

大金融板块收益的相似与背离——行业比较系列一

分析师：王仕进

执业证书编号：S0740519020001

电话：021-240315056

Email: wangsj@r.qizq.com.cn

研究助理：卫辛

Email: weixin@r.qizq.com.cn

相关报告**专题策略**

历史上“大金融”板块的走势多有相似，尤其是在市场流动性改善的环境下，金融、房地产板块往往更容易获取不错的超额收益。然而，必须承认的是，无论是一级行业，还是相同行业不同的子板块，走势也多有区别。对于投资者而言，面对有限的筹码，相似的环境下，选金融，还是选地产？本周我们以历史上的超额收益为线索，通过观察经济环境与股价驱动因素的变化，尝试对上述问题进行讨论。

关注哪些股价驱动因素？（1）券商关注量、价两个方面，量的走势重点关注股票成交规模的变化，价的走势需要关注股佣金率、投资收益率等。（2）银行业的景气研究可以通过跟踪净息差、银行不良率、拨备覆盖率等指标进行判断。（3）保险行业重点关注保费收入、资本市场的变化以及利率的走势。（4）房地产板块的景气研究可以通过跟踪政策、房地产销量、利率的变化来进行分析。

关注哪些细分行业？通过历史回溯我们发现无论市场资金面流动性宽松与否，金融、房地产行情都有可能发生背离。（1）当经济回落叠加股市大幅下行，金融行业往往会获得不错的相对收益。（2）牛市主升浪中券商相较银行、保险超额收益更加明显。（3）长端利率上行叠加经济回暖的环境下，银行往往比券商表现更好。（4）房地产销售增速回升，利率下行时房地产开发行业往往有不错的超额收益，房地产服务行业公司数量少、市值较小、弹性较大，且主要在2017年后上市，历史上几次行业超额收益往往出现在扶持政策密集出台，业绩高速增长时。

关注哪些类型个股？由于金融细分行业市场属性差异很大，金融指数获得明显超额收益时，个股表现可能分化明显。（1）对银行业而言，银行业的中小银行，尤其是资质较好的股份银行，往往在银行指数超额收益时表现更为亮眼。（2）对保险业而言，保险业中的大型保险公司，尤其是保险龙头往往在保险指数取得超额收益时表现较好。（3）对券商而言，证券业中每轮超额收益时的个股偏好并不一致。（4）对房地产开发以及房地产服务业而言，行业中龙头股价与板块往往呈现同涨同跌。但是在2014年与2017年的两轮上涨中，万科、保利股价出现股价上涨领先指数的现象。之所以出现这样的现象有可能是与近年来在土地调控及资金压力下，行业资源开始向头部集中所推动的。

超额收益持续多久？整体来看，历史上房地产、金融行业超额收益的持续时间较为相似，大概在2~3个季度。进一步从细分行业来看，券商行业的超额收益持续时间往往短于银行、保险。房地产行业，房地产服务行业超额收益持续的时间只有几个月，往往低于房地产开发行业。

风险提示：经济增速不及预期风险。宏观经济大幅低于预期导致人民币汇率持续贬值，政策收紧降低市场风险偏好，科创板推出延迟或者低于预期等。

内容目录

内容目录.....	- 2 -
图表目录.....	- 3 -
大金融板块收益的相似与背离.....	- 4 -
一、大金融板块收益的相似与背离.....	- 4 -
1.1 金融、地产超额收益的相似性.....	- 4 -
1.2 金融、地产超额收益的“背离”.....	- 5 -
二、大金融板块的股价驱动因素.....	- 7 -
2.1 金融板块的股价驱动因素.....	- 7 -
2.2 地产板块的股价驱动因素.....	- 8 -
三、选金融，还是选地产？.....	- 8 -
3.1 选金融，还是选地产？.....	- 8 -
3.2 如何理解指数与个股的差异性？.....	- 10 -
3.3 “大金融”板块超额收益的持续性.....	- 13 -

图表目录

图表 1: 金融、房地产板块之间表现差异性.....	- 4 -
图表 2: 历史上超额收益时期的银行公司表现.....	- 5 -
图表 3: 大金融板块间的差异表现.....	- 6 -
图表 4: 大金融板块间的差异表现.....	- 6 -
图表 5: 金融子板块间的差异表现.....	- 6 -
图表 6: 金融子板块间的差异表现.....	- 6 -
图表 7: 房地产子板块间的差异表现.....	- 7 -
图表 8: 房地产子板块间的差异表现.....	- 7 -
图表 9: 经济下行压力下房地产、金融行业表现.....	- 8 -
图表 10: 牛市主升浪中金融子板块表现.....	- 9 -
图表 11: 不同经济环境下金融行业表现.....	- 9 -
图表 12: 房地产销量增速与房地开发表现.....	- 10 -
图表 13: 利率与房地开发表现.....	- 10 -
图表 14: 历史上超额收益时期的银行公司表现.....	- 11 -
图表 15: 历史上超额收益时期的保险公司表现.....	- 11 -
图表 16: 历史上超额收益时期的证券公司表现.....	- 12 -
图表 17: 历史上超额收益时期的房地产公司表现.....	- 12 -
图表 18: 龙头股价与板块走势往往同涨同跌.....	- 13 -
图表 19: 房地产服务行业与龙头企业同涨同跌.....	- 13 -
图表 20: 房地产服务行业内公司走势分化明显.....	- 13 -

大金融板块收益的相似与背离

由于历史上“大金融”板块的走势多有相似，因此，在做行业比较时，很多时候会把金融、房地产归为一类进行判断。然而，必须承认的是，无论是一级行业，还是相同行业不同的子板块，走势也多有区别。对于投资者而言，面对有限的筹码，相似的环境下，选金融，还是选地产？如果选金融，那是选券商、银行还是保险？如果选房地产，那是选房地产开发，还是房地产服务？本周我们以历史上的超额收益为线索，通过观察经济环境与股价驱动因素的变化，尝试对上述问题进行讨论。

一、大金融板块收益的相似与背离

1.1 金融、地产超额收益的相似性

房地产与金融板块的行业表现差异不大，但行业子板块之间差异明显。虽然大类行业中，金融、房地产相关性在 0.7 以上，表现差异不大。但是从细分行业间的比较看，房地产服务行业，无论是与金融大类行业，还是券商、银行、保险等细分行业的相关性都较弱，在 0.5 以下。此外，金融行业，银行与保险、券商与保险的相关性较强，而银行与券商的表现相对较弱在 0.7 以下。即使同为房地产行业，房地产服务与房地产开发的相关性也仅有 0.6 左右。

图表 1：金融、房地产板块之间表现差异性

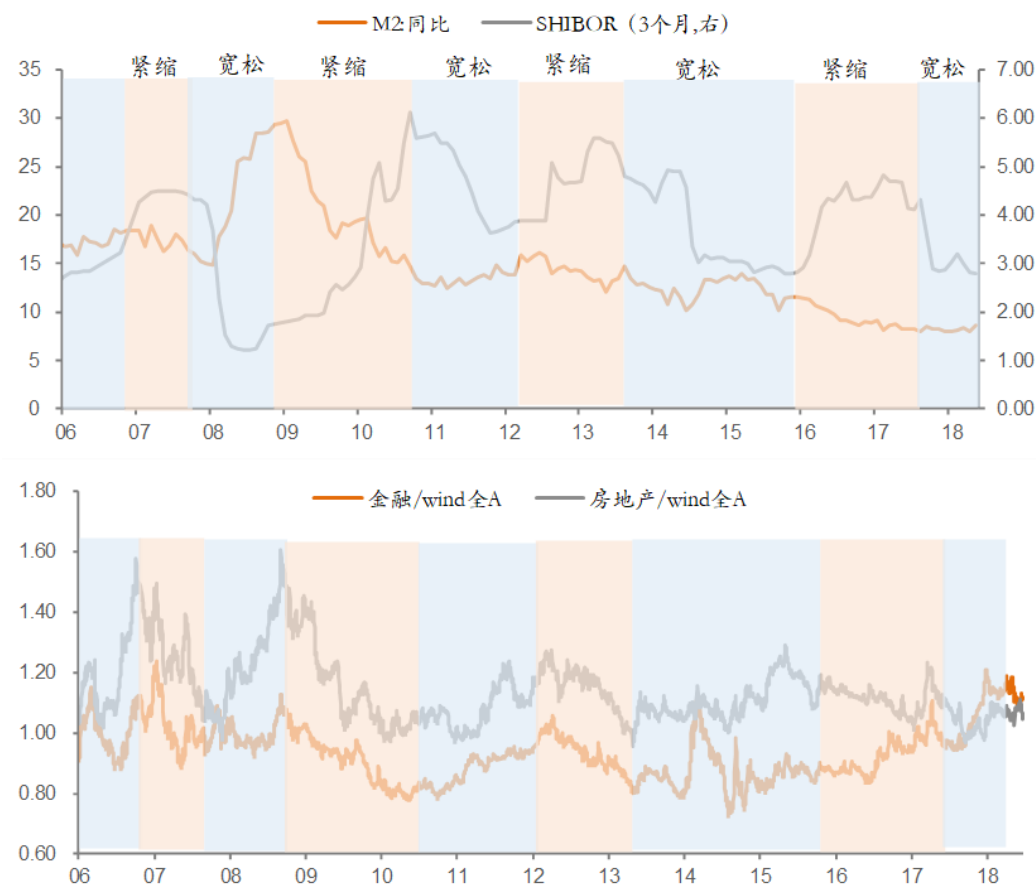
	金融	房地产	保险	银行	券商	房地产开发	房地产服务
金融	1.00						
房地产	0.78	1.00					
保险	0.86	0.60	1.00				
银行	0.90	0.58	0.77	1.00			
券商	0.87	0.70	0.71	0.67	1.00		
房地产开发	0.79	0.99	0.60	0.58	0.71	1.00	
房地产服务	0.47	0.67	0.35	0.29	0.45	0.66	1.00

来源：Wind, 中泰证券研究所

市场流动性的改善的环境下，金融、房地产板块往往更容易获取不错的超额收益。我们用 M2 同比增速与 Shibor 3 个月价格将历史上流动性环境划分为宽松、紧缩的不同阶段。从历史表现来看：2008 年 9 月到 2009 年 7 月，房地产指数上涨 104.9%，金融指数上涨 44.4%，跑赢万得全 A 指数 63.9%、3.3%，跑赢沪深 300 指数 69.6%、9.1%；2011 年 7 月到 2013 年 2 月，房地产指数上涨 1.7%，金融指数上涨 10.7%，跑赢万得全 A 指数 13.6%、22.6%，跑赢沪深 300 指数 12.1%、21.2%；2014 年 3 月到 2016 年 9 月，房地产指数上涨 114.8%，金融指数上涨 97.8%，跑赢万得全 A 指数 31.2%、14.2%，跑赢沪深 300 指数 63.3%、46.3%。2018 年下半年至今，市场流动性一直处于较为宽松的局面，在这样的环境下，房地产指数跑赢万得全 A 与沪深 300 指数 6 个百分点，金融指数跑赢万得全 A 与沪深 300 指数至少 16 个百分点。也正因两者产生超

超额收益的原因往往有许多相似之处，金融板块获得超额收益的时间段，房地产板块通常也会有机会获得不错的表现。

图表 2：历史上超额收益时期的银行公司表现

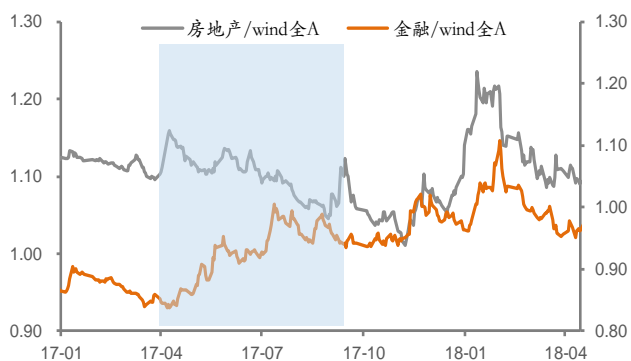


来源：Wind, 中泰证券研究所

1.2 金融、地产超额收益的“背离”

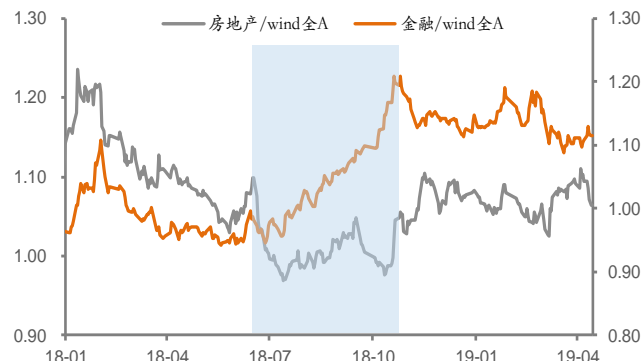
历史上“大金融板块”超额收益时间出现多次背离。尽管金融行业、房地产行业超额收益的时间段有很多相似性，然而，也曾出现金融行业表现较好，而房地产行业的超额收益为负，或者房地产行业表现较好而金融行业没有明显超额收益的“背离”。例如，2017年4月到2019年2月，金融行业跑赢万得全A、沪深300指数，而房地产行业则同时跑输万得全A与沪深300指数。之所以会出现这样的差异是因为两者的股价驱动因素并不完全一致，流动性宽松的环境会助推金融、房地产股的上涨，但并不是必要条件。

图表 3：大金融板块间的差异表现



来源：Wind，中泰证券研究所

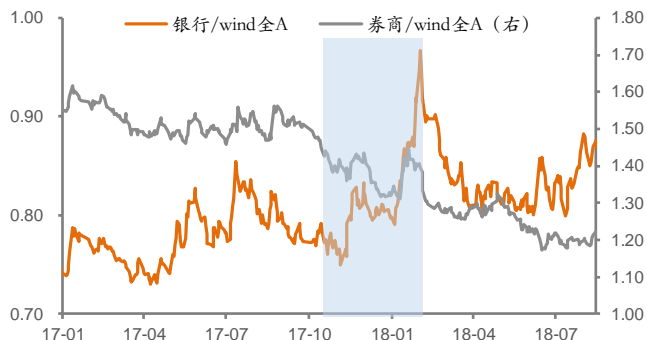
图表 4：大金融板块间的差异表现



来源：Wind，中泰证券研究所

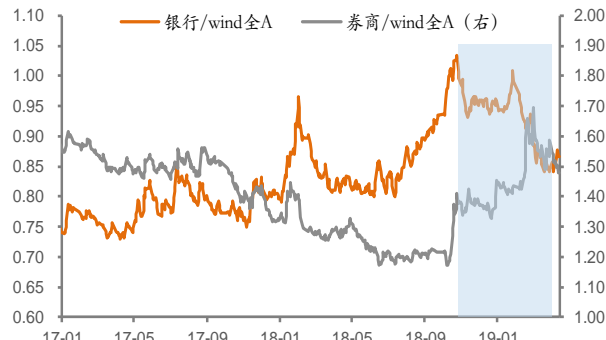
金融子行业间，银行与保险超额收益时间段多有重合，券商则多次出现相反的“独立行情”。例如，2018 年 10 月起，受益于再融资放松等系列政策改革的刺激，以及年初以来股市回暖的影响，相较万得全 A，券商板块获得明显的超额收益，而同期保险、银行指数则跑输沪深 300 与万得全 A。类似的，2017 年 4 月到 2018 年 10 月，保险、银行行业则取得了不错超额收益，而券商则跑输沪深 300 与万得全 A。

图表 5：金融子板块间的差异表现



来源：Wind，中泰证券研究所

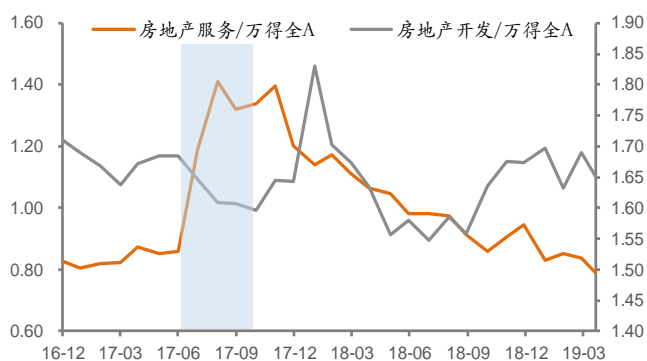
图表 6：金融子板块间的差异表现



来源：Wind，中泰证券研究所

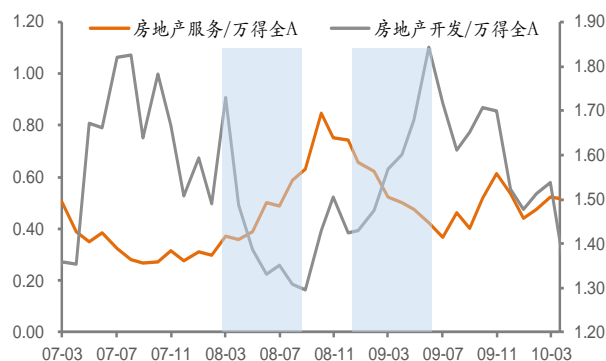
地产子行业间，房地产服务与房地产开发管理两个子板块表现并不一致。例如，2017 年 7 月到 2017 年 10 月，房地产服务行业明显跑赢万得全 A 与沪深 300 指数，而房地产开发板块，则同时跑输万得全 A 与沪深 300；相反，2008 年 9 月到 2009 年 6 月，房地产开发行业有着明显的超额收益，而房地产服务行业则走势相对低迷。

图表 7：房地产子板块间的差异表现



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：房地产子板块间的差异表现



来源：Wind，中泰证券研究所

二、大金融板块的股价驱动因素

2.1 金融板块的股价驱动因素

券商行业的景气研究重点关注量、价两个方面。1) 分析量的走势需要关注股票成交规模、股权融资规模等的变化情况。其中，股票成交金额曾是历史上券商超额收益阶段的核心驱动力之一。例如 2005 年 4 月到 2007 年 10 月，2008 年 4 月到 2008 年 10 月，2014 年 10 月到 2014 年 12 月股票成交规模都出现明显回升。此外，2014 年 4 季度两融业务的快速扩张也成为此轮行情的重要助推力。2) 分析价的走势需要关注股佣金率、投资收益率等。但是与量的数据相比，价的数据并不高频，而且各家差异明显，需要主观假设与历史经验的判断。

银行业的景气研究可以通过跟踪净息差、银行不良率、拨备覆盖率等指标进行判断。考虑到净息差等指标公布的频率较低，我们可以通过更为高频的利率数据进行跟踪，之所以选择利率数据不仅是因为银行存款的负债端与资产端对利率的敏感性并不一致，而且利率持续上升，往往会对净息差产生正面的促进作用。此外，由于银行不良率等数据公布频率也较低，我们可以进一步从银行的拨备政策、融资环境来进行分析。

保险行业的景气研究重点关注保费收入、资本市场的变化以及利率的走势。1) 作为保险公司的主要利润来源，保费收入的增长体现了保险公司持续经营能力，以及稳定成长能力。2) 分析资本市场的投资收益需要考虑股票市场、债券市场的变化。其中，虽然保险公司股票市场的投资占比（10%~15%）明显低于存款与债券（45%~60%），但是由于波动性强，导致短期其对总体投资收益的影响最大，通过历史回溯，我们也发现保险行业超额收益与股票市场走势密切相关。例如，2007 年 5 月到 2007 年 10 月，2014 年 10 月到 2015 年 2 月保险行业取得明显超额收益的阶段，股票市场都取得不错的表现。3) 分析利率的走势的重点关注长端利率的变化。之所以关注长端利率的变动，是因为它显著影响准备金的计提与利润的估算。关于保险业做好《企业会计准则解释第

2号》实施工作的通知指出，对于未来保险利益不受对应资产组合投资收益影响的保险合同，用于计算未到期责任准备金的折现率，应当根据与负债现金流出期限和风险相当的市场利率确定。该市场利率可以中央国债登记结算有限责任公司编制的750个工作日国债收益率曲线的移动平均为基准，加合理的溢价确定。从历史的股价表现来看，利率上行阶段，保险行业较容易取得明显的超额收益，例如2007年5月到10月，2017年4月到2018年2月。

2.2 地产板块的股价驱动因素

房地产板块的景气研究可以通过跟踪政策、房地产销量、利率的变化来进行分析。其中，政策变化通过影响需求兑现的程度，成为影响房地产行业小周期超额收益的重要因素。例如，2008年以来我们经历过三轮周期政策调控，分别是08年到11年，11年到14年，以及2014年至今，每轮政策周期的开始都以政策宽松带动的基本面改善。

三、选金融，还是选地产？

3.1 选金融，还是选地产？

当经济回落叠加股市大幅下行，金融行业往往会获得不错的相对收益。通过梳理金融、房地产行业历史上“背离”行情的经济环境与股价驱动因素，我们发现在上述环境下金融行业，尤其是权重较大、弹性较小的银行业往往会表现良好的抗跌性，获得一定的相对收益，房地产行业则没有稳定的呈现这一特征。此外，通过历史回溯我们发现无论市场资金面流动性宽松与否，金融、房地产行情都有可能发生背离。

图表9：经济下行压力下房地产、金融行业表现

	GDP同比	万得全A	VS 万得全A		
			房地产	金融	银行
07/09~08/09	从14.3%下滑至9.5%	-57.7	-3.4	-1.6	3.0
10/09~12/09	从9.9%下滑至7.5%	-18.1	5.7	11.1	6.6
15/06~15/12	从7.0%下滑至6.8%	-6.6	8.0	2.8	4.1
18/03~18/12	从6.8%下滑至6.4%	-25.9	-2.1	13.0	13.0

来源：Wind, 中泰证券研究所

牛市主升浪中券商相较银行、保险超额收益更加明显。从股价的驱动因素看，券商更关注股市成交量的回暖，这一点与保险、银行有一定的差异。进一步我们回顾历次牛市开启后不同时间金融子板块的表现，发现券商行业整体表现不错，尤其在牛市初期，股市回暖叠加政策刺激，券商的高beta属性往往获得比其他金融板块更多的超额收益，相反，从子板块的几次背离看，股市下跌行情中，券商并没有显著的超额收益，表现不及保险、银行。

图表 10：牛市主升浪中金融子板块表现

	万得全A	VS 万得全A			
		金融	银行	保险	券商
06/01~07/10	495.9	155.6	35.0	-405.5	133.0
08/12~09/07	101.2	23.9	19.6	25.7	30.4
14/10~15/06	143.5	-16.3	57.6	29.2	27.8
16/01~18/01	29.9	21.9	12.6	93.8	18.4
19/01~19/04	37.4	-1.7	14.4	4.7	18.9
主升浪开启后3个月					
06/01~06/04	14.5	11.6	0.5		21.0
08/11~09/02	40.3	16.7	-4.0	4.8	11.9
14/10~15/01	26.0	7.8	16.9	51.9	76.9
16/01~16/04	11.2	-2.6	-2.4	0.6	3.7
19/01~19/04	34.8	1.7	-15.9	3.3	18.4
主升浪开启后6个月					
06/01~06/06	58.0	-16.7	-26.6		113.0
08/11~09/05	74.0	48.9	25.7	7.8	1.2
14/10~15/04	86.7	1.2	-8.8	20.7	89.6
16/01~16/07	19.8	-13.5	-11.1	-8.1	0.4

来源：Wind, 中泰证券研究所

长端利率上行叠加经济回暖的环境下，银行往往比券商表现更好。我们将经济增速与长端利率的表现排列四种组合，分别是利率上行+经济回升，利率上行+经济回落，利率下行+经济回升，利率下行+经济回落，分别考虑这四种情况下，金融子板块相较万得全A的超额收益情况，数据显示在这样的环境下，银行业往往能获得不错的超额收益，而券商的表现则相对低迷。此外，我们发现在在长端利率以及经济增速均处于上行的时候，保险行业的超额收益并不稳定，例如 2013 年 2 季度开始长端利率持续上升，但是保险指数却受保费增速维持低位以及股市表现低迷的拖累在低位徘徊。

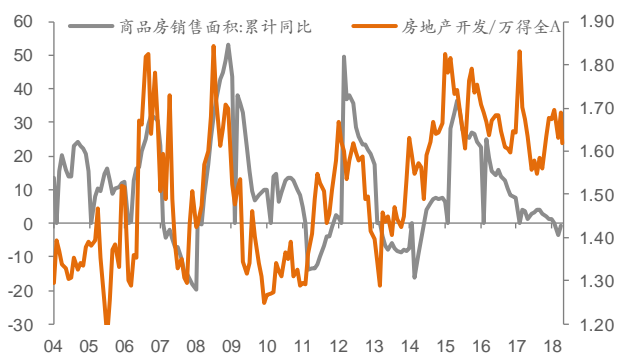
图表 11：不同经济环境下金融行业表现

时间	GDP同比	10Y长债利率	VS 万得全A				
			万得全A	金融	保险	银行	券商
长端利率上行+经济上行							
09/01~09/10	从6.4%升至10.6%	从2.7%升至3.7%	83.9	11.4	20.8	7.2	-9.5
12/07~13/11	从7.5%升至7.7%	从3.2%升至4.7%	9.7	-3.7	-1.7	9.7	-12.2
16/10~18/01	从6.7%升至6.8%	从2.6%升至3.9%	7.7	20.2	96.8	17.7	-12.5
长端利率上行+经济下行							
10/03~11/09	从12.2%降至9.4%	从3.5%升至4.1%	-15.6	11.4	28.0	7.8	35.9
长端利率下行+经济下行							
11/09~12/07	从9.4%降至7.6%	从4.1%降至3.2%	-12.2	1.8	24.3	3.9	10.8
13/11~16/10	从7.7%降至6.7%	从4.7%降至2.7%	82.4	-7.8	21.4	40.4	25.3
18/01~19/01	从6.8%降至6.4%	从3.9%降至3.1%	-27.4	6.4	0.8	6.1	1.5
长端利率下行+经济上行							
09/10~10/03	从10.6%升至12.2%	从3.7%降至3.5%	8.0	-8.3	-6.0	7.2	-7.6

来源：Wind, 中泰证券研究所

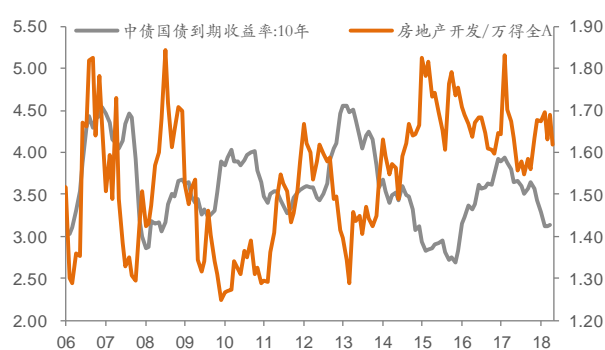
房地产销售增速回升，利率下行时房地产开发行业往往有不错的超额收益，房地产服务行业公司数量少、市值较小、弹性较大，且主要在 2017 年后上市，历史上几次行业超额收益往往出现在扶持政策密集出台，业绩高速增长时。例如，2017 年政府出台政策支持租赁市场发展，同年，建科院、设计总院、设研院先后上市，业绩良好叠加政策刺激，房地产服务行业获得 4 个月左右明显的超额收益。

图表 12：房地产销量增速与房地产开发表现



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 13：利率与房地产开发表现



来源：Wind，中泰证券研究所

3.2 如何理解指数与个股的差异性？

由于金融细分行业市场属性差异很大，金融指数获得明显超额收益时，个股表现可能分化明显。例如，2017 年 4 月到 2018 年 3 月，金融指数收涨 17.7%，同期万得全与沪深 300 分别收涨 0.2%、16.1%。而个股的区间的涨幅则分布在-30%~15%的大区间之中，并没有呈现出显著的集中趋势。进一步梳理细分行业的超额收益时，无论是银行、保险还是券商个股同质性特征就逐渐明显。

个股表现方面，（1）银行业的中小银行，尤其是资质较好的股份银行，往往在银行指数超额收益时表现更为亮眼。例如，2006 年 7 月到 2007 年 1 月，超过银行指数收益最多的是民生银行与浦发银行；2009 年 3 月到 2009 年 6 月，个股表现较好的是兴业银行、浦发银行；2011 年获得比银行指数更多超额收益的银行是民生、华夏；2014 年 4 季度，超额收益表现最好的是光大银行与中信银行。

图表 14：历史上超额收益时期的银行公司表现

	06/07~07/01	09/03~09/06	11/01~11/12	14/09~14/12
万得全A	31.9	24.6	-22.4	24.4
沪深300	45.7	27.4	-25.0	44.4
MAX (VS万得A, VS沪深300)	75.8	20.5	20.2	36.1
超额收益银行（高于银行指数）				
	民生银行	兴业银行	民生银行	中信银行
	浦发银行	民生银行	华夏银行	光大银行
	招商银行	浦发银行	工商银行	民生银行
			建设银行	南京银行
			平安银行	建设银行
				兴业银行
				浦发银行

来源：Wind, 中泰证券研究所

（2）保险业中的大型保险公司，尤其是保险龙头往往在保险指数取得超额收益时表现较好。通过梳理历史上四次保险行业具有明显超额收益的时间阶段，我们发现无论每一轮触发股价上涨的核心驱动因素有怎样的区别，相较其他上市的保险公司，龙头保险公司中国平安往往能获得不错的超额收益。

图表 15：历史上超额收益时期的保险公司表现

	07/05~07/10	11/09~13/02	14/10~15/02	17/04~18/10
万得全A	17.1	0.2	25.2	-25.6
沪深300	34.3	5.1	39.2	-9.5
MAX (VS万得全A, VS沪深300)	88.7	36.7	54.0	86.9
超额收益高于保险指数的上市公司				
	西水股份	中国平安	中国人寿	中国平安
	中国平安	中国人寿	新华保险	
			天茂集团	

来源：Wind, 中泰证券研究所

（3）证券业中每轮超额收益时的个股偏好并不一致。例如，2005年3月到2007年11月时的背景是，股权分置改革启动，市场融资功能恢复，宏观经济与企业盈利向好，这样的环境下，龙头券商中信证券的超额收益明显；而2018年10月到2019年3月这一时期，宏观经济与企业盈利仍处于下滑阶段，融资政策放松叠加流动性宽松，涨幅最好的并不是以往的龙头，而是规模较小的券商和次新股。

图表 16: 历史上超额收益时期的证券公司表现

	05/03~07/11	08/03~08/10	14/10~14/12	18/10~19/03
万得全A	420.9	-45.5	25.3	27.5
沪深300	469.7	-44.8	44.6	24.0
MAX (VS万得全A, VS沪深300)	1896.3	30.3	112.0	41.5
超额收益的证券公司				
	中信证券	海通证券	光大证券	天风证券
		国金证券	中信证券	中信建投
		长江证券	华泰证券	华林证券
		国元证券	长江证券	国海证券
		太平洋	西部证券	太平洋
		中信证券	招商证券	华创阳安
			兴业证券	南京证券
				中国银河
				东北证券
			

来源: Wind, 中泰证券研究所

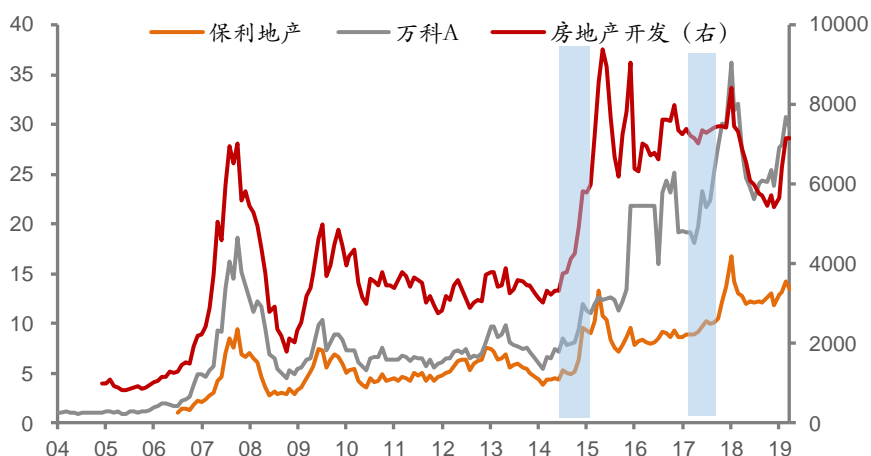
(4) 房地产开发行业中龙头股价与板块往往呈现同涨同跌。通过整理历史上房地产开发行业具有明显超额收益阶段的个股表现, 我们发现房地产开发行业龙头企业的超额收益多数情况下与地产板块表现类似。与此同时, 在 2014 年与 2017 年的两轮上涨中, 万科、保利股价出现股价上涨领先指数的现象。之所以出现这样的现象有可能是与近年来在土地调控及资金压力下, 行业资源开始向头部集中所推动的。

图表 17: 历史上超额收益时期的房地产公司表现

	07/02~07/07	08/09~09/06	11/11~12/12	14/02~14/12	15/06~16/02	16/07~16/09	17/10~18/01
万得全A	80.2	49.3	-6.2	54.7	-47.4	2.3	-1.1
沪深300	81.5	42.4	-3.2	64.0	-43.3	1.0	6.6
MAX (VS万得全A, VS沪深300)	77.9	81.5	28.1	41.8	11.9	12.6	14.9
超额收益的房地产公司 (前十名)							
	首开股份	顺发恒业	珠江实业	北京城建	城投控股	万科A	新城控股
	世茂股份	阳光城	华夏幸福	金融街	万科A	嘉凯城	泰禾集团
	华远地产	中南建设	阳光城	大悦城	财信发展	金科股份	世荣兆业
	天房发展	中珠医疗	中航善达	信达地产	乾景园林	天房发展	保利地产
	财信发展	金地集团	三湘印象	格力地产	绿景控股	宋都股份	蓝光发展
	香江控股	滨江集团	荣盛发展	华夏幸福	市北高新	深振业A	华夏幸福
	中华企业	泛海控股	中南建设	中天金融	金地集团	阳光股份	荣盛发展
	中体产业	嘉凯城	保利地产	首开股份	万业企业	深物业A	阳光城
	金地集团	金科股份	首开股份	保利地产	光大嘉宝	华发股份	招商蛇口
	北京城建	信达地产	金地集团	新潮中宝	三湘印象	金地集团	金地集团

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18： 龙头股价与板块走势往往同涨同跌



来源：Wind, 中泰证券研究所

(4) 房地产服务业龙头公司股价与指数关系密切。 房地产服务行业的上市公司数量少，且主要集中在 2017 年之后上市。从股价走势看，龙头公司的股价基本与行业指数同涨同跌，相反，行业内小市值公司与房企服务龙头长期以来股价分化的现象依然存在。

图表 19： 房地产服务行业与龙头企业同涨同跌



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 20： 房地产服务行业内公司走势分化明显



来源：Wind, 中泰证券研究所

3.3 “大金融” 板块超额收益的持续性

整体来看，历史上房地产、金融行业超额收益的持续时间较为相似，大概在 2~3 个季度。通过整理 2006 年至今，金融、房地产行业历次超额收益的持续时间，我们发现平均来看，房地产行业、金融行业超额收益通常持续在 2 到 3 个季度。之所以我们更关注 2006 年之后市场变化，而不是将 2000 年，甚至更早的时间作为划分的起点主要是因为，2006 年前后金融子板块的投资逻辑截然不同，以银行业为例，2006 年以前银行业股票权重不高，大量银行仍处于上市筹备期，投资逻辑主要围绕净息差、不良贷款、信贷规模等指标，可作为一个单独投资的板块来考虑。

而 2006 年后随着大量银行股上市, 权重明显提升, 投资逻辑出现调整, 还需要考虑股市流动性、股市风格转换等其他因素。类似的, 保险行业主要股票也都是在 2006 年之后上市。进一步从细分行业来看, 券商行业的超额收益持续时间往往短于银行、保险。房地产行业中, 房地产服务行业超额收益持续的时间只有几个月, 往往低于房地产开发行业。

风险提示:

经济增速不及预期风险。宏观经济大幅低于预期导致人民币汇率持续贬值, 外资流入速度下降甚至出现流出现象, 政策收紧降低市场风险偏好, 科创板推出延迟或者低于预期等。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。