

本轮地产行情还有多大空间？

报告日期：2025-07-13

主要观点

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

分析师：陈博

执业证书号：S0010525070002

电话：18811134382

邮箱：chenbo@hazq.com

相关报告

1. 策略周报《“反内卷”行情能否成为新主线？——第27周》2025-07-06
2. 策略月报《扰动在前，提升在后——2025年7月A股市场研判及配置机会》2025-06-29
3. 中期策略《积聚向上突破的力量——2025年A股中期投资策略》2025-06-22

● 海外关税风险可能加剧，但A股正在逐步脱敏。二季度经济数据即将发布，预计弱于一季度但可能好于市场预期，对政治局会议政策期待预计后延，市场波动将有所加剧。配置上，周五银行大跌并非稳市资金所为，银行高股息内在运行逻辑稳健且将进一步强化，继续看好银行保险趋势性行情，同时地产阶段性估值修复仍有较大空间，有景气支撑领域如稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品仍可为。

● 市场观点：继续积聚突破的力量

市场热点1：如何看待即将公布的经济数据？

7月15日将公布的二季度经济数据有望维持韧性，GDP同比增速预计略低于一季度的5.4%，在5.1-5.3%区间，但存在好于预期的可能性。6月通胀数据显示CPI和PPI同比的边际变化走向分化，价格后续存在温和改善的可能。如果二季度GDP增速好于预期有望提振市场、继续利好顺周期板块，但市场对月底中央政治局会议的政策预期可能推迟。

市场热点2：如何看待美国最新的关税政策？

美国“变相”推迟了关税谈判期，但最新的关税“预收”税率可能更高，因而全球资本市场多数承压。从国别上来看，考虑到美国与日本、欧盟在汽车上的分歧较大，预计对欧盟、日本的冲击更大。当前关税冲突并未直接与中国相关，因而对A股造成的扰动偏小，且A股对美关税政策的敏感性在降低。

● 行业配置：银行趋势性上涨行情未变，地产阶段性估值修复正当时

配置热点1：周五银行大跌是否意味趋势反转，如何看待银行后续机会？

7月11日银行股大跌并非是国家稳市资金的卖出行为，相反其可能还起到了一定的支撑作用，如最有指标意义的华泰柏瑞沪深300ETF在当日份额增加了2.95亿份，可见稳市资金的态度仍然坚决。从银行股本轮上涨的内在运行逻辑，即高股息支撑来看，我们继续看好银行的后续趋势性上涨行情。银行股通过分子端高分红维持高股息率的内在逻辑仍然强势和确认。根据我们测算，短期若考虑2024年报年中分红落地，在8月初前银行股息率有望提升0.3-0.62个百分点。中期若考虑2025年中报分红落地，保守估计在2026年1月初前银行股息率有望再度提升0.6-1.21个百分点。

配置热点2：本轮政策预期催化的地产估值修复阶段性行情还有多大空间？

本轮地产行情属于典型的景气下行周期或底部时，政策转向或政策大力度宽松时带来的阶段性估值修复机会。参考历史复盘这种模式下，地产行情持续时间一般在1个月左右，指数涨幅15-25%，相对上证指数超额收益10-25%。本轮地产行情从6月23日起至今，地产指数上涨9.69%，相对上证超额收益5.22%，持续时间18个自然日。参照历史规律，房地产板块仍有5-15%的上涨空间，相对上证超额收益也有5-20%空间，且在未来半月内仍有望继续上涨。同时考虑到当前市场交投活跃、风险偏好提升，预计本轮地产行情表现有望趋近区间上限。

● 风险提示

国内经济基本面变化超预期；宏观政策变化超预期；历史对比研究的局限性；美股出现持续下跌的风险等。

正文目录

1 市场观点：继续积聚突破的力量	4
1.1 市场热点 1：如何看待即将公布的经济数据？	4
1.2 市场热点 2：如何看待美国最新的关税政策？	5
2 行业配置：银行趋势性上涨行情未变，地产阶段性估值修复正当时	6
2.1 配置热点 1：周五银行大跌是否意味趋势反转，如何看待银行后续机会？	6
2.2 配置热点 2：本轮政策预期催化的地产估值修复阶段性行情还有多大空间？	7
2.3 银行趋势性上涨行情未变，地产阶段性估值修复正当时	8
风险提示：	9

图表目录

图表 1 单月各分项对 CPI 的拉动	5
图表 2 PPI 单月环比变化	5
图表 3 房地产典型 11 段行情中可以归纳为三种模式（上半部分）	8
图表 4 房地产典型 11 段行情中可以归纳为三种模式（下半部分）	8

1 市场观点：继续积聚突破的力量

1.1 市场热点 1：如何看待即将公布的经济数据？

我们的观点：7 月 15 日将公布的二季度经济数据有望维持韧性，GDP 同比增速预计略低于一季度的 5.4%，在 5.1-5.3% 区间，但存在好于预期的可能性。6 月通胀数据显示 CPI 和 PPI 同比的边际变化走向分化，价格后续存在温和改善的可能。如果二季度 GDP 增速好于预期有望提振市场、继续利好顺周期板块，但市场对月底中央政治局会议的政策预期可能推迟。

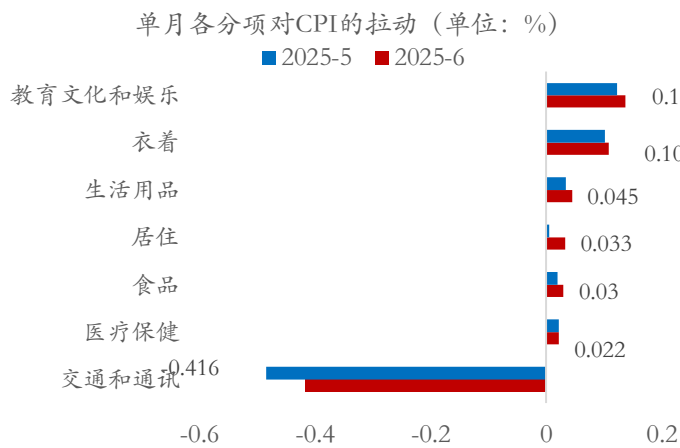
CPI 与 PPI 的同比边际呈现分化趋势，分项出现一些积极变化，预计后续价格有温和改善的可能。6 月 CPI 同比 0.1%，较前值-0.1% 上升 0.2 个百分点，但 PPI 同比-3.6%，较前值-3.3% 进一步下行 0.3 个百分点。

CPI 方面，八大类中其他、生活用品、交通运输三项改善较多。具体来看，核心 CPI 同比为 0.7%，较前值 0.6% 进一步好转。鲜菜 6 月同比为-0.4%，较前值-8.3% 大幅改善。而燃料方面 6 月同比-10.8%，较前值-12.9% 进一步收窄。与之相对的是猪肉 6 月同比为-8.5%，较前值 3.1% 大幅下降。6 月 CPI 改善主要源自于：一是国际油价上行拉动能源价格；二是鲜菜超季节性环比改善；三是消费有所内生修复，衣着、教育、医疗等均有改善。

PPI 方面，虽然随着国际油价上行带动石油天然气开采同比改善，但 PPI 同比依然处于走弱趋势。其中煤炭开采 6 月同比-21.8%，较前值-18.2% 进一步下行；有色矿采 6 月同比 12.0%，较前值 14.8% 延续下降；黑色矿采 6 月同比-8.8%，较前值-7.0% 下降。6 月 PPI 进一步下行主要源自于：一是原材料价格季节性下行；二是绿电增加带动能源价格下降、煤炭价格继续下行；三是部分出口占比较高的行业承压，拖累 PPI。

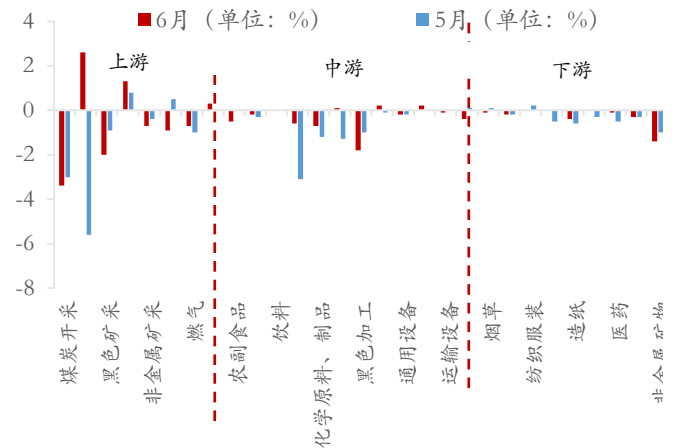
展望后市，6 月 CPI 正处于温和回升的过程中，分项中也呈现一些积极信号，煤价和肉价边际有所好转、治理汽车低价无序竞争力度增强，预计未来随着“反内卷”推进，价格改善概率增大。

图表 1 单月各分项对 CPI 的拉动



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 2 PPI 单月环比变化



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

二季度经济数据预计较一季度放缓，但仍存超预期的可能。外需在贸易摩擦边际缓和的背景下，出口增速略有下降、维持韧性。然而，内需依然偏弱。内需转弱主要是在以旧换新政策支持效果边际放缓，服务消费尚未获得政策加码支持，同时房地产依然面临较大下行压力。而预计二季度的固定资产投资分项大体平稳，或将延续基建、制造业维持中高增速，房地产偏弱的格局。预计二季度 GDP 同比增速较一季度略有回落，大致在 5.1-5.3% 区间。但不排除经济同比仍有超预期的可能性，若好于预期则将提振市场，同时对顺周期板块的支撑增强。需要注意的是若经济好于预期，则增量政策的落地节奏也将推迟，即市场对中央政治局会议的政策期待将有继续下降。

1.2 市场热点 2：如何看待美国最新的关税政策？

我们的观点：美国“变相”推迟了关税谈判期，但最新的关税“预收”税率可能更高，因而全球资本市场多数承压。从国别上来看，考虑到美国与日本、欧盟在汽车上的分歧较大，预计对欧盟、日本的冲击更大。当前关税冲突并未直接与中国相关，因而对 A 股造成的扰动偏小，且 A 股对美关税政策的敏感性在降低。

美国“变相”推迟了关税谈判期，但关税“2.0”威胁对欧盟冲击更大。7 月 10 日，美国总统特朗普宣布，将自 8 月 1 日起，对自加拿大进口的商品征收 35% 关税。特朗普对加拿大征收 35% 关税的决定，对加拿大此前的避免惩罚性关税的努力构成重大打击。这一税率将从 8 月 1 日开始生效，高于目前对不在美加墨贸易协定覆盖范围内的加拿大进口商品征收的 25% 关税。此外，特朗普还表示，他计划对多数贸易伙伴征收 15% 或 20% 的统一关税。特朗普这一番的升级贸易威胁，暗示对大多数贸易伙伴征收更高关税，引发全球资本市场多数下行。展望后市，英美协议中规定英国汽

车出口在一定规模之内可以享受偏低税率、但超过此规模则面临较高税率，对于汽车产业较为重视的欧盟、日本而言接受的难度较大，因此美国与欧盟、日本在汽车出口上分歧较大、达成协议的概率较小。需要注意的是，中美在 5 月 12 日达成的单独关税豁免仍然有效，意味着中美关税豁免的截止期在 8 月中旬。因而本轮的关税扰动预计对 A 股扰动相对较小。

2 行业配置：银行趋势性上涨行情未变，地产阶段性估值修复正当时

2.1 配置热点 1：周五银行大跌是否意味趋势反转，如何看待银行后续机会？

我们的观点：7 月 11 日银行股大跌并非是国家稳市资金的卖出行为，相反其可能还起到了一定的支撑作用，如最有指标意义的华泰柏瑞沪深 300ETF 在当日份额增加了 2.95 亿份，可见稳市资金的态度仍然坚决。从银行股本轮上涨的内在运行逻辑，即高股息支撑来看，我们继续看好银行的后续趋势性上涨行情。银行股通过分子端高分红维持高股息率的内在逻辑仍然强势和确认。根据我们测算，短期若考虑 2024 年报年中分红落地，在 8 月初前银行股息率有望提升 0.3-0.62 个百分点。中期若考虑 2025 年中报分红落地，保守估计在 2026 年 1 月初前银行股息率有望再度提升 0.6-1.21 个百分点。

本周（7 月 7 日-7 月 11 日）银行板块跌幅靠前，周跌幅为 1.0%，排名申万行业第 30 位。二级子行业中，仅国有大行上涨，涨幅为 1.3%，农商行、股份制银行、城商行分别下跌 0.4%、1.5%、2.7%，排名整体靠后。更令市场关注的是，7 月 11 日周五下午银行指数持续下挫，微盘加速下跌，这是否意味着银行股阶段性见顶甚至反转？或者稳市资金是否有卖出银行的意愿？

并无迹象表明稳市资金有卖出银行的行为，反而稳市资金继续起到支撑的作用。被动指数型基金方面，7 月 11 日沪深 300ETF 基金份额总计增加 3.05 亿份，净流入 11.9 亿元（部分规模较小基金的数据未显示，但占比偏小，对份额和流入额造成的影响有限）。具有重要参考意义的华泰柏瑞沪深 300ETF 在 7 月 11 日份额净增加了 2.95 亿份。因此被动型指数基金反而对周五的银行行情起到一定支撑作用。

银行指数的股息率从短期角度看即将显著提升，从中期角度看有进一步大幅提升的基础，银行高股息支撑上涨的内在逻辑更加夯实，继续看好银行的趋势性上涨行情。根据我们的系列专题报告《股息率即将显著提升——银行放大镜系列专题报

告 1》(20250713) 中：① 2024 年报中未进行的分红派息有望提升银行股息率 0.3-0.62 个百分点，时间预计在 8 月初之前。② 2025 年中报的年中分红有望提升银行股息率 0.6-1.21 个百分点，时间点预计在 2026 年 1 月初之前。

截至 2025 年 7 月 11 日，银行股息率（近 12 个月）为 4.87%。短期若考虑 2024 年报年中分红落地，在 8 月初前银行股息率有望提升 0.3-0.62 个百分点，即股息率为 5.17-5.49%。中期若考虑 2025 年中报分红落地，保守估计在 2026 年 1 月初前银行股息率有望再度提升 0.6-1.21 个百分点，即股息率为 5.77-6.7%。银行高股息行情的内在运行逻辑在于通过分子端高分红维持其高股息率的能力。而银行股息率短期有提升空间、中期存在更大提升潜力，可持续看好银行的高股息趋势性上涨行情。

2.2 配置热点 2：本轮政策预期催化的地产估值修复阶段性行情还有多大空间？

我们的观点：本轮地产行情属于典型的景气下行周期或底部时，政策转向或政策大力度宽松时带来的阶段性估值修复机会。参考历史复盘这种模式下，地产行情持续时间一般在 1 个月左右，指数涨幅 15-25%，相对上证指数超额收益 10-25%。本轮地产行情从 6 月 23 日起至今，地产指数上涨 9.69%，相对上证超额收益 5.22%，持续时间 18 个自然日。参照历史规律，房地产板块仍有 5-15% 的上涨空间，相对上证超额收益也有 5-20% 空间，且在未来半月内仍有望继续上涨。同时考虑到当前市场交投活跃、风险偏好提升，预计本轮地产行情表现有望趋近区间上限。

我们在 7 月月报中率先提示政治局会议临近，地产有望出现受政策催化的阶段性行情。本周（7 月 7 日-7 月 11 日）房地产板块涨幅居于申万一级行业首位，周涨幅为 6.1%。二级子行业中，房地产服务、房地产开发分别上涨 6.2%、6.1%，涨幅均较为靠前。

近期的地产行情属于典型的景气下行周期或底部时，政策转向或政策大力度宽松预期带动的阶段性估值修复机会。通常来看，地产行情上涨共有三种模式：第一种模式是高景气+政策收紧之初，此时地产受益基本面强支撑而上涨；第二种模式是政策持续发力+地产景气边际改善，此时戴维斯双击助力地产大行情，这种情形取决于地产景气何时出现改善趋势；第三种模式是景气下行周期或底部时，政策转向或政策大力度宽松，此时地产受益政策转向而出现阶段性的估值修复机会，这种机会通常时间和幅度都有一定规律性。自 2021 年 7 月以来，地产上演数次阶段性行情都属于这种模式，这种模式下行情持续时间一般 1 个月左右，指数涨幅一般在 15-25%，相对上证指数的超额收益一般在 10%-25%。

6 月底至今地产板块上涨属于第三种模式，即政策宽松预期带来的阶段性估值

修复行情。2025年6月23日至今，申万房地产板块上涨9.69%，上证指数上涨4.47%，房地产相对上证的超额收益为5.22%，持续时间为18个自然日，参照历史上模式3的涨幅、持续时间来看，当前房地产板块的绝对收益仍有5%-15%左右的上行空间，相对上证的超额收益也有5%-20%左右的空间，仍有望在未来半个月左右继续上涨。考虑到当前市场交投情绪向好、风险偏好升高，我们预计本轮房地产行情的收益、相对收益以及持续时间都有望偏向于区间上限。

图表3 房地产典型11段行情中可以归纳为三种模式（上半部分）

时间区间	2005. 07. 25 — 2007. 11. 01	2008. 11. 05 — 2009. 07. 29	2011. 02. 09 — 2011. 04. 19	2012. 01. 05 — 2012. 06. 14	2012. 09. 25 — 2013. 01. 30	2014. 01. 13 — 2015. 06. 12
行情模式	模式2	模式1	模式3	模式1	模式1	模式1
SW 房地产指数 累计涨幅	872.41%	179.83%	16.56%	35.49%	36.96%	233.66%
上证指数累计 涨幅	465.74%	85.53%	8.11%	6.87%	18.88%	157.09%
SW 房地产相对 上证指数的超 额收益	406.67%	94.30%	8.45%	28.62%	18.08%	76.57%
行情持续时间	829	266	69	161	127	515

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：详见报告《本轮地产行情有望切换至基本面支撑吗？》（2024-10-06）

图表4 房地产典型11段行情中可以归纳为三种模式（下半部分）

时间区间	2016.07.29 — 2016.12.01	2017.12.20 — 2018.01.23	2018.10.19 — 2019.04.08	2023.07.18 — 2023.08.03	2024.04.25 — 2024.05.22	2025.6.23 — 本轮 截至 2025.7.11
行情模式	模式2	模式3	模式1	模式3	模式3	模式3
SW 房地产指数 累计涨幅	18.29%	21.44%	50.10%	18.59%	28.44%	9.69%
上证指数累计 涨幅	9.87%	7.88%	27.22%	2.21%	3.73%	4.47%
SW 房地产相对 上证指数的超 额收益	8.42%	13.56%	22.88%	16.38%	24.71%	5.22
行情持续时间	125	34	171	16	27	18

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：详见报告《本轮地产行情有望切换至基本面支撑吗？》（2024-10-06）

2.3 银行趋势性上涨行情未变，地产阶段性估值修复正当时

7月第2周市场继续小幅上涨，行业表现上：我们推荐的地产板块受政策宽松预

期而领涨；“反内卷”行情有所分化，其中钢铁、建材等板块涨幅靠前；受稳定币事件催化，券商、计算机、传媒涨幅靠前。而银行股由于周五下挫而跌幅靠前，消费板块整体表现弱势。后市配置思路，市场锁住大幅下跌风险，继续寻找结构性机会，从自上而下角度继续看好银行的趋势性上涨行情，地产股的阶段性估值修复机会正当时且仍有空间。从自下而上的角度可关注有景气硬支持和潜在事件催化的细分领域。具体而言，关注三条主线：

第一条主线是具备市场适应性且高股息稳定能力突出和中长期资金持续流入的银行、保险。年终分红7月密集落地，同时下半年银行有望延续2024年二次分红做法，在银行经营极度稳健和分红调节能力强的保障下，通过分子端加固银行高股息优势强。此外，中长期资金入市、强化业绩比较基准对投资行为的约束等都将为银行保险带来中长期持续资金流入。

第二条主线是房地产调控政策有望进一步宽松带动阶段性估值修复，行情正在演绎。5月地产价格数据大幅走弱，面临新一轮下行压力。在“止跌回稳”政策诉求下，同时7月底中央政治局会议召开在即，地产调控政策有进一步宽松预期，因此地产股正在经历一波阶段性估值修复机会。

第三条主线是景气硬支撑的领域，主要包括稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等。其中稀土永磁在中美关系变化中进可攻退可守。全球经贸形势、地缘政治甚至美元信用不确定性增强，各央行货币储备需求增加，同时中长期全球实际利率下行趋势仍在，贵金属价格仍将长期上涨。海外需求亮眼带动工程机械新一轮景气回升。出口需求持续强劲，摩托车销售维持高景气。虫害、干旱、洪涝多发，粮食安全大战略下，保粮重要性提升，农化制品量价改善。

继续提示成长科技股的回调压力。4月8日以来，随着市场持续反弹以及部分事件催化，成长科技板块整体积累了较大涨幅。其中计算机行业截至7月13日估值仍处于2010年以来94%以上的历史高分位，已经媲美过去多轮行情高点时位置。根据我们TMT投资框架，估值变动是决定行情走势的关键。从历史复盘看，90%是计算机行业面临巨大估值考验的关口，当前位置上进一步持续上行空间受限，难以持续维持高估值分位，反而存在较大估值回落风险。

风险提示：

国内经济基本面变化超预期；宏观政策变化超预期；历史对比研究的局限性；美股出现持续下跌的风险等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。