仅供内部参考，请勿外传！

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

房地产 2026 年 09 月 21 日

房地产行业跟踪报告

地产股政策博弈，从预期定价到市场验证

推荐（维持）

- **地产股阶段性行情受政策质量与市场确认共同影响，需关注基本面反复的风险。**1）2022 年年中以来，板块反复演绎“政策放松催化上涨—基本面不及预期带动回落—下行压力酝酿新一轮宽松”的循环。2）政策力度、市场预期和公司风险特征共同影响行情强弱及持续时间，方向性表态能否转化为资金支持与执行安排，是判断政策质量的关键。3）政策驱动与估值修复的定价逻辑、验证条件不同，本文聚焦前者，围绕政策预期、价格确认与后续表现构建事件研究框架。
- **以事件可预期性界定观测起点，以政策评分和价格确认划分行情观测窗口。**1）常规事件以 T-15 价格为测算基准，突发事件以 T 日价格为测算基准，T 为政策公开对应的交易日。2）从资金表述、承接主体激励、政策可追踪性指标三个维度评分，满分 6 分，4 分及以上为高分；T+1 相较 T-1 的涨幅超过 3%为市场强确认。3)按四象限比较后续表现：政策、市场均强时，观测 T+5 与 T+10；政策强、市场弱时，观测 T+1 与 T+5；政策弱、市场强时，观测 T+3 与 T+5；二者均弱时，观测 T+1；通稿未提及地产时，单列 T 日表现。
- **A 股与港股典型房企回测均显示，政策评分与价格确认有助于区分政策事件的行情表现，港股标的收益弹性更高，A 股标的表现相对稳健。**1）回测覆盖 2022 年 4 月至 2026 年 7 月的 23 次政策事件，分别构建港股与 A 股两组样本，每组包含 69 个“公司—事件”观察值。港股与 A 股平均策略收益率分别为 10.4%和 5.1%，胜率分别为 55.1%和 60.9%，收益标准差分别为 35.3%和 14.6%，体现出两地市场收益弹性与风险特征的差异。2）港股与 A 股高分政策事件的平均收益率分别为 44.9%和 19.2%；市场强确认组平均收益率分别为 25.9%和 12.7%，均高于各自弱确认组的 1.0%和 0.9%，支持结合政策质量与价格反应识别行情特征。3）港股收益呈右偏分布，少数强事件贡献主要收益；两市政策与市场反应均弱的 D 象限平均收益率分别为-3.8%和-1.1%，表明弱信号事件的后续风险值得关注。
- **政策时点有助于界定行情观测窗口，公司波动反映个股风险特征。**1）Q2 收益较多来自会前预期定价，Q3 主要来自政策公布后的股价表现，Q4 并非稳定的正收益窗口。2）融创替代口径的收益弹性与波动均较高，华润置地相对稳定，绿城中国居于两者之间。3）评价回测结果需结合历史波动、尾部风险，并考虑信号确认时点、实际成交价格、交易成本和流动性，区分短期政策行情与长期基本面修复。
- **从政策实践看，未来可关注公积金改革、住房贷款贴息和城市更新三条主线。**1）公积金利率决策程序有所简化，其相对利率优势亦明显收窄：2020 年 1 月至 2026 年 8 月，5 年期以上 LPR 与 5 年以上首套公积金贷款利差由 155BP 降至 90BP，适度下调公积金利率有助于增强其住房融资支持作用。2）2025 年消费贷贴息政策已提供实践基础，2026 年延续扩围；房贷贴息可借鉴这一工具，由财政分担部分利息，降低居民融资成本并减轻银行让利压力，推动实际房贷利率向租金回报率靠拢。部分城市已有较好地政策实践。3）9 月 18 日住建部明确指出房地产进入存量时代，城市更新有望成为持续发力方向，老旧小区、危旧房和城中村改造可带动居住品质提升与住房置换，关注财政、长期融资和土地规划配套能否将更新需求转化为实际项目。
- **投资建议：**我们认为开发业务的投资分为三种策略：1）房地产周期上行的右侧，全面利好板块，但其需要总需求曲线右移，而非一线城市止跌的表征指标；2）市场下行期的公司 alpha，其需要催化剂，而非单纯低估值，催化剂按照时间分为依次递进：拿地精准度、利润表兑现、利润表稳定性兑现；3）政策驱动的阶段性行情，主要基于政策博弈。目前周期上行、挖掘 alpha 类机会仍不清晰，政策博弈仍是重要观察方向，高弹性标的回测收益均值更高，回撤风险也更大。
- **风险提示：**政策落地不及预期，市场反应偏离历史规律，样本局限及回测误差。

华创证券研究所

证券分析师：单戈

邮箱：shange@hcyjs.com

执业编号：S0360522110001

证券分析师：许常捷

邮箱：xuchangjie@hcyjs.com

执业编号：S0360525030002

证券分析师：杨航

邮箱：yanghang@hcyjs.com

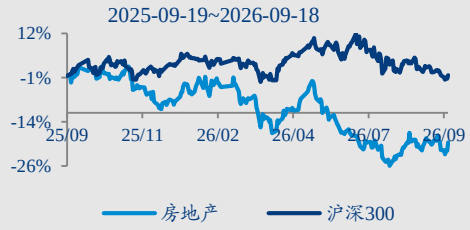
执业编号：S0360525090001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	106	0.01
总市值(亿元)	10,127.17	0.79
流通市值(亿元)	9,790.80	0.99

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-0.8%	-13.7%	-19.2%
相对表现	3.8%	-10.5%	-19.5%



相关研究报告

《房地产行业周报（2026 年第 37 周）：楼市成交同比走弱，中海深圳福田拿地》

2026-09-14

《房地产行业周报（2026 年第 36 周）：楼市成交同比增加，一线城市新房同比增速亮眼》

2026-09-08

《房地产行业重大事项点评：供给出清不等于利润改善——为什么开发商减少不是地产股β》

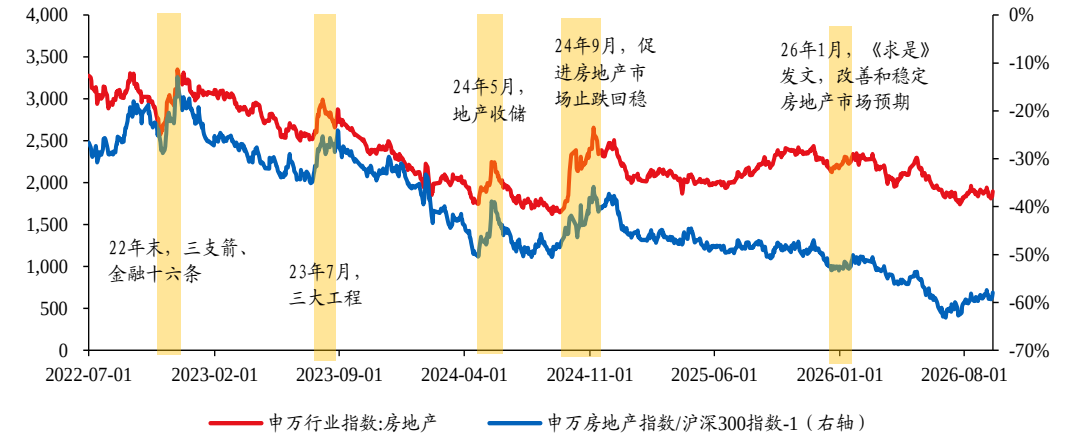
2026-09-03

仅供内部参考，请勿外传！

一、地产政策是地产股阶段性定价的重要变量

2022 年年中以来，地产板块呈现出较强的政策驱动特征。政策放松往往催化预期修复，带动板块上涨；但随后基本面改善不及预期，行情又逐步回落。随着前期政策效应减弱、基本面下行压力持续累积，市场对新一轮政策加码的预期再度升温，进而催化板块反弹，形成政策预期与基本面验证交替主导的行情循环。

图表 1　2022 年年中以来，重大地产政策及相关表述对板块股价影响明显



资料来源：Wind，华创证券

政策出台是股价重新定价的起点，政策力度、市场预期和公司风险特征共同影响行情的强度与持续时间。1）政策力度方面，资金规模、执行主体和落地指标明确的政策，更容易改变市场对房企融资、销售及现金流的判断；缺少配套执行工具的方向性表态，对股价的影响通常相对有限。2）市场预期方面，时间可预期的会议可能在召开前已被市场提前定价，政策发布后的价格表现取决于实际内容能否超出原有预期。3）公司风险特征方面，同一政策作用于资产负债表和交易结构不同的房企，股价弹性也可能明显分化。因此，判断政策对股价的影响，既要评估政策质量，也要观察市场价格反应。

这也就意味着，地产股研究需要区分政策驱动的阶段性行情与基本面改善带来的估值修复。我们在《Deep Value 是不是地产股的买入理由？》一文中指出：1）政策驱动的行情，重点在于政策预期差、执行力度、价格反应和资金拥挤程度，影响通常集中于较短的观测窗口，政策催化兑现后的持续性仍需验证；2）基本面驱动的估值修复，则需要跟踪新增项目结转、历史项目退出、归母利润、减值、现金回报和正常化 ROE，验证周期更长，也更依赖基本面改善。本文聚焦第一类**定价逻辑，通过政策质量与市场确认分析阶段性行情，并比较不同观测窗口的价格表现，区分短期政策催化与长期基本面修复。**

二、事件研究框架：结合政策评分与市场反应划分观测窗口

为检验地产政策对股价的催化效应，我们选取港股、A 股代表性房地产企业[1]，构建事件研究观测框架：根据事件的可预期性界定观测起点，结合政策评分与市场价格反应划分行情观测窗口。

[1] 公司之间的具体差异只在回测结果部分依据收益、胜率和标准差描述，不构成对公司基本面质量的评级。

仅供内部参考，请勿外传！

核心假设 1 根据事件的可预期性界定观测起点

本研究选取 2022 年 4 月至 2026 年 7 月的 23 次地产相关政策事件，分别考察港股华润置地、绿城中国、融创中国，以及 A 股保利发展、滨江集团、新城控股的股价表现，构建港股与 A 股两组回测样本，每组包含 69 个“公司—事件”观察值。T 日以政策内容实际公开且市场能够获取信息的日期为准；若当日为非交易日，则顺延至相应市场的下一交易日。T+n 节点均按各自市场的交易日历计算。

图表 2 事件样本涵盖近年政治局会议及金融十六条等重点政策

序号	时间	事件
1	2022-04-29	政治局会议：优化商品房预售资金监管
2	2022-07-28	政治局会议：保交楼、稳民生
3	2022-11-11	金融十六条 + 三支箭
4	2022-12-16	中央经济工作会议
5	2023-04-28	政治局会议
6	2023-07-24	政治局会议「供求关系重大变化」
7	2023-08-31	认房不认贷 + 存量房贷利率下调
8	2023-10-31	中央金融工作会议
9	2023-12-12	中央经济工作会议
10	2024-04-30	政治局会议：首提统筹消化存量房产
11	2024-05-17	收储 517 新政（3000亿保障房再贷款）
12	2024-07-30	政治局会议
13	2024-09-24	三部门发布会：下调存量房贷利率、放宽首付
14	2024-10-17	五部门发布会：四取消四降低两增加
15	2024-12-12	中央经济工作会议
16	2025-04-25	政治局会议：构建房地产发展新模式
17	2025-07-15	中央城市工作会议（时隔10年）
18	2025-07-30	政治局会议：未提及房地产
19	2025-09-29	政治局会议：未提及房地产
20	2025-12-11	中央经济工作会议：着力稳定房地产市场
21	2026-01-01	《求是》文章
22	2026-04-28	政治局会议：努力稳定房地产市场
23	2026-07-30	政治局会议：稳定房地产市场

资料来源：中国政府网，新华社，求是网，华创证券

事件能否被市场提前预期，决定回测采用的起始基准价格。1）常规政策事件，如事关经济的政治局会议，其召开时间被市场认为是基本相对确定，统一以 P(T-15)为测算基准，考察政策公布前的预期定价。2）2024 年 9 月 24 日三部门发布会和 2026 年 1 月 1 日《求是》文章被归为事前无法预判的突发事件，采用 P(T)作为起始基准价格，会前漂移记为 0；分窗口回测收益与 T+5 统一观测基准收益均按这一价格计算。

核心假设 2 结合政策评分与市场价格反应划分行情观测窗口

1、政策评分

政策对股价的影响，首先取决于方向性表态能否转化为明确的资金支持和执行安排。1）我们从资金表述、承接主体激励、政策可追踪性指标三个维度评分。评分依据政策发布时可获得的文本完成，不因后续股价表现而调整，旨在识别资金安排、执行激励与后续

仅供内部参考，请勿外传！

验证是否形成完整链条。2）每项得分为 0 至 2 分，合计 0 至 6 分，4 分及以上定义为高分政策。

图表 3 从资金表述、承接主体激励及可观察执行指标评价政策质量

评分维度	0分	1分	2分
新资金科目	没有资金表述	有资金表述，但无明确额度或新工具	有明确额度，或创设新的资金工具
承接主体激励	没有明确承接主体，或执行后的经济激励为负	承接主体明确，但激励中性	能够形成正向回报，或具有明确的监管免责
政策可追踪性	没有可核查的执行指标	执行进度可以按季度核查	执行进度可以按月度核查

资料来源：华创证券

2、市场价格反应

政策文本力度较强，并不意味着市场一定认可。本研究进一步观察 T-1 至 T+1 的价格变化，判断政策是否获得市场定价确认。市场反应定义为：

$$P(T+1) \div P(T-1) - 1$$

市场反应超过 3%定义为强确认，不超过 3%定义为弱确认，其中 0 至 3%的区间也纳入弱确认分支。

政策评分衡量政策的实际力度，T+1 价格反应检验市场是否认可，两项信号共同构成行情观测窗口的分组依据。根据政策评分与市场确认的强弱，样本划分为四个象限：A 象限为政策强、市场反应强，观测 T+5 与 T+10；B 象限为政策强、市场反应弱，观测 T+1 与 T+5；C 象限为政策弱、市场反应强，观测 T+3 与 T+5；D 象限为政策弱、市场反应弱，观测 T+1。政策通稿完全未提及房地产的事件单列为 D-empty，观测 T 日表现。为保持回测口径一致，A、C 象限的两个时点区间收益各赋予 1/2 权重，B 象限分别赋予 2/3 和 1/3 权重，D 与 D-empty 采用单一时点区间收益；下文“策略收益”即按上述参数测算的分窗口加权收益，用于比较历史样本表现。

图表 4 根据政策评分与市场反应划分四象限观测窗口

象限	判断	行情含义	观测窗口及统计权重
A	政策强、市场强	政策与价格形成共振	T+5、T+10区间收益各占1/2
B	政策强、市场弱	政策较强但价格尚未认可	T+1、T+5区间收益分别占2/3、1/3
C	政策弱、市场强	主要由情绪或交易结构驱动上涨	T+3、T+5区间收益各占1/2
D	政策弱、市场弱	缺乏延续行情的信号依据	T+1区间收益
D-empty	政策未涉及地产	政策预期落空	T日区间收益

资料来源：华创证券

常规事件以 P(T-15)为起始基准价格，突发事件以 P(T)为起始基准价格；统一观测基准采用相同的起始价格，均计算至 T+5。D 象限采用 T+1 收盘价测算区间收益，收盘价与实际成交价格可能存在差异。2026 年 1 月 1 日《求是》文章等特殊突发事件，直接根据市场反应划入象限分支，不受常规政策评分门槛限制。

三、回测验证：政策评分与价格确认共同区分行情表现

（一）港股典型房企回测结果

1、整体收益呈右偏分布，少数强事件贡献主要收益

港股典型房企回测覆盖 23 个政策事件、69 个“公司—事件”观察值，平均策略收益率为 10.4%，中位数为 3.0%，胜率为 55.1%，标准差为 35.3%。盈利样本的平均收益率为 27.0%，亏损样本的平均损失为 10.3%，平均盈利约为平均亏损绝对值的 2.6 倍。样本内结果表明，不同政策事件的收益分布存在较大差异，少数强政策事件对整体收益贡献较大。

图表 5　整体策略平均收益率为 10.4%，收益分布呈右偏特征

指标	公司—事件口径
样本数	69
策略平均收益	10.4%
中位数	3.0%
胜率	55.1%
标准差	35.3%
方差	0.1248
平均盈利	27.0%
平均亏损	-10.3%
会前漂移平均	4.1%
漂移贡献占比	39.8%
最大值	168.8%
最小值	-50.2%

资料来源：iFinD，华创证券测算

少数大幅上涨事件对整体收益贡献较大。平均收益率 10.4%高于中位数 3.0%，最大收益也远高于最大亏损的绝对值，体现出明显的右偏特征。多数事件收益有限，少数政策超预期事件对整体均值影响较大，因此评价样本表现需同时考察收益分布、尾部风险及结果对少数事件的依赖程度。

2、政策评分识别高质量事件，价格确认进一步筛选信号

政策评分有助于识别数量较少、样本内收益较高的事件。高分政策对应 6 个“公司—事件”观察值，平均收益率为 44.9%，中位数为 27.0%，均取得正收益。中分事件对应 30 个观察值，平均收益率为 13.3%，但中位数接近 0，组内差异较大，仅凭政策文本难以判断行情能否持续。低分事件平均收益率为 1.5%，较同口径统一观测基准高出 1.7 个百分点。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 6　高分政策事件的策略平均收益率为 44.9%

二、按政策评分三档									
分组	交易含义	样本数	策略平均收益	中位数	胜率	标准差	基准持有	超额收益	会前漂移	简化风险收益比
高分事件	记分≥4；超预期，样本较少	6	44.9%	27.0%	100.0%	45.5%	39.6%	5.2%	36.2%	0.99
中分事件	记分2-3；符合预期	30	13.3%	0.0%	50.0%	45.2%	18.4%	-5.1%	1.5%	0.30
低分事件	记分≤1；不及预期	33	1.5%	3.1%	51.5%	13.0%	-0.2%	1.7%	0.7%	0.11

资料来源：iFinD，华创证券测算

T+1 价格确认有助于进一步区分政策事件的行情表现。市场反应强的 A、C 组共 26 个观察值，平均收益率为 25.9%，中位数为 9.5%，胜率为 80.8%；市场反应弱组共 43 个观察值，平均收益率仅为 1.0%，中位数为-1.8%，胜率为 39.5%。政策评分衡量政策力度，价格确认检验市场认可程度，两项信号结合，提高了样本内事件样本的区分度。

图表 7　市场反应强组的策略平均收益率为 25.9%

一、按T+1市场确认强弱									
分组	交易含义	样本数	策略平均收益	中位数	胜率	标准差	基准持有	超额收益	会前漂移	简化风险收益比
市场反应强	A/C：T+1价格确认	26	25.9%	9.5%	80.8%	46.4%	29.8%	-3.9%	3.4%	0.56
市场反应弱	B/D/D-empty：T+1未确认	43	1.0%	-1.8%	39.5%	22.4%	0.2%	0.8%	4.6%	0.05

资料来源：iFinD，华创证券测算

3、四象限观测框架揭示强弱信号的表现差异

政策评分与价格确认的组合，有助于区分不同事件的行情表现。政策与市场反应均较强的 A 象限，平均收益率为 24.5%，胜率为 100%，较同口径统一观测基准高出 5.1 个百分点。C 象限平均收益率为 26.3%，中位数为 12.0%，胜率为 76.2%，说明政策评分偏低的事件在获得价格确认后，也可能形成阶段性行情。

图表 8　A、B、C 象限的策略平均收益率均超过 24%

分组	观测含义	样本数	策略平均收益	中位数	胜率	标准差	基准持有	超额收益	会前漂移	简化风险收益比
A	政策强、市场强；T+5、T+10	5	24.5%	5.4%	100.0%	42.0%	19.4%	5.1%	-1.8%	0.58
B	政策强、市场弱；T+1、T+5	4	38.9%	27.0%	75.0%	46.1%	35.2%	3.7%	56.6%	0.84
C	政策弱、市场强；T+3、T+5	21	26.3%	12.0%	76.2%	48.4%	32.3%	-6.1%	4.6%	0.54
D	政策弱、市场弱；T+1	33	-3.8%	-5.2%	30.3%	15.8%	-3.6%	-0.2%	-1.4%	-0.24
D-empty	无地产表述；T日	6	2.3%	4.1%	66.7%	4.4%	-2.5%	4.8%	2.9%	0.53

资料来源：iFinD，华创证券测算

D 象限平均收益为-3.8%，中位数为-5.2%，胜率仅为 30.3%，显著弱于 A、C 象限。当政策评分与市场反应均较弱时，样本内缺少支持行情延续的信号，T+1 窗口的负收益体现了此类事件的风险特征。D-empty 事件的 T 日区间收益在样本内高于延长观测至 T+5 的结果，表明政策预期落空后的价格表现仍可能承压。

4、Q2 与 Q3 集中了主要政策行情，收益来源有所不同

Q2 与 Q3 是样本内政策行情较为集中的时段，但收益来源有所不同。Q2 平均收益率为 12.6%，较同口径统一观测基准高出 3.5 个百分点，会前漂移为 10.4%，收益较多来自会议召开前的预期定价。Q3 平均收益率为 13.1%，胜率为 63.0%，会前漂移接近 0，收益更多来自政策公布后的股价表现。Q4 平均收益率为 6.1%，中位数为-2.5%，胜率为 42.9%，表明年末重要会议并不必然带来稳定收益，仍需结合政策评分与价格确认分析行情特征。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 9　Q2 与 Q3 的策略平均收益率均超过 12%

分组	交易含义	样本数	策略平均收益	中位数	胜率	标准差	基准持有	超额收益	会前漂移	简化风险收益比
Q1		3	3.0%	5.3%	66.7%	4.1%	-0.1%	3.0%	0.0%	0.71
Q2		18	12.6%	7.1%	55.6%	25.7%	9.1%	3.5%	10.4%	0.49
Q3		27	13.1%	4.4%	63.0%	42.6%	19.7%	-6.6%	-0.9%	0.31
Q4		21	6.1%	-2.5%	42.9%	35.8%	4.2%	1.9%	5.9%	0.17

资料来源：iFinD，华创证券测算

5、公司间收益弹性与波动差异明显，风险特征各异

同一套事件观测框架在三家公司样本中均取得正的平均收益，但收益弹性与波动存在明显差异。融创替代口径平均收益率为 21.5%，中位数为 3.8%，标准差为 56.5%，较高的平均收益主要由少数大幅上涨事件贡献；绿城中国平均收益率为 5.4%，中位数为 3.0%，标准差为 17.7%，收益弹性与波动均居于两者之间；华润置地平均收益率为 4.4%，胜率为 60.9%，标准差为 12.6%，样本表现相对稳定。

图表 10　不同公司类型的收益弹性与波动差异明显

分组	交易含义	样本数	策略平均收益	中位数	胜率	标准差	基准持有	超额收益	会前漂移	简化风险收益比
融创口径	高弹性型	23	21.5%	3.8%	52.2%	56.5%	24.0%	-2.6%	6.8%	0.38
绿城中国	预期敏感型	23	5.4%	3.0%	52.2%	17.7%	6.6%	-1.2%	4.1%	0.30
华润置地	稳健核心型	23	4.4%	2.1%	60.9%	12.6%	3.4%	0.9%	1.5%	0.35

资料来源：iFinD，华创证券测算，备注：以上角色根据回测中的收益与波动特征划分，不等同于基本面意义上的公司分类

政策信号有助于界定行情观测窗口，公司波动则是分析风险特征的重要依据。高波动标的在政策超预期时可能具有更大的收益弹性，也伴随更高的尾部风险；低波动标的的收益弹性相对有限，样本表现更为稳定。因此，风险评估需综合历史波动、最大可承受损失和组合风险预算，不宜仅按历史平均收益排序。

（二）A 股典型房企回测结果

1、整体平均收益为正，收益弹性与波动低于港股

A 股典型地产公司样本同样呈现出政策驱动的阶段性行情。策略平均收益率为 5.1%，中位数为 2.8%，胜率为 60.9%。A 股样本标准差为 14.6%，低于港股样本，整体呈现收益弹性较低、波动较小的特征。

图表 11　A 股策略平均收益率为 5.1%，胜率为 60.9%

指标	公司—事件口径
样本数	69
策略平均收益	5.1%
策略收益中位数	2.8%
胜率	60.9%
标准差	14.6%
方差	2.1%
基准持有平均收益	5.3%
平均超额收益	-0.3%
会前漂移平均收益	3.9%
最大单次收益	59.7%
最大单次亏损	-24.9%
简化风险收益比	34.6%

资料来源：iFinD，华创证券测算

2、政策评分与价格确认共同提升行情信号的区分度

政策评分在 A 股样本中同样具有区分作用。高分政策事件的平均收益率为 19.2%，中位数为 23.7%，较同口径统一观测基准高出 2.2 个百分点；中分和低分事件的平均收益率分别为 4.6%和 2.9%。

图表 12　高、中、低分政策事件的策略平均收益率分别为 19.2%、4.6%和 2.9%

分组	交易含义	有效样本数	策略平均收益	中位数	胜率	标准差	基准持有	超额收益	会前漂移	简化风险收益比
高	记分≥4：资金、激励或执行指标更明确	6	19.2%	23.7%	66.7%	18.2%	17.0%	2.2%	16.3%	1.06
中	记分2－3：政策方向明确但执行约束有限	30	4.6%	-1.1%	46.7%	17.0%	4.7%	-0.2%	3.3%	0.27
低	记分0－1：方向性表述为主	33	2.9%	3.1%	72.7%	9.9%	3.8%	-0.8%	2.1%	0.29

资料来源：iFinD，华创证券测算

价格确认有助于进一步区分行情表现。T+1 市场反应较强的 A、C 象限平均收益率为 12.7%，中位数为 9.5%，胜率为 75.0%；市场反应偏弱的 B、D 象限平均收益率仅为 0.9%，中位数为 0.1%，胜率为 51.2%。

图表 13　市场反应较强事件的策略平均收益率为 12.7%

分组	交易含义	有效样本数	策略平均收益	中位数	胜率	标准差	基准持有	超额收益	会前漂移	简化风险收益比
市场反应强	A/C：T+1价格确认	20	12.7%	9.5%	75.0%	19.8%	12.8%	-0.1%	3.5%	0.6405
市场反应弱	B/D：T+1未形成强确认	43	0.9%	0.1%	51.2%	10.6%	1.9%	-0.9%	3.3%	0.0877
空事件	D-empty：T日观测	6	9.2%	8.9%	83.3%	8.2%	5.1%	4.1%	9.0%	1.1170

资料来源：iFinD，华创证券测算

3、四象限观测框架体现强弱信号的样本差异

政策评分较高、市场确认偏弱的 B 象限，平均收益率为 20.6%。政策评分偏低、市场确认较强的 C 象限，平均收益率为 14.5%；政策评分与市场确认均弱的 D 象限，平均收益率为-1.1%，胜率仅为 46.2%。

图表 14　B、C 象限平均收益率分别为 20.6%和 14.5%，D 象限收益转负

分组	交易含义	有效样本数	策略平均收益	中位数	胜率	标准差	基准持有	超额收益	会前漂移	简化风险收益比
A	政策强、市场强；T+5、T+10	5	7.3%	1.0%	60.0%	16.6%	5.6%	1.7%	-3.4%	0.4397
B	政策强、市场弱；T+1、T+5	4	20.6%	23.7%	100.0%	16.6%	20.1%	0.5%	28.7%	1.2422
C	政策弱、市场强；T+3、T+5	15	14.5%	12.2%	80.0%	21.0%	15.2%	-0.7%	5.8%	0.6906
D	政策弱、市场弱；T+1	39	-1.1%	-1.3%	46.2%	7.7%	0.0%	-1.1%	0.7%	-0.1411
D-empty	未提房地产；T日	6	9.2%	8.9%	83.3%	8.2%	5.1%	4.1%	9.0%	1.1170

资料来源：iFinD，华创证券测算

4、Q3 胜率更高、波动更低，Q2 收益更依赖高弹性事件

Q3 样本表现相对稳健，Q2 收益弹性更高。Q3 平均收益率为 7.0%、胜率为 85.2%、标准差为 8.6%；Q2 平均收益率略高，为 7.9%，但标准差达到 20.5%，收益更依赖少数高弹性事件。Q4 平均收益率仅为 0.8%，中位数为-4.3%，说明年末政策事件虽仍可能带来个别机会，但整体样本表现较弱。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 15 Q3 策略胜率为 85.2%，Q2 平均收益率为 7.9%

分组	交易含义	有效样本数	策略平均收益	中位数	胜率	标准差	基准持有	超额收益	会前漂移	简化风险收益比
Q1	1-3月	3	1.1%	1.0%	100.0%	1.0%	2.0%	-0.9%	0.0%	1.1122
Q2	4-6月	18	7.9%	4.7%	61.1%	20.5%	9.8%	-1.9%	6.9%	0.3829
Q3	7-9月	27	7.0%	5.4%	85.2%	8.6%	7.7%	-0.7%	5.1%	0.8100
Q4	10-12月	21	0.8%	-4.3%	23.8%	15.5%	-1.0%	1.8%	0.3%	0.0501

资料来源：iFinD，华创证券测算

5、个股收益与波动存在差异，风险特征需综合分析

三家公司收益与波动特征各异，风险特征需综合分析。新城控股平均收益率为 6.6%、胜率为 65.2%，收益弹性相对较高；滨江集团平均收益率为 5.7%，但单次事件收益波动较大；保利发展平均收益率为 3.0%、标准差为 12.2%，收益弹性较低，样本表现相对稳健。

图表 16 新城控股平均收益率为 6.6%、胜率为 65.2%，保利发展收益波动最低

分组	交易含义	有效样本数	策略平均收益	中位数	胜率	标准差	基准持有	超额收益	会前漂移	简化风险收益比
保利发展	稳健核心型	23	3.0%	0.8%	56.5%	12.2%	3.9%	-0.9%	2.5%	0.2436
新城控股	高弹性型	23	6.6%	5.4%	65.2%	16.7%	6.2%	0.3%	4.7%	0.3936
滨江集团	预期敏感型	23	5.7%	3.1%	60.9%	15.1%	5.9%	-0.2%	4.4%	0.3736

资料来源：iFinD，华创证券测算 ，备注：以上角色根据回测中的收益与波动特征划分，不等同于基本面意义上的公司分类

（三）研究启示：结合市场差异与事件进程分析行情特征

A 股与港股回测结果均显示，高分政策事件的样本内平均收益高于一般事件，T+1 价格确认有助于进一步区分行情信号。两地市场的信号方向基本一致，主要差异体现在收益弹性与风险特征：港股平均收益更高，但标准差也更大；A 股收益相对温和，胜率更高、波动更低。

行情分析可随信息逐步明确，分阶段观察政策预期、市场确认与价格表现。T-15 为可预期政策事件的观测起点；T 日依据正式政策完成评分，突发事件从当日开始观测；T+1 结合政策评分和 3%的价格阈值区分市场确认强弱；T+3 至 T+5 观察中低确定性事件的价格表现；T+5 至 T+10 进一步比较政策与市场均较强的 A 象限的行情持续性。

图表 17 按事件进程观察政策信号与行情演绎

时间节点	判断	研究观察内容
T-15	可预期政策窗口	记录起始基准价格
T日	突发政策正式公开	完成政策评分，记录突发事件基准价格
T+1	市场是否确认	按政策评分和价格反应划
T+3至T+5	中低确定性行情	比较阶段性价格表现
T+5至T+10	强政策、强反应	观察A象限行情持续性

资料来源：华创证券

这套框架从观测起点、信号分组和观测窗口三个方面分析政策事件：突发事件以 T 日价格作为测算基准，避免使用事后才能确定的 T-15 价格；政策评分与 T+1 价格确认共同构成分组依据；各象限采用明确的观测节点，用于比较短期政策催化下的价格表现。现

仅供内部参考，请勿外传！

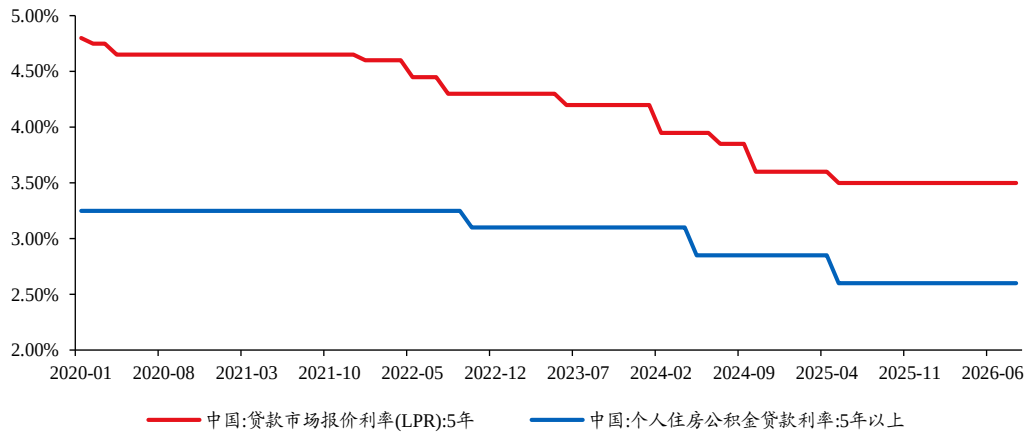
有回测采用收盘价测算收益，信号确认时点、实际成交价格、交易成本及个股流动性均可能影响回测结果的现实适用性，短期样本表现不能直接外推为长期收益。

四、未来房地产政策调整的可能性推演

“828”现房销售等一系列政策有利于完善行业制度、更好保障购房者权益，但也可能对房地产市场形成一定的紧缩效应（参见报告《房地产行业重大事项点评：预售制度调整和现房销售的效果推演》）。为稳定房地产市场，我们认为仍需要需求端政策协同发力，结合过往政策的出台脉络与实施效果，有效的政策方向可能有：

1、公积金改革有望继续深化，或适当降低公积金贷款利率。1）据住建部等部门发布的《全国住房公积金 2024 年年度报告》，截至 2024 年末，全国住房公积金缴存余额约 10.9 万亿元，同比增长 8.6%，如何有效盘活公积金，是未来重点方向。2）顶层制度已完成调整，公积金贷款利率决策程序有所简化。2026 年 8 月《住房公积金管理条例》修订，将利率确定程序由人民银行提出、征求建设主管部门意见后报国务院批准，调整为由国务院直接决定。此次调整主要体现为决策程序的简化，为后续统筹调整提供制度条件。3）公积金贷款的相对利率优势较此前明显收窄。从 2020 年 1 月至 2026 年 8 月，5 年期以上 LPR 由 4.80%降至 3.50%，累计下降 130BP；同期，5 年以上首套公积金贷款利率由 3.25%降至 2.60%，累计下降 65BP，两者利差由 155BP 收窄至 90BP。考虑到商业房贷实际执行利率可在 LPR 基础上减点，实际利差可能更小：以主流城市商贷利率 3.05%测算，其与公积金贷款利率的利差为 45BP。我们认为，适度下调公积金贷款利率，有助于增强其低成本住房融资优势，更好发挥惠民作用。

图表 18　5 年期以上 LPR 与 5 年以上首套公积金贷款利率之差收窄至 90BP



资料来源：Wind，华创证券

2、住房贷款贴息值得纳入政策推演，核心是将财政支持消费的思路进一步延伸至住房领域。1）消费贷款贴息已提供政策实践，2025 年中央推出个人消费贷款财政贴息政策，当年 23 家经办机构个人消费贷款余额同比增长 10.2%。2026 年，政策进一步延续扩围，为财政资金直接降低居民信贷成本积累了实践经验。2）住房作为居民大宗消费的重要组成部分，具备借鉴这一工具的政策逻辑。一方面，在银行净息差承压的背景下，由财政分担部分利息支出，可以降低购房者实际融资成本，同时减轻银行进一步让利的压力。另一方面，贴息有助于推动居民实际承担的房贷利率向租金回报率靠拢，有助于进一步缓解居民家庭购房现金流压力，为房价和市场预期企稳提供支撑。

仅供内部参考，请勿外传！

据中指研究院不完全统计，2026 年以来，全国已有超 20 地出台或优化住房贷款贴息相关政策，近期上海、成都先后落地新政，针对性给予住房贷款贴息。1）上海侧重“以旧换新”补贴，居民家庭在上海外环外购买新房并完成合同网签备案，且在网签备案日前后 1 年内出售上海二手房的，可向购入新房所在区房地产交易中心申请补贴，补贴金额按其购买新房贷款总额的 1%计算，单套住房最高补贴 5 万元，补贴总金额 2 亿元，用完即止；2）成都则给予公积金贷款利息补贴，2026 年 8 月 25 日至 26 年底，购买成都新房申请住房公积金贷款的，最低首付比 15%，并给予一年期限、20%的利息补贴，补贴金额最高不超过 2.5 万元。

3、存量房时代，城市更新有望成为房地产政策更具持续性的发力方向。2026 年 9 月 18 日，住建部在国新办发布会上明确指出，房地产进入存量时代，二手房交易占比由 2020 年的 27%升至 2026 年前 8 个月的 52%。我们认为，随着市场结构变化，政策将更加重视存量住房的品质提升与存量空间的有效利用。一方面，老旧小区、危旧房和城中村改造，以及社区配套设施完善，将成为满足居民居住品质改善需求的重要抓手；另一方面，城市更新有助于盘活低效空间、带动改造建设投资，并为居民住房置换创造条件。后续可关注财政支持、长期融资及土地规划政策的进一步配套，推动存量更新需求转化为实际项目，为行业提供更具持续性的需求支撑。

投资建议：我们认为开发业务的投资分为三种策略：1）房地产周期上行的右侧，全面利好板块，但其需要总需求曲线右移，而非一线城市止跌的表征指标；2）市场下行期的公司 alpha，其需要催化剂，而非单纯低估值，催化剂按照时间分为依次递进：拿地精准度、利润表兑现、利润表稳定性兑现；3）政策驱动的阶段性行情，主要基于政策博弈。目前一二类机会（地产上行期右侧与下行期公司 alpha）仍不清晰，第三类政策博弈仍是重要观察方向，高弹性标的回测收益均值更高，回撤风险也更大。

风险提示：政策落地不及预期，市场反应偏离历史规律，样本局限及回测误差。

仅供内部参考，请勿外传！

地产链和多元资产研究组团队介绍

房地产及建筑建材组组长、首席分析师：单戈

中国人民大学风险管理与精算学博士，4 年地产研究经验，曾任职于农银理财子、国泰君安证券研究所，2022 年加入华创证券研究所。

组长、资深分析师：郭忠良

曾任职于京东金融战略研究部。2017 年加入华创证券研究所。

分析师：黄雄

南开大学理学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：许常捷

同济大学建筑与土木工程硕士，2 年地产研究经验，曾任职于华润置地，从事房地产投资（涉及住宅、租赁住房、商办综合体等），2022 年加入华创证券研究所。

分析师：杨航

上海财经大学学士，浙江大学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈瀚磊

清华大学金融硕士，2026 年加入华创证券研究所。研究方向：建材、多元化地产。

仅供内部参考，请勿外传！

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	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	朱晞毓	高级销售经理		zhuxiyu@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传！

广州机构销售部	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	郭有渔	销售助理		guoyouyu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传！

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

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、转发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	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	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522