



沪综指创近19个月单日最大跌幅

## 反弹根基动摇 短期防御为上

### 地产股调整恐难一步到位

上周五晚间发布的新“国五条”，调控力度超出市场预期，且对整个地产产业链无疑会带来较大的冲击。

仅就此次新“国五条”的措辞来看，短期肯定会对房地产行业产生较大的利空心理影响。由于新“国五条”要求一季度各地要出台具体的细则，比如具体的调控目标、二套房利率具体的上浮比例等，预计3、4月份仍会不断有政策出台，届时一系列的政策还将不断地冲击板块乃至整个市场，因此，新“国五条”应该只是新一轮地产调控的开始，未来三个月将是地产政策的重要观察期。从这个角度而言，房地产调控引发的冲击波难言终结。

房地产调控对股市带来的冲击更是立竿见影。昨日大盘大幅低开，盘中沪综指一度下挫近100点，收盘沪指大跌3.65%，报收2273.40点，创出2011年8月9日以来的最大单日跌幅；深成指昨日也暴跌5.29%，报收9139.75点，更创出自2010年11月13日以来的最大单日跌幅。两市恐慌情绪较为浓厚，全日成交逼近反弹以来的天量水平，表明资金恐慌出逃的迹象较为明显。地产股顺理成章成为市场下跌的重灾区，以“招保万金”为首的龙头地产股早盘便封住跌停板；申万房地产指数暴跌8.63%，两市有近50只地产股最终封住跌停板。

分析人士指出，尽管调控给地产板块及整个市场带来较大冲击，但这并不意味着地产股的调整将一步到位。一方面，新“国五条”只是扔出了一新一轮调控的首枚重磅炸弹，在房地产调控已然进一步深化的背景下，未来诸如房产税等调控措施大概率仍将出台，而这也很有可能会逆转地产行业此前向好的预期。另一方面，早在1949点反弹之前，地产股就已率先走出了止跌回升的态势，本轮近500点的逼空，更令多数龙头地产股的最高反弹幅度达到50%左右；而一旦地产行业预期逆转，其整体估值水平难免会下移。因此，地产股的急跌或只是一轮调整的开始，未来地产股的调整可能更青睐于以时间换空间的方式。

### 经济复苏预期或生变

过去十年，房地产的发展虽带来了GDP的高速增长，但同时也几乎“绑架”了中国经济。如今，管理层正在尝试摒弃以往唯数字目标的发展模式，因而经济转型的阵痛时时显现。这其中，持续了好几年的地产调控，就是经济转型的一种体现。

然而，鉴于房地产在我国经济中的占比过大，政府虽不断强调调控基调不动摇，但房价事实上的反弹还是令调控效果打折。这其实也十分正常，作为我国经济的支柱性产业，房地产行业的兴衰对经济周期的影响巨大。于是，政府不断在稳增长与调控之间徘徊，这也导致了不同阶段的地产调控政策的预期迥然不同。

春节前，各地楼市均出现了回暖的迹象，尤其是二手房交易更十分火爆。这种价涨量升的状态，一度令市场预期经济将出现一波强复苏，于是各家机构纷纷将2013年经济目标值提升至8.2%左右。从某种程度上讲，本轮经济的复苏之所以能够支撑起1949点以来的逼空反弹，原因也在于此前四个多月的复苏处于短期难以证伪的阶段，而主流资金借力改革预期发动本轮反弹行情，并令市场短暂相信经济复苏的力度会超出预期。

不过，2月份的宏观经济数据已开始打起了“预防针”：2月汇丰及官方PMI均较上月有所回落，这其中虽然有春节的因素，但已表明了当前经济复苏的力度并不强劲；接下来3、4月份的经济数据大概率会证明此轮经济复苏只是调整的中继，即短暂的企稳，未来如果需求跟不上去，则经济仍有可能重回二次探底的格局。另外，房地产调控的升级肯定也会对整个地产产业链带来冲击。首先，房地产新开工面积继续回升的幅度受到压制，资金大举拿地及建房的热情将受到打击，一旦新开工增速下滑，则地产投资增速就很难企稳，更别提起到稳住经济增速的作用了。其次，此次新“国五条”所传递出的管理层调控地产的决心，也表明当前稳增长的重要性有所下降，这无疑也将对经济复苏的预期带来较大的冲击。

### 防御为主 短期回避周期股

应该说，新“国五条”的出台，只是诱发了市场的急速调整。事实上，春节后央行在公开市场净回笼资金创下9100亿元的单周历史新高，释放出流动性最宽松时刻已过去的信号，便提前埋下了调整的隐患。毕竟，支撑市场反弹的两大根基——经济强劲复苏以及改革预期发酵，目前都存在预期逆转的可能，因而本轮反弹行情或已提前终结。

从市场表现来看，节后市场也确实震荡下跌，尽管本轮反弹的风向标银行股期间频坐“过山车”，且盘面热点仍吸引着活跃资金，但沪指从高位回调的幅度已接近200点。接下来，沪指或将考验2250点的支撑，技术形态已走坏。

短期而言，房地产调控新政对市场的冲击波远未完结，加上未来几个月仍有可能不断出台调控政策，预计周期股的行情已宣告结束，高位回落或成为3月指数的主基调。在此背景下，以食品饮料、医药生物为代表的防御性板块短期或迎来相对收益的机会，而创业板与中小板个股由于前期涨幅较大，资金获利较为丰厚，短期将存在较大的调整风险。策略上，投资者当前不宜盲目抄底，操作宜以保守防御为主。

房地产调控新政激起千层浪。地产股昨日应声暴跌，两市近50只地产股封住跌停板。而由于新“国五条”的力度超出此前预期，市场恐慌情绪大面积蔓延，沪指昨日创出近19个月以来的最大单日跌幅。分析人士指出，新“国五条”对地产行业的影晌更多体现在预期层面，接下来地方细则的陆续出台仍将不时给该板块乃至整个市场带来冲击，因而新一轮调控的冲击波还将继续扩散，地产股短期调整或难言一步到位。进一步看，鉴于房地产调控预期生变，正企稳回升的地产投资未来将面临较大的不确定性，这无疑将给经济复苏的进程带来影响，进而动摇本轮反弹的根基。前瞻地看，本轮反弹的高点或已出现，新“国五条”的出台或许就是本轮反弹终结的重要信号。

### 观点链接

#### 兴业证券

#### 短期宜谨慎

此次新政的力度超出市场预期，且在两会前发布，某种程度上是在为后续地方细则定调，整体力度强于2月20日“国五条”的表述。受此影响，房地产板块表现将承压，我们下调板块的评级至“中性”。

本次调控的核心变化体现在三个方面：其一，限购要求升级，提出限购区域覆盖城市全部行政区域，原仅在部分区域限购的城市将面临限购收紧；其二，加紧个人住房交易环节的税费征收，要求在能核实行房原值情况下按转让所得20%进行征税，虽非新措施，但相比原操作中更为普遍执行的按住房转让收入1%-3%的幅度内核定征税的做法，显著提高了二手房实际交易费用，对原自有住房交易的退税及免税政策可能收紧，对于持有住房受益部分的税收提高，降低了住房的投资属性；其三，针对局部市场的过热情况，提出银行可上浮二套房首付比例及利率水平，这一措施将进一步降低个人购房的财务杠杆，抑制投资需求及部分改善需求。

我们预计下阶段二套房贷的紧缩将以一线城市为代表的前期房价热点城市为主。我们对地产板块短期表现持谨慎的态度，由于政策力度高于预期，下调板块评级至“中性”，中期建议布局产品线符合自住需求且顺应调控形势的开发类企业。

#### 东方证券

#### 地产股企稳为时尚早

从政策调控的具体手段来看，“限购范围收紧”、“二手房个人所得税按转让所得的20%征收”、“房价涨幅过快城市可提高二套房首付及利率”等政策对市场影响较大。其中，二手房税收及二套房贷的政策超出市场预期。与此同时，二手房的交易成本提高，需求可能会转移到新市场，但鉴于新房越来越郊区化，其对二手房的替代性并不高，因而转移程度有限。

我们不认为二手房成本提高会推高新房价格，因为新房价格将受到政府的控制(房价控制目标)。最终的结构可能是二手房卖家为了吸引流出的需求，不得不承担一部分增加的税费，体现为降价；但对买房人而言，所支付的总成本与增税前是一样的，即增税本身对新房价格影响不大。另外，一刀切的个税增加将误伤刚需。

中期而言，市场的分化和政策的区域调控，说明市场风险和政策风险的区域性特征将更加明显。对于企业而言，多区域布局才能更好地规避风险，实现可持续的成长。资金对于地产企业无疑非常重要，从信贷的可获取性上看，从事中小户型开发的开发商将更有优势。当然，那些既有“中端刚需”又有“改善高端”的“全产品链”房企也相对好些；而集中于高端产品、布局于单一区域的开发商仍将面临压力。

整体而言，限购范围扩大将令房价上涨过快的城市首先收紧二套房贷，这都将实实在在地限制需求释放，即使是符合条件的需求，由于政策的出台，往往也会进入观望。因此，我们预计重点城市未来楼市成交量经历回落将是大概率事件，地产股更好的介入时间要在量走稳之后或者估值有足够吸引力之时，短期建议观望。

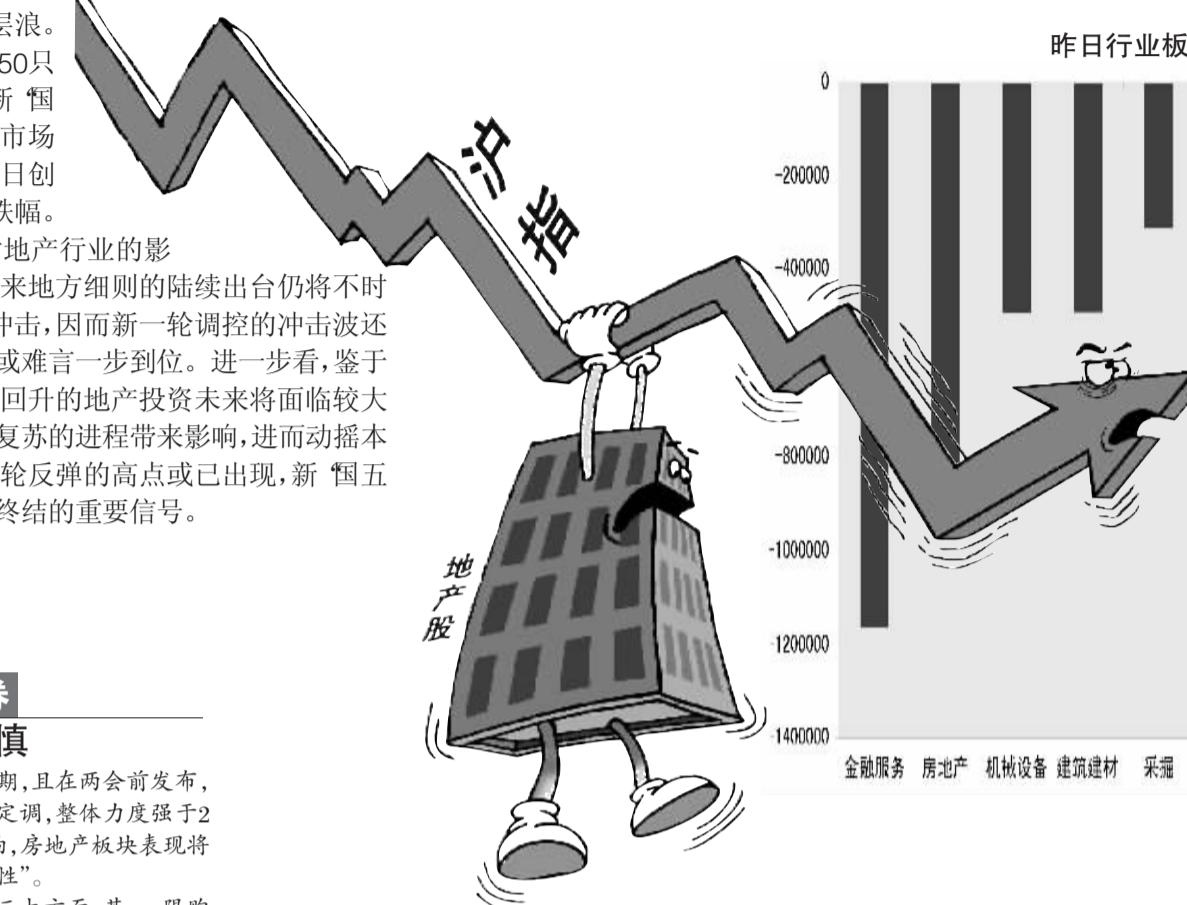
#### 招商证券

#### 市场波动中枢将下移

我们认为，房地产价格的快速上涨增加了房地产调控的预期，房地产调控政策将打破股市春节前所面临的有利宏观环境，房地产复苏进而经济复苏才是去年四季度后股市上涨的主要逻辑。上周五，房地产调控细则的出台超出市场预期，尽管市场对此政策的科学性及效果存在争议，但比较确定的是房地产产业链将受到负面影响，而且还会增加经济复苏过程的波折性和复杂性。我们维持3月份市场将较为平淡的看法，短期市场波动的中枢很可能会下移。

中期而言，在3月份平淡过后，二季度市场大概率还有一波反弹。毕竟从中长期看，房地产调控越早，越会短期经济复苏的波折性，但也有助于在短期内拉长经济复苏，尤其是在外部经济对经济复苏的背景下。因此，我们认为当前的房地产调控概率是经济复苏过程中的阶段性波折，A股市场在3月份平淡之后，二季度应该还有一波反弹。(魏静 整理)

□本报记者 魏静



昨日行业板块资金流向

CFP图片 制图/王力

## 地产产业链净流出300亿元

□本报记者 申鹏

在“城镇化”不等于“盖房子”的观念逐渐被市场接受后，“国五条”为本已弱化了的上涨逻辑再泼冷水。房地产指数于2012年初就见到了底部，早于上证指数10个月企稳，其最重要的逻辑就是调控政策不会更紧，不过而今这一逻辑被无情打破，给房地产股未来的走势蒙上厚重阴影。政策公布后，昨日两市地产相关行业均遭严重抛售，银行、地产、机械、建材四大板块净流出资金逾300亿元，录得年内最大资金净流出额。

### 300亿元抛售“大地产”

上周末出台的地产“国五条”使昨日沪深两市房地产相关股票承受巨大抛压，房地产、银行、工程机械、建筑建材、钢铁、有色金属、家电等板块大幅下挫，申万房地产指数大跌8.63%，建筑建材指数跌6.45%，金融服务跌6.11%。

两市近50只地产股以跌停报收，“万保招金”四大地产商全部跌停。从分时走势来看，大部分地产股昨日低开幅度很大，金地集团直接跌停开盘，保利、招商、万科A的低开幅度均在8%以上。大跌之下，成交量显著放大。昨日申万房地产板块成交额196.96亿元，较前一交易日增加83.93亿元，增幅达75%。

### 涨升逻辑遭破坏

从长期趋势来看，申万房地产行业

对资金流向上来看，巨灵财经数据显示，两市抛压最重的四个板块均与房地产直接相关，其中房地产板块净流出资金90.07亿元，在23个申万一级行业板块中排名第二，排名第一的是金融服务板块，净流出资金116.48万元，机械设备和建筑建材板块分别净流出资金49.32亿元和49.06亿元。上述四大板块合计净流出资金304.93万元。

从历史数据来看，昨日地产相关板块与沪深两市总的资金净流出额为年内峰值，显示资金持股信心高度动摇。尽管如此，从昨日很多地产股大幅低开、资金跑路空间较小的现象看，地产股杀跌动能释放完毕。

由于指数跌幅接近4%，因此尽管有很多地产股跌停，但并不符合沪深交易所的交易信息披露标准，因此昨日到底是谁在抛售，尚不得而知。不过wind数据显示，房地产板块在去年四季度末为基金重仓板块，股票型基金投资房地产股的市值占净值比例为6.61%，超出标准行业配置比例1.77个百分点，属于超配。有市场人士据此推断昨日卖出地产股的资金中，机构投资者在昨日的抛售中占有不低比例。

不过，“国五条”的出现显然打破了地产政策不会更严厉”这一预期，因此也就打破了地产股一年多以来维持强势的逻辑基础。分析人士认为这才是昨日地产股内资金夺路而逃的最根本原因。

同时，基于此点考虑，无论短期是否因跌幅过大而出现反弹，房地产股票的中长期走势可能并不乐观，直到新的预期日前的逻辑被打破。

此外，从最近三个月的走势来看，即使经历了昨日大跌，很多参与地产股的资金仍处于获利状态，若中长期预期不佳，这些资金可能加速离场。

## 地产调控预期料持续压制A股

□长江证券策略小组

上周末，房地产调控“国五条”实施细则出台，其中涉及提高二套房首付比例和贷款利率、按房屋转让的20%征收所得税，政策细则的严厉程度超出了此前市场的预期，对坚决调控房价的表态已十分明确。周一，房地产板块大幅下挫，并带动上证综指创下新年以来最大单日跌幅。经济方面，最新的制造业PMI与第一周全产业链调研，均表明实体经济运行基本上难以超预期。我们认为，新国五条细则的出台不是“靴子落地”，地产政策预期可能持续悲观，建议控制仓位，配置上偏向两端、行业龙头及稳定增长类消费。

### 需求预期谨慎 补库动力弱化

最新公布的2月官方制造业PMI指标较上月回落0.3个百分点，至50.1%。春节指标回落具有季节性，经济弱势企稳趋势未变。分项上，PMI库存周期新订单、原材料库存、产成品库存均有下降，但剔除季节性后三指标均延续上月积极变化趋势。短期企业补充原材料库存动力减弱使得价格压力短期阶段性缓解，随着3、4月开工复苏，仍需警惕价格链向上游传导风险。当前数据表明经济仍处平稳运行态势，尚无超预期，与近期全产业链调研结果一致。

从季节性规律上来看，大多数年份2月PMI较1月环比微弱上涨。其中，2009年1月制造业PMI的大幅回升可以视为异常值，其与2008年底的政策刺激密切相关；

2010年为政策刺激效果减弱后经济动力的明显弱化。不同于1、2月份PMI的微弱变化，历年3月PMI均有较大幅度上涨，平均回升幅度为3.0个百分点。随节后开工步入正轨，3月PMI的回升幅度为判断经济动力强弱的更关键时间点。

### 地产政策预期或持续悲观

节后两周，流动性预期的改变已对市场形成压制。央行正回购的重启尽管符合传统节后的规律，但是刺痛了市场敏感的神经，美国QE退出的言论也是如此。所以，这些都将是在通胀上行通道中，流动性对市场冲击的预演。除了流动性方面的担忧以外，近期地产政策的加码也是我们对经济复苏力度和市场走势担心的重要逻辑之一。

从宏观策略的角度来说，我们认为对市场的影响可能存在以下三个方面：

一是对于政策预期持续扭转与“靴子”始终未落地的担忧。单纯从市场情绪的角度来说，新国五条的出台是否意味着新一轮调控政策的再度启动，是市场担忧的重点。如果仅是“落地靴子”的政策，那么市场仅可能有短期的调整；但是从过去的两轮房地产调控来看，调控政策是存在连贯性的，可能会持续对预期造成影响。

第二，从产业链来看，经过去年房地产销售的回暖，房地产商现金流得到一定缓解，在此之下，原本预期开工提速将对上游产业链需求产生拉动。而新国五条一方面表明了政府继续调控房价、甚至短期内持续政策加码的态度；另一方面，

对存量房的需求将产生一定挤压，同时也会提高商品房预售的门槛。这种情况下，开发商是谨慎投资、现金为王，还是加快开工，值得重新思考。

第三，部分城市二套房贷款压制继续提高，对于居民中长期贷款的回升产生影响。从去年数据已经看出，本轮经济复苏当中，居民中长贷的贡献是很大的，而企业投资迟迟谨慎。如果居民贷款的增速开始回落，那么本轮经济周期呈现弱势的概率将进一步加大。

从市场情绪的角度来看，单一政策仅会对市场短期的走势构成压制。但是从历史经验来分析，过去几轮地产调控政策的出台都是具有连续性的，这意味着未来政策预期可能持续悲观。

熟悉2002年以来经济周期的投资者可能会发现，调控政策的节奏是与周期波动的几次时间较好对应的，中间几周地产政策的真空期恰好对应着小周期的衰退和复苏。同时，我们很少看到较为间断的地产调控政策，与货币政策的连续性一样，地产的调控也是具有连续性的，从这个角度来说，新国五条细则的出台不是“靴子落地”，地产政策预期可能持续带来压制。

包括地产调控在内的政策，将限制中期信贷需求的居民释放口径和货币向弹性。此外，CPI预期导致流动性最宽松的时刻或已过去，这也包括海外流动性的变化。在此背景下，建议控制仓位，配置上偏向两端、行业龙头及稳定增长类消费。