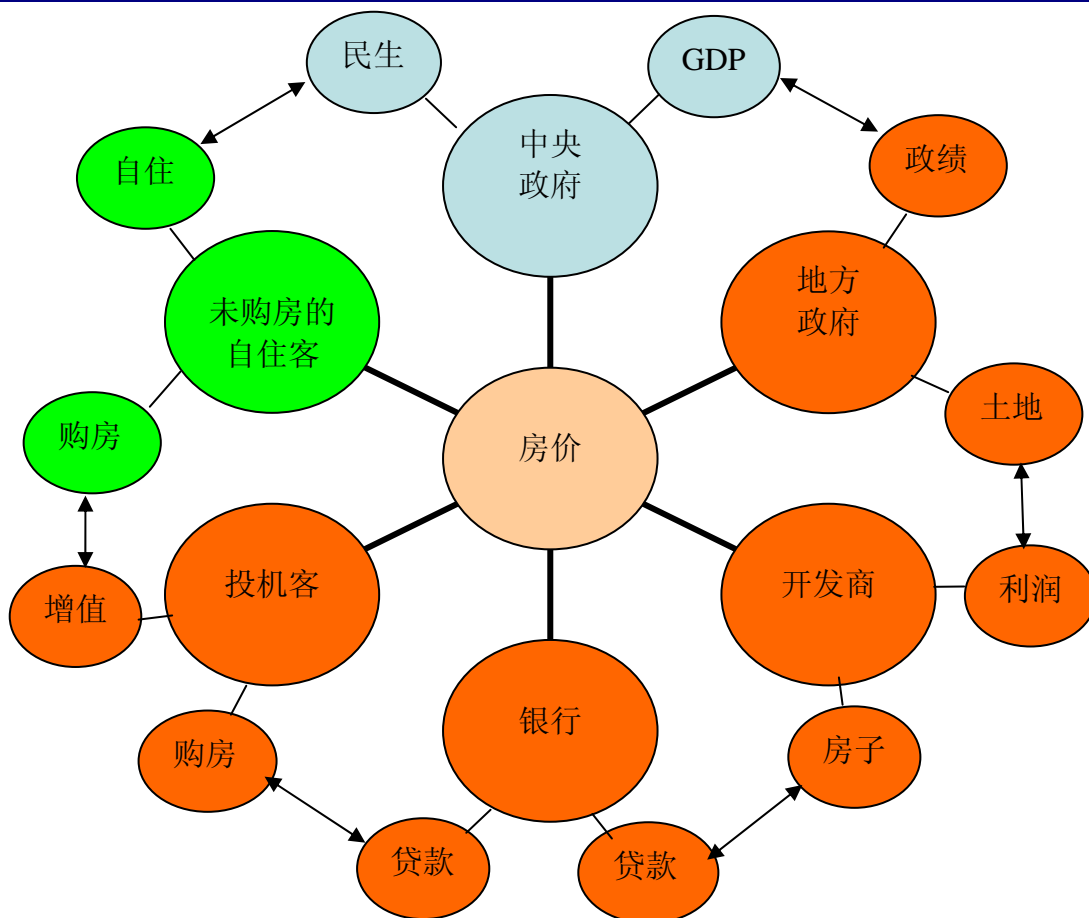
资料来源：申万研究

全国商品房销售面积和销售均价是最核心的两个指标，分析员根据销售率、可售量、房地产商资金状况、政策力度和货币供应等角度对这两个指标进行预测，以体现对房地产行业的整体看法。我们根据销售率和可售量来预测全国商品房销售面积，其中可售量由一到两年前的新开工面积推算，销售率根据宏观逻辑（政策、信贷、利率）和微观调研（新盘销售速度）进行估算。一手房价取决于房地产开发商的资金链，资金链又与新开工、销售和信贷政策息息相关。二手房价取决于投机客的持有成本。

由于各项指标无法量化，所以最终销售面积增速和销售均价增速必然是模糊估算，具体数值并不重要，重要的是数据的修正方向。最后，通过周度公布的若干城市一、二手房销售面积和价格来调节我们的预测。

房地产是一场复杂的游戏，其博弈至少涉及六个主体，分别是中央政府、地方政府、开发商、银行、未购房的自住客和投机客。政府看重 GDP 和民生，提供政策；地方政府看重政绩，提供土地；开发商看重利润，提供房子；银行看重利润和资产质量，提供贷款（开发商和购房者）；未购房的自住客希望有房子住，而投机客希望房子增值。

图 15：房价博弈涉及六个主体



资料来源：申万研究

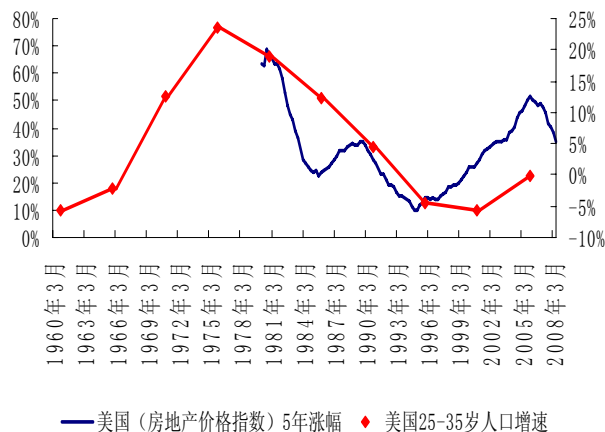
博弈的焦点是房价。上述六个主体，明确希望房价涨的主体有地方政府、银行、开发商和投机客。明确希望房价下跌的是未购房的自住客。中央政府对房价的态度比较尴尬，房价上涨、房地产景气提高会改善地方财政、提高GDP，但普通购房者对高房价的抱怨又会引发民生问题。双重目标使政府的态度左右摇摆，当出口萎缩，政府会用各种手段扶植房地产，推动房地产泡沫，一旦出口复苏，民生问题又促使其打压房地产行业。**政策的变化集中体现了这种摇摆，这种摇摆引发了房地产行业的小周期，小周期又造成了房地产股票的大波动。**

1998年，东南亚金融危机，政府大力发展房地产；2003年出口好转，房地产业发展太快、太不规范，政府开始调控；2003年到2007年，房价越调越高；2008年底为应付金融危机，政府又开始刺激房地产；2009年底，基于出口复苏，开始更加严厉地打压房地产。从这一历程看，出口好坏是左右政府房地产政策的根本，如果不是中间的金融危机，政府从2003年来对房地产的态度是一直打压的。

之前调控无力是因为没抓住本质，中国房地产的症结不在于房子供应不够，而在于过早具备投资属性，大量新房被作为投资品囤积起来，刚性需求者不得不高价购买。

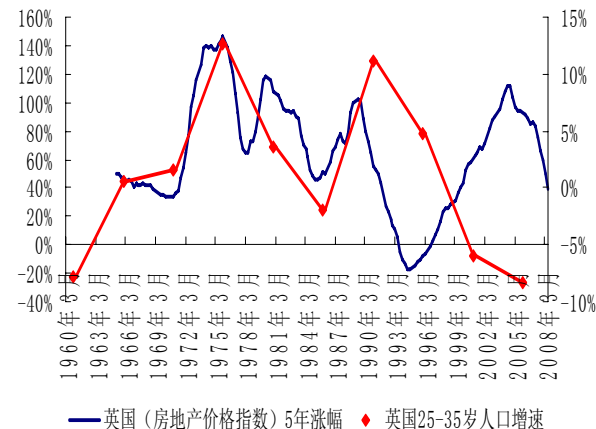
从美国、日本和英国的历史发现，人口结构变化是房价变化背后最大原因。

图 16：美国 25-35 岁人口增速和房价增速相关



资料来源：CEIC，联合国人口署，申万研究

图 17：英国 25-35 岁人口增速和房价增速相关

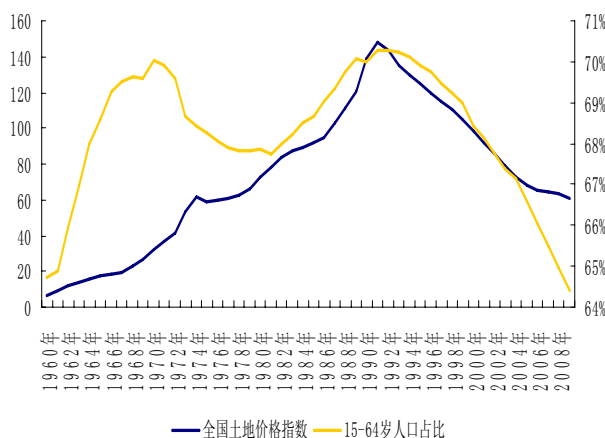


资料来源：CEIC，联合国人口署，申万研究

中国的人口拐点在 2015 年到来，如果加上城市化带动的人口迁移，这个拐点可能还要向后推移。所以在过去十年，乃至未来三年，中国房价出现大幅下跌的概率不大。

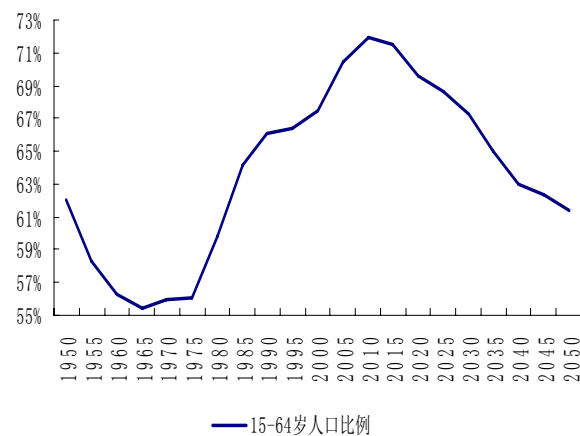
房价上涨和下跌的不对称性使房子成为一种良好的投资品，加上杠杆，投资房子实在比投资任何其他资产都划算。过去十年，房屋开发和供给力度不可谓不大，但大量房子被囤积在投机客手里，而城市化进程带来的真实需求使囤积的房子最终高价销售。总而言之，在饥荒的年代，大米却被用来酿酒。

图 18：日本人口结构和土地价格周期非常相关



资料来源：CEIC，联合国人口署，申万研究

图 19：中国人口结构拐点在 2015 年来临



资料来源：CEIC，联合国人口署，申万研究

欲使调控见效，根本的办法就是打破房价不跌的神话。房子分为一手房和二手房，一手房是开发商定价，不管什么原因，开发商降价销售以期迅速回笼现金是根本原因，所以对一手房，开发商的资金状况非常重要。对于二手房，投资客的影响巨大，如果他们选择囤积，会推动房价上涨，如果抛售则有下跌压力。要使投资客抛售，只有两种途径，第一是使房价出现降价预期，或者上涨和下跌概率对称，投资属性下降。第二是系统性提高其持有的成本。

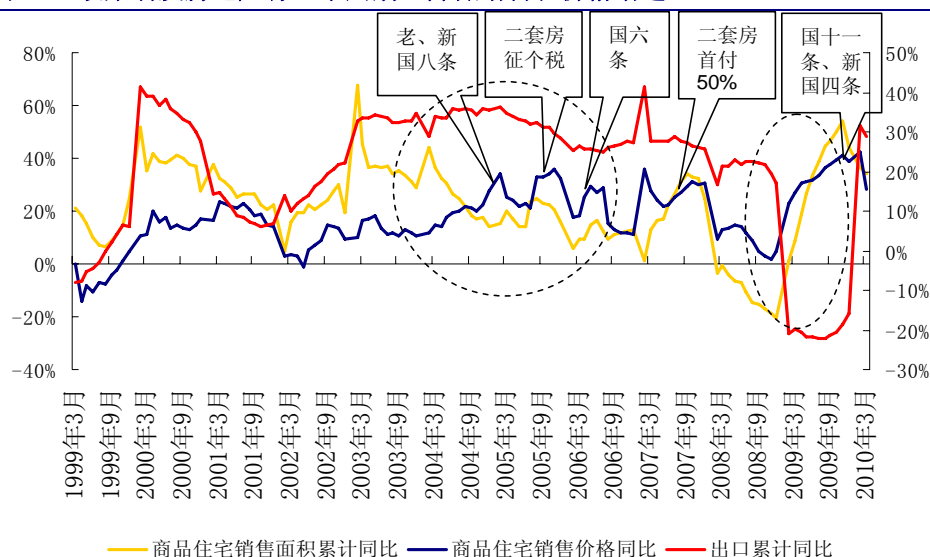
1.3 房地产“驱动力”和“信号验证”机制的历史验证

本部分我们用历史数据来验证上述结论：

第一，房地产行业大周期由人口结构决定，小周期由政府政策引起，行业小周期会引发股价大波动。

政策的核心考虑是经济和民生，一旦出口出现萎缩，基于保增长、促内需的考虑会刺激房地产行业，而平时以调控为主。

图 20：政策引发房地产行业小周期，降低销售和价格增速



资料来源：CEIC，申万研究

如图所示，政策引发房地产小周期，几乎每次政策出台，均会导致房地产量和价的增速下来。从 2003 年到 2007 年，房地产正式调控以来，销量增速下降明显，房价并没有下跌，其增速也是短暂下跌后迅速反弹。究其根源，乃出口良好所致，出口会带动城市化、带来外汇占款和热钱，同时带来实体经济流动性泛滥、CPI 走高和人民币升值压力，这些均支持房价上涨⁴。房价负增长仅发生在 1999、2002 和 2008 年，也恰好是出口非常不好的年份。当然，打压政策直到 08 年才发生作用，一个很重要的原因也之前房价累计上升太快，从 04 年来的紧缩政策也积累到一定程度。

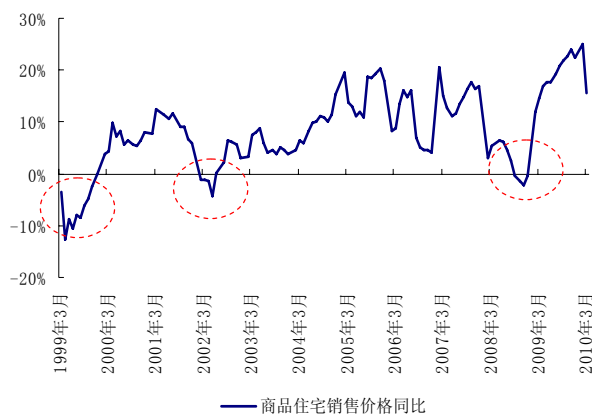
⁴ 关于出口对股市盈利和流动性的影响，详细分析见 2009 年 11 月 25 日发表的策略思考系列报告第二篇。

第二，房地产开发商资金链是决定一手房价的根本。

观察全国商品住宅价格同比数据，仅在1999年、2002年和2008年出现负增长，而衡量开发商整体资金状况的（投资额/资金来源）数据也在2002年和2008年超过80%，一般认为此数据超过80%就表示开发商资金紧张。

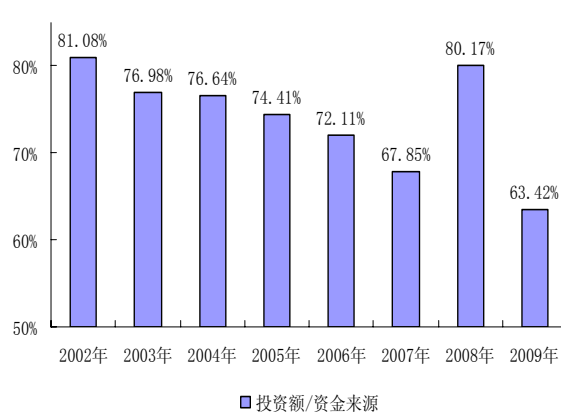
开发商资金紧张说明两点，第一前期开发力度较大，所以当前房子供应充分，第二资金链有断裂危险，亟待回收现金。此两点均会促使一手房房价下跌。

图 21：商品住宅价格在 99、02 和 08 年下跌过



资料来源：CEIC，申万研究

图 22：房地产开发商资金链在 02 和 08 年紧张



资料来源：CEIC，申万研究

第三，打压二手房价，就要降低房产的收益预期，系统性提高投资客持有成本会促其抛售，从而带动房价下跌，最终使房价上涨和下跌概率平衡，房产投资属性下降。

当前的政策正朝着这个方向前进。以前段“三套房”政策为例，假设一个150平米的房子，以单价2万元在09年信贷宽松的时候买入，首付两成，剩余240万元以30年银行信贷，享受利率7折优惠。在本次差别化信贷后，该三套房的利率升到基准的1.2倍，月供几近增加四成，相当于折现后利息负担增加67万元，如果加上可能推出的物业税（假设税率1.2%），每年的税负折现后相当于增加了54万元。这大大增加了成本，借贷购买的投机客必然选择抛售，而其抛售行为会导致现价下跌，这又会加剧抛售行为，这样就会使房地产的投资属性减弱，房价上涨和下跌的概率持平，从而达到调控的目的。

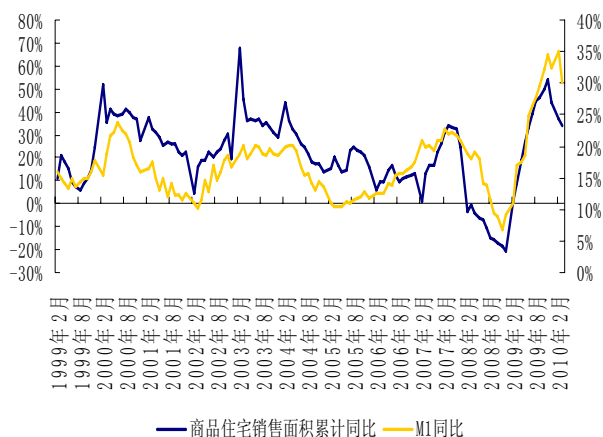
表 3：三套房信贷政策改变使投机客持有成本大幅上升

300 万房子的案例				
首付比例	20%			
抵押贷款（百万人民币）	2.4			
期限（年）	30			
三套房政策影响	月供		年度物业税	
	之前	现在	之前	如果开征
	11,677.65	16,174.10	0.00	36,000.00
持有成本上升（折算现值）	671,170.47		536,373.90	

资料来源：申万研究

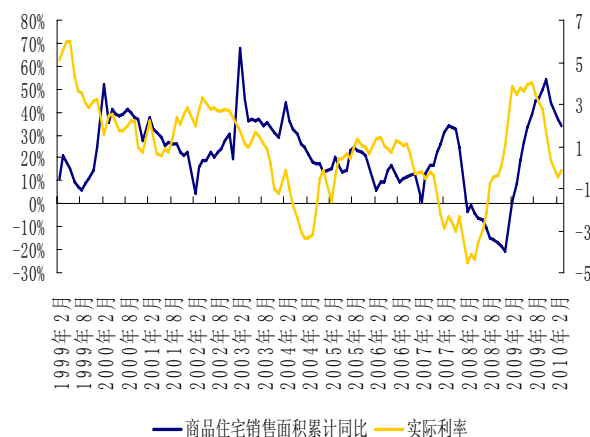
第四，房地产销售和 M1 非常相关，略滞后于实际利率。

图 23：销售同比和 M1 同比非常相关



资料来源：CEIC，申万研究

图 24：实际利率领先销售同比



资料来源：CEIC，申万研究

鉴于房地产销售和价格受货币政策影响大，我们检验了利率、CPI、货币供应、热钱和销售、价格的关系，发现销售同比和 M1 同比走势一致。但这并不是说 M1 增加导致销售增加，事实恰恰相反。在中国，企业活期计入 M1 而居民活期计入 M2，所以当居民选择购房时，钱从居民储蓄转入企业资金，从 (M2-M1) 部分转入 M1。很多投资者把 M1 当作是股市的领先指标，但 2009 年 8 月股市就见顶，M1 同比增速却持续走高，此中原因恰是居民选择购房，资金从银行储蓄到房市，与股市无关。

与直觉相悖，实际利率走势略领先于商品房销售同比，这令人费解，可能的解释是：如果实际利率上升是由于加息，那么表示经济和收入上升，那么房产销售变旺，如果实际利率上升是 CPI 下行，那么政府会出刺激政策，促进房地产销售上升。

2. 超额收益分析：政策为王，销售是本

2.1 房地产收益分析：关注政策和销售

我们计算了过去十年房地产行业的月度超额收益，发现如下两个结论：

表 4：房地产在 3 月取得超额收益概率最大

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	超额收益概率
1 月	-1.54%	2.73%	-0.69%	-1.27%	5.13%	6.00%	1.80%	-15.25%	5.65%	1.25%	60%
2 月	1.52%	-1.80%	1.63%	1.09%	2.62%	-2.91%	3.57%	-1.51%	-6.78%	3.13%	60%
3 月	-0.20%	0.31%	4.09%	-1.38%	0.51%	-3.00%	5.90%	5.62%	13.50%	8.92%	70%
4 月	1.31%	0.61%	0.32%	-3.61%	-3.66%	-0.69%	-7.90%	-2.41%	-14.62%	2.12%	40%
5 月	0.20%	-0.53%	-1.16%	-0.51%	-1.72%	-1.69%	-6.91%	26.57%	-6.97%	3.68%	30%

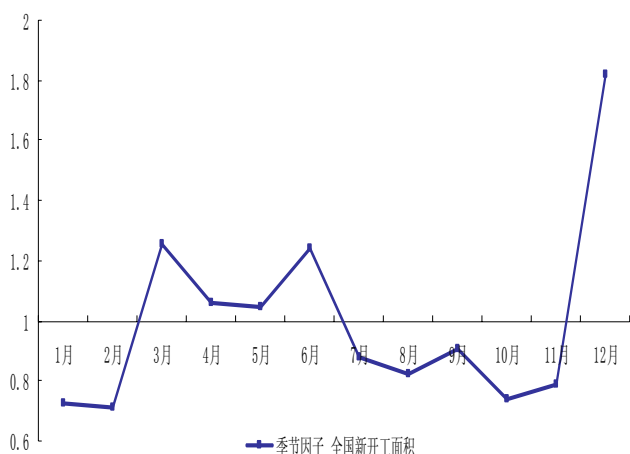
6月	1.57%	0.79%	2.91%	-2.47%	-0.50%	0.26%	-4.99%	-0.33%	-3.41%	9.66%	50%
7月	-0.99%	4.01%	-2.01%	-1.87%	-0.41%	3.80%	8.43%	11.88%	2.19%	-7.34%	50%
8月	-1.56%	-0.12%	-0.72%	1.20%	-0.48%	-0.52%	10.56%	0.43%	-1.69%	-4.81%	30%
9月	0.00%	-0.85%	-0.19%	-0.10%	-0.36%	1.54%	0.70%	-11.26%	-1.19%	2.81%	33%
10月	0.29%	-0.67%	0.80%	-1.89%	-1.10%	0.27%	-3.96%	9.50%	8.69%	4.31%	60%
11月	0.82%	0.94%	-0.99%	-0.99%	-0.43%	3.85%	16.78%	-5.98%	5.76%	-1.72%	50%
12月	0.65%	-0.92%	-0.33%	-5.43%	1.56%	1.80%	0.58%	-11.26%	-5.53%	-11.65%	40%
年超额收益	3.17%	3.64%	2.06%	-15.67%	-0.09%	7.74%	49.52%	-1.90%	-1.33%	10.74%	
价格增速	3.72%	10.04%	0.65%	4.92%	9.95%	15.43%	10.75%	13.78%	1.57%	16.90%	
销售增速	26.90%	22.30%	20.20%	29.10%	13.70%	15.70%	12.20%	23.20%	-19.70%	42.10%	

资料来源: Wind, 申万研究

第一,从月度分布上,三月份出现超额收益的概率最大。这和三月份的房地产销售旺季有关。

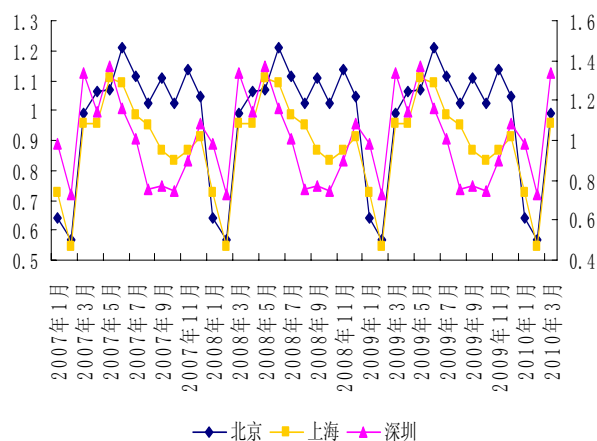
仔细分析新开工和销售数据,发现每年三到六月份是房地产的新开工旺季(12月份开工数据高是因为年底补记),这和中游行业的旺季暗合。从销售数据看,根本不存在所谓的“金九银十”,但每年春节(一般为二月)前后是典型的淡季,三月份的销售会起来。

图 25: 每年三到六月是房地产的新开工旺季



资料来源: CEIC, 申万研究

图 26: 每年二月份是房地产的销售淡季



资料来源: CEIC, 申万研究

第二,从年度超额收益看,2005、2006和2009年是大年,超额收益分别达到7.74%、49.52%和10.74%。

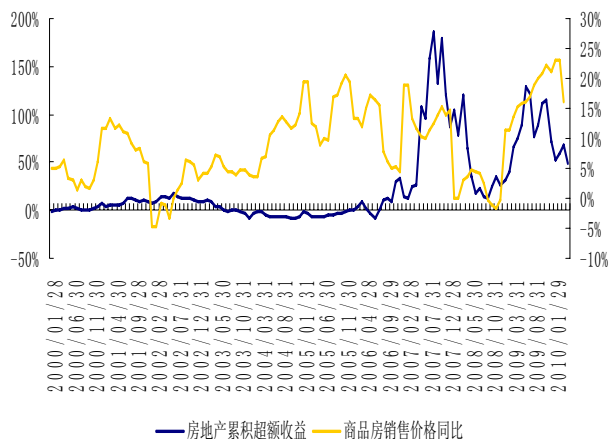
2007年,房地产行业的超额收益居然是-1.9%,主要是房地产股从2007年9月份开始调整,把之前的收益全部吐回去了。

2000年以来房地产跑赢申万A指的阶段有两个:2006年7月至2007年8月,超额收益率为219.23%;2008年10月至2009年6月,超额收益率为63.14%。

房地产股票两起两伏都明显和政策有关,07年9月份的下跌由二套房首付比率提高引致,08年10月后的行情和政策救助相关,而09年8月份后房地产

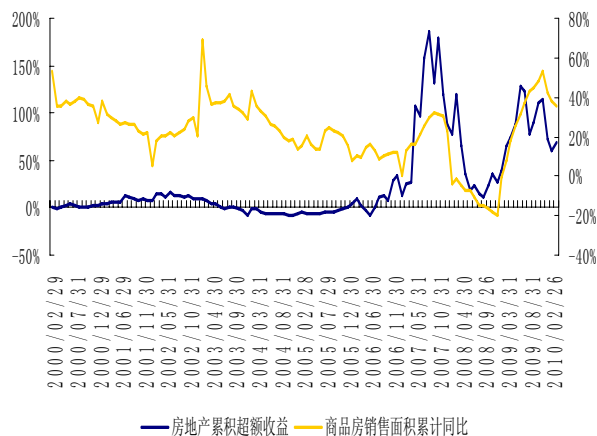
股票持续受到政策压制。在 A 股，房地产股票具备很强的领先性，甚至比上游的煤炭、有色还要早，因为房地产股票的调整主要源于政府对房地产市场的调控，而房地产调控往往引发投资者对固定资产投资、对中游制造业景气的担忧，进而引发对上游资源价格的担心，过去两个周期，房地产行业均引领 A 股的方向。另外，从图形上看，房地产超额收益与销售同比更加相关。

图 27：房地产超额收益和价格同比相关不大



资料来源：CEIC，Wind，申万研究

图 28：房地产超额收益和销售同比关系密切



资料来源：CEIC，Wind，申万研究

2.2 策略如何看房地产：用宏观推导和调研指数来把握需求

房地产也是策略分析员必须把握的六大行业之一。其销售反映大宗消费能力，对政策极其敏感；其投资决定了中游行业的景气，对 FAI 影响巨大；开发商资金链影响银行体系坏账比例。房地产的研究应该更加看重宏观的自上而下，由于 NAV 受预期房价和利润结算进度影响太大，所以参考意义并不大。

作为终端消费品，房地产需求意义重大。在整个研究体系中，上游价格大多外生（煤炭除外），量的消耗来自中游产能的扩张速度；中游价格价一半由成本推动，一半由需求拉动，其量取决于下游需求；而下游的需求只能靠宏观逻辑推导和微观调研指数跟踪。在整个研究体系中，上游价格和下游需求是两个最重要的外生变量，中游的量、价、产能利用率、利润率是很好的观测指标。

房地产的需求也要通过宏观的逻辑推导和微观的调研指数来判断。先由宏观根据出口和物价确定货币政策的基调，然后通过微观调研确定居民的购买意愿、开发商的推盘速度，再根据开发商的资金情况和开工欲望确定房地产的新开工和投资情况，再由宏观形成 FAI 的整体投资。这个过程会有反复，但只有这样才能不陷入循环引证。

房地产数据比较缺乏，且很多数据不具备代表性，必须通过调研和相关行业的验证数据来进一步了解事实真相。除了统计局和地方网站公布的数据外，主要的调研问题为①向地产中介调研看房人群购买需求、按揭贷款情况、投资客/自住客比例；②向开发商调研资金状况、库存、新开工状况和新盘去化速

度；③向银行（尤其是深圳的银行）调研其房贷情况以及未来动向。④向钢铁、水泥、玻璃、重卡等数据求证房地产的施工和开工进度。

策略跟踪的房地产中观数据库结构如下。另外，我们会在5月底推出策略思考第七篇报告《策略如何看汽车——打造汽车行业的“驱动力”和“信号验证”机制》。

表 5：策略跟踪的房地产中观数据库

大类	行业	行业关键指标	数据来源	频度	更新日期
下游	房地产	全国商品房销售面积	统计局	月	每月 20 日
		全国商品房销售额	统计局	月	每月 20 日
		北京商品房销售面积	北京房地产交易管理网	周	每周二
		天津商品房销售面积、销售金额	天津市国土资源和房屋管理局政务门户	周	每周二
		上海商品房销售面积	上海网上房地产	周	每周二
		南京商品房销售面积	南京网上房地产	周	每周二
		杭州商品房销售面积、销售金额	杭州透明售房网	周	每周二
		苏州商品房销售面积	搜房网	周	每周二
		深圳商品房销售面积、销售金额	搜房网	周	每周二
		成都商品房销售面积	搜房网	周	每周二
		武汉商品房销售面积、销售金额	热线房产网	周	每周二
		广州商品房销售面积	阳光家园	周	每周二
		全国七十个大中城市房屋销售价格指数	统计局	月	每月 20 日
		全国商品房销售均价	统计局	月	每月 20 日
		房地产新开工面积	统计局	月	每月 20 日
		房地产施工面积	统计局	月	每月 20 日
		房地产竣工面积	统计局	月	每月 20 日
		北京商品房库存	北京国土资源管理局	周	每周二
		上海商品房库存	上海网上房地产	周	每周二
		深圳商品房库存	深圳市规划和国土资源委员会	周	每周二
		房地产投资总额	统计局	月	每月 20 日
		房地产开发投资资金来源	统计局	月	每月 20 日
		土地购置费	统计局	月	每月 20 日
		外生关键指标	数据来源	频度	更新日期
		货币供应量(M1、M2)	人民银行	月	每月 20 日
		利率	人民银行	月	每月 20 日
		铲土运输机械产量	统计局	月	每月 20 日
		钢筋产量	统计局	月	每月 20 日
		载货汽车产量	统计局	月	每月 20 日
		水泥产量	统计局	月	每月 20 日
		平板玻璃产量	统计局	月	每月 20 日
		冰箱、空调产量	统计局	月	每月 20 日

资料来源：申万研究

分析师承诺

凌鹏、殷姿、江征雁、李鹏、冯宇、苏畅：策略、房地产、金融工程、宏观。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。