

强于大市

房地产行业 2026 年年度策略

正视困境，冲出重围；长坡薄雪，向阳而生

核心观点

【从宏观、中观、微观三个角度看当前行业困境】

- 宏观：1) 经济目前正在经历转型阵痛期，地产贡献度明显下滑。房地产业、建筑业 GDP 对整体 GDP 的占比连续 5 年下降。从 19 年的 15% 降至 25 年前第三季度的 12%。2) 过去通过人口和城镇化率提升带来的房地产市场扩张的红利不复存在，未来需求从“有房住”转变为“住好房”，结构性需求仍在，但短期较难弥补总量收缩。我国总人口 21 年达到峰值后逐年下降。22 年以来 35-44 岁人群（潜在改善型购房需求人群）占比上升，潜在刚需人群（25-34 岁）占比下降。24 年我国常住人口城镇化率 67%，提升幅度下滑，逐步进入“平台期”。不过目前户籍人口城镇化率不足 50%，产业和人口迁移将带动户籍城镇化率提升，从而支撑市场。根据我们的测算，2035 年前每年的真实住房需求超 8.6 亿套，2035 年后会降一个台阶，但仍超过 4.1 亿套/年，增长引擎将会基本转为改善型需求。3) 短期影响居民购房能力与意愿的收入与就业预期仍未见扭转。25Q3 未来就业预期指数、收入预期指数较 23Q1 阶段性小高点下降 10.2、4.0pct。
中观：1) 市场成交量价持续下行。百城 25 年 1-11 月新房成交套数同比-15%，12 月 1-3 周降幅进一步扩大至 46%。70 城新房、二手房房价已经分别连续 30、31 个月下滑。2) 地方政策出台频次下降，力度减弱，效果乏力。3) 库存持续走高，库存上涨大于消化能力，二手房库存不断挤压新房。25 年 10 月末 42 城新房+二手房库存面积 9.4 亿平（68% 是二手房库存），去化周期 29.6 个月。4) 房企资金持续紧张。21-24 年房企到位资金从 20.1 降至 10.8 万亿元，CAGR-19%，房款-23%，非房款-15%。5) 房企拿地能力与意愿均走弱。24、25 年百强房企拿地金额不足 20 年高峰期的三分之一。6) 停缓工面积占比提升，保交楼压力仍在。我们预计 24 年全国商品房住宅竣工面积 5.8 亿平，占施工面积的比重为 11.3%。
微观：1) 房价：25 年一线城市二手房房价补跌明显，较最高点下降超过 35%；同时，居民看跌房价的预期持续提升。新房房价方面，上海、广州 25 年 11 月新房房价较 24 年末上涨；广州较历史最高点跌幅最小（-3%），北京较历史最高点（24 年 6 月）下降 18%，“再现惜售”较浓，上海虽然较最高点也下跌了 13%，但最高点是 25 年 5 月；深圳房价下跌较为严重，较最高点下跌 38%。二手房房价方面，四个一线城市和热点城市跌幅都超过 35%，基本回到 16 年水平。其中，北京跌幅相对较小（较最高点下跌 37%），深圳跌幅最大（较最高点下跌 43%）。一线城市二手房房价环比跌幅已连续 7 个月大于二、三线城市，市场开启“由弱向强”的蔓延持续。25Q3 居民房价看跌占比达到 23.5%，较 21 年前后翻倍。2) 新房开盘去化率：自 25 年开始，一线城市开盘去化率明显下滑，二线稳定，三四线城市显著，整体好于 24 年全年平均。重点城市 25 年开盘去化率均值为 39%，24 年 43% 至 29%，25 年 1-11 月回升至 39%。但是，一线城市开盘去化率从 25Q1 的 48% 快速下滑至 11 月的 25%，二线城市从 25Q1 的 43% 小幅下滑至 11 月的 39%，三四线城市 25 年 11 月的去化率仅 12%。此前热销的区域开始分化，一部分在滞销回落，一部分还在维持热度，但也不如从前。3) 二手房挂牌价格持续下行，且议价空间明显提升。1) 25 年 10 月 42 城二手挂牌均价较最高点下降 17%，议价空间达到 27%，市场供需预期不匹配改变了买卖双方的心理预期，双方价格博弈加剧。2) 二手房市场流动性：一线城市因置换链条时间拉长，流动性压力凸显；低能级城市因需求不足流动性较弱。25 年 11 月百城二手挂牌时长 94.7 天，一线城市>三四线城市>二线城市，一线城市挂牌时长突破 107 天，流动性压力凸显，置换链条不通畅；低能级城市需求不足问题比二线城市更突出。5) 需求结构从“刚需”转为“改善”，考虑因素更复杂，决策时间拉长。25 年 1-11 月 120 城以上面积成交产品成交占比提升至 47%。相比刚需，改善型需求“可买可不买”的特征突出，购房决策更容易受到收入预期和市场前景判断的影响。

【仍需关注及防范市场进一步失速下行带来的风险】

- 我们认为，仍需关注及防范市场进一步失速下行带来的风险。1) 从 C 端来看，若房价持续下跌，叠加月供压力增大，购房者逾期偿还房贷的风险可能进一步增加。2) 从 B 端来看，行业整体流动性危机产生，开发贷违约量可能进一步扩大，对银行及非银系统的不良风险增加。3) 从 G 端来看，房地产投资不振可能继续拖累经济，同时土地出让金进一步下滑，地方财政负担加剧。
对于居民来说，尽管目前个人按揭贷款不良率风险可控，但提升速度较快，收入、就业、房价三大问题可能会使逾期还贷风险增加。1) 截至 25 年 6 月末，27 家样本银行个人住房商业贷款不良率提升至 1.13%，是 19 年的 3.5 倍，是 19 年的 4.5 倍，提升速度较快，主要原因在于房价持续下行，叠加居民收入与就业不稳定导致月供压力较大。2) 根据我们的测算，全国个人按揭贷款（商贷+公积金贷）不良余额约为 4300 亿元，不良率约为 0.9%。3) 根据我们的测算，全国范围内逾期还贷商业贷款约 56.1 万户，占比 1.1%；逾期偿还公积金贷款人数约 1.3 万户，占比 0.1%。
对于企业来说，尽管房企都在努力偿债，但目前资金压力并未缓解；市场的持续下滑可能会带来进一步的违约风险，导致银行及上下游供应商的不良问题增加。1) 25 年 6 月末 44 家样本银行房地产行业（对公贷款）不良贷款率为 4.06%，是 19 年的 4.5 倍。根据我们的测算，截至 25 年 6 月末，全国房地产开发贷款不良贷款余额约为 5608 亿，较 24 年末增长 13%。2) 债券违约余额持续减少（25 年 1-11 月同比-24%），对整体市场影响有限，主因近年来房企发行规模持续减少，到期压力缓解，违约风险随之下降。3) 供应链融资规模扩大 2.66 万亿元。我们将（应付票据及应付账款-应收账款及应收账款）所有者权益作为供应链融资规模的衡量指标，该指标在 24 年达 58.6% 的历史最高峰，潜在风险仍较大。同时，25 年 5 月末，房地产行业债券逾期依旧是在各行业中最多的，约占总数的一半。
对于政府来说，市场进一步下行将导致地产投资持续不振，持续拖累经济，地方财政负担加重。1) 地产和建筑业继续拖累经济。24 年房地产业 GDP 对经济的贡献率为-2.6%，22 年以来持续负贡献。25 年前三季度房地产业、建筑业 GDP 对经济的贡献率为 0.8%、-0.6%。若市场持续下行，地产投资或将持续低迷，且地产投资的修复通常晚于市场价格的修复。2) 国有土地出让收入持续双位数负增长，地方财政收入减少。25 年 1-11 月国有土地出让收入同比减少-11%，我们预计 25 年全年的国有土地出让收入将不及 21 年高峰时期的一半。同期地方政府性基金收支缺口高达 4.7 万亿元，或将创下历史新高。

【地产政策还有哪些空间？】

- 我们认为，前文中提及的房地产行业基本面惯性下滑以及风险蔓延，可能会倒逼政策尽快出台。从 2025 年末的“十五五”规划建议到中央经济工作会议，均为未来房地产行业的发展指明了方向。我们预计，未来政策空间将聚焦“行政政策、公积金政策、财税政策、城市更新、盘活存量”五大方向进一步优化。我们认为，目前财政政策的发力更为重要。1) 行政政策：北京、上海、深圳的限购政策进一步放开；多孩家庭限购政策放松。2) 公积金政策：推动全国公积金互通；推进公积金“又提又贷”；放松“商转公”条件。3) 财税政策：推进购房贷款利率补贴；调降契税；进一步缩减二手房增值税免征年限；提高房贷个税的额度；试点在房企装修抵个税等。4) 城市更新：城中村改造房企补偿规模扩大。5) 盘活存量：允许临时改变用途；支持功能兼容；松绑自持限制。在政策出台的时点上，我们预计，2026 年一季度末的可能性较大，届时房地产行业将面临新的机遇。

【下阶段地产行业的机遇在哪？】

- 商业地产赛道：在新消费时代下，积极探索新场景建设的公司更具优势。1) 从政策导向看，过去出台众多新消费政策支持，但均未涉及消费场景。而 24 年以来反复提及“打造新场景”，增量变化明显。我们认为，以往同质化的传统商业已无法满足当下多样化的消费需求，商业地产有必要采取积极调整转型。商业地产有必要成为“消费数据银行”与“体验连接平台”，打通从消费需求到产品优化迭代的闭环，消费市场从简单买卖关系向动态价值共创转变；首店经济、平台消费、共享消费，是未来场景创新的方向；针对不同人群打造专属消费场景。2) 商业地产分化明显，华润 ToB 与 ToC 端的优势均较为显著。从典型商业地产运营与财报表现来看，截至 25 年 6 月末，华润在管购物中心 125 座，管理面积达 1356 万平，25H1 租金收入最高（104 亿元）且同比增长+10%，出租率 97.1%，营业额最高（1220 亿元）且增幅最大（同比+21%），客流量同比增长也最大（同比+36%）；港资普遍单体租金收入较高，其中太古地产单个购物中心租金收入最高（3.4 万元）。3) 商业地产正式进入“大资管时代”，未来资产盘活和资本运作机会增加。截至 25 年 11 月，已有 12 个消费基础设施 REITs 项目获批发行，发行规模合计 303 亿元，占公募 REITs 总发行规模的比重为 15%，底层资产均为购物中心、社区商业、农贸市场、农贸市场，原始权益人包括华润、金茂、印力、百联、大悦城、中海。25 年 12 月 31 日，证监会正式发布《关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》。从全球成熟市场发展经验来看，商业综合体、商业零售、商业办公楼、酒店等商业不动产是 REITs 重要的底层资产。我国商业不动产投资信托基金试点的推出，具有通过 REITs 进行盘活与拓宽权益融资渠道的内在需求。此次商业不动产 REITs 试点公告的发布，意味着公募 REITs 底层资产将迎来新一轮扩容，标志着我国 REITs 市场将迈入新的发展阶段。
住宅开发赛道：适配核心城市、户型、产品力需求的房企更具优势。1) 需求向核心城市聚焦，重点核心城市的房企迎来发展机遇。25 年 1-11 月，一线城市新房成交套数占比为 43%，住宅类用地成交总价占比 61%，同比+7pct，处于 17 年以来最高水平。我们跟踪的 60 家样本房企 25 年 1-11 月 23 个重点一二线城市销售占比均为 72%，平均市占率 1%，核心城市销售占比高，且在重点城市市占率也较高的主流房企有：滨江、越秀、中海、绿城、招商、华润、建发、保利置业、龙湖。2) 从房企拿地角度来看，面积规模更加倾向于 120 万平米以上的改善型产品，主打改善型产品的房企更加迎合市场需求。60 家样本房企中以高端改善为主或以改善型产品为主，且目前能级较高的房企有：华润、绿城、中海、滨江、建发、中海、建发。3) 在“好房子”逻辑下，产品力突出的房企更具优势。华润、中海、华发、绿城、建发、越秀、滨江、招商、保利置业品牌溢价相对较高，所进驻的城市中超过 35% 的城市溢价率>20%。4) 综上所述，适配核心城市、户型、产品力需求的房企更具优势，在三个维度均有优势的房企有：华润、绿城、中海、滨江、建发。主流房企中，保利置业、越秀、招商、华发具备其中两项优势，多为央企或区域深耕型房企。

投资建议

- 我们认为，从宏观微观三个角度来看，当前房地产行业仍然面临一定压力，仍需关注及防范市场进一步失速下行带来的风险，例如对于居民来说，逾期偿还房贷的风险可能进一步增加，对于企业来说，违约量可能进一步扩大，对银行及非银系统的不良风险可能增加，对于政府来说，也可能导致行业投资不振，继续拖累经济，地方财政负担加重。因此，当前房地产行业及相关风险仍属高位，市场的惯性下滑及不断延后的政策预期也可能倒逼政策尽快出台。我们预计，2026 年一季度末可能会有适当的政策调整。若政策思路清晰，调整有力，预计最快 2026 年年底可能会走出螺旋式下行的困境。从板块角度来看，在“好房子”逻辑下，“止跌回稳”及“回稳”的可持续性没有得到确认之前，整体地产板块或较难出现明确的自行情，但仍可能把握政策博弈带来的阶段性机会或以“四脱”为目标的来看，一方面，适配核心城市、户型、产品力需求的房企更具优势，在传统的开发赛道走出重围；另一方面，在“新消费”主导的商业地产赛道中，提前布局新业态、新模式、新场景的商业地产公司更具优势。
现阶段我们建议关注三条主线：1) 基本面稳定，在一二线城市销售和土储占比高，在重点城市的市占率较高的房企：华润置地、滨江集团、招商蛇口、越秀地产、建发国际集团。2) 从 2024 年以来在销售和拿地方面都有显著突破的“小而美”房企：保利置业集团。3) 积极探索新消费时代下的新场景建设和运营模式的商业地产公司：华润万象生活、太古地产、瑞安房地产、嘉里建设、大悦城、百联股份。

风险提示

- 政策出台不及预期；销售与房价持续下行；市场信心修复不及预期。

相关研究报告

《稳地产，去库存；方向大于方式——中央经济工作会议解读》（2025/12/12）

《房地产底线逻辑研究系列报告一：银行直供房热度背后的真相》（2025/12/05）

《房地产高质量发展方向聚焦完善制度、优化供给、提升品质；城市更新将进入加速推进阶段——“十五五”规划建议解读》（2025/11/3）

《资产证券化系列报告二：“证券化”到“通证化”，RWA 重构资产投资逻辑》（2025/09/24）

《解密上海楼市：上海楼市周期性与结构性研究》（2025/09/10）

《地产后增量时代的机遇》（2025/08/09）

中银国际证券股份有限公司 具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

## 目录

<b>1 从宏观、中观、微观三个角度看当前行业困境</b>	<b>9</b>
1.1 宏观视角：经济转型期、规模扩张红利不再、就业与收入预期较弱，均可能影响房地产市场修复	9
1.2 中观视角：房地产行业基本面与流动性持续承压	13
1.3 微观视角：结构性分化加剧	20
<b>2 仍需关注及防范市场进一步失速下行带来的风险</b>	<b>29</b>
2.1 对于居民来说，尽管目前个人按揭贷款不良率风险可控，但提升速度较快，收入、就业、房价三大问题可能会使逾期偿还贷款风险增加	29
2.2 对于企业来说，尽管房企都在努力化债，但目前资金压力并未缓解；市场的持续下滑可能会带来进一步的违约风险，导致银行及上下游供应商的不良问题增加	32
2.3 对于政府来说，市场进一步下行将导致地产投资继续不振，持续拖累经济，地方财政负担加大	34
<b>3 地产政策还有哪些空间？</b>	<b>36</b>
3.1 行政政策：限购限贷进一步放松，逐步清除不合理的限制性政策	37
3.2 公积金政策：推动全国公积金互通、“又提又贷”、“商转公”均是未来优化方向	41
3.3 财税政策：购房补贴、契税、增值税、抵扣个税均有调整空间	47
3.4 城市更新：城中村改造房票补偿规模扩大，有助于缓解政府短期集中支付压力以及去库存	54
3.5 盘活存量：“临时改变用途”、“支持功能兼容”、“松绑自持限制”共同构成未来盘活存量的政策工具箱	56
<b>4 下阶段地产行业的机遇在哪？</b>	<b>59</b>
4.1 商业地产机遇：在新消费时代下，积极探索新场景建设的公司更具优势	59
4.2 住宅开发赛道：适配核心城市、户型、产品力需求的房企更具优势	67
<b>5 投资建议</b>	<b>73</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>74</b>
<b>附录</b>	<b>75</b>

## 图表目录

图表 1. 2025 年前三季度我国整体经济增速 5.2%.....	9
图表 2. 2024 年投资率下降至 16 年来新低.....	9
图表 3. 2025 年前三季度房地产业 GDP 增速 0.6%，建筑业 GDP 增速-0.5%.....	9
图表 4. 今年前三季度房地产业、建筑业对 GDP 的占比已经连续 5 年下滑.....	9
图表 5. 2021 年我国总人口达到峰值 14.13 亿人，2022 年以来逐年下降，2024 年降至 14.08 亿人.....	10
图表 6. 从人口结构来看，2017 年以来，潜在刚需人群（25-34 岁）占比呈下降趋势；2022 年以来潜在改善型需求人群（35-44 岁）占比呈上升趋势.....	10
图表 7. 2024 年我国常住人口城镇化率为 67.0%.....	11
图表 8. 2035 年前每年的真实住房需求超过 8.6 亿平，2035 年后会降一个台阶....	11
图表 9. 当期就业感受指数较最高点 2019Q1 下降 20pct，较 2023Q1 下降 14.1pct	12
图表 10. 2025Q3 未来就业预期指数、收入预期指数分别为 42.1%、45.9%，较 2023Q1 的阶段小高点分别下降 10.2、4.0 个百分点.....	12
图表 11. 2022-2024 年全国新房成交量持续下滑，二手房成交量同比仍能保持正增长.....	13
图表 12. 二手房成交量占比从 2021 年的 18.7% 提升至 2024 年的 41.9%.....	13
图表 13. 全国二手房价最高点在 2021 年，新房房价最高点在 2023 年；2021 年前一二手倒挂显著，新房限价效果卓越；2024 价差缩小至 6%.....	14
图表 14. 我们跟踪的 163 个城市 25 年 1-11 月新房成交套数同比-15.3%，105 个城市 12 月第 1-3 周同比-46.0%.....	14
图表 15. 1-11 月百城中有 32% 的城市新房成交套数同比正增长；12 月前三周降至 17%，负增长城市数量的增加未见好转迹象.....	15
图表 16. 截至 2025 年 11 月，新房价格连续 30 个月环比负增长，二手房价格连续 31 个月环比负增长.....	16
图表 17. 25 年 9-11 月首次出现所有城市二手房房价持续下跌的情形，过去曾在 14 年 9 月、23 年 12 月、24 年 5 月、24 年 9 月出现过四次单月所有城市环比下跌的情形.....	16
图表 18. 以 2014 年为基准，70 城新房房价较 2022 年末最高点降幅达 8%.....	16
图表 19. 以 2014 年为基准，70 城二手房房价较 2022 年末最高点降幅达 16%.....	16
图表 20. 2025 年 1-11 月地方政策月均发布次数为 51 次.....	17
图表 21. 截至 2025 年 10 月末，42 城新房+二手房库存面积达 9.4 亿平，较 2022 年 3 月增长了 2.8 亿平，去化周期 29.6 个月，较 2022 年 3 月增长了 8.8 个月.....	18
图表 22. 2021-2024 年房企到位资金从 20.1 万亿元逐年下降至 10.8 万亿元，年复合增速为-19%.....	18
图表 23. 房企房款（销售回款）压力大于非房款（外部融资）.....	19
图表 24. 2024-2025 年全年百强房企的拿地金额均不足 2020 年高峰期的三分之一	19
图表 25. 2025 年在核心城市土地市场点状复苏的带动下，百强房企拿地强度有所提升.....	19

图表 26. 自 2022 年以来，申万房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金（土地+施工建安投资支出）持续负增长 .....	19
图表 27. 2025Q3 申万房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金/销售商品、提供劳务收到的现金为 72.8% .....	19
图表 28. 2024 年全国商品住宅停缓工面积预计为 5.8 亿平，占施工面积的比重为 11.3% .....	20
图表 29. 一线城市二手房房价环比跌幅已经连续 7 个月大于二、三线城市 .....	21
图表 30. 上海、广州 2025 年 11 月新房房价较 2024 年末是上涨的，广州较历史最高点仅下跌 3%，北京、上海较历史最高点分别下跌 18%、13%，深圳较历史最高点下跌 38% .....	21
图表 31. 四个一线城市二手房房价和高点相比跌幅都超过 35%，基本回到 2016 年水平 .....	22
图表 32. 杭州新房房价在 2025 年 10 月达历史最高水平，11 月回落至 38597 元/平，不过仍较 2024 年 12 月增长了 16%；成都新房房价较最高点（2020 年 8 月）跌幅 24%，较 2024 年 12 月下降 2% .....	23
图表 33. 2025 年 11 月杭州二手房房价较最高点（2021 年 2 月）下跌 27%，好于一线；成都跌幅更小，较最高点（2022 年 5 月）仅下跌 17% .....	23
图表 34. 居民对未来房价预期持续不乐观，2025 年三季度看跌占比达到 23.5%，较 2021 年前后翻倍 .....	24
图表 35. 重点城市 2023 年开盘去化率均值为 39%，2024 年降至 29%，2025 年 1-11 月回升至 39% .....	24
图表 36. 一线城市中，北京开盘去化率最高，且今年反超上海 .....	25
图表 37. 上海楼盘（中海云邸）有效认筹率下滑 .....	26
图表 38. 上海楼盘（外滩瑞府、金茂璞元）有效认筹率下滑 .....	26
图表 39. 上海楼盘（绿城逸庐、中建玖上琅宸）有效认筹率下滑 .....	26
图表 40. 2025 年 10 月 42 城二手房挂牌价降至 22286 元/平，较 2023 年 10 月高点相比下降了 17.1% .....	27
图表 41. 2025 年 10 月重点 35 城二手房议价空间达到 27%，处于 2022 年 8 月以来的最高位 .....	27
图表 42. 11 月百城二手房平均挂牌时长达 94.7 天，同比增长 6.4%。城市能级分化显著，挂牌时长呈现“一线城市>三四线城市>新一线城市>二线城市”的格局 .....	27
图表 43. 2025 年 1-11 月 120 平以上各个面积段产品的市场份额较 2024 年均提升，120-140 平产品增幅最高，较 2024 年全年提升 1.2 个百分点 .....	28
图表 44. 若市场量价持续下行可能导致 C 端、B 端、G 端的风险增加 .....	29
图表 45. 27 家样本银行个人住房商业贷款不良率提升至 1.13%，是 2019 年的 3.5 倍 .....	30
图表 46. 个人住房商业贷款不良率低于其他类型的个人贷款不良率以及企业贷款不良率 .....	30
图表 47. 根据我们的测算，若一户家庭仅使用商贷，那么当前商贷部分月供/家庭月收入的比重约为 36%；若考虑一户家庭使用组合贷款的情况，那么月供占家庭月收入的比重为 50% .....	30

图表 48. 根据我们的测算，截至 2025 年 6 月末，全国个人住房商业贷款不良贷款余额预计为 4262 亿元，同比增长 24% .....	31
图表 49. 截至 2024 年末，全国个人住房公积金贷款逾期金额为 19.53 亿元，同比增长 5%，逾期率为 0.024%，同比持平 .....	31
图表 50. 我们预计，全国个人按揭贷款（商贷+公积金贷款）不良余额约为 4300 亿元，不良率约为 0.9% .....	31
图表 51. 截至 2025 年 6 月末，我们预计全国逾期偿还的个人住房商业贷款的借款户数约为 56.1 万户，仅占全国 5000 万个人住房商业贷款家庭的 1.1% .....	32
图表 52. 截至 2024 年末，我们预计全国逾期偿还的个人住房公积金贷款的借款户数约为 1.3 万户，仅占全国 2484 万个人住房公积金家庭的 0.1% .....	32
图表 53. 截至 2025 年 6 月末，44 家样本银行的房地产行业（对公贷款）不良贷款率为 4.06%，较 2024 年末提升了 0.4 个百分点 .....	32
图表 54. 根据我们的测算，截至 2025 年 6 月末，全国房地产开发贷款不良贷款余额预计为 5608 亿元，较 2024 年末增长 13% .....	32
图表 55. 2024 年以来房地产行业债券违约数量减少，2025 年 1-11 月债券违约 80 只 .....	33
图表 56. 2025 年 1-11 月房地产行业违约债券余额 886 亿元，同比下降 24% .....	33
图表 57. 房地产行业各类应付工程款占比仍然呈现上升趋势，2025 年 1-11 月达 18.7% .....	33
图表 58. 截至 2025 年 6 月末，上市房企供应链融资规模达到 2.66 万亿，对上下游占款多 .....	33
图表 59. 供应链融资杠杆从 2010-2021 年整体处于快速上升阶段，2024 年达到 58.6% 的历史最高峰 .....	34
图表 60. 房地产行业的商票持续逾期企业数量是全行业中最，约占总数的一半 .....	34
图表 61. 2025 年前三季度房地产业、建筑业 GDP 对经济的贡献率分别为 0.8%、-0.6% .....	34
图表 62. 2024 年国有土地出让金收入 4.9 万亿元，同比下降 16%，2025 年 1-11 月 2.9 万亿元，同比下降 11% .....	35
图表 63. 2024 年地方政府性基金收支缺口高达 3.9 万亿元，2025 年 1-11 月缺口已经高达 4.7 万亿元 .....	35
图表 64. 未来政策空间将聚焦“行政政策、公积金政策、财税政策、城市更新、盘活存量”五大方向进一步优化 .....	36
图表 65. 截至 2025 年 12 月，全国仍执行限购政策城市只有北上深以及海南（主要是海口、三亚） .....	38
图表 66. 2025 年 1-11 月北京新房成交套数 3.66 万套（平均单月成交 3328 套），同比下降 19%；10、11 月北京新房成交套数同比增速分别为 -29%、-53% .....	39
图表 67. 2025 年 1-11 月北京二手房成交套数 15.71 万套（单月 1.43 万套），同比增长 2%；10、11 月二手房成交套数同比增速分别为 -30%、-23% .....	39
图表 68. 2025 年 1-11 月上海新房成交套数 9.28 万套（平均单月成交 8437 套），同比下降 5%；10、11 月新房成交套数同比增速分别为 -34%、-17% .....	39
图表 69. 2025 年 1-11 月上海二手房成交套数 23.12 万套（单月 2.10 万套），同比增长 9%；10、11 月二手房成交套数同比增速分别为 -24%、-15% .....	40

图表 70. 2023 年我国出生人口中二孩及以上占比达 53%.....	40
图表 71. 多地加大对多孩家庭的住房支持力度.....	41
图表 72. 异地贷款通常可分为以下三个级别：支持全国范围内异地贷款、跨省市互贷、支持省内公积金异地贷款.....	42
图表 73. 各地异地贷款支持政策不完全梳理.....	42
图表 74. 2024 年发放异地贷款 21.3 万笔，同比下降 16%.....	43
图表 75. 2024 年发放异地贷款 1119.6 亿元，同比下降 6%.....	43
图表 76. 2024 年发放异地贷款 21.3 万笔、1119.6 亿元，占个人住房贷款发放数量及金额的比重分别提升至 9.2%、8.6%.....	43
图表 77. 截至 2024 年末，累计发放异地贷款 191.8 万笔、同比增长 12%.....	43
图表 78. 截至 2024 年末，累计发放异地贷款 7562.4 亿元，同比增长 17%.....	43
图表 79. 截至 2024 年末，累计发放异地贷款 191.8 万笔、7562.4 亿元，占个人住房贷款的累计发放数量及金额的比重分别为 3.8%、4.6%.....	43
图表 80 截至 2024 年末，我国异地贷款余额 4752.6 亿元，同比增长 11%.....	44
图表 81. 截至 2024 年末，我国异地贷款余额占存量个人住房贷款的余额 5.9%，该比例同比提升 0.4 个百分点.....	44
图表 82. 一线城市住房公积金“又提又贷”政策.....	45
图表 83. 截至 2025 年 7 月，超过 30 个城市已经开展“商转公”贷款业务.....	46
图表 84. 广州、成都“商转公”条件与办理流程.....	46
续 图表 84. 广州、成都“商转公”条件与办理流程.....	47
图表 85. 多个城市推进购房贷款利息补贴政策.....	48
图表 86. 2024 年我国契税收入 5170 亿元，同比下降 12.5%.....	48
图表 87. 我国契税收入占一般公共财政收入的比重从 2020 年的 3.9% 降至 2025 年 1-11 月的 2.0%.....	48
图表 88. 2024 年 11 月将享受 1% 低税率优惠的面积标准由 90 平提高到 140 平，并明确一线城市可以与其他地区统一适用二套住房契税优惠.....	49
图表 89. 从历史情况来看，契税税率减免优惠对于楼市量价起到了一定的带动作用.....	50
图表 90. 个人销售住房增值税（营业税）征免国家政策.....	52
图表 91. 2020-2021 年因城施策部分城市上调了免征年限为 5 年.....	52
图表 92. 从历史情况来看，缩短免征年限对于楼市量价起到了一定的带动作用...53	53
图表 93. 在直辖市、省会城市等租房，租金抵扣额度（1500 元）高于房贷利息抵扣（1000 元）；在市辖区人口超 100 万城市，租金抵扣 1100 元与房贷抵扣 1000 元相近；在市辖区人口 ≤100 万城市，房贷抵扣额度更高.....	53
图表 94. 部分城市的房票安置制度取得了阶段性的效果.....	55
图表 95. 各地房票政策在使用期限、奖励比例、通用范围及实施效果均有差异...56	56
图表 96. 临时改变房屋用途相关政策梳理.....	57
图表 97. 支持功能兼容的相关政策梳理.....	57
图表 98. 2025 年三季度 16 个重点城市甲级写字楼空置率为 28.5%，处于 2008 年三季度以来的最高水平；8 个重点城市优质零售物业空置率为 7.15%，同比提升	

0.06 个百分点 .....	57
图表 99. 2016 年-2020 年 6 月，全国有 37 个城市出让 485 宗含自持用地，累计自持建面达 1208 万平 .....	58
图表 100. 松绑自持限制的相关政策梳理 .....	58
图表 101. 从政策导向看，过去出台众多新消费支持政策，但均未涉及消费场景，2024 年以来反复提及“打造新场景” .....	59
图表 102. 2025 年 1-9 月全国新开业集中式商业项目（包含购物中心、独立百货、奥特莱斯等）214 个，同比下降 31% .....	61
图表 103. 2025 年 1-9 月全国新开业集中式商业项目（包含购物中心、独立百货、奥特莱斯等）总体量约 1599 万平，同比下降 29% .....	61
图表 104. 2025 年前三季度开业的 214 个集中商业项目中，新增量项目占比 75%，存量改造开业项目占比 25% .....	62
图表 105. 2025 年部分开业存量改造商业项目 .....	62
图表 106. 2025 年 1-9 月新开商业项目中，一二线城市占比超六成 .....	63
图表 107. 2025 年 1-9 月新开商业项目中，北京开业量为全国第一，共 13 个项目，体量 94 万平，深圳、上海、重庆数量并列第二位 .....	63
图表 108. 截至 2025 年 6 月末，新城、华润购物中心在管规模最大 .....	64
图表 109. 截至 2025 年 6 月末，瑞安、太古、宝龙单体购物中心体量较大 .....	64
图表 110. 华润、新城 2025 年上半年购物中心租金收入最高，且同比增幅均在一成及以上 .....	64
图表 111. 港资普遍单体租金收入较高 .....	64
图表 112. 太古、新城、华润购物中心平均出租率较高，均在 97% 以上，宝龙、大悦城相对较低，在 91%-92% .....	65
图表 113. 2025 年上半年华润购物中心营业额最高，高达 1220 亿元，同比增长 21% .....	65
图表 114. 2025 年上半年华润单体购物中心营业额最高，高达 9.76 亿元 .....	65
图表 115. 2025 年上半年华润客流量同比增幅最大，高达 36% .....	66
图表 116. 政策支持符合条件的商业地产项目发行不动产投资信托基金（REITs） .....	67
图表 117. 已上市消费基础设施 REITs 上市以来平均涨幅 36%，二级市场表现突出 .....	67
图表 118. 一、二线城市新房成交金额占比明显提升，2023 年达到 48%，2025 年 1-11 月仍有 43% .....	68
图表 119. 2025 年 1-11 月一、二线城市住宅类用地成交总价占比达 61%，同比提升 7 个百分点 .....	68
图表 120. 核心城市销售占比较高的房企有上海临港、合肥城建、南京高科、津滨发展、天保基建、渝开发、京能置业、北辰实业、苏高新、电建地产、上实发展、中华企业、南山控股 .....	68
图表 121. 重点城市市占率较高的房企有：苏高新、保利发展、华润、滨江、合肥城建、招蛇、中海、建发、绿城、万科、龙湖、国贸 .....	69
图表 122. 核心城市销售占比高且重点城市的市占率也较高的房企有滨江、越秀、中海、绿城、招蛇、华润、建发、保利置业、龙湖、中铁建、国贸、合肥城建、	

苏高新、南京高科、中华企业 .....	69
图表 123. 重点 30 城 2025 年 1-10 月新房成交中 90 平以下产品平均占比仅 15%， 90-120 平的产品平均占比 37%，120 平以上产品平均占比 48% .....	70
图表 124. 市场需求的面积段更加趋向于 120 平以上的改善型产品 .....	70
图表 125. 样本房企 2025 年 1-11 月套均成交面积与套均成交价对比 .....	71
图表 126. 主流房企中华润、中海、华发、合肥城建、绿城、建发、越秀品牌溢价 相对最高 .....	72
图表 127. 我们认为，适配核心城市、户型、产品力需求的房企更具优势（华润、 绿城、中海、滨江、建发） .....	72

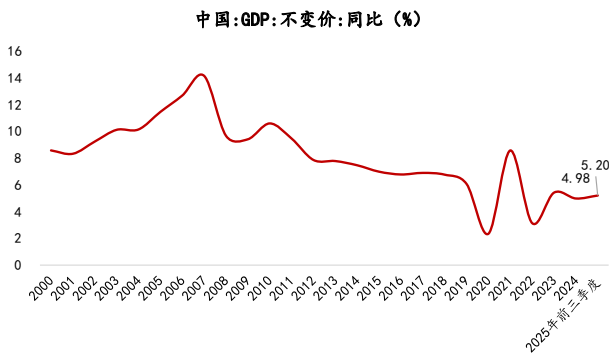
## 1 从宏观、中观、微观三个角度看当前行业困境

1.1 宏观视角：经济转型期、规模扩张红利不再、就业与收入预期较弱，均可能影响房地产市场修复

### 1.1.1 经济正在经历转型阵痛期，地产贡献度明显下滑

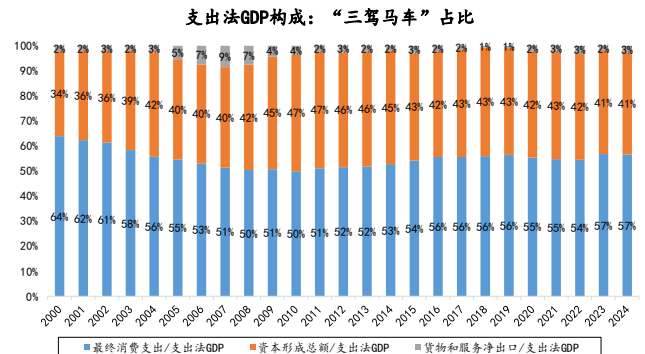
中国经济目前正在经历转型阵痛期，2024 年投资率下降至 16 年来新低。2025 年前三季度整体经济增速 5.2%。支出法 GDP 构成的“三驾马车”当中，受房地产投资持续下行的影响，整体投资缩减明显，投资率（资本形成总额占支出法国内生产总值的比重）持续下滑，2024 年为 41%，降至 16 年以来（2008 年以来）的新低。

图表 1. 2025 年前三季度我国整体经济增速 5.2%



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 2. 2024 年投资率下降至 16 年来新低

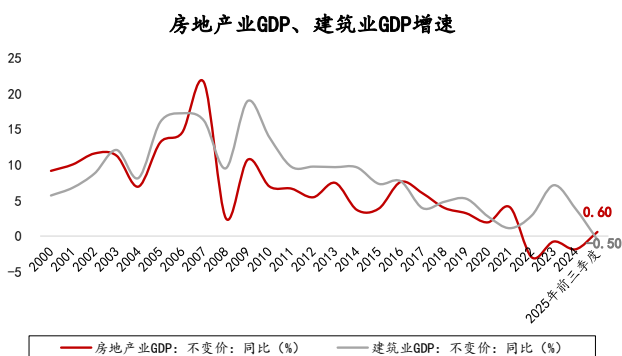


资料来源：国家统计局，万得，中银证券

备注：见附录。

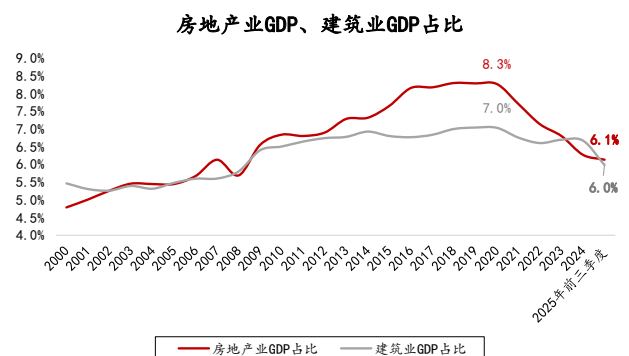
2025 年前三季度房地产+建筑业增速远低于其他行业，对整体 GDP 的占比连续 5 年下滑。2025 年前三季度房地产业 GDP 增速 0.6%，较 2022-2024 年有所好转，主要是因为前两个季度在去年底的政策支持下销售好转，但三季度单季的增速再度转负，且四季度基数较高，我们预计会继续回落至“水下”，仍将持续拖累经济。此外，房地产上游的建筑业 GDP 增速-0.5%，房地产业、建筑业增速远低于其他行业，两者占 GDP 的比重已经连续 5 年下滑，从 2019 年的 15.32% 下降至 2025 年前三季度的 12.11%，房地产业的下滑速度更快，从 2018 年峰值的 8.29% 下降至 2025 年前三季度的 6.13%。

图表 3. 2025 年前三季度房地产业 GDP 增速 0.6%，建筑业 GDP 增速-0.5%



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 4. 今年前三季度房地产业、建筑业对 GDP 的占比已经连续 5 年下滑

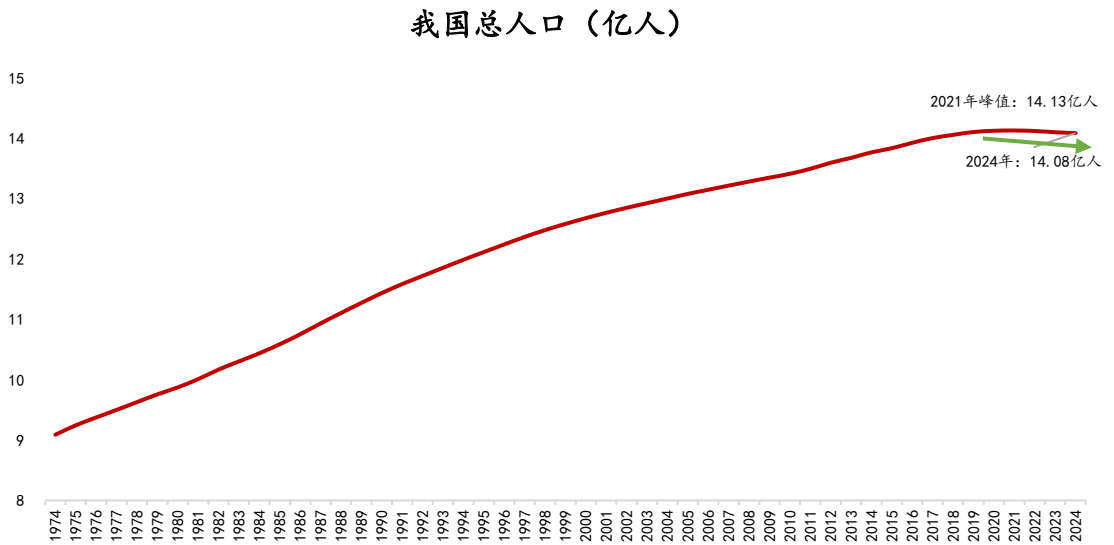


资料来源：国家统计局，万得，中银证券

## 1.1.2 过去通过人口和城镇化率提升带来的房地产市场规模扩张的红利不复存在，未来需求从“有房住”转变为“住好房”，结构性需求仍在，但短期较难弥补总量收缩

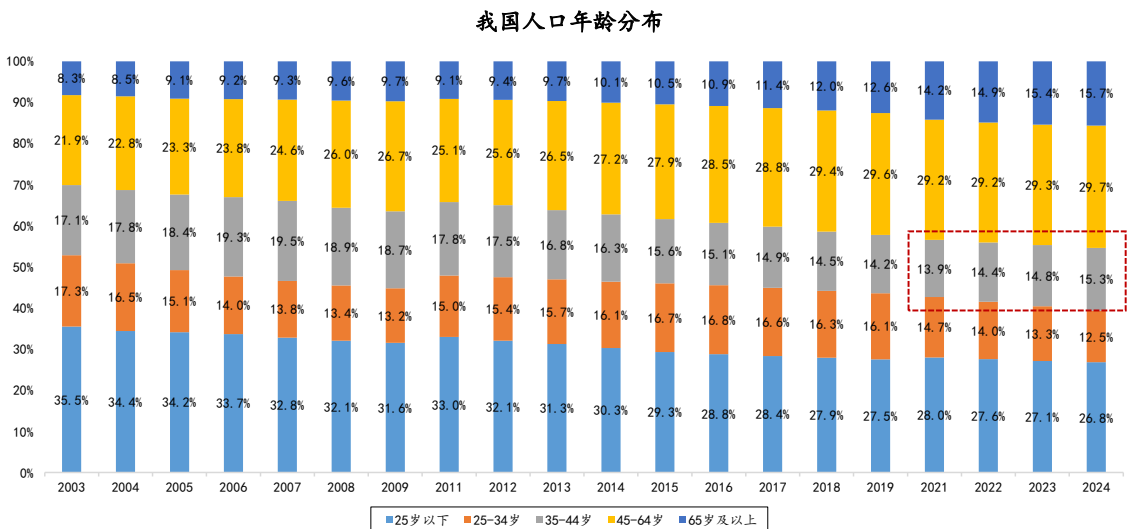
由于当前呈现“总人口下降+人口结构老龄化”的特征，过去通过人口增长带来的房地产市场规模扩张的红利不复存在；总量上看，增量购房客群减少，但结构上看，改善现有住房条件、以及产业和人口迁移带来的核心城市的潜在需求仍在。不过，短期内，这些结构性需求较难弥补总量的收缩。2021年我国总人口达到峰值 14.13 亿人，2022 年以来逐年下降，2024 年降至 14.08 亿人，我们预计未来人口将持续下滑。从人口结构上看，人口老龄化趋势明显，2024 年 65 岁以上人口占比达 15.7%，呈现逐年升高的趋势。不过，我们也同时注意到了，2022 年以来 35-44 岁人口占比呈上升趋势，2024 年达 15.3%，这部分人口是潜在主力改善型购房需求人群；从 2017 年以来，潜在刚需人群（25-34 岁）占比呈下降趋势，2024 年降至 12.5%。整体市场成交结构与人口结构基本匹配。

图表 5. 2021 年我国总人口达到峰值 14.13 亿人，2022 年以来逐年下降，2024 年降至 14.08 亿人



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

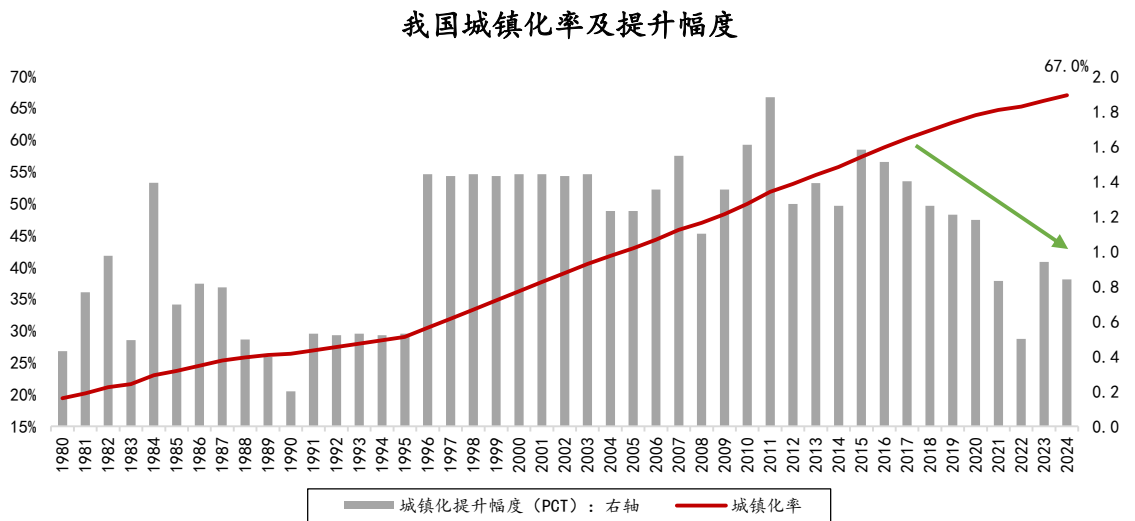
图表 6. 从人口结构来看，2017 年以来，潜在刚需人群（25-34 岁）占比呈下降趋势；2022 年以来潜在改善型需求人群（35-44 岁）占比呈上升趋势



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

我国常住人口城镇化率提升幅度放缓，不过户籍人口城镇化率提升空间仍然很大。2024 年我国常住人口城镇化率为 67.0%，虽然仍然呈上升趋势，但整体提升幅度明显下滑，逐步进入“平台期”。然而，我国户籍人口的城镇化率仍然较低，就 2024 年一季度国民经济运行情况答记者问时，国家统计局副局长盛来运称“2023 年我国户籍人口城镇化率还不到 50%，还有 1.8 亿的外出农民工在城里没有完全市民化，这些进城的农民工中间购房比例不高”；2025 年 12 月 16 日中财办在详解 2025 年中央经济工作会议精神中也提及“从刚性需求看，2024 年我国常住人口城镇化率为 67%，而户籍人口城镇化率不足 50%，新落户农民工、新毕业大学生等‘新市民’刚性住房需求有待持续释放”。因此，从这个角度来看，户籍人口的城镇化率提升空间仍然很大，产业和人口迁移将带动户籍城镇化率提升，从而支撑市场。

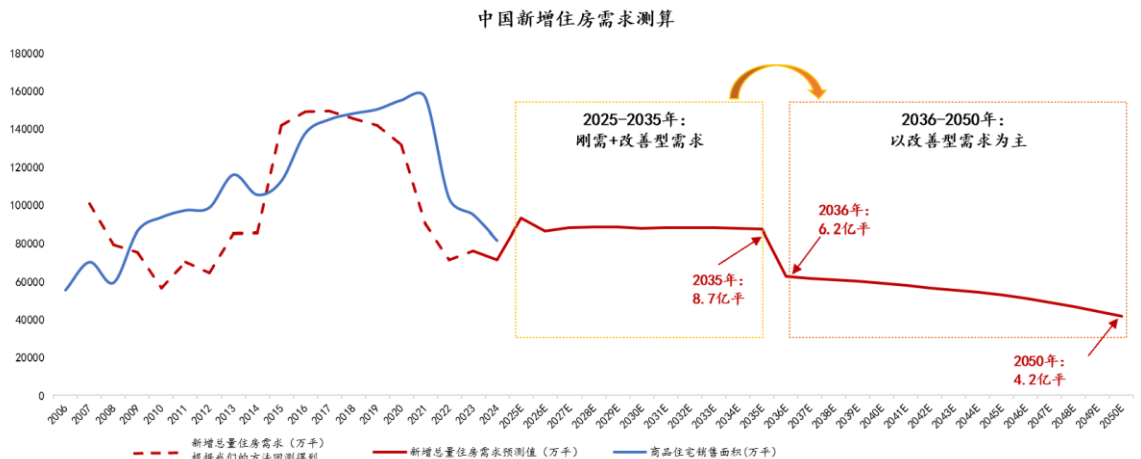
图表 7. 2024 年我国常住人口城镇化率为 67.0%



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

根据我们的测算，2035 年前每年的真实住房需求超 8.6 亿平，2035 年后会降一个台阶，但仍超过 4.1 亿平/年，增长引擎将会基本转为改善型需求。我们从刚需（主要是由人口和城镇化率的提升带来的需求）和改善性需求（主要是由住房条件的提升，即人均住房面积的提升带来的需求）来进行测算，真实的住房需求=当年城镇常住人口\*当年城镇常住人口人均住房面积-上一年城镇常住人口\*上一年城镇常住人口人均住房面积。根据我们的测算，2025-2027 年三年平均每年的真实需求还有 8.9 亿平。从长期需求来看，2035 年前每年的真实住房需求超 8.6 亿平（改善占比约 6 成），2035 年后会降一个台阶，但仍超过 4.1 亿平/年，增长引擎将会基本转为改善型需求。

图表 8. 2035 年前每年的真实住房需求超过 8.6 亿平，2035 年后会降一个台阶

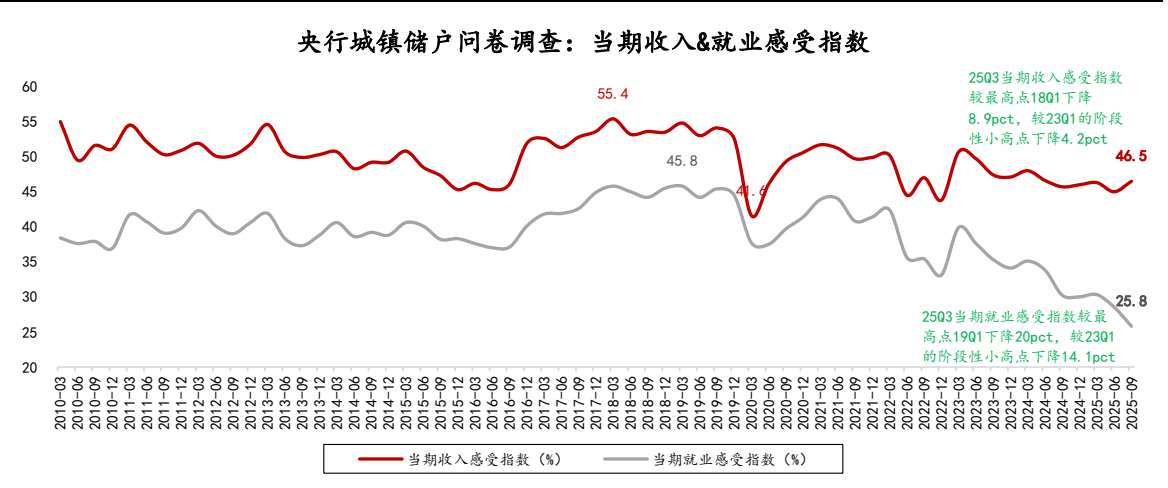


资料来源：国家统计局，联合国，万得，中银证券

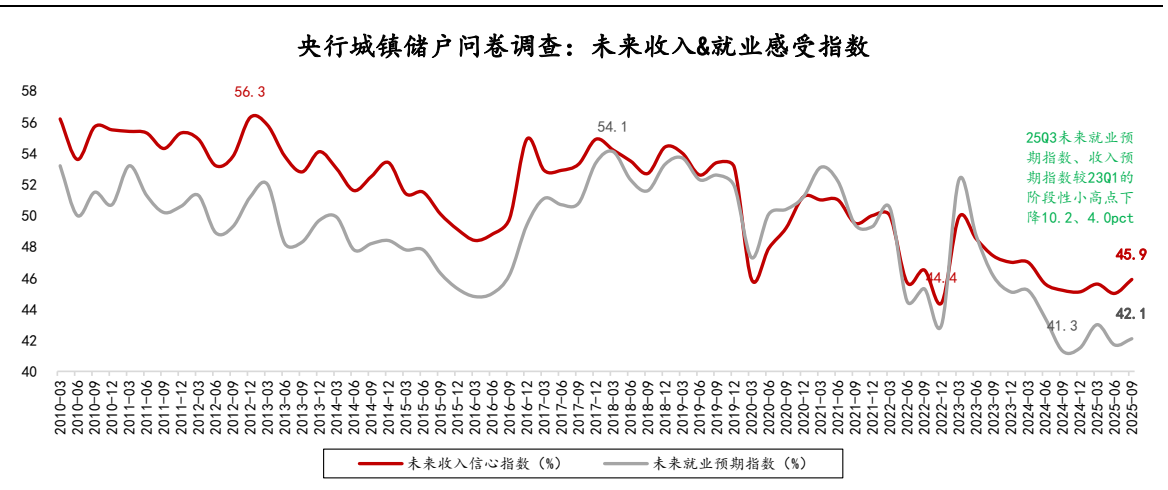
## 1.1.3 收入与就业预期仍未见扭转，市场信心仍然较弱

短期影响居民购房能力与意愿的是收入与就业预期，从央行问卷调查来看，这两个预期持续下滑，未见转好，当期就业感受指数处于 2010 年以来最低水平。根据央行城镇储户季度问卷调查，2025Q3 当期就业、收入感受指数分别为 25.8%、46.5%，较 2023Q1 的阶段性小高点分别下降 14.1、4.2 个百分点，其中当期就业感受指数处于 2010 年以来最低水平。从对未来的预期来看，2025Q3 未来就业预期指数、收入预期指数分别为 42.1%、45.9%，较 2023Q1 的阶段性小高点分别下降 10.2、4.0 个百分点。

图表 9. 当期就业感受指数较最高点 2019Q1 下降 20pct，较 2023Q1 下降 14.1pct



图表 10. 2025Q3 未来就业预期指数、收入预期指数分别为 42.1%、45.9%，较 2023Q1 的阶段性小高点分别下降 10.2、4.0 个百分点

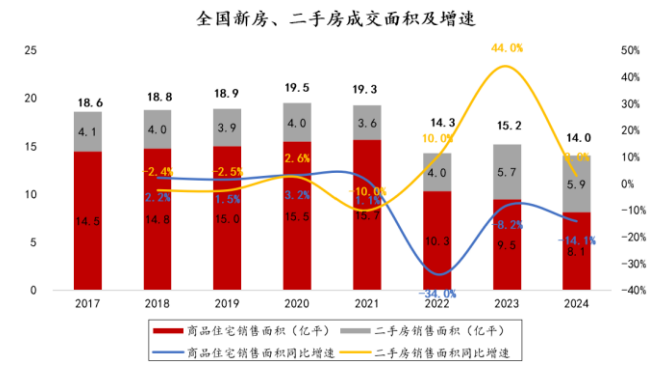


## 1.2 中观视角：房地产行业基本面与流动性持续承压

### 1.2.1 房地产市场量价持续承压

我们首先从全国数据来看，新房销售持续走弱，二手房在“以价换量”的带动下尚能维持成交规模。2024 年新房+二手房整体成交面积 14 亿平，同比下降 7.7%，主要是受制于新房销量的拖累。2022-2024 年全国新房成交量持续下滑，2024 年仅 8.1 亿平。新房成交量下滑，一方面是因为本轮下行周期停工、保交楼问题突出，开发商暴雷事件频出，购房者对于新房的交付信心不足，转而选择二手房；另一方面，二手房房价较新房房价下跌幅度更大，购房者选择性价比更高的二手房来满足当前的住房需求。但于此同时，二手房市场在“以价换量”下，2022-2024 年全国二手房成交量同比仍能正增长，2024 年达 5.9 亿平，二手房成交量占比也从 2021 年的 18.7% 提升至 2024 年的 41.9%。不过，随着二手房房价持续下跌，部分业主或出现“惜售”情形，2026 年二手房“以价换量”的情况能否维持需要进一步观望，我们预计二手房的成交量将持平或微增，整体新房+二手房成交量或持续下滑。

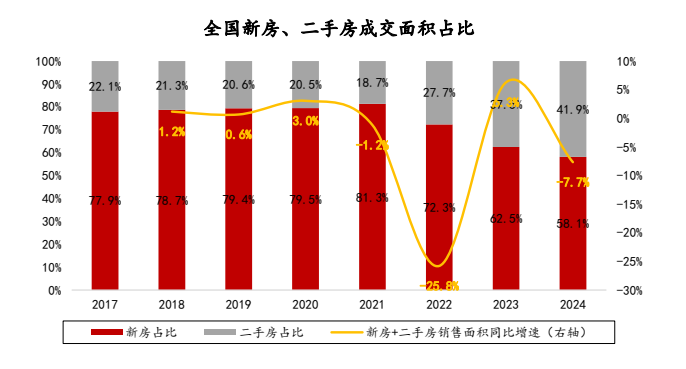
图表 11. 2022-2024 年全国新房成交量持续下滑，二手房成交量同比仍能保持正增长



资料来源：国家统计局，贝壳研究院，中原地产，中银证券

数据说明：1) 新房成交面积取统计局披露的全国商品住宅销售面积。2) 2017-2023 年全国二手房成交面积为贝壳研究院直接披露数据，根据中原地产，2024 年全国二手房成交面积同比+3%，计算得到 2024 年全国二手房成交面积。

图表 12. 二手房成交量占比从 2021 年的 18.7% 提升至 2024 年的 41.9%

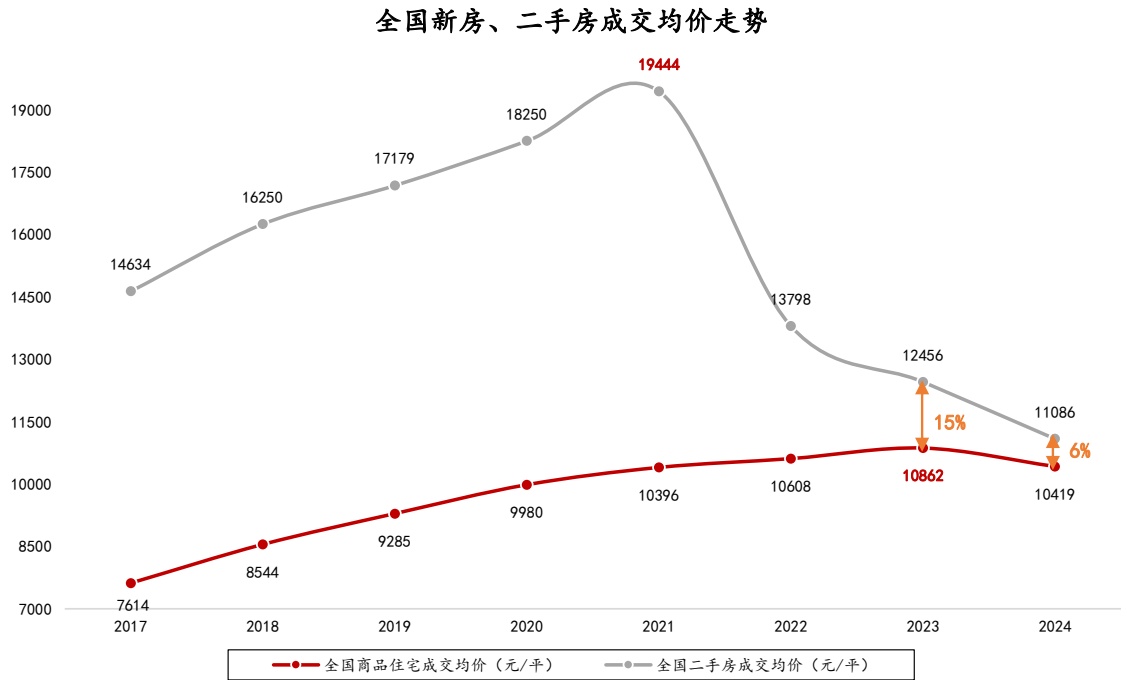


资料来源：国家统计局，贝壳研究院，中原地产，中银证券

数据说明：1) 新房成交面积取统计局披露的全国商品住宅销售面积。2) 2017-2023 年全国二手房成交面积为贝壳研究院直接披露数据，根据中原地产，2024 年全国二手房成交面积同比+3%，计算得到 2024 年全国二手房成交面积。

从成交价来看，全国二手房价最高点在 2021 年，新房房价最高点在 2023 年；2021 年前一、二手倒挂显著，新房限价效果卓越；2024 年价差缩小至 6%。全国二手房房价在 2021 年达到最高点 19444 元/平，新房房价在 2023 年达到最高点 10862 元/平，在全国层面一、二手始终存在倒挂现象，此前房地产上行时期，新房限价效果较好，2021 年及之前一、二手房价差较大，自 2022 年开始倒挂幅度不断缩小，2024 年一、二手的倒挂幅度仅 6%。部分城市的一手房价格已经远超二手房。

图表 13. 全国二手房价最高点在 2021 年，新房房价最高点在 2023 年；2021 年前一二手倒挂显著，新房限价效果卓越；2024 价差缩小至 6%

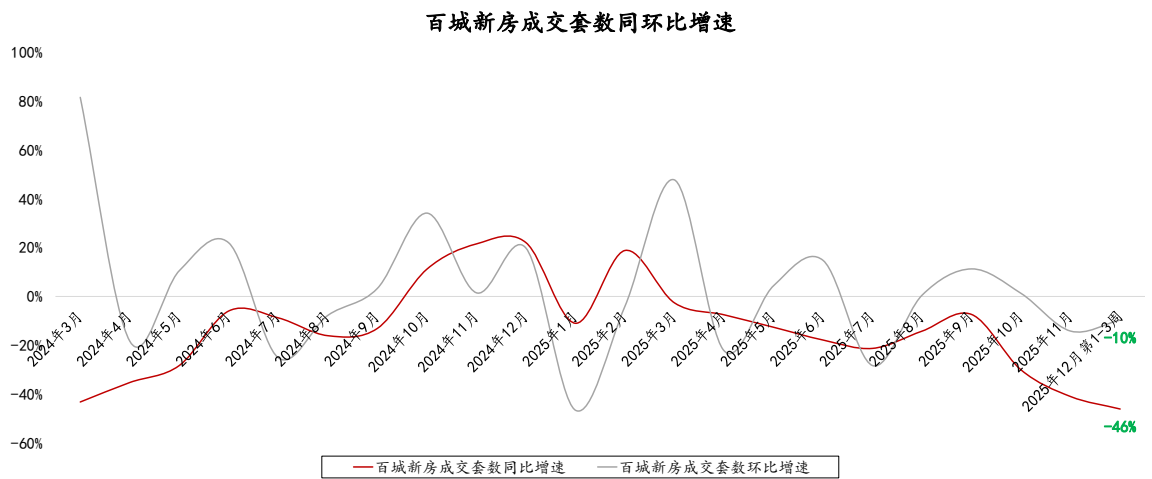


资料来源：国家统计局，贝壳研究院，中原地产，中银证券

数据说明：1) 全国商品住宅成交均价为根据国家统计局披露的全国商品住宅销售金额/商品住宅销售面积计算得到。2) 2017-2023 年全国二手房成交均价为根据贝壳研究院披露的全国二手房成交金额/全国二手房成交面积计算得到。2024 年二手房成交均价根据中指院 31 个样本城市 2024 年二手房成交均价同比增速为-11%计算得到。

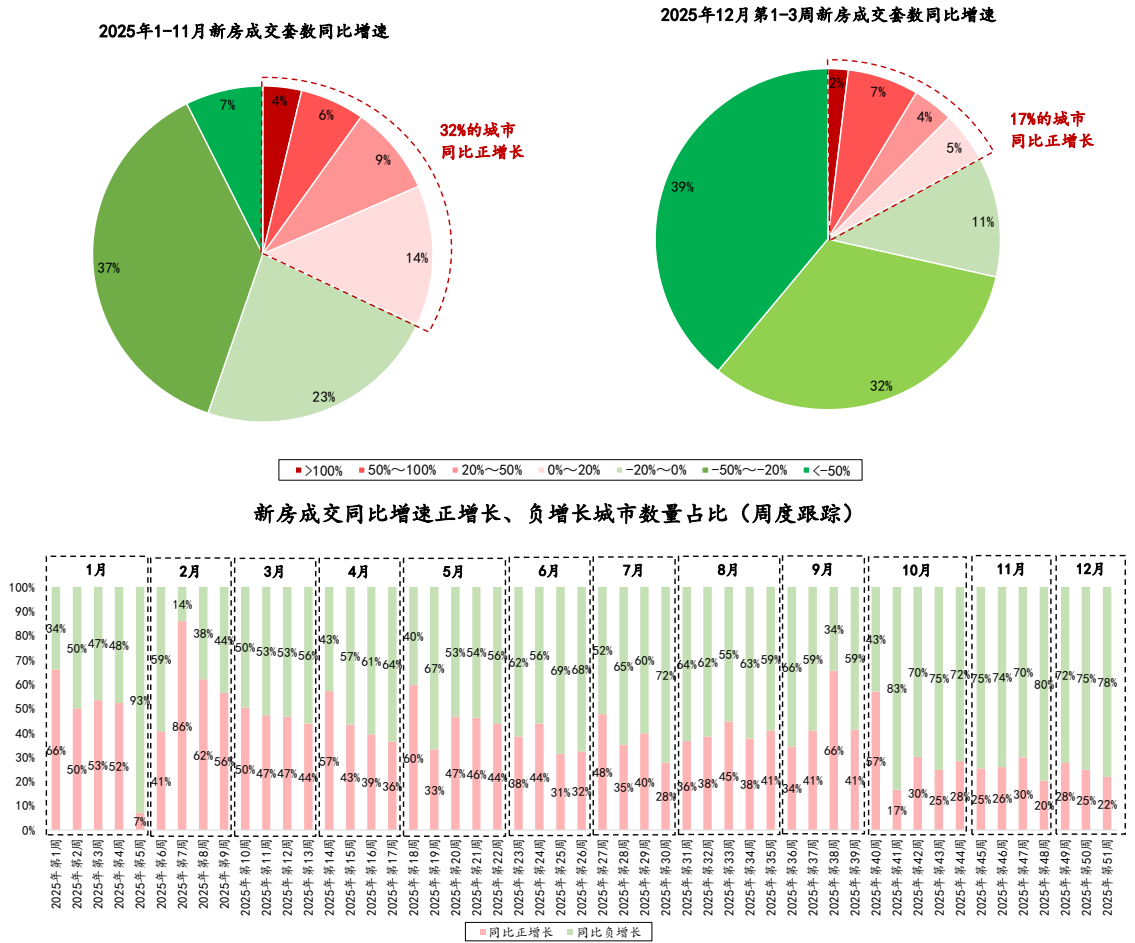
从百城新房成交来看，2025 年 10 月以来成交动能明显减弱。整体来看，2025 年以来新房成交同比持续负增长，9 月受政策支持勉强收窄，但 10 月后动能仍弱。我们跟踪的 163 个城市 2025 年 1-11 月新房成交套数为 214.3 万套，同比下降 15.3%，同比增速自 2025 年 3 月以来始终在“水下”；我们跟踪的 105 个城市 12 月第 1-3 周（12.1-12.21）新房成交套数为 9.9 万套，同比下降 46.0%，环比下降 9.7%，同比降幅进一步扩大。从成交量同比正增长的城市数量来看，1-11 月百城中有 32% 的城市新房成交套数同比正增长；12 月前三周降至 17%，负增长城市数量的增加未见好转迹象。

图表 14. 我们跟踪的 163 个城市 25 年 1-11 月新房成交套数同比-15.3%，105 个城市 12 月第 1-3 周同比-46.0%



资料来源：中指院，中银证券

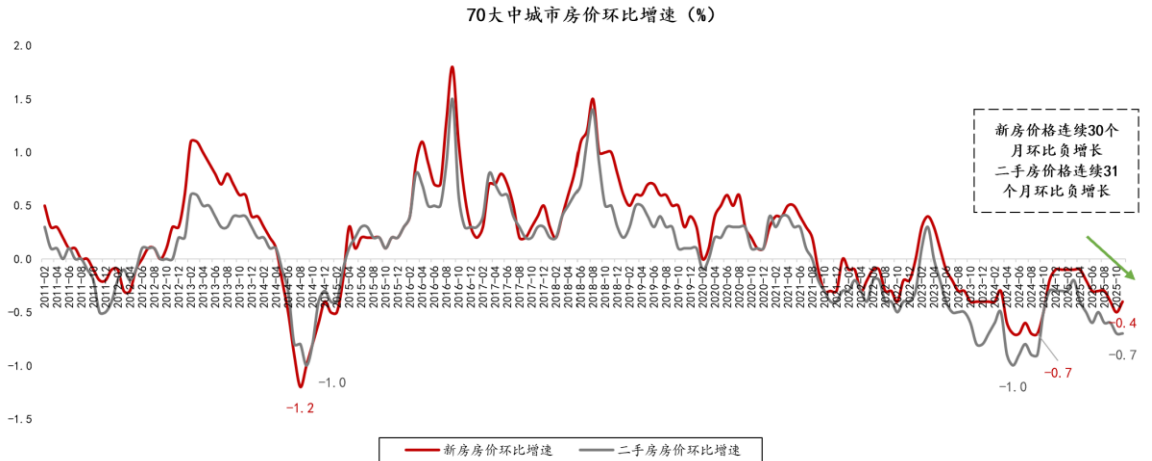
图表 15. 1-11 月百城中有 32% 的城市新房成交套数同比正增长；12 月前三周降至 17%，负增长城市数量的增加未见好转迹象



资料来源：中指院，中银证券

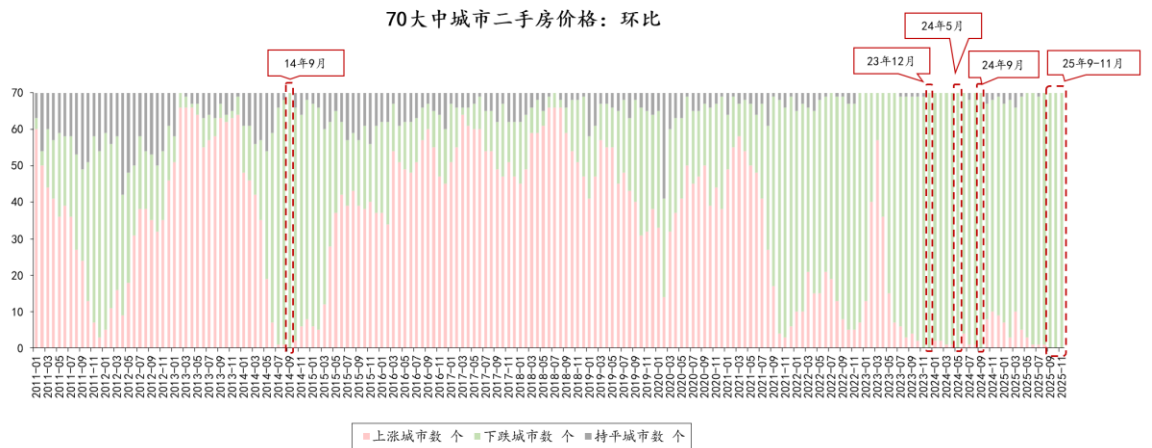
从统计局 70 城房价来看，下行压力仍在加大。截至 2025 年 11 月，新房价格连续 30 个月环比负增长，二手房价格连续 31 个月环比负增长。11 月 70 城新房、二手房房价环比跌幅分别为 0.4%、0.7%，在本轮下行周期中，二手房房价环比跌幅在 2024 年 5 月达到 1.0%，与历史上二手房房价环比最大跌幅（2014 年 9 月）持平，在 2024 年 9 月政策出台后，2024 年 10 月-2025 年 3 月降幅有所收窄，但 2025 年 4 月开始再度出现了惯性下滑。而从二手房环比下跌的城市数量来看，**2025 年 9-11 月首次出现所有城市二手房房价持续下跌的情形**。过去曾在 2014 年 9 月、2023 年 12 月、2024 年 5 月、2024 年 9 月出现过四次单月所有 70 城二手房房价环比下跌的情形，但此次连续三个月所有城市二手房房价环比均下跌是自有 2011 年数据统计以来首次出现的情形。我们以 2014 年为基准，70 城新房、二手房房价均在 2022 年末达到最高点，而从最高点到 2025 年 11 月的降幅分别为 8%、16%。微观跌幅将更加显著。

图表 16. 截至 2025 年 11 月，新房价格连续 30 个月环比负增长，二手房价格连续 31 个月环比负增长



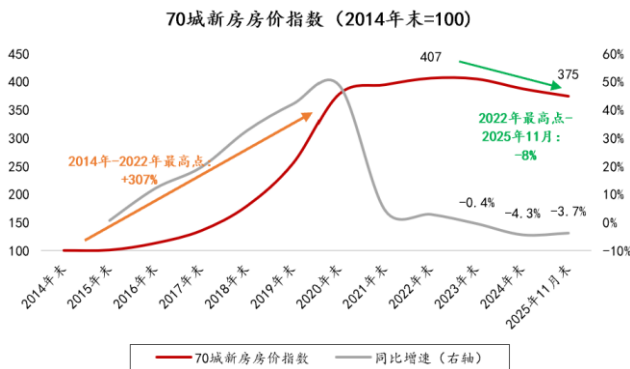
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 17. 25 年 9-11 月首次出现所有城市二手房房价持续下跌的情形，过去曾在 14 年 9 月、23 年 12 月、24 年 5 月、24 年 9 月出现过四次单月所有城市环比下跌的情形



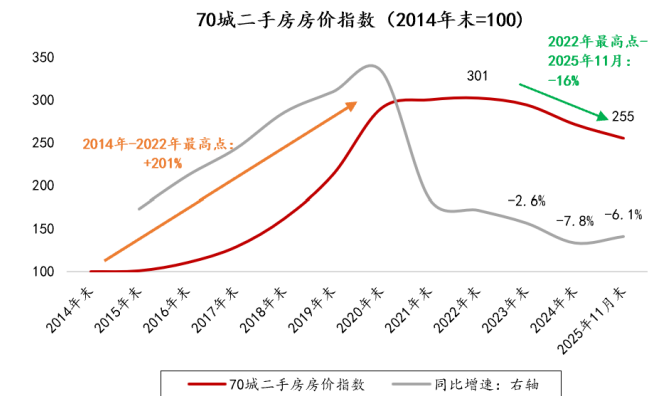
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 18. 以 2014 年为基准，70 城新房房价较 2022 年末最高点降幅达 8%



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 19. 以 2014 年为基准，70 城二手房房价较 2022 年末最高点降幅达 16%

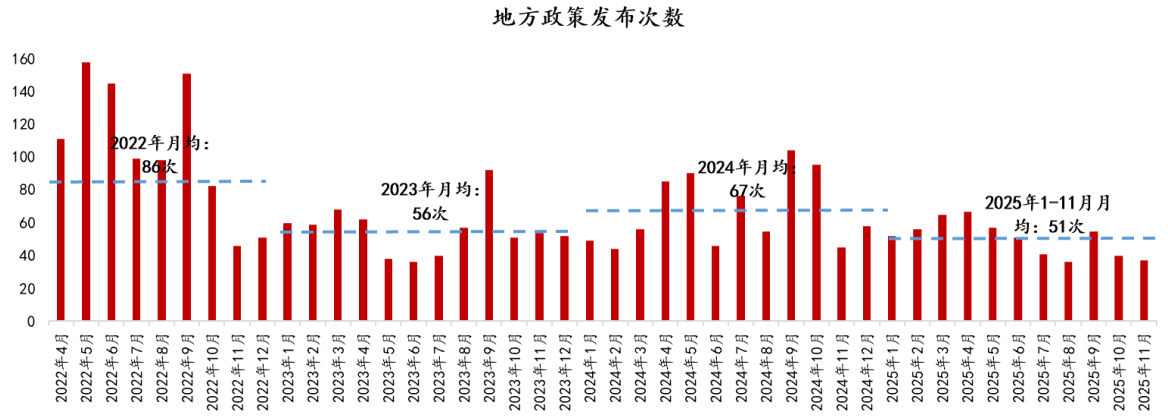


资料来源：国家统计局，万得，中银证券

## 1.2.2 地方性的房地产政策空间越来越小，实际政策效果也愈发乏力

地方政府政策出台频次下降，力度减弱，效果乏力。从 2022 年至今地方政策不断出台，但 2025 年以来，各地政策出台频次有所放缓、力度减弱，月均出台 51 条，低于 2024 年月均（67 条）、2023 年月均（56 条）、2022 年月均（86 条）。以北京为例，今年限购放松后的政策效果仅持续 1 个月，10 月以来市场加速下行，而 2024 年 9 月的政策出台后，政策效果持续了两个季度，今年政策效果愈发无力。上海的情况与北京基本相同，今年的政策效果也仅持续 1 个月，且 10 月转弱幅度大于北京（详见报告第三章）。我们认为，2026 年作为“十五五”的开局，可能会有新的增量政策出台（详见报告第三章）。

图表 20. 2025 年 1-11 月地方政策月均发布次数为 51 次



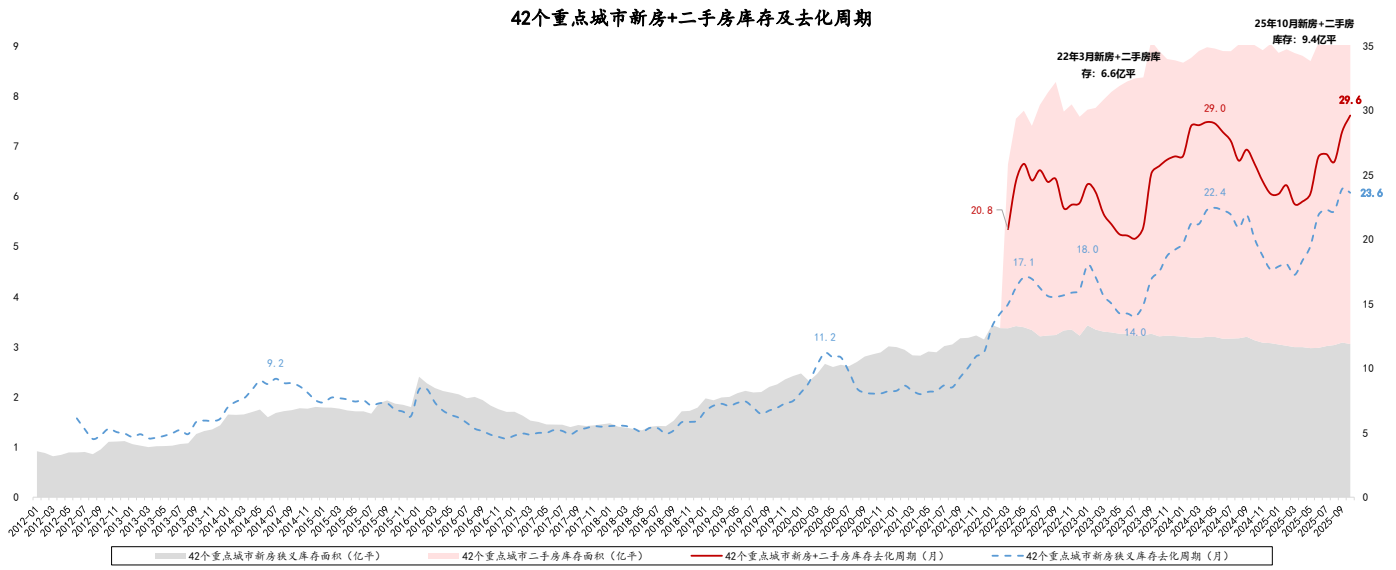
资料来源：中指院，中银证券

## 1.2.3 库存持续走高，库存上涨大于消化能力，二手房库存正逐步挤压新房

雪上加霜的是库存持续走高，库存上涨大于消化能力，二手房库存不断挤压新房。在以往，市场通常只看新房的库存情况，但随着存量市场的不断扩张，二手房的占比快速走高（2025 年 10 月末二手房库存占比已经达到 68%），我们认为在观察当前真实的库存量和去化周期的时候，必须把二手房库存也纳入研究中。

- 1) 新房库存：截至 2025 年 10 月末，42 城新房狭义库存面积为 3.1 亿平，较 2022 年 3 月下降了 0.3 亿平，去化周期为 23.6 个月。新房库存微跌，但其中很大一部分是难以去化的库存。
- 2) 二手房库存：二手房库存的情况更为严峻，截至 2025 年 10 月末，42 城二手房库存面积（存量挂牌面积）6.4 亿平，较 2022 年 3 月增长了 3.1 亿平，去化周期高达 33.7 个月。
- 3) 整体库存：截至 2025 年 10 月末，42 城新房+二手房库存面积达 9.4 亿平，较 2022 年 3 月增长了 2.8 亿平，去化周期 29.6 个月，较 2022 年 3 月增长了 8.8 个月，且处于 2022 年 3 月以来的最高位（由于二手房库存数据从 2022 年 3 月开始披露，因此我们均和 2022 年 3 月数据进行对比）。二手房库存明显增加，挤占了新房，使得新房越来越难卖，供需关系矛盾更加激化，加剧房价的下行压力。我们认为二手房库存是当前更需要关注的问题。

图表 21. 截至 2025 年 10 月末，42 城新房+二手房库存面积达 9.4 亿平，较 2022 年 3 月增长了 2.8 亿平，去化周期 29.6 个月，较 2022 年 3 月增长了 8.8 个月



资料来源：中指院，中银证券

数据说明：

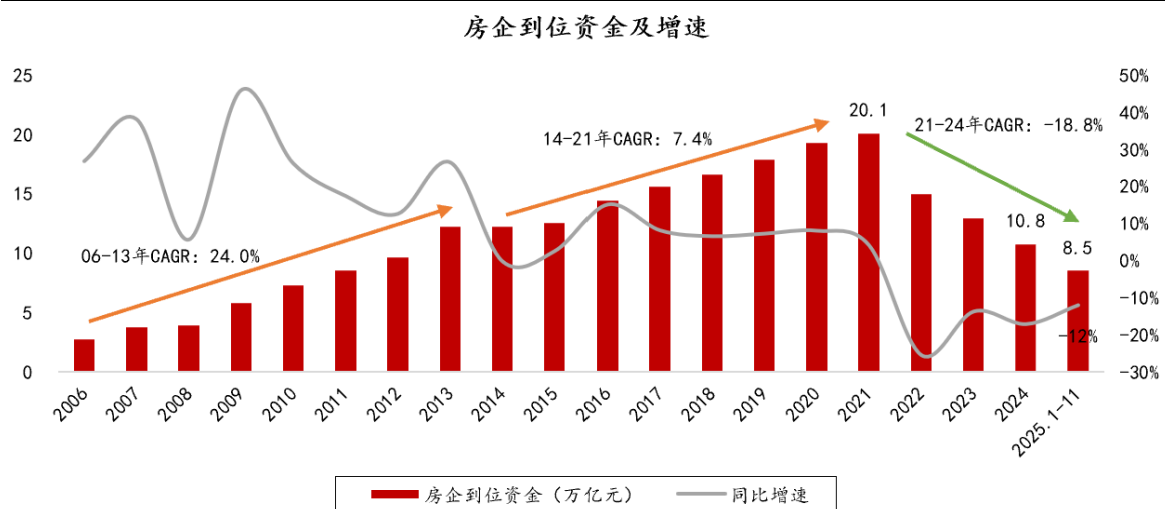
1) 样本城市 (合计 42 个)：一线城市 (4 个)：北京、上海、深圳、广州；二线城市 (24 个)：杭州、成都、天津、西安、重庆、长沙、武汉、厦门、南京、石家庄、太原、沈阳、大连、哈尔滨、郑州、苏州、宁波、福州、合肥、南昌、济南、青岛、南宁、贵阳；三四线城市 (14 个)：无锡、温州、东莞、佛山、珠海、保定、廊坊、徐州、常州、烟台、六安、盐城、宜昌、宝鸡。

2) 2023 年以前个别部分城市存在数据缺失，但整体趋势基本符合市场情况。

## 1.2.4 房企资金持续紧张，行业流动性压力仍然较大

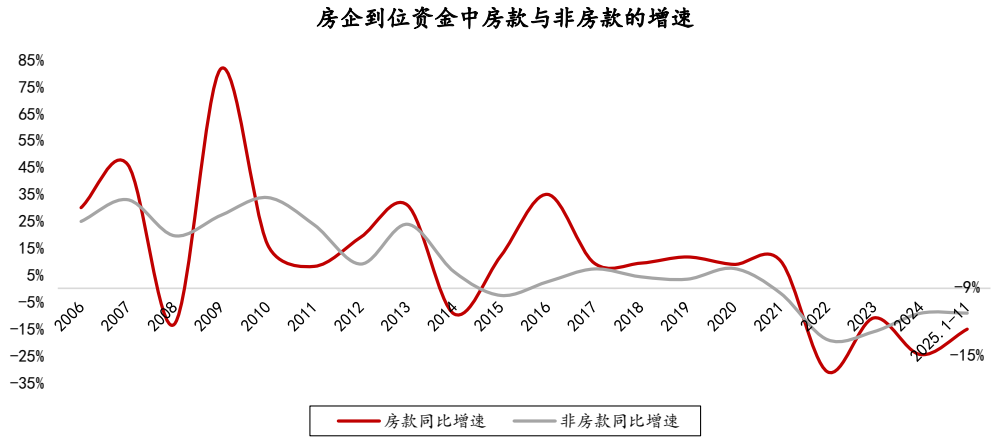
房企资金持续紧张，行业流动性压力仍然较大，销售回款的压力大于非房款。2021-2024 年房企到位资金从 20.1 万亿元逐年下降至 10.8 万亿元，年复合增速为-19%，其中房款（销售回款）压力大于非房款（外部融资），2021-2024 年房款从 10.6 万亿元下降至 4.9 万亿元，年复合增速为-23%，同期非房款从 9.5 万亿元下降至 5.8 万亿元，年复合增速为-15%。

图表 22. 2021-2024 年房企到位资金从 20.1 万亿元逐年下降至 10.8 万亿元，年复合增速为-19%



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 23. 房企房款（销售回款）压力大于非房款（外部融资）

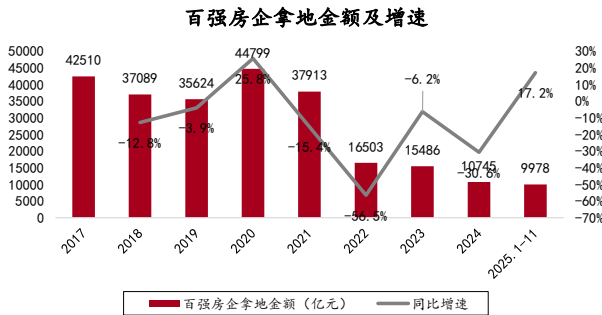


资料来源：国家统计局，万得，中银证券

### 1.2.5 房企拿地能力和意愿均走弱，土地投资萎缩

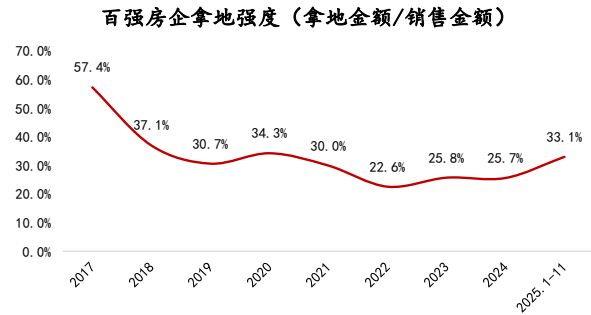
房企拿地能力与意愿均走弱，土地投资萎缩。虽然 2025 年在核心城市土地市场点状复苏的带动下，百强房企拿地金额同比出现了大幅增长，拿地强度也有所提升，但从绝对值来看，2024-2025 年全年的拿地金额均不足 2020 年高峰期的三分之一，自 2022 年以来，拿地能力和意愿明显走弱。仅剩少部分央国企仍有拿地意愿，由于市场上竞争对手减少，高性价比地块增多。自 2022 年以来，申万房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金（土地+施工建安投资支出）持续负增长。

图表 24. 2024-2025 年全年百强房企的拿地金额均不足 2020 年高峰期的三分之一



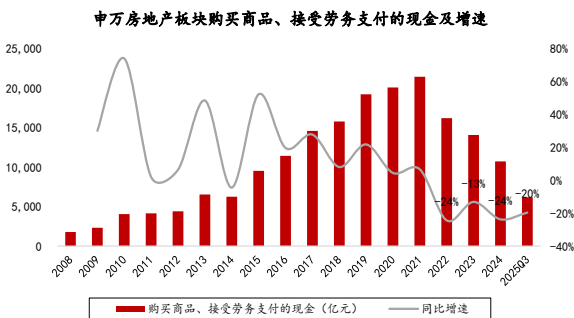
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 25. 2025 年在核心城市土地市场点状复苏的带动下，百强房企拿地强度有所提升



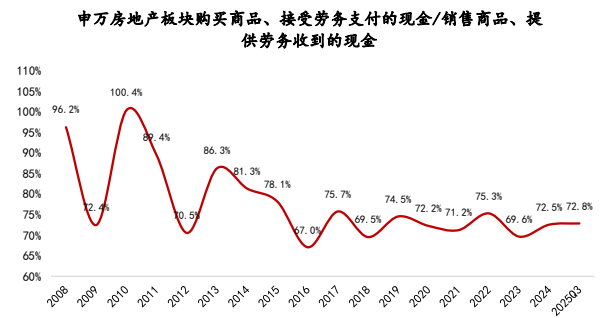
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 26. 自 2022 年以来，申万房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金（土地+施工建安投资支出）持续负增长



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 2025Q3 申万房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金/销售商品、提供劳务收到的现金为 72.8%



资料来源：万得，中银证券

## 1.2.6 停缓工面积占比提升，保交楼压力仍在

停缓工面积占比提升，保交楼压力仍在。从统计局口径数据，我们可以计算出商品住宅停缓工面积。1) 先计算假设在没有项目停缓工的情况下的理论施工面积： $T$  年理论施工面积= $T$  年新开工面积+ ( $T-1$  年施工面积- $T-1$  年竣工面积)。2) 再将理论施工面积与实际施工面积比较，差值即为停缓工面积。 $T$  年停缓工面积= $T$  年理论施工面积- $T$  年施工面积。我们预计，2024 年全国商品住宅停缓工面积预计为 5.8 亿平，体量较 2022 年虽然有所减少，但占施工面积的比重为 11.3%，仍然较高，停缓工现象会导致市场对于保交楼的担忧情绪蔓延，进而影响成交。

图表 28. 2024 年全国商品住宅停缓工面积预计为 5.8 亿平，占施工面积的比重为 11.3%



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

## 1.3 微观视角：结构性分化加剧

### 1.3.1 房价结构性分化：25 年一线城市二手房房价补跌明显，较最高点下降超过 35%；居民看跌房价的预期持续提升

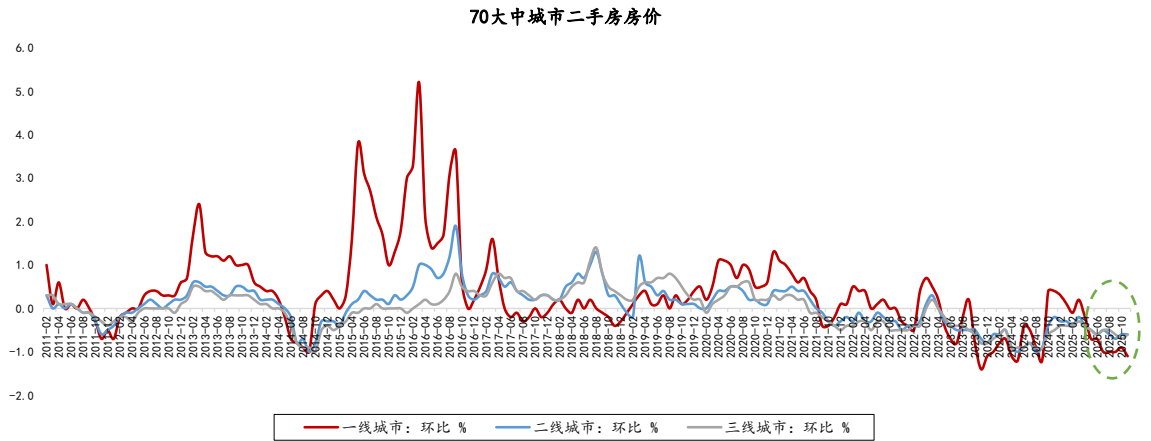
房价也出现了结构性差异，一线城市二手房房价环比跌幅已连续 7 个月大于二、三线城市，市场冷感“由弱向强”的蔓延持续。其中北京 6-11 月环比跌幅均值为 1.1%，8 月是 70 城中跌幅最大的城市。

从中原地产一线城市房价数据来看，上海、广州当前新房房价较 2024 年末上涨；二手房房价和高点相比跌幅都超过 35%，基本回到 2016 年水平。

1) 新房房价：新房房价方面，上海、广州 25 年 11 月新房房价较 24 年末上涨；广州较历史最高点跌幅最小 (-3%)，北京较历史最高点 (24 年 6 月) 下降 18%，“再观望情绪”较浓，上海虽然较最高点也下跌了 13%，但最高点是在 25 年 5 月，深圳房价下跌较为严峻，较最高点下跌 38%。

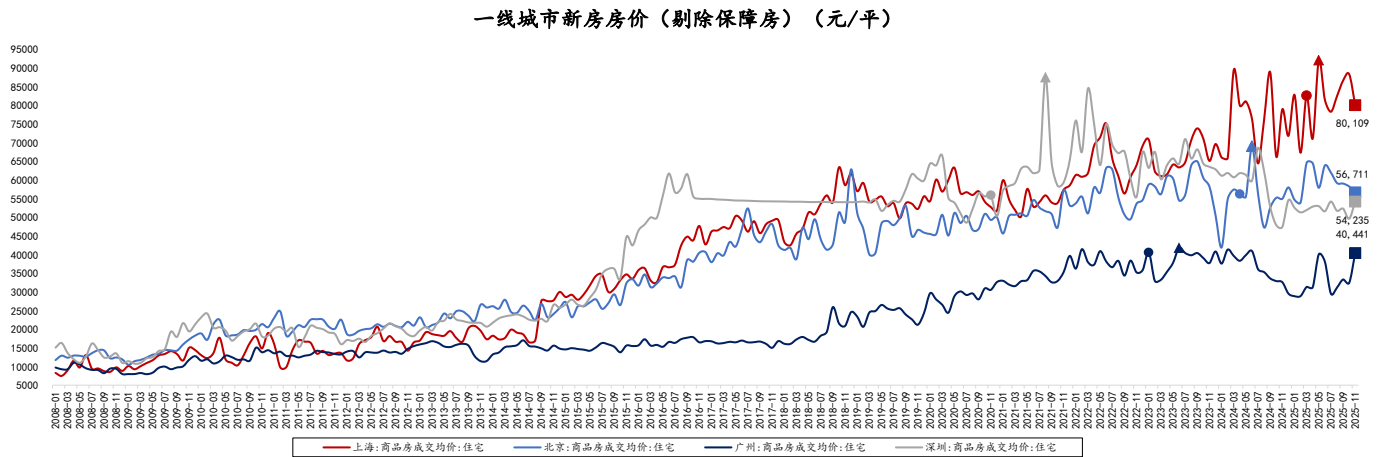
2) 二手房房价：四个一线城市和高点相比跌幅都超过 35%，基本回到 16 年水平。其中，北京跌幅相对最小 (较最高点下跌 37%)，深圳跌幅最大 (较最高点下跌 43%)。

图表 29. 一线城市二手房房价环比跌幅已经连续 7 个月大于二、三线城市



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 30. 上海、广州 2025 年 11 月新房房价较 2024 年末是上涨的，广州较历史最高点仅下跌 3%，北京、上海较历史最高点分别下跌 18%、13%，深圳较历史最高点下跌 38%

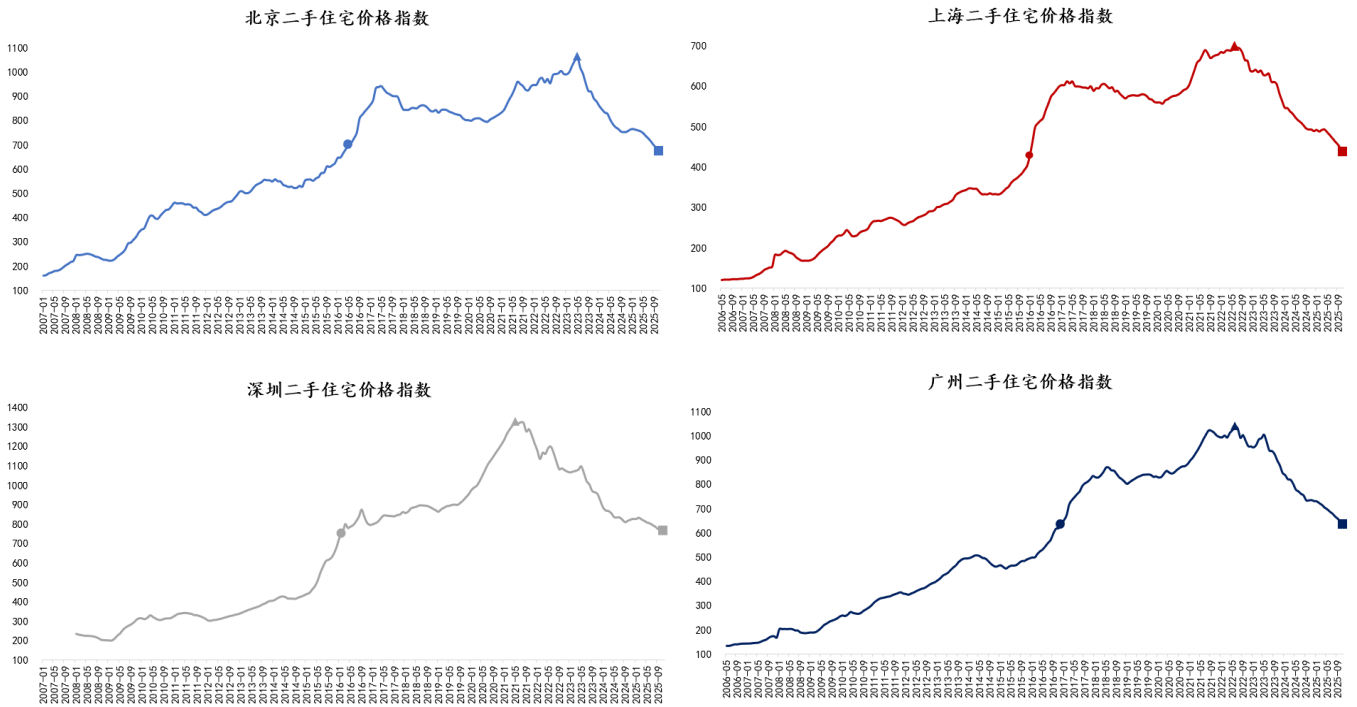


商品住宅成交均价（元/平）	最高位置	当前位置（2025 年 11 月）	2025 年 11 月较 2024 年 12 月变化	累计跌幅（当前房价较历史最高值）	跌回
北京	69078（2024 年 6 月）	56,711	-2.3%	-17.9%	2024 年 4 月
上海	92119（2025 年 5 月）	80,109	11.5%	-13.0%	2025 年 3 月
深圳	87613（2021 年 8 月）	54,235	-0.7%	-38.1%	2020 年 11 月
广州	41857（2023 年 6 月）	40,441	36.7%	-3.4%	2023 年 1 月

资料来源：中原地产，万得，中银证券

备注：方形标注为 2025 年 11 月房价，三角形标注为房价最高点，圆形标注为 2025 年 11 月房价回落至的历史房价水平。

图表 31. 四个一线城市二手房房价和高点相比跌幅都超过 35%，基本回到 2016 年水平



中原二手住宅价格指数 (2004年5月=100)	最高位置	当前位置 (2025年11月)	2025年11月较2024年12月变化	累计跌幅 (当前房价较历史最高值)	跌回
北京	1063 (2023年5月)	672	-11.6%	-36.8%	2016年4月
上海	699 (2022年6月)	436	-10.7%	-37.6%	2016年1月
深圳	1326 (2021年5月)	760	-7.8%	-42.7%	2016年2月
广州	1038 (2022年6月)	632	-13.4%	-39.1%	2016年12月

资料来源：中原地产，万得，中银证券

备注：价格指数基准为2004年5月=100。方形标注为2025年11月房价，三角形标注为房价最高点，圆形标注为2025年11月房价回落至的历史房价水平。

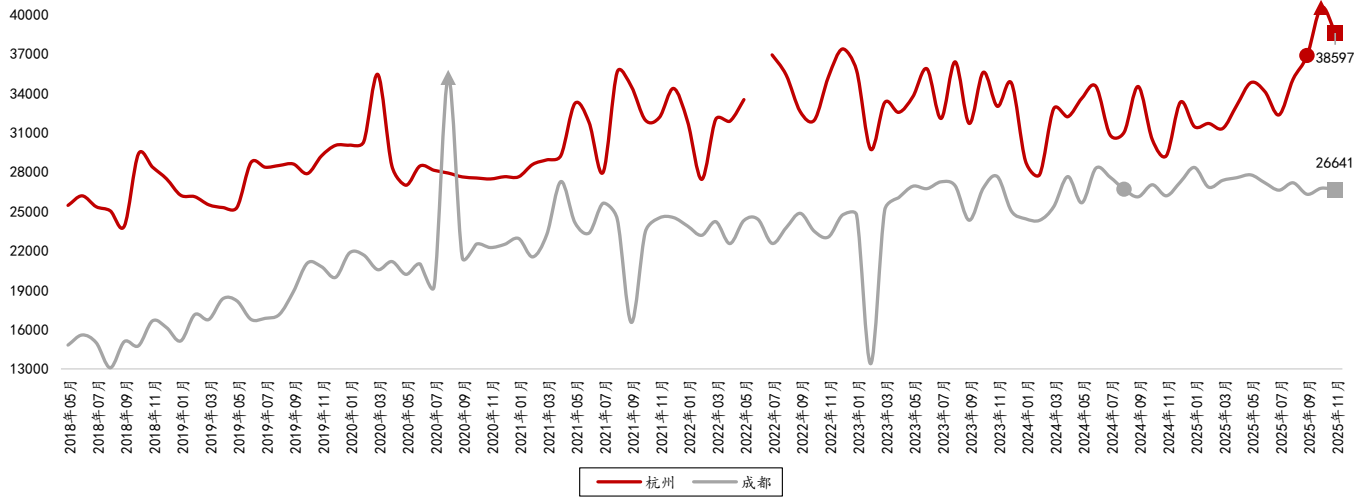
另外两个典型城市：杭州与成都的房价行情则相对独立。

1) 新房房价：杭州新房房价在2025年10月达历史最高水平，11月回落至38597元/平，不过仍较2024年12月增长了16%；成都2025年11月新房房价较最高点（2020年8月）跌幅24%，较2024年12月下降2%。

2) 二手房价：2025年11月杭州二手房房价较最高点（2021年2月）下跌27%，好于一线；成都跌幅更小，较最高点（2022年5月）仅下跌17%，成都二手房房价较最高点的跌幅是小于新房房价的。

图表 32. 杭州新房房价在 2025 年 10 月达历史最高水平，11 月回落至 38597 元/平，不过仍较 2024 年 12 月增长了 16%；成都新房房价较最高点（2020 年 8 月）跌幅 24%，较 2024 年 12 月下降 2%

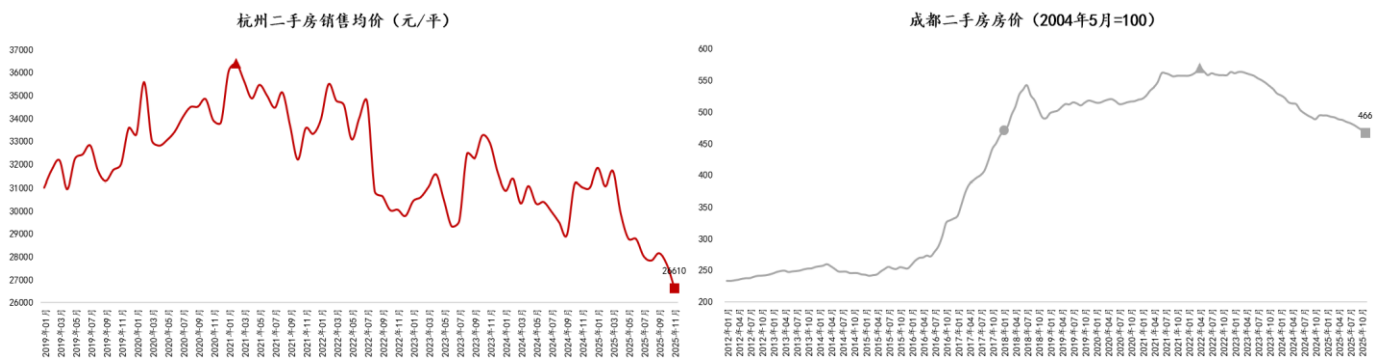
杭州、成都商品住宅销售均价（元/平）



商品住宅成交均价（元/平）	最高位置	当前位置（2025 年 11 月）	2025 年 11 月较 2024 年 12 月变化	累计跌幅（当前房价较历史最高值）	跌回
杭州	40540（2025 年 10 月）	38,597	15.8%	-4.8%	2025 年 9 月
成都	35201（2020 年 8 月）	26,641	-2.2%	-24.3%	2024 年 8 月

资料来源：中原地产，中指院，万得，中银证券  
备注：成都为中原地产数据，杭州为中指院数据。

图表 33. 2025 年 11 月杭州二手房房价较最高点（2021 年 2 月）下跌 27%，好于一线；成都跌幅更小，较最高点（2022 年 5 月）仅下跌 17%

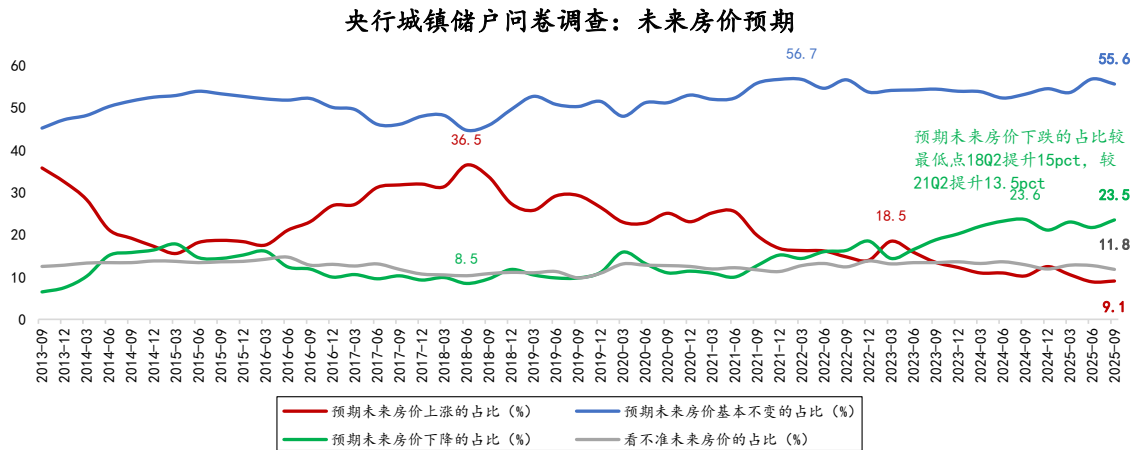


二手房成交均价	最高位置	当前位置（2025 年 11 月）	2025 年 11 月较 2024 年 12 月变化	累计跌幅（当前房价较历史最高值）	跌回
杭州	36379 元/平（2021 年 2 月）	26610 元/平	-14.2%	-26.9%	2019 年以前（2019 年以前数据缺失）
成都 （价格指数基准为 2004 年 5 月=100）	564（2022 年 5 月）	466	-5.7%	-17.4%	2018 年 1 月

资料来源：中原地产，中指院，万得，中银证券  
备注：成都为中原地产数据，价格指数基准为 2004 年 5 月=100。杭州为中指院数据。

同时，居民看跌房价的预期持续提升。根据央行城镇储户问卷调查，2025 年三季度房价看跌占比达到 23.5%，整体呈现上升趋势，较 2021 年前后翻倍，房价看跌人群在购房决策上多持观望态度，也可能会加速抛售手中的二手房。

图表 34. 居民对未来房价预期持续不乐观，2025 年三季度看跌占比达到 23.5%，较 2021 年前后翻倍

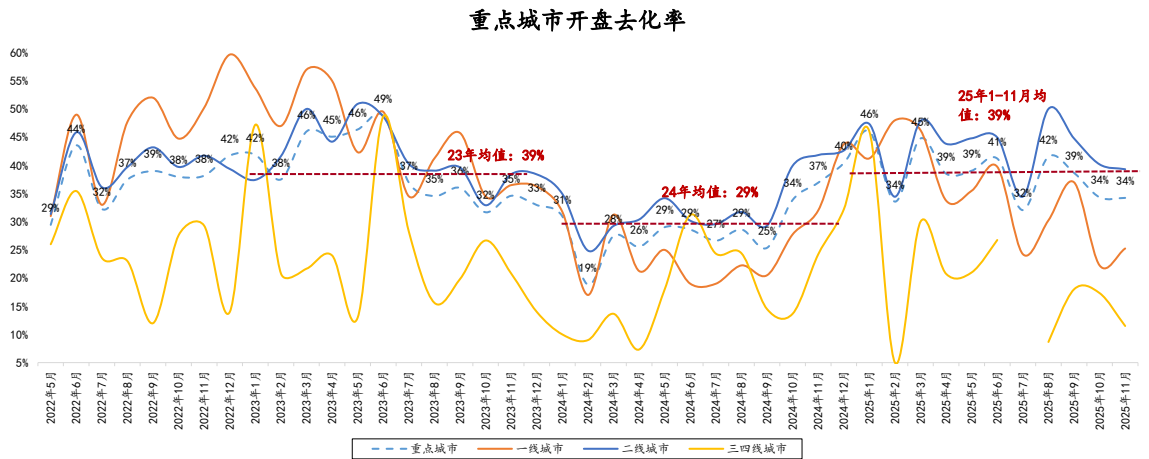


资料来源：央行，万得，中银证券

### 1.3.2 开盘去化率分化：自 25 年开始，一线城市开盘去化率明显下滑，二线稳定，三四线拖累显著，整体好于 24 年全年平均

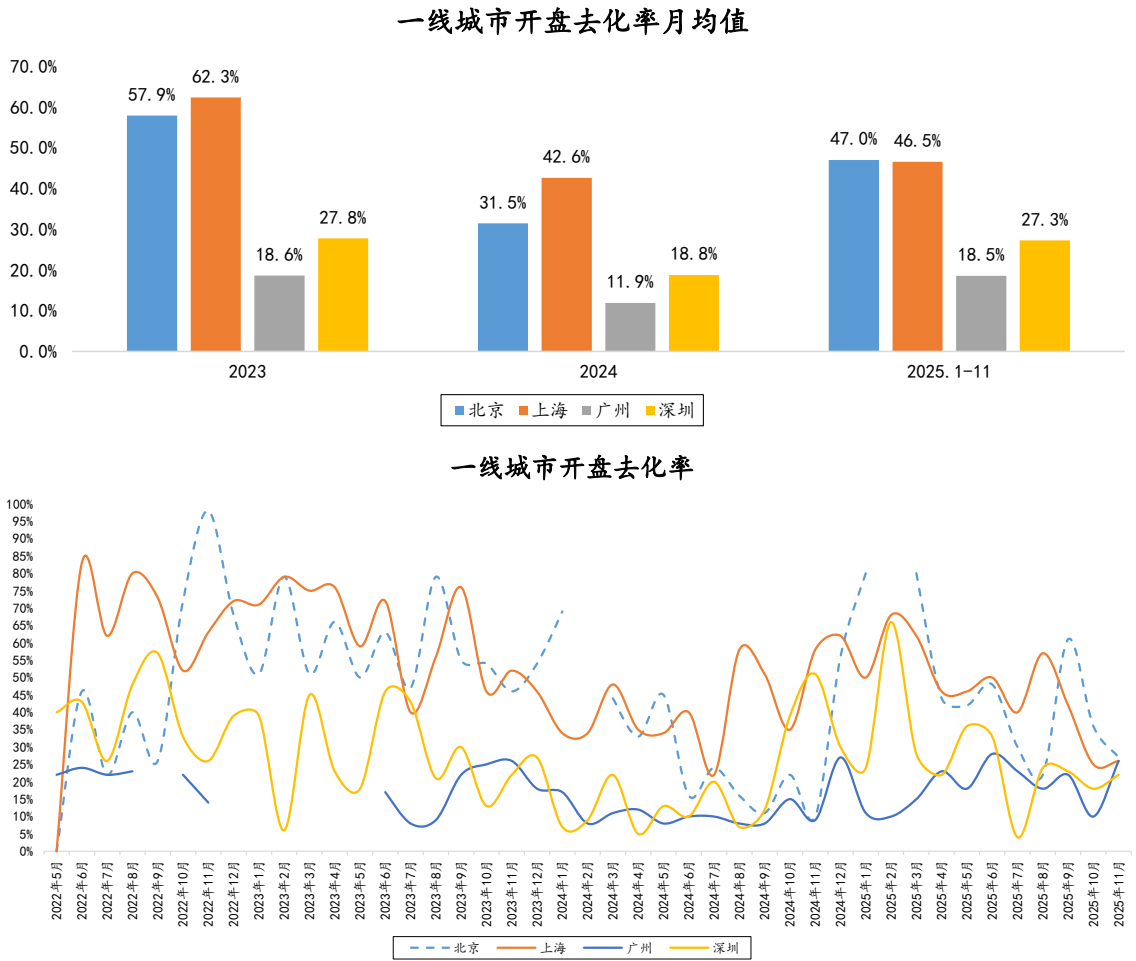
从微观层面看开盘去化率，自 2025 年开始，一线城市开盘去化率明显下滑，二线稳定，三四线拖累显著，整体好于 2024 年全年平均。根据克而瑞，重点城市 2023 年开盘去化率均值为 39%，2024 年降至 29%，2025 年 1-11 月回升至 39%。但是，一线城市开盘去化率从 2025 年一季度的 45% 快速下滑至 11 月的 25%，二线城市从 2025 年一季度的 43% 小幅下滑至 11 月的 39%，三四线城市 2025 年 11 月的去化率仅 12%。具体来看，一线城市中，北京开盘去化率最高，且今年反超上海。

图表 35. 重点城市 2023 年开盘去化率均值为 39%，2024 年降至 29%，2025 年 1-11 月回升至 39%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 36. 一线城市中，北京开盘去化率最高，且今年反超上海

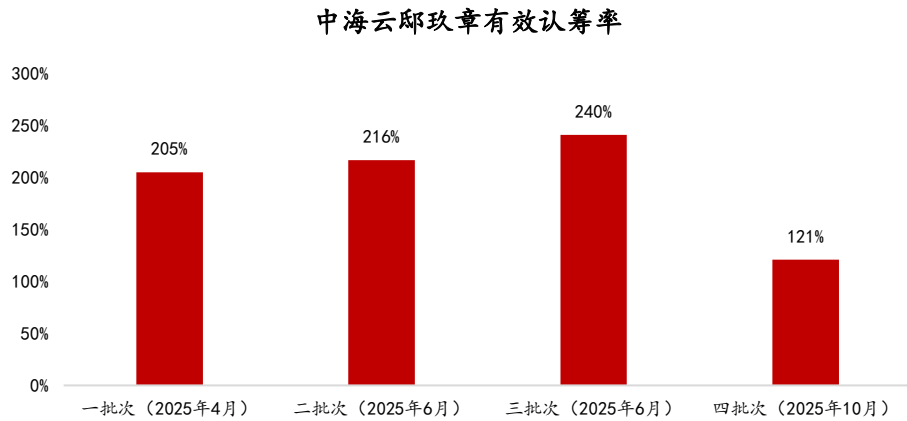


资料来源：克而瑞，中银证券

楼盘表现也明显分化，此前热销的区域开始分化，一部分在向滞销滑落，一部分还在维持热度，但也不如从前。以上海为例，10月上海楼市热度下降，甚至出现极端表现：10月仅有1个楼盘开盘后日光，创下年内新低。10月上海32个新开楼盘中，有效认筹率超过100%的楼盘为7个，占比21.9%。有效认筹率低于50%的有14个，占比43.8%，近5个月新高。

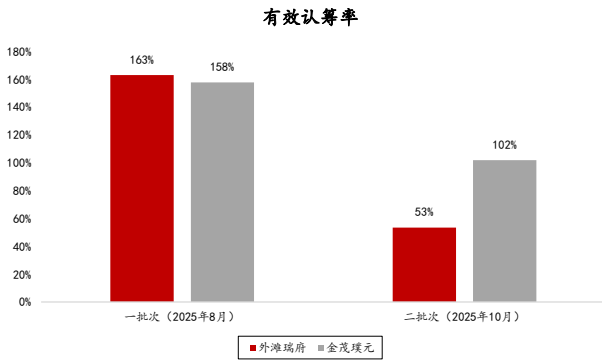
- 1) 顶豪市场：**顶豪市场过去每次开盘基本都能实现日光，但10月位于黄浦区的高福云境以21万每平的备案均价触达房价天花板，最终有效认筹率虽有147.2%，但开盘当日未能完成清盘。
- 2) 市区高端楼盘：**金茂璞元认筹率从8月一批次的157.6%下降至10月二批次的101.8%，外滩瑞府降幅更大，由163%下降到53.4%。10月唯一宣布开盘日光的是位于闵行别墅区的尚园，凭借145.5%的有效认筹率达成售罄，不过要注意的是推盘套数只有44套，截至10月30日网签了27套。
- 3) 认筹率低于50%的项目：**除了原本销售就很困难的远郊楼盘之外，此前比较热门的项目随着推盘次数增加，开始变得不再热门。例如中环置地中心·望云TOD、时代之城、翡云悦府，均属于这种类型，刚开盘时热度尚好，但多次开盘后消耗了大量购房者，后续需求无法跟上，认筹率逐步下降。
- 4) 此外，**上海新房打折促销区域也从远郊区域向市区蔓延，包括普陀、杨浦在内的多个区域项目明牌打折。

图表 37. 上海楼盘（中海云邸）有效认筹率下滑



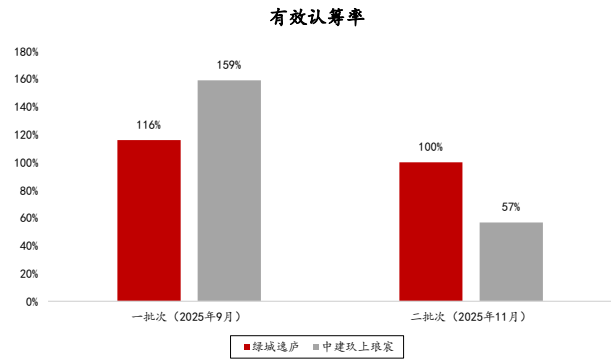
资料来源：乐聚财，中银证券

图表 38. 上海楼盘（外滩瑞府、金茂璞元）有效认筹率下滑



资料来源：乐聚财，中银证券

图表 39. 上海楼盘（绿城逸庐、中建玖上琅宸）有效认筹率下滑

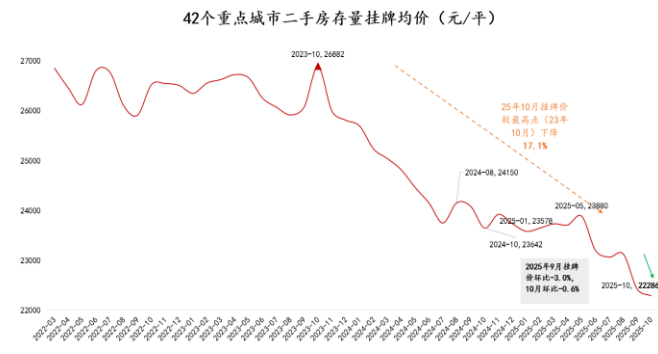


资料来源：乐聚财，中银证券

### 1.3.3 二手房挂牌价格持续下滑，且议价空间明显提升

重点城市二手房挂牌价格持续下滑，且议价空间明显提升。2025年10月42城二手房挂牌价降至22286元/平，较2023年10月高点相比下降了17.1%，2025年9、10月环比分别下降3.0%、0.6%。此外，二手房挂牌价与成交价的价差也走扩，重点35城2025年10月二手房挂牌均价为21202元/平，成交均价为15377元/平，二手房议价空间达到27%，自2023Q2开始明显提升，当前处于2022年8月以来的最高位。议价空间明显提升主要是因为市场供需预期不匹配改变了买卖双方的心理预期，买卖双方之间的价格博弈加剧，此外，中介压降也是因素之一。

图表 40. 2025 年 10 月 42 城二手房挂牌价降至 22286 元/平，较 2023 年 10 月高点相比下降了 17.1%

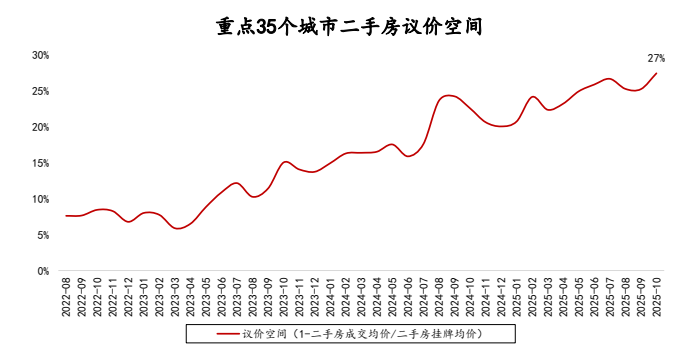


资料来源：中指院，中银证券

数据说明：

- 1) 样本城市 (合计 42 个)：一线城市 (4 个)：北京、上海、深圳、广州；二线城市 (24 个)：杭州、成都、天津、西安、重庆、长沙、武汉、厦门、南京、石家庄、太原、沈阳、大连、哈尔滨、郑州、苏州、宁波、福州、合肥、南昌、济南、青岛、南宁、贵阳；三四线城市 (14 个)：无锡、温州、东莞、佛山、珠海、保定、廊坊、徐州、常州、烟台、六安、盐城、宜昌、宝鸡。
- 2) 2023 年以前个别部分城市存在数据缺失，但整体趋势基本符合市场情况。

图表 41. 2025 年 10 月重点 35 城二手房议价空间达到 27%，处于 2022 年 8 月以来的最高位



资料来源：中指院，中银证券

数据说明：1) 二手房议价空间=1-二手房成交均价/二手房挂牌均价。

- 2) 样本城市 (合计 35 个)：一线城市 (4 个)：北京、上海、深圳、广州；二线城市 (23 个)：杭州、成都、天津、西安、重庆、长沙、武汉、厦门、南京、石家庄、沈阳、大连、哈尔滨、郑州、苏州、宁波、福州、合肥、南昌、济南、青岛、南宁、贵阳；三四线城市 (8 个)：无锡、温州、东莞、佛山、珠海、徐州、常州、烟台。
- 3) 2024 年 8 月个别部分城市存在数据缺失，但整体趋势基本符合市场情况。

### 1.3.4 二手房市场流动性分化：一线城市因置换链条时间拉长，流动性压力凸显；低能级城市因需求不足流动性较弱

二手房市场整体流动性较弱，一线城市压力凸显。2025 年 11 月二手房市场整体去化压力仍存，流动性放缓态势未改，一线城市压力更大。根据 58 安居客研究院，11 月百城二手房平均挂牌时长长达 94.7 天，同比增长 6.4%。城市能级分化显著，挂牌时长呈现“一线城市>三四线城市>二线城市”的格局。一线城市挂牌时长突破 107 天，因置换链条时间拉长，流动性压力凸显；低能级城市因需求不足流动性较弱。在市场低迷的背景下，中介为了促进成交或出现压价行为，导致二手房房价加速下行。

图表 42. 11 月百城二手房平均挂牌时长达 94.7 天，同比增长 6.4%。城市能级分化显著，挂牌时长呈现“一线城市>三四线城市>新一线城市>二线城市”的格局

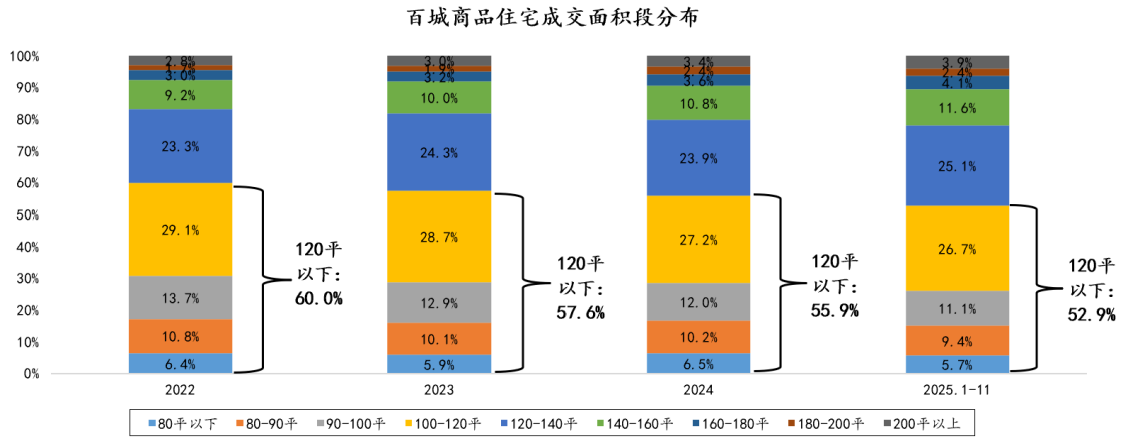
	平均挂牌时长 (天)	环比	同比
百城	94.7	-0.15%	6.35%
一线城市	107.2	0.10%	8.28%
新一线城市	89.8	-1.30%	5.12%
二线城市	89.2	1.36%	5.00%
三四线城市	98.3	-0.43%	7.25%

资料来源：58 安居客研究院，中银证券

### 1.3.5 产品需求分化：需求结构从“刚需”转为“改善”，考虑因素变复杂，决策时间拉长

需求结构从“刚需”转为“改善”，考虑因素变复杂，决策时间拉长。对于购房人来说，当前的住房需求逐步转化为“改善”主导，全国新房成交结构趋向大面积产品，以 120 平为分界线，2025 年 1-11 月更大面积段产品成交占比较 2024 年均提升，120 平以上的产品占比已经接近一半 (47%)，其中 120-140 平产品增幅最高，较 2024 年全年占比提升 1.2 个百分点，120 平以下个面积段产品占比均不及 2024 年。相比刚需，改善型需求“可买可不买”的特征突出，购房决策更容易受到收入预期和市场前景判断的影响。

图表 43. 2025 年 1-11 月 120 平以上各个面积段产品的市场份额较 2024 年均提升，120-140 平产品增幅最高，较 2024 年全年提升 1.2 个百分点



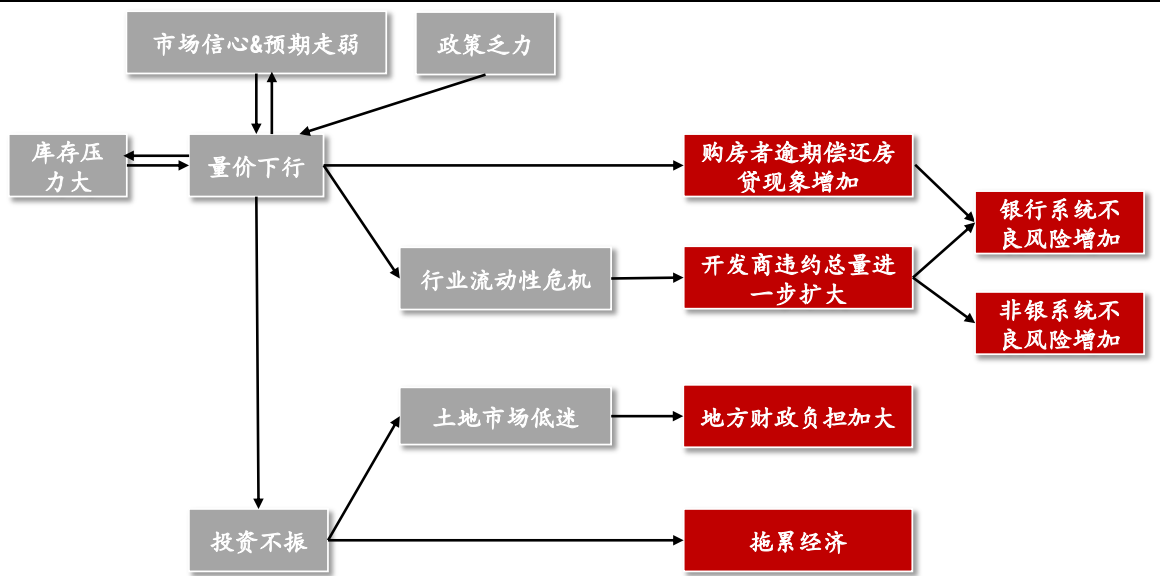
资料来源：克而瑞，中银证券

## 2 仍需关注及防范市场进一步失速下行带来的风险

我们认为，仍需关注及防范市场进一步失速下行带来的风险。围绕着市场量价下行，首先市场信心与预期会再度走弱，且两者呈循环关系，其次库存压力也将增大，两者也是循环关系；政策乏力也会持续导致量价下行。

- 1) 从 C 端来看，若房价持续下跌，叠加月供压力增大，购房者逾期偿还房贷的风险可能进一步增加。
- 2) 从 B 端来看，行业整体流动性危机产生，开发商违约量可能进一步扩大，对银行及非银系统的不良风险增加。
- 3) 从 G 端来看，房地产投资不振可能继续拖累经济，同时土地出让金进一步下滑，地方财政负担加剧。

图表 44. 若市场量价持续下行可能导致 C 端、B 端、G 端的风险增加

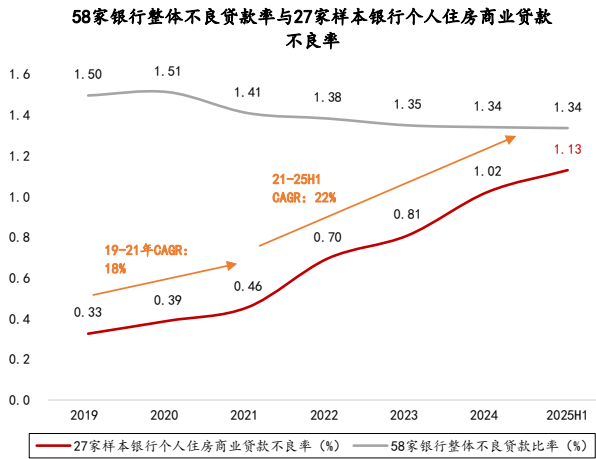


资料来源：中银证券

### 2.1 对于居民来说，尽管目前个人按揭贷款不良率风险可控，但提升速度较快，收入、就业、房价三大问题可能会使逾期偿还贷款风险增加

对于居民来说，尽管目前个人按揭贷款不良率风险可控，但提升速度较快，收入、就业、房价三大问题可能会使逾期偿还贷款风险增加。从个人住房商业贷款来看，截至 2025 年 6 月末，27 家样本银行个人住房商业贷款不良率提升至 1.13%，同比提升 0.22 个百分点，是 2019 年的 3.5 倍。尽管绝对值仍低于其他类型的个人贷款不良率以及企业贷款不良率，但上升速度较快。个人住房商业贷款不良率提升速度较快，逾期偿还贷款风险增加，主要原因在于房价持续下行，叠加居民收入与就业不稳定导致月供压力较大。根据我们的测算，若一户家庭仅使用商贷，那么当前商贷部分月供/家庭月收入的比重约为 36%；若考虑一户家庭使用组合贷款的情况，那么月供占家庭月收入的比重为 50%（测算过程见附录）。需要注意的是，此处月供计算是根据使用贷款的家庭平均贷款规模计算的，月收入是根据城镇居民人均可支配收入乘以家庭人口数计算得到的，我们认为，实际使用房贷的家庭收入或更高，实际月供/月收入的比重或低于我们计算得到的数值。我们的测算仅从总量角度出发，个体可能存在差异。

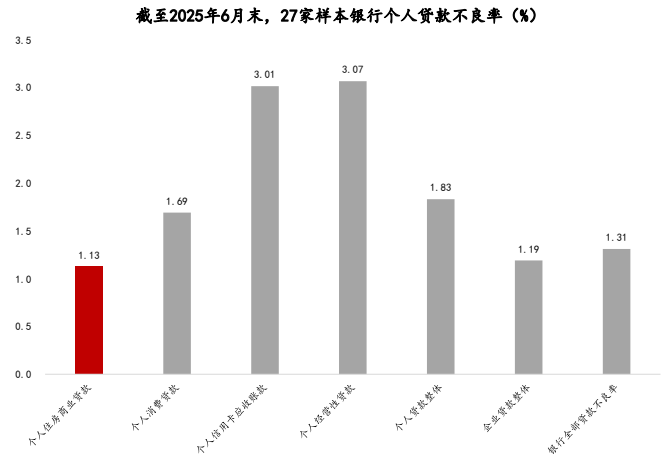
图表 45. 27 家样本银行个人住房商业贷款不良率提升至 1.13%，是 2019 年的 3.5 倍



资料来源：万得，公司公告，中银证券

备注：部分银行个别年份的个人住房不良贷款余额数据缺失：兰州银行 19-21 年、宁波银行 19-23 年、中国银行 19-23 年、东莞农商银行 19-20 年。其中中国银行 24 年、25H1 个人住房贷款不良贷款余额分别为 251、303 亿元，占 27 家样本银行余额比重为 12%、13%。剔除中国银行后，26 家样本银行 24、25H1 个人住房贷款不良率分别为 1.04%、1.14%。

图表 46. 个人住房商业贷款不良率低于其他类型的个人贷款不良率以及企业贷款不良率



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 47. 根据我们的测算，若一户家庭仅使用商贷，那么当前商贷部分月供/家庭月收入的比重约为 36%；若考虑一户家庭使用组合贷款的情况，那么月供占家庭月收入的比重为 50%



资料来源：央行，国家统计局，万得，中银证券

备注：测算过程见附录。

我们预计，全国个人按揭贷款（个人住房商业贷款+公积金贷款）不良余额约为 4300 亿元，不良率约为 0.9%。

1) 个人住房商业贷款：根据我们的测算，当前全国个人住房商业贷款不良余额约 4262 亿元。

2) 个人住房公积金贷款：截至 2024 年末，全国个人住房公积金贷款逾期金额为 19.53 亿元，同比增长 5%，逾期率为 0.024%，同比持平。2024 年的逾期率较 2014 年翻倍，但逾期高峰是在 2020 年，与疫情有关，目前已经有所缓解。截至 2024 年末，全国个人住房公积金贷款不良贷款余额为 40.94 亿元，不良率（个人住房公积金贷款不良余额/个人住房公积金贷款余额）为 0.05%（首次披露）。

数据说明：虽然住建部未对不良贷款口径做出解释，但根据我国央行 1996 年发布的《贷款通则》中的规定，不良贷款系指呆帐贷款、呆滞贷款、逾期贷款。a) 呆帐贷款，系指按财政部有关规定列为呆帐的贷款。b) 呆滞贷款，系指按财政部有关规定，逾期（含展期后到期）超过规定年限以上仍未归还的贷款，或虽未逾期或逾期不满规定年限但生产经营已终止、项目已停建的贷款（不含呆帐贷款）。c) 逾期贷款，系指借款合同约定到期（含展期后到期）未归还的贷款（不含呆滞贷款和呆帐贷款）。因此，我们认为，不良贷款余额和逾期金额的差距在于呆帐贷款、呆滞贷款。

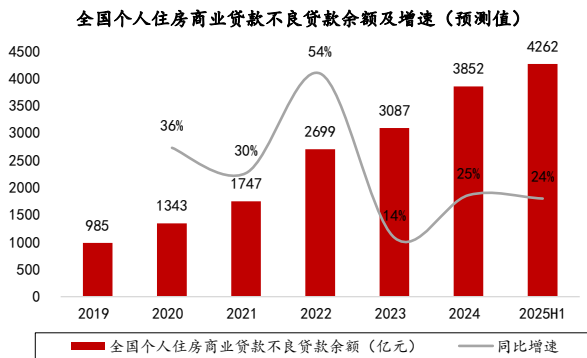
以下为测算过程：

1) **全国个人住房商业贷款不良贷款余额测算：**由于 2019 年以来 27 家样本银行个人住房商业贷款余额占全国个人住房商业贷款余额的比重在 82%-84% 之间，基本能反映全国市场情况，因此我们通过各时间点 27 家样本银行的个人住房商业贷款不良贷款率\*全国个人住房商业贷款余额来推算全国个人住房商业贷款不良贷款规模。根据我们的测算，截至 2025 年 6 月末，全国个人住房商业贷款不良贷款余额预计为 4262 亿元，同比增长 24%。

2) **全国个人住房公积金贷款不良贷款余额：**根据住建部披露，截至 2024 年末，全国个人住房公积金贷款不良贷款余额 41 亿元，不良率 0.05%。

3) 我们加总商业、公积金贷款不良贷款余额得到全国个人按揭贷款不良贷款余额。根据我们的测算，全国个人按揭贷款不良贷款余额（个人住房商业贷款+公积金贷款）预计达 4300 亿元，整体不良率在 0.9%。

图表 48. 根据我们的测算，截至 2025 年 6 月末，全国个人住房商业贷款不良贷款余额预计为 4262 亿元，同比增长 24%



资料来源：万得，公司公告，央行，住建部，中银证券

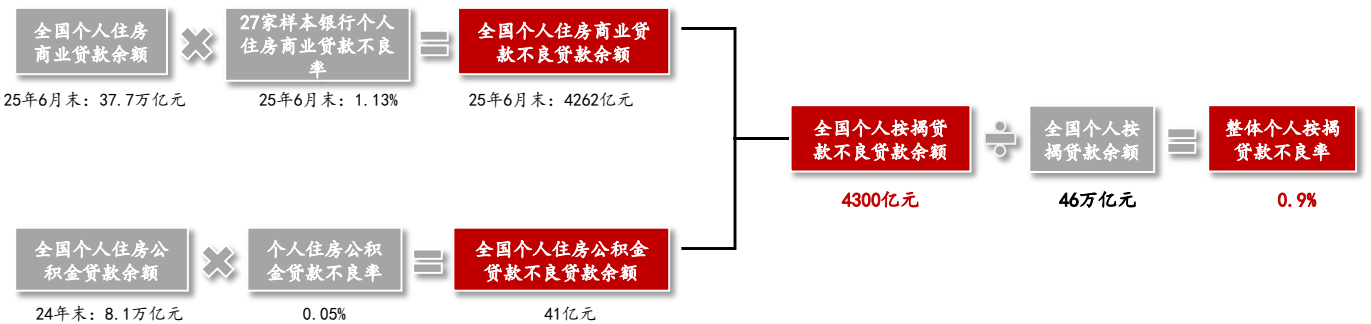
图表 49. 截至 2024 年末，全国个人住房公积金贷款逾期金额为 19.53 亿元，同比增长 5%，逾期率为 0.024%，同比持平



资料来源：住建部，中银证券

备注：个人住房公积金贷款逾期金额这一数值 14-23 年为《全国住房公积金年度报告》直接披露，24 年为我们根据各省份住房公积金年度报告披露的逾期金额加总得到。

图表 50. 我们预计，全国个人按揭贷款（商贷+公积金贷款）不良余额约为 4300 亿元，不良率约为 0.9%



资料来源：万得，公司公告，央行，住建部，中银证券

我们预计，全国范围内逾期偿还的个人住房商业贷款借款人约 56.1 万户，占比 1.1%；个人住房公积金贷款借款人约 1.3 万户，占比 0.1%。

1) **全国逾期偿还的个人住房商业贷款的借款户数预测：**根据上文我们的相关测算，截至 2025 年 6 月末，全国个人住房商业贷款不良贷款余额约 4262 亿元。

2024 年 9 月 24 日在国新办金融支持经济高质量发展有关情况新闻发布会上，央行行长潘功胜提及“下调存量房贷利率政策预计将惠及 5000 万户家庭、1.5 亿人口”。这意味着我国背负商业性房贷的家庭户数至少在 5000 万户，根据 38 万亿元的全国余额计算得到，我国背负个人住房商业贷款的家庭平均每户房贷余额约为 76 万元。

因此我们进一步推测，截至 2025 年 6 月末，预计全国逾期偿还的个人住房商业贷款的借款户数约为 56.1 万户，仅占全国 5000 万个人住房商业贷款家庭的 1.1%，属于局部压力。

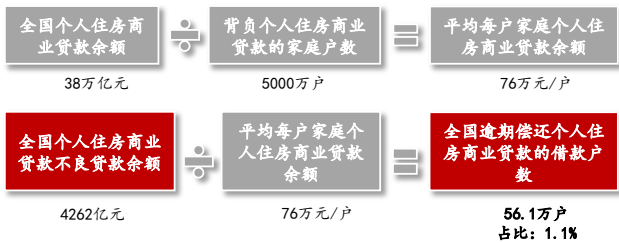
2) 全国逾期偿还的个人住房公积金贷款的借款户数预测：截至 2024 年末，全国个人住房公积金贷款不良贷款余额约 41 亿元。

根据住建部发布的《全国住房公积金 2024 年年度报告》，截至 2024 年末，存量个人住房公积金贷款余额 8.1 万亿元，存量个人住房公积金贷款数量 2484 万笔，可以计算得到平均每笔个人住房公积金贷款余额为 32.5 万元。

因此我们进一步推测，截至 2024 年末，预计全国逾期偿还的个人住房公积金贷款的借款户数约为 1.3 万户，仅占全国 2484 万个人住房公积金贷款家庭的 0.1%。

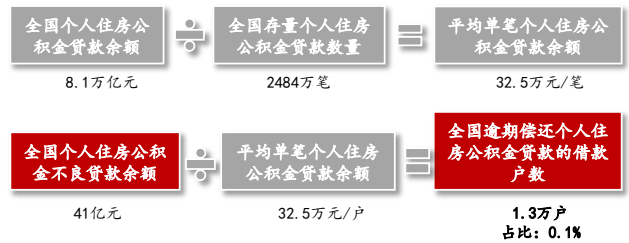
注：由于商贷与公积金贷款借款人有重叠，因此在考虑逾期户数时，不能简单相加，只能分开测算。

图表 51. 截至 2025 年 6 月末，我们预计全国逾期偿还的个人住房商业贷款的借款户数约为 56.1 万户，仅占全国 5000 万个人住房商业贷款家庭的 1.1%



资料来源：万得，公司公告，央行，住建部，中银证券

图表 52. 截至 2024 年末，我们预计全国逾期偿还的个人住房公积金贷款的借款户数约为 1.3 万户，仅占全国 2484 万个人住房公积金家庭的 0.1%

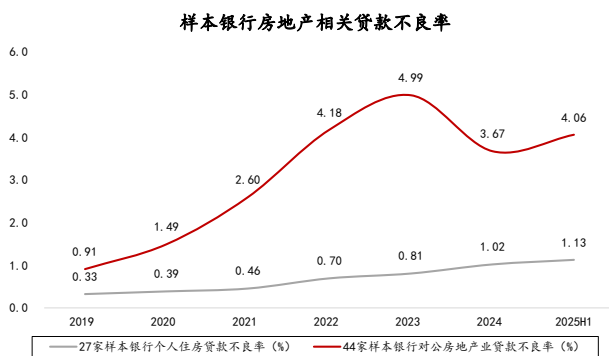


资料来源：住建部，中银证券

## 2.2 对于企业来说，尽管房企都在努力化债，但目前资金压力并未缓解；市场的持续下滑可能会带来进一步的违约风险，导致银行及上下游供应商的不良问题增加

我们预计，全国房地产企业的不良贷款余额约 5608 亿元。从银行对公贷款来看，截至 2025 年 6 月末，44 家样本银行的房地产行业（对公贷款）不良贷款率为 4.06%，较 2024 年末提升了 0.4 个百分点，是 2019 年的 4.5 倍。由于 2021 年以来 44 家样本银行房地产业贷款余额占全国房地产开发贷款余额的比重在 66%-67% 左右，我们通过各时间点 44 家样本银行的房地产业不良贷款率\*全国房地产开发贷款余额来推算全国房地产开发贷款不良贷款规模。根据我们的测算，截至 2025 年 6 月末，全国房地产开发贷款不良贷款余额预计为 5608 元，较 2024 年末增长 13%。

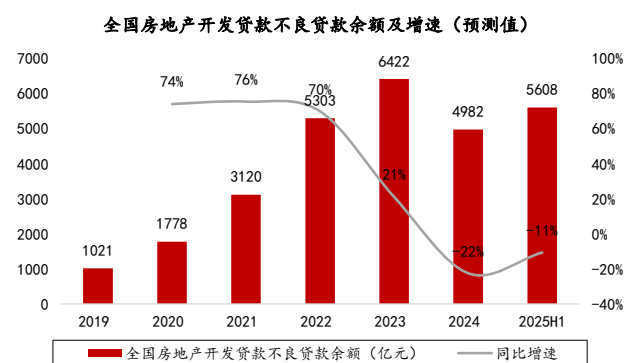
图表 53. 截至 2025 年 6 月末，44 家样本银行的房地产行业（对公贷款）不良贷款率为 4.06%，较 2024 年末提升了 0.4 个百分点



资料来源：万得，公司公告，中银证券

数据说明：部分银行个别年份的对公房地产业不良贷款余额数据缺失：兰州银行 19-22 年、泸州银行 19 年、中国银行 19-20 年、东莞农商银行 19-24H1、青岛银行 19-21 年、江苏银行 19-20 年、长沙银行 19-23 年&24H1、沪农银行 19-20 年、威海银行 19-22 年。

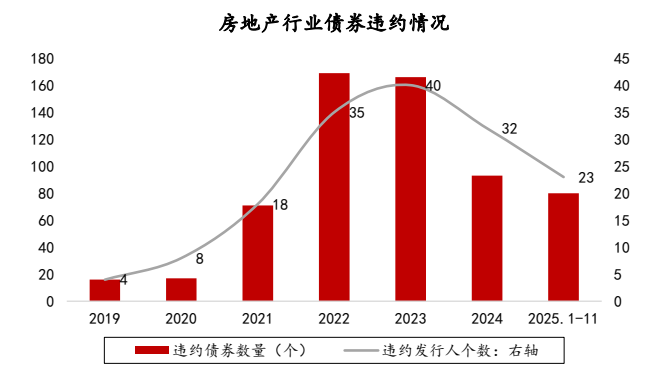
图表 54. 根据我们的测算，截至 2025 年 6 月末，全国房地产开发贷款不良贷款余额预计为 5608 元，较 2024 年末增长 13%



资料来源：万得，公司公告，央行，中银证券

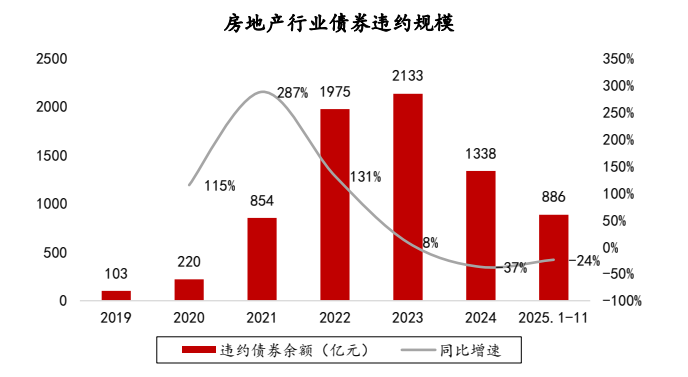
房企债券违约余额持续减少，对整体市场影响有限。主要是因为近年来房企发行规模持续减少，到期压力缓释，违约风险随之下降。2024 年以来房地产行业债券违约数量减少，2025 年 1-11 月房地产行业国内债券违约 80 只，违约债券余额 886 亿元，同比下降 24%。其中 71 只债券展期，涉及余额 796 亿元。尽管近期万科债券展期引发了市场的关注，但由于前期市场对此已有预期，实际影响小于舆情影响。

图表 55. 2024 年以来房地产行业债券违约数量减少，2025 年 1-11 月债券违约 80 只



资料来源：万得，中银证券

图表 56. 2025 年 1-11 月房地产行业违约债券余额 886 亿元，同比下降 24%

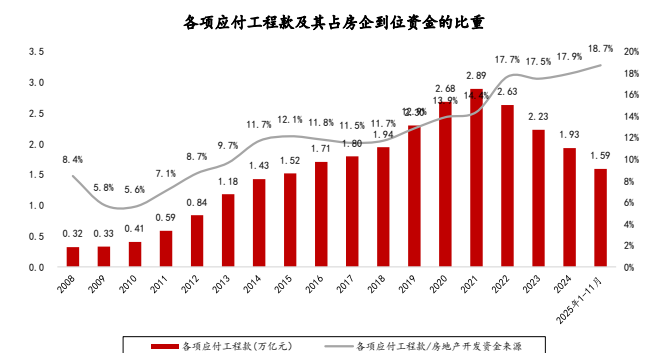


资料来源：万得，中银证券

房地产行业的供应链融资杠杆较高，潜在风险大。房地产行业各类应付工程款占比仍然呈现上升趋势，2025 年 1-11 月达 18.7%。截至 2025 年 6 月末，上市房企供应链融资规模达到 2.66 万亿，对上下游占款仍然较多。我们以（应付票据及应付账款-应收票据及应收账款）/所有者权益作为供应链融资杠杆的衡量指标，该指标从 2010-2021 年整体处于快速上升阶段，主要是因为这个阶段的房地产投资大幅增长，供应商垫资增加，2022 年开始房企的外部融资受限和销售市场走弱，导致资金链压力陡增，房企不得不更多的拖延工程款或借供应商的融资渠道，2024 年达到 58.6% 的历史最高峰，截至 2025 年 6 月小幅改善至 56.0%，但潜在风险仍然较大。

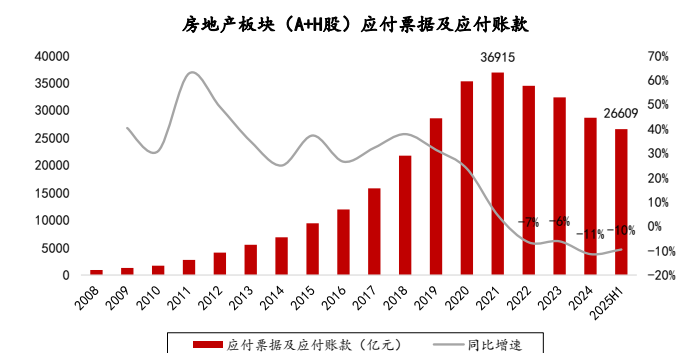
同时，房地产行业的商票逾期依旧是各行业中最多的。截至 2025 年 5 月末，票据持续逾期企业（6 个月内发生 3 次以上承兑人逾期的承兑人数量）有 5455 家。其中房地产行业的持续逾期企业数量依旧是最多的，约占总数的一半。而排名第二和第三的行业是批发零售业和建筑业，占比分别为 11.4%、9.9%。

图表 57. 房地产行业各类应付工程款占比仍然呈现上升趋势，2025 年 1-11 月达 18.7%



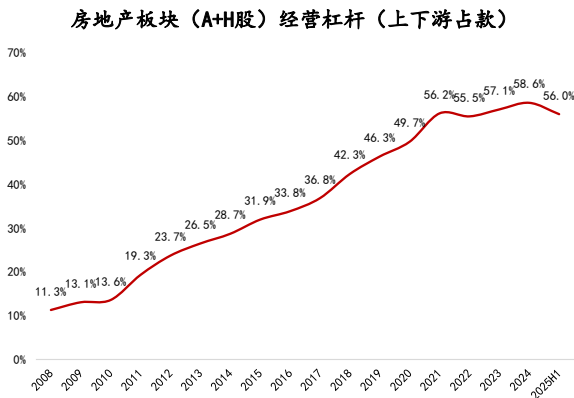
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 58. 截至 2025 年 6 月末，上市房企供应链融资规模达到 2.66 万亿，对上下游占款多



资料来源：万得，中银证券

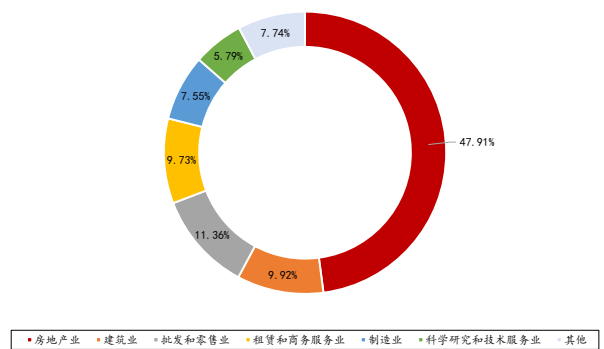
图表 59. 供应链融资杠杆从 2010-2021 年整体处于快速上升阶段，2024 年达到 58.6% 的历史最高峰



资料来源：万得，中银证券

图表 60. 房地产行业的商票持续逾期企业数量是全行业中最多，约占总数的一半

截至 2025 年 5 月末持续逾期名单行业分布



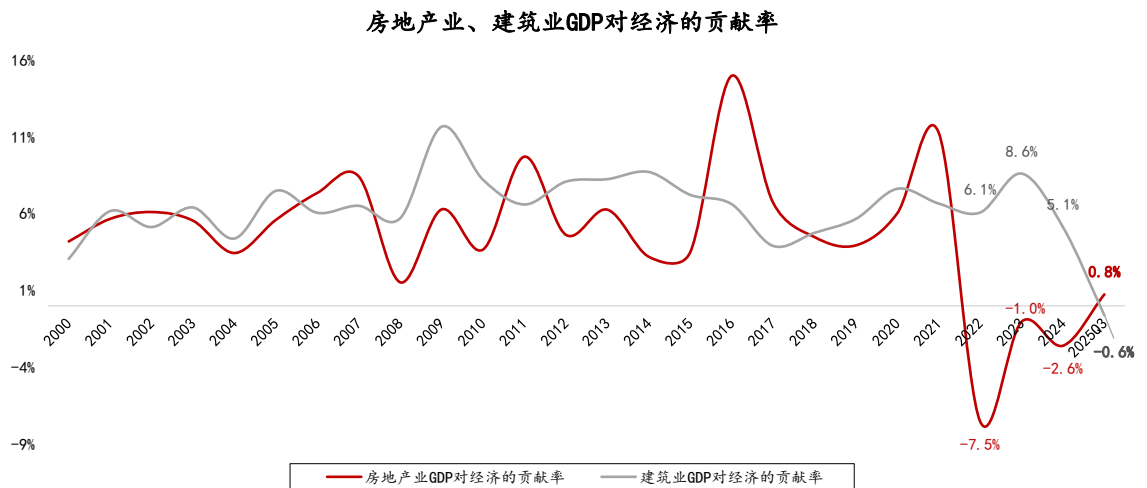
资料来源：普兰数据，上海票交所，中银证券

## 2.3 对于政府来说，市场进一步下行将导致地产投资继续不振，持续拖累经济，地方财政负担加大

### 2.3.1 地产和建筑业继续拖累经济

**地产和建筑业继续拖累经济。**2024 年房地产业 GDP 对经济的贡献率为 -2.6%，2022 年以来，房地产业对 GDP 持续负贡献。2025 年前三季度房地产业、建筑业 GDP 对经济的贡献率分别为 0.8%、-0.6%，虽然房地产业 GDP 对经济的贡献度回正，但主要因为上半年市场转好所致，第三季度单季房地产业 GDP 同比增速已经转负，我们预计全年房地产业 GDP 对经济仍将是负贡献的。与房地产密切相关的建筑业 GDP 在 2025 年前三季度对经济也出现了负贡献的情况。若市场持续下行，地产投资或将持续低迷，且地产投资的修复通常晚于市场量价的修复。

图表 61. 2025 年前三季度房地产业、建筑业 GDP 对经济的贡献率分别为 0.8%、-0.6%



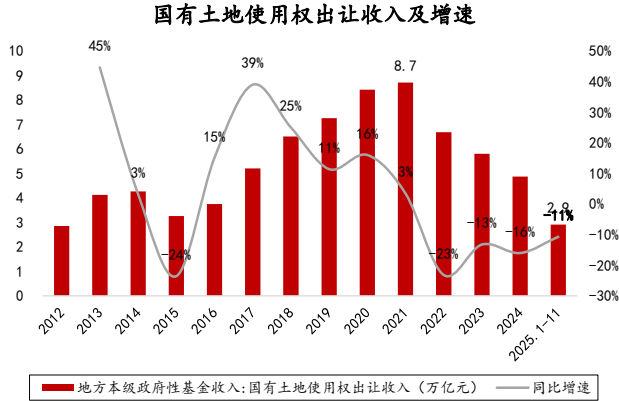
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

### 2.3.2 土地出让金进一步下滑，地方财政负担加大

**国有土地出让收入持续双位数负增长，地方财政收入减少。**2024 年国有土地出让金收入为 4.9 万亿元，同比下降 16%，2025 年 1-11 月 2.9 万亿元，同比下降 11%，我们预计全年也将负增长。销售持续低迷的影响下，房企拿地意愿仍然较弱，2022-2025 年国有土地出让收入已经连续四年负增长，我们预计 2025 年全年的国有土地出让收入将不及 2021 年高峰时期的一半。地方财政承压，2024 年地方政府性基金收支缺口高达 3.9 万亿元，2025 年 1-11 月缺口已经高达 4.7 万亿元，或将创下历史新高。国有土地出让金收入的锐减对地方政府产生了较大的财政压力。

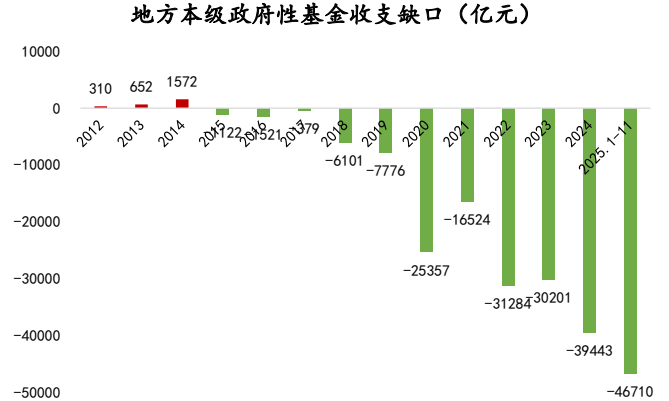
此外，土地出让金的减少意味着地方债务偿付压力也增大。地方政府通过发行债券或通过融资平台筹集资金用于基础设施建设等项目，这些债务的偿付通常依赖于土地出让金。开发商拿地减少，土地出让金下滑，使得地方政府的偿债能力下降，债务风险上升。部分地方融资平台（城投公司）的债务违约风险增加，进一步影响地方新发债的信用。

图表 62. 2024 年国有土地出让金收入 4.9 万亿元，同比下降 16%，2025 年 1-11 月 2.9 万亿元，同比下降 11%



资料来源：财政部，万得，中银证券

图表 63. 2024 年地方政府性基金收支缺口高达 3.9 万亿元，2025 年 1-11 月缺口已经高达 4.7 万亿元



资料来源：财政部，万得，中银证券

备注：政府性基金支出是政府用筹集的政府性基金收入安排的支出，主要包括交通基础设施建设支出、水利建设支出、城市维护建设支出等。

## 3 地产政策还有哪些空间？

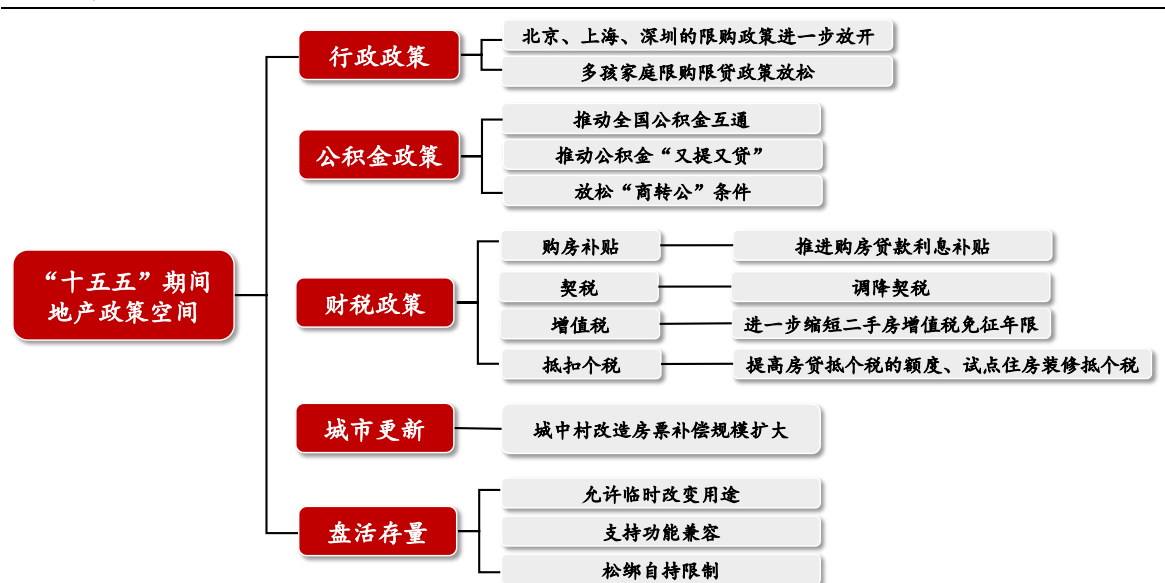
我们认为，前文中提及的房地产行业基本面惯性下滑以及风险蔓延，可能会倒逼政策尽快出台。从2025年末的“十五五”规划建议到中央经济工作会议，均为未来房地产行业的发展指明了方向。中央经济工作会议在积极稳妥化解重点领域风险中提到“着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。深化住房公积金制度改革，有序推动‘好房子’建设。加快构建房地产发展新模式”。“十五五”规划建议也提及了“清理住房等消费不合理限制性措施”、“大力实施城市更新”、“盘活用好低效用地、闲置房产”三大措施方向。

我们认为，未来政策空间将聚焦“行政政策、公积金政策、财税政策、城市更新、盘活存量”五大方向进一步优化。我们认为，目前财政政策的发力更为重要。

- 1) 行政政策：北京、上海、深圳的限购政策进一步放开；多孩家庭限购限贷政策放松。
- 2) 公积金政策：推动全国公积金互通；推进公积金“又提又贷”；放松“商转公”条件。
- 3) 财税政策：推进购房贷款利息补贴；调降契税；进一步缩短二手房增值税免征年限；提高房贷抵个税的额度、试点住房装修抵个税等。
- 4) 城市更新：城中村改造房票补偿规模扩大。
- 5) 盘活存量：允许临时改变用途；支持功能兼容；松绑自持限制。

在政策出台的时点上，我们预计，2026年一季度末的可能性较大，届时房地产行业将面临新的机遇。本章节，我们将以上五大政策方向逐条分开讨论。

图表 64. 未来政策空间将聚焦“行政政策、公积金政策、财税政策、城市更新、盘活存量”五大方向进一步优化



资料来源：中银证券

### 3.1 行政政策：限购限贷进一步放松，逐步清除不合理的限制性政策

#### 3.1.1 北京、上海、深圳的限购政策进一步放开

2022 年以来，楼市限购松绑潮不断升级，从三四线城市全面放开，到核心二线城市取消限制，再到北上深等一线城市优化分区限购政策，当下限购政策环境已处于历史较为宽松阶段。

限购政策始于 2010 年 4 月，北京率先出台“限购令”，随后上海，广州，深圳相继跟进，形成了覆盖全国主要城市的限购体系。这一政策在特定历史时期有效遏制了房价过快上涨，稳定了市场预期。2014 年楼市遇冷，曾出现过限购松绑的情形，2014 年 6 月 26 日呼和浩特第一个发文取消限购，全国 46 个城市陆续加入到限购松绑或取消的队列中，直到 2015 年初，仅剩北京、上海、广州、深圳和三亚 5 个城市未取消限购。2016 年房地产市场出现过热，房价大幅上涨，限购政策再度进入从严执行时期。2016 年 10 月，21 个城市重启限购政策，并蔓延至全国范围内大面积推出。2017 年至 2021 年左右是限购政策最严格的时期。

2021 年下半年以来，房地产市场步入深度调整阶段，全国新房销售面积持续回落，部分城市库存高企，市场信心不足成为制约行业复苏的关键因素。在此背景下，限购松绑成为释放合理住房需求的重要举措。从弱能级城市到一线城市，限购政策逐步退出。

而本轮限购放松与 2014 年有两大不同点：1) 时间维度上看，2014 年仅半年之间，限购基本实现了全部打开。而本轮周期中，限购松绑政策出台的时间拉长，从 2022 年 3 月郑州作为首个限购放松的城市开始，到 2024 年 10 月天津限购取消，同样只剩下一线城市与海南个别城市存在限购政策，所花费的时间长达两年半。2) 空间维度上看，2014 年一线城市的限购未出现松绑，而本轮周期内一线城市限购也出现了明显松动。2024 年 9 月，广州率先全面取消限购，成为首个完全放开限购的一线城市；2025 年，北上深进一步优化政策，北京五环外、上海外环外等区域取消购房套数限制，深圳优化分区限购政策。截至 2025 年 12 月，全国仍执行限购政策城市只有北上深以及海南（主要是海口、三亚），保留少数核心地区限购。

不过，虽然现阶段限购政策大幅放松，但历史上最宽松的时期是 90 年代。为吸引人才、投资、推动商品房销售，上世纪 90 年代中期以后，北京、上海、深圳、广州、天津、南京等国内多个大中城市推出蓝印户口政策。我们以上海为例，上海在 1994 年开始实行，根据上海市人民政府批准的《上海市蓝印户口管理暂行规定》，在沪购房、投资者可获蓝印户口，明确只要在上海投资 20 万美元或 100 万元人民币，或境外人士购买居住面积 100 平以上外销住宅的，或作为专门人才被上海市连续聘用 3 年以上的，都可向公安机关申请蓝印户口，取得蓝印户口之后，经过一定年限或达到规定条件，可申请上海市常住户口。1996 年浦东开始实施的购买内销房申报上海蓝印户口有关政策，政策出台后，浦东房地产市场先后接受外地购房咨询 5300 余人次，受理购房登记 455 户，成交购房 341 套，面积突破 3 万平，成交的蓝印户口产权房面积同比上升 3 倍。2002 年上海蓝印户口政策取消，8 年间共有 4.2 万人获得蓝印户口，成为上海新市民，其中购房类占比 88%。

图表 65. 截至 2025 年 12 月，全国仍执行限购政策城市只有北上深以及海南（主要是海口、三亚）

城市	当前限购政策（2025 年 12 月）
北京	<b>京籍家庭/单身：</b> 五环内限购 2 套住房； 五环外不限购套数，可自由购买多套住房。 多子女家庭：五环内可多购买 1 套（即五环内 3 套） <b>非京籍家庭/单身：</b> 五环内需连续缴纳社保或个税满 2 年，限购 1 套住房； 五环外需连续缴纳社保或个税满 1 年，不限购套数。 多子女家庭：五环内可多购买 1 套（即五环内 2 套）
上海	<b>沪籍家庭/单身：</b> 外环外不限购套数； 外环内限购 2 套住房。 <b>非沪籍家庭/单身：</b> 外环外需连续缴纳社保或个税满 1 年，不限购套数； 外环内需连续缴纳社保或个税满 3 年，限购 1 套住房。 多子女家庭（含沪籍和非沪籍）：在上述基础上，可额外多购买 1 套住房。
深圳	<b>深户家庭：</b> 限购 2 套住房； <b>深户单身：</b> 限购 1 套住房； <b>非深户家庭/单身：</b> 在福田区、罗湖区、南山区和宝安区（新安街道、西乡街道范围内）需连续缴纳社保或个税满 1 年，限购 1 套住房； 在盐田区、宝安区（不含新安街道、西乡街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区范围内，无需社保要求，限购 1 套住房。 多子女家庭：可额外再购买 1 套住房。
广州	自 2024 年 9 月 30 日起取消居民家庭在本市购买住房的各项限购政策。广州市户籍、非户籍居民家庭和单身人士在全市范围内购买住房，不再审核购房资格，不再限制购房套数。
海口	<b>海南户籍：</b> 限购 2 套 <b>非海南户籍：</b> 限购 1 套。主城区：5 年社保/个税；其他区域：2 年社保/个税
三亚	<b>海南户籍：</b> 限购 2 套 <b>非海南户籍：</b> 限购 1 套。主城区、海棠湾、崖州湾沿海一线：5 年社保/个税；非主城区：2 年社保/个税

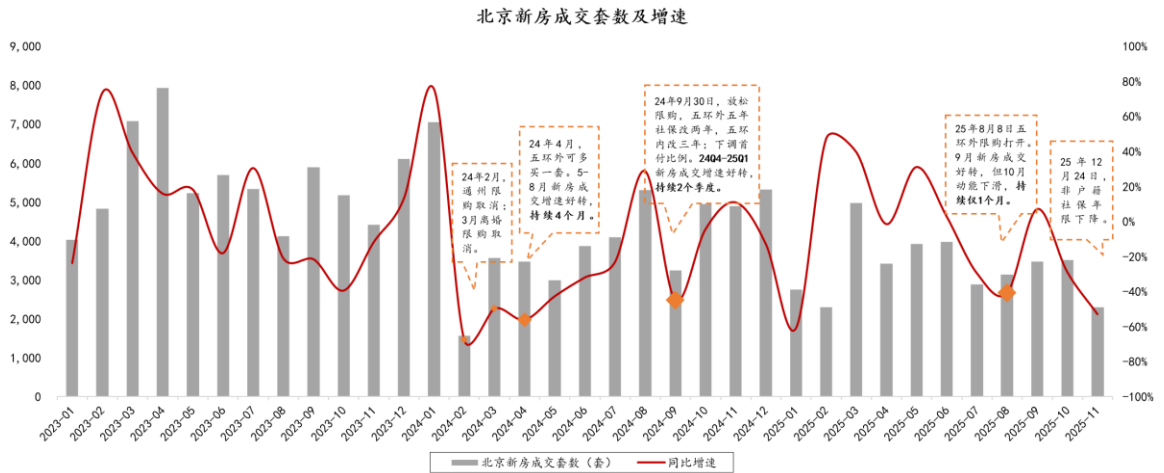
资料来源：新京报，贝壳财经，海南楼 Sir，财联社，中银证券

从政策效果来看，一线城市限购政策放松的效果已经逐步减弱。

1) 北京：2025 年的限购放松政策效果仅持续 1 个月，10 月市场加速下行，政策效果愈发无力。2024 年 2 月通州限购取消，3 月离婚限购取消，4 月允许在北京有购房资格的人，五环外可多买一套，5-8 月新房成交增速好转，持续 4 个月；3-7 月二手房成交增速好转，持续 5 个月。2024 年 9 月 30 日，北京再度放松限购，本次限购放松力度大于前次，五环外五年社保改两年，五环内改三年；并下调首付比例。2024 年四季度-2025 年一季度新房成交增速好转，持续 2 个季度；2024 年四季度二手房成交增速好转，持续 3 个月。2025 年 8 月 8 日五环外限购打开，此次放开的力度较大，9 月新房、二手房成交好转，但 10 月开始动能下滑，持续仅 1 个月。2025 年 1-11 月北京新房成交套数 3.66 万套（平均单月成交 3328 套），同比下降 19%，二手房成交套数 15.71 万套（单月 1.43 万套），同比增长 2%。10、11 月新房成交套数同比增速分别为-29%、-53%，二手房成交套数同比增速分别为-30%、-23%，政策效果仅维持 1 个月，市场就再度走弱了。2025 年 12 月 24 日起，北京限购政策再度优化，不过本次的优化主要集中在多孩家庭五环内可增购 1 套，非户籍家庭社保要求年限进一步下调，整体力度小于 2024 年 8 月的调整，我们预计对于成交量的带动作用或较为有限。

2) 上海：2025 年的政策效果也仅持续 1 个月，但 10 月转弱幅度大于北京。2024 年 9 月 29 日，上海放松外地户籍限购、首付比例下调、增值税免征年限缩短至 2 年。2024 年四季度-2025 年一季度新房成交好转，持续 2 个季度；2024 年 10 月-2025 年 2 月二手房成交好转，持续 5 个月。2025 年 8 月 25 日，上海外环外限购放松，9 月新房、二手房成交好转，持续 1 个月。2025 年 1-11 月上海新房成交套数 9.28 万套（平均单月成交 8437 套），同比下降 5%，二手房成交套数 23.12 万套（单月 2.10 万套），同比增长 9%。10、11 月新房成交套数同比增速分别为-34%、-17%，二手房成交套数同比增速分别为-24%、-15%。政策效果仅维持 1 个月，市场就再度走弱了。

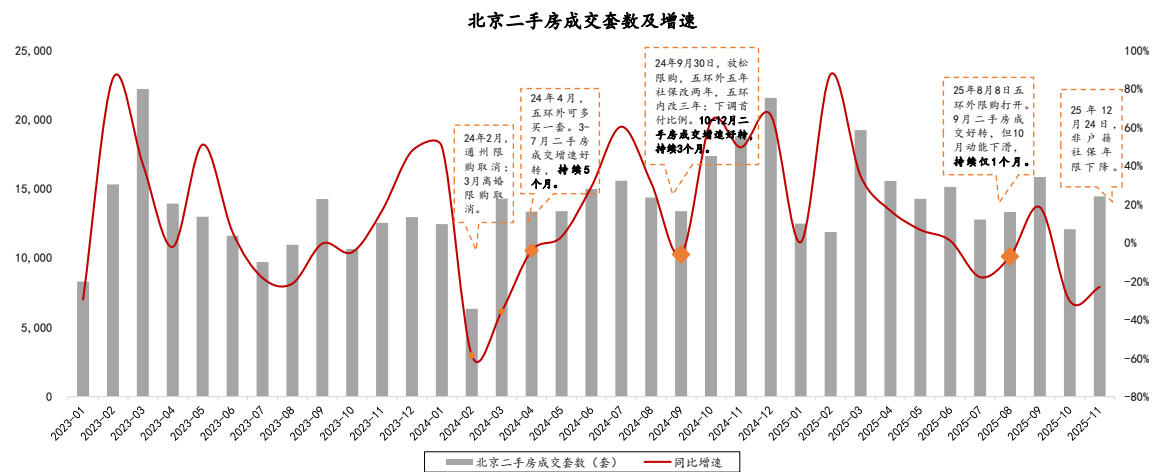
图表 66. 2025 年 1-11 月北京新房成交套数 3.66 万套（平均单月成交 3328 套），同比下降 19%；10、11 月北京新房成交套数同比增速分别为-29%、-53%



资料来源：北京住建委，万得，中银证券

数据说明：菱形标注为限购政策放松的时间，菱形大小表示政策松绑的力度。

图表 67. 2025 年 1-11 月北京二手房成交套数 15.71 万套（单月 1.43 万套），同比增长 2%；10、11 月二手房成交套数同比增速分别为-30%、-23%



资料来源：北京住建委，万得，中银证券

数据说明：菱形标注为限购政策放松的时间，菱形大小表示政策松绑的力度。

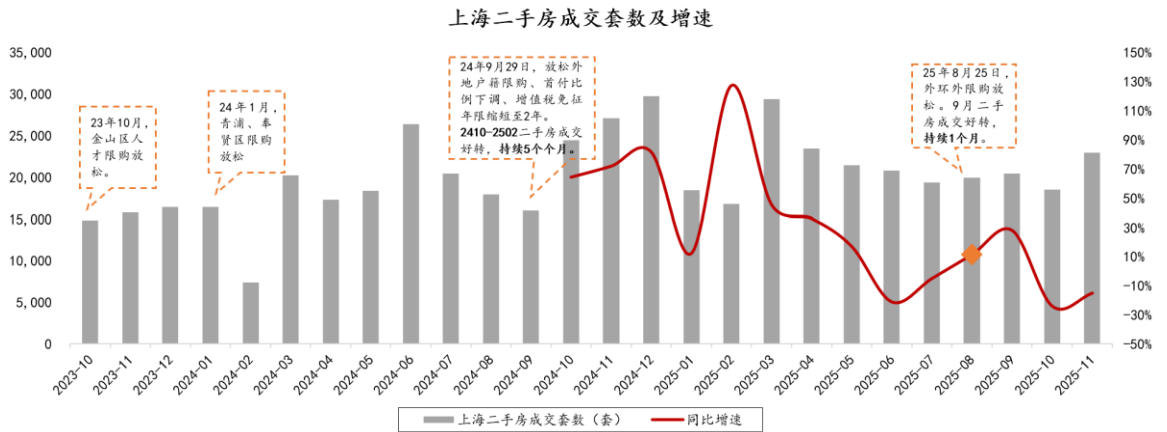
图表 68. 2025 年 1-11 月上海新房成交套数 9.28 万套（平均单月成交 8437 套），同比下降 5%；10、11 月新房成交套数同比增速分别为-34%、-17%



资料来源：上海房管局，万得，中银证券

数据说明：菱形标注为限购政策放松的时间，菱形大小表示政策松绑的力度。

图表 69. 2025 年 1-11 月上海二手房成交套数 23.12 万套（单月 2.10 万套），同比增长 9%；10、11 月二手房成交套数同比增速分别为 -24%、-15%



资料来源：上海房管局，万得，中银证券

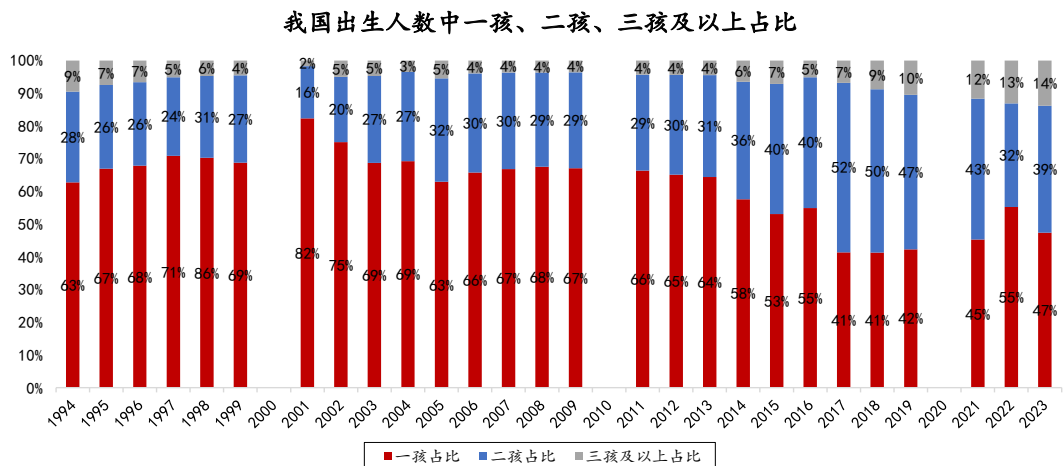
数据说明：菱形标注为限购政策放松的时间，菱形大小表示政策松绑的力度。

我们认为，未来北京、上海、深圳的限购政策或进一步放开。广东“十五五”规划建议提出“清理汽车、住房等消费不合理限制性措施”。海南省、北京市的“十五五”规划建议里没有类似的表述。上海暂未公布“十五五”规划建议。

### 3.1.2 多孩家庭限购限贷政策放松，可能带来增量住房改善需求

随着我国人口政策的调整，多孩家庭数量逐渐增多，可能带来增量的住房改善需求。2016 年，我国全面实施“二孩政策”，2021 年进一步优化生育政策，出台“三孩政策”并配套支持措施，旨在应对人口老龄化、促进人口长期均衡发展。根据国家统计局，2023 年我国出生人口中二孩及以上占比已超过 50%，多孩家庭正成为社会结构的重要组成部分。

图表 70. 2023 年我国出生人口中二孩及以上占比达 53%



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

对多孩家庭有针对性地放松限购限贷政策，是支持释放相关住房需求的重要举措。2024 年 10 月，国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》，其中提出“加强住房支持政策。鼓励有条件的地方加大对多子女家庭购房的支持力度，可结合实际出台适当提高住房公积金贷款额度等政策”。我们预计，未来将有更多城市加大对多子女家庭的住房支持力度，优化具体方向有：1) 在仍然限购的地区，多孩家庭可增加限购套数。2) 优化多子女家庭购房时的住房套数认定标准。3) 增加公积金贷款额度上限。公积金已成为各地支持合理住房需求的核心政策工具之一，也是加大力度保障多子女家庭购房需求的重要抓手。据中指研究院不完全统计，2025 年 1-7 月各地优化公积金政策约 180 次，其中 80 多个地方优化多子女家庭的公积金政策，提高公积金贷款额度成为此类政策中应用最广泛的举措。4) 享受利率优惠。5) 额外的购房补贴等。

图表 71. 多地加大对多孩家庭的住房支持力度

多孩家庭住房支持政策方向	城市/省份
在仍然限购的地区，多孩家庭可增加限购套数	<p>上海 (2024.5)：对二孩及以上的多子女家庭（包括上海市户籍和非上海市户籍居民家庭），在执行现有住房限购政策基础上，可再购买 1 套住房。</p> <p>深圳：1) 2024 年 5 月：由两个及以上未成年子女的本市户籍居民家庭，在执行现有住房限购政策的基础上，可在盐田区、宝安区（不含新安街道、西乡街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区范围内再购买 1 套住房。2) 2024 年 9 月：有两个及以上未成年子女的非本市户籍居民家庭，在现行限购政策的基础上，可再购买 1 套住房。</p> <p>北京 (2025.12)：对二孩及以上的多子女居民家庭（包括本市户籍和非本市户籍居民家庭），在执行限购住房限购政策基础上，可在五环内多购买一套商品住房。</p>
多孩家庭增加公积金贷款额度上限	<p>北京 (2024.10)：对二孩及以上本市户籍居民家庭购买商品住房，申请公积金个人住房贷款的，可贷款额度上浮 40 万元。原本首套住房公积金贷款最高额度为 120 万元，上浮后最高可贷 160 万元；原本二套住房公积金贷款最高额度为 60 万元，上浮后最高可贷 100 万元。</p> <p>广州 (2024.11)：生育二孩及以上的家庭（至少一个子女未成年）购买首套及第二套自住住房的，住房公积金贷款最高额度上浮 40%。</p> <p>深圳 (2025.3)：有两个及以上子女的家庭购房，公积金最高贷款额度上浮比例从 10% 提高至 50%。</p> <p>上海 (2025.8)：多子女家庭购买首套住房的，家庭最高贷款额度由 192 万元提高至 216 万元。</p> <p>苏州 (2025.5)：养育未成年二孩的家庭使用公积金贷款购买首套或二套自住住房的，贷款额度可上浮 30%，养育未成年三孩的，贷款额度可上浮 40%。</p> <p>长沙 (2025.7)：生育二孩、三孩及以上的家庭在长沙购买首套或第二套自住住房，且为新建商品房的，最高贷款额度分别提高 20%、30%。</p> <p>吉林省 (2025.4)：生育抚养二孩及以上的多子女家庭，公积金最高贷款额度上浮 30%，最高 91 万元。</p> <p>湖北省 (2025.6)：对购买自住住房申请公积金贷款的多子女家庭，最高贷款额度上浮不低于 20%，有条件的地方可根据实际情况进一步提高上浮比例。</p>
优化多子女家庭购房时的住房套数认定标准	<p>长沙 (2025.7)：生育二孩及以上且子女未成年的家庭购买新建商品住房时，在拟购住房所在区县（市）已有住房的，套数认定核减一套，按核减后的套数认定标准执行住房信贷政策。</p> <p>青岛 (2025.6)：购买第二套自住住房的公积金贷款按首套房政策执行。</p> <p>湖北 (2025.6)：鼓励各地结合实际，对多子女家庭购买第二套住房申请住房公积金贷款的，执行首套房贷款政策。</p>
多孩家庭购房补贴	<p>绍兴 (2025.5)：越城区、柯桥区、上虞区对符合国家多孩生育政策的家庭给予最高 40 万元的购房补贴。</p> <p>南通：对主城区范围内的多子女家庭购买新建商品住房的，给予 5 万元的一次性购房补贴。</p> <p>湖北 (2025.6)：鼓励有条件的地方对多子女家庭购买商品住房给予金额或面积补贴。</p>

资料来源：21 世纪经济报道，绍兴市房协，央视财经，苏州工业园区发布，券商中国，湖北省人民政府网，青岛本地宝，南通市房协，北京住建委，北京本地宝，上海公积金管理委员会，广州住房公积金管理中心，深圳市住建局，中银证券

## 3.2 公积金政策：推动全国公积金互通、“又提又贷”、“商转公”均是未来优化方向

### 3.2.1 推动全国公积金互通，支持异地置业家庭的住房消费需求

推动住房公积金异地贷款互认互通，有力支持区域内流动就业人群，异地置业家庭等群体的住房消费需求。异地贷款政策最早 2014 年 10 月就有提出。异地贷款指缴存和购房行为不在同一城市的住房公积金个人住房贷款，包括用本市资金为在本市购房的外地缴存职工发放的贷款以及用本市资金为在外地购房的本市缴存职工发放的贷款。为更好地支持缴存职工买房，早在 2014 年 10 月，住建部、财政部、央行就联合印发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》（建金〔2014〕148 号），提出“推进异地贷款业务”；为适应城镇化过程中就业人员跨区域流动，推进异地贷款，进一步发布了《关于住房公积金异地个人住房贷款有关操作问题的通知》、《全国住房公积金异地转移接续业务操作规程》。

目前，我国异地贷款政策仍处于逐步推进阶段，不同地区的政策差异较大。具体能否办理异地贷款，需以当地公积金管理中心的规定和合作城市范围为准。

异地贷款通常可分为以下三个级别：

- 1) 支持全国范围内异地贷款：公积金缴存职工可在任意城市申请公积金贷款，不受缴存地和购房地的限制。目前全国范围内尚未完全实现这一模式，但部分城市通过跨区域合作协议或政策创新，逐步扩大异地贷款覆盖范围。例如，一些经济圈或城市群内的城市之间通过签署合作协议，允许职工在圈内任意城市使用公积金贷款购房。
- 2) 跨省市互贷：不同省份之间的城市之间开展公积金互认互贷合作。例如，川渝等跨省城市间的合作，均属于跨省市互贷范畴。这类合作通常基于区域经济协同发展需求，打破省份界限，方便职工在不同省份城市间购房。
- 3) 支持省内公积金异地贷款：在同一省份内，不同城市之间的公积金互认互贷。例如，广东省内、江西省内多个城市之间，允许职工在省内其他城市使用公积金贷款购房。这种模式较为常见，多数省份通过省级政策统筹或城市间合作，实现省内公积金资源的共享和流动。

图表 72. 异地贷款通常可分为以下三个级别：支持全国范围内异地贷款、跨省市互贷、支持省内公积金异地贷款



资料来源：中银证券

公积金具有属地管理的特征，各地公积金管理政策在缴存基数、比例、贷款额度、提取条件、审批流程等方面存在差异，不同城市公积金资金池规模和使用情况也有所不同。因此，要实现异地互认，面临的制度和技术壁垒都不小。此前，我国曾有推动公积金异地互认互贷的尝试。2020年10月，武汉、长沙、合肥、南昌等20个城市签署《长江中游城市群住房公积金管理中心合作公约》，就发展住房公积金异地个人贷款业务，拓宽住房公积金异地互认互贷范围等达成了共识。2024年5月，南京住房公积金管理中心发布公告，宣布南京都市圈城市住房公积金一体化发展，南京、常州、镇江、扬州等9个城市住房公积金可互认互贷。2024年6月，深圳市、中山市两地住房公积金管理中心共同签署融合发展合作协议，推动两地住房公积金缴存、提取、贷款互联互通。在本轮公积金政策的调整中，多地在加快推动公积金异地互认互贷。2025年4月7日，青岛市住房公积金管理中心发文，在异地缴存住房公积金的缴存人，符合申贷条件的，可按照规定要求申请公积金贷款；5月京津冀三地住房公积金管理中心联合发文，支持租住京津冀地区保障性租赁住房提取住房公积金；6月成都和德阳两地住房公积金中心签署了《区域贷款合作协议》，实现公积金跨城贷款审批和资金发放；6月深圳、珠海、汕头、江门、潮州、揭阳六个城市住房公积金管理中心正式签署《推动住房公积金协同发展合作协议》，推动住房公积金异地贷款互认互通，实现缴存贷款信息互认。

图表 73. 各地异地贷款支持政策不完全梳理

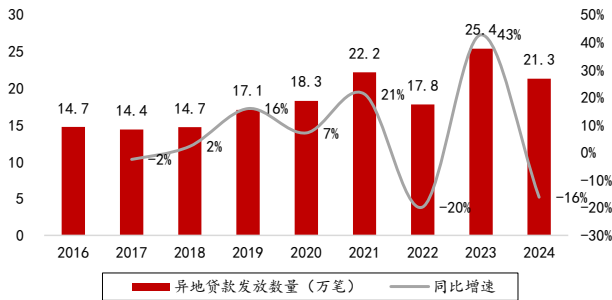
时间	政策
2025年6月10日	深圳、珠海、汕头、江门、潮州、揭阳六个城市住房公积金管理中心正式签署《推动住房公积金协同发展合作协议》，推动住房公积金异地贷款互认互通，实现缴存贷款信息互认。
2025年6月6日	成都和德阳两地住房公积金中心签署了《区域贷款合作协议》，实现公积金跨城贷款审批和资金发放。
2025年6月5日	海南省住房公积金管理局发布公告，针对“偿还异地住房公积金贷款约定提取业务”征求意见。
2025年5月	京津冀三地住房公积金管理中心联合发文，支持租住京津冀地区保障性租赁住房提取住房公积金。
2025年4月7日	青岛市住房公积金管理中心发文，在异地缴存住房公积金的缴存人，符合申贷条件的，可按照规定要求申请公积金贷款。
2024年6月	深圳市、中山市两地住房公积金管理中心共同签署融合发展合作协议，推动两地住房公积金缴存、提取、贷款互联互通。
2024年5月	南京住房公积金管理中心发布公告，宣布南京都市圈城市住房公积金一体化发展，南京、常州、镇江、扬州等9个城市住房公积金可互认互贷。
2020年11月5日	大南昌都市圈住房公积金异地贷款合作在南昌正式启动。来自九江、宜春、抚州、上饶、南昌五地住房公积金系统签署合作协议。
2020年10月	武汉、长沙、合肥、南昌等20个城市签署《长江中游城市群住房公积金管理中心合作公约》，就发展住房公积金异地个人贷款业务，拓宽住房公积金异地互认互贷范围等达成了共识。
2020年10月	胶东经济圈出台公积金一体化政策，惠及青岛、烟台、威海、潍坊、日照五市。政策规定，今后五市缴存公积金的职工在其他四市购房申请异地贷款时，将不再受是否具有当地户籍的限制，可享受与申贷机构所在地贷款职工同等的权益。
2020年8月	江浙沪皖三省一市签署了《长三角住房公积金一体化战略合作框架协议》
2020年3月28日	川渝两地建立了跨区域转移接续和互认互贷机制。据成都住房公积金管理中心消息，截至2020年10月23日，通过数据共享已成为成都中心缴存职工在重庆中心申请公积金贷款协商120余次，完成公积金贷款发放30多笔，合计金额约1300万元。
2019年12月	粤港澳大湾区住房公积金信息共享平台建立。
2019年9月	淮海经济区10城签署了住房公积金一体化协议。

资料来源：第一财经资讯，广东发布，21世纪经济报道，中银证券

从全国公积金年度报告可以看到，2023、2024年公积金异地贷款的使用率明显提升，发放公积金贷款中9%为异地贷款。2024年发放异地贷款21.3万笔、1119.6亿元，同比分别下降16%、6%，但占个人住房贷款发放数量及金额的比重分别提升至9.2%、8.6%，同比分别提升了0.4、0.5个百分点，2023、2024年异地贷款提取的使用率提升。截至2024年末，累计发放异地贷款191.8万笔、7562.4亿元，同比分别增长12%、17%，占个人住房贷款的累计发放数量及金额的比重分别为3.8%、4.6%，同比均提升0.3个百分点；异地贷款余额4752.6亿元，同比增长11%，占存量个人住房贷款的余额5.9%，该比例同比提升0.4个百分点。

图表 74. 2024 年发放异地贷款 21.3 万笔，同比下降 16%

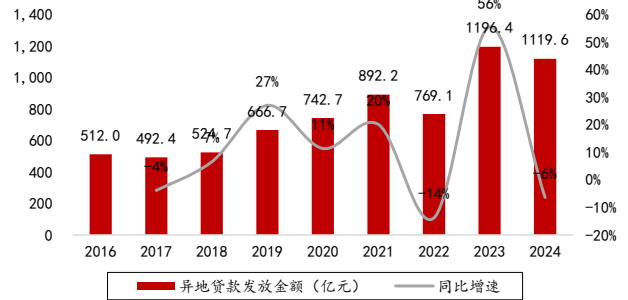
全国住房公积金 异地贷款发放数量及增速



资料来源：住建部，中银证券

图表 75. 2024 年发放异地贷款 1119.6 亿元，同比下降 6%

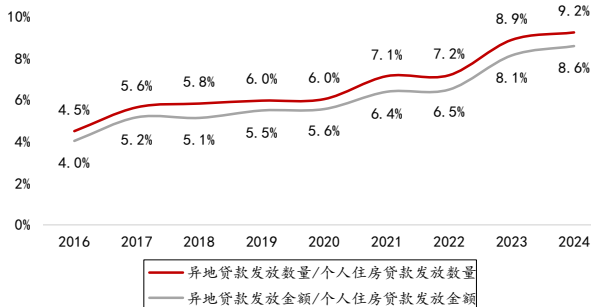
全国住房公积金 异地贷款发放金额及增速



资料来源：住建部，中银证券

图表 76. 2024 年发放异地贷款 21.3 万笔、1119.6 亿元，占个人住房贷款发放数量及金额的比重分别提升至 9.2%、8.6%

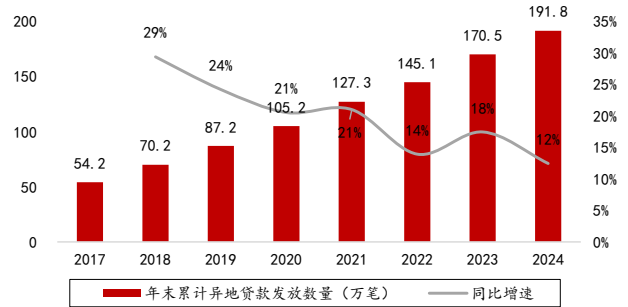
全国住房公积金异地贷款发放情况占比



资料来源：住建部，中银证券

图表 77. 截至 2024 年末，累计发放异地贷款 191.8 万笔、同比增长 12%

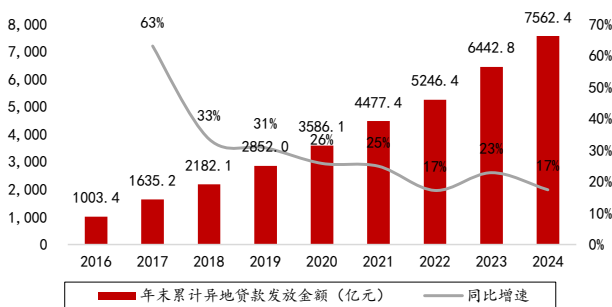
全国住房公积金累计异地贷款发放数量及增速



资料来源：住建部，中银证券

图表 78. 截至 2024 年末，累计发放异地贷款 7562.4 亿元，同比增长 17%

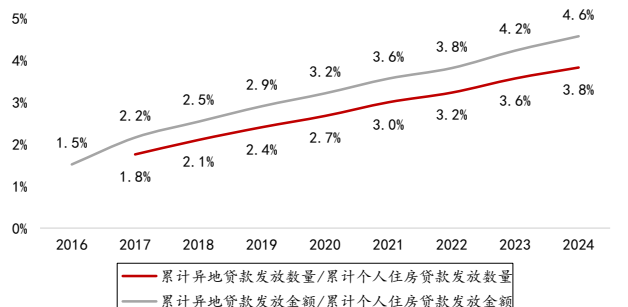
全国住房公积金累计异地贷款发放金额及增速



资料来源：住建部，中银证券

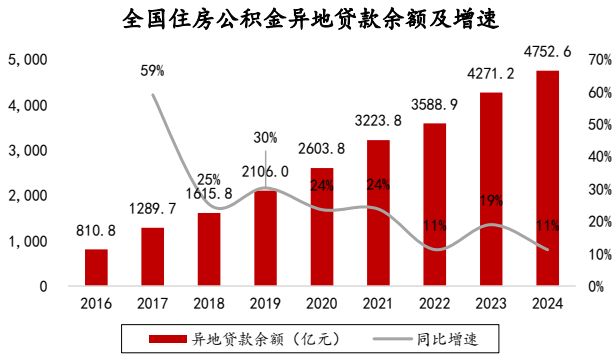
图表 79. 截至 2024 年末，累计发放异地贷款 191.8 万笔、7562.4 亿元，占个人住房贷款的累计发放数量及金额的比重分别为 3.8%、4.6%

全国住房公积金异地贷款累计发放情况占比



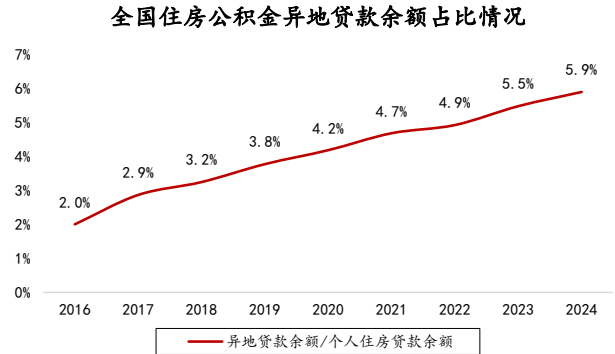
资料来源：住建部，中银证券

图表 80 截至 2024 年末，我国异地贷款余额 4752.6 亿元，同比增长 11%



资料来源：住建部，中银证券

图表 81. 截至 2024 年末，我国异地贷款余额占存量个人住房贷款的余额 5.9%，该比例同比提升 0.4 个百分点



资料来源：住建部，中银证券

从政策效果来看，城市之间公积金互通增加购房便利，激活公积金沉淀资金，提升公积金使用率。

- 1) 实现公积金异地互认，能够方便居民购房，对于稳定房地产市场有着一定积极作用，能够促进不同购房需求的客户在城市间合理分布。
- 2) 有利于人员流动和新型城镇化建设，一方面促进两地间人才的流通，有助于推动“以房引才”政策的落地，优化区域人才资源配置；另一方面，可以分流一部分在中心城市无法承担房价的人群，或者有返乡置业规划的群体，进而加大中心城市的辐射作用，推动区域城镇化进程。
- 3) 加强了区域间的经济联系与合作，促进区域经济一体化发展。如深圳等城市的公积金异地互认，为提高粤港澳大湾区一体化水平、推动高质量发展提供了制度支撑。
- 4) 有利于激活公积金沉淀资金，促进公积金周转率与使用率提升。不过整体而言，公积金在购房中的比例不高，特别是在房价较高的核心城市，惠及人群有限，短期对楼市影响甚微，但利好于一部分的刚需群体。

### 3.2.2 推进公积金“又提又贷”，有效缓解购房者前期资金压力

推进公积金缴存家庭/个人在提取住房公积金支付购房款后，满足公积金贷款条件的，仍可申请住房公积金贷款的相关政策，即公积金“又提又贷”。我们认为该政策能有效缓解购房者前期资金压力，降低了购房者的首付压力，同时不影响贷款额度，还能够提高住房公积金的使用效率。截至 2025 年 12 月，已经有北京、上海、深圳、广州、杭州、贵阳、武汉、西安、济南等超过 30 个城市实施公积金“又提又贷”相关政策，四个一线城市均已经明确规定支持缴存人在提取公积金支付首付款的同时申请公积金贷款。广州走在了一线城市的前列，早在 2024 年 8 月，就出台了《关于支持提取住房公积金支付购房首付款的通知》，明确住房公积金可支付新建商品住房的首付款，且提取首付款不影响以该套住房申请住房公积金贷款时的可贷额度计算。2025 年 8 月 9 日，北京出台政策，明确支持缴存人在提取公积金支付购房首付款的同时申请公积金贷款；8 月 25 日上海也出台了相关政策支持住房公积金“又提又贷”；12 月 5 日深圳正式印发《深圳市住房公积金提取管理规定》，规定职工按照规定提取住房公积金的，不影响其以该套住房申请普通住房公积金贷款时的可贷额度计算。

图表 82. 一线城市住房公积金“又提又贷”政策

城市	时间	政策内容	政策名称
广州	2024 年 8 月 1 日	购房人及其配偶在本市行政区域内购买新建商品住房，完成商品房买卖合同网签后，可按合同约定申请将住房公积金划转至购买房屋所属项目的商品房预售资金监管账户，用于支付购房首付款。提取首付款不影响以该套住房申请住房公积金贷款时的可贷额度计算。	广州住房公积金管理中心、广州市住房和城乡建设局联合印发《关于支持提取住房公积金支付购房首付款的通知》
北京	2025 年 8 月 9 日	支持缴存人在提取公积金支付购房首付款的同时申请公积金贷款，购买新建住房且已签订购房合同的，可通过提供网签合同编号提取住房公积金支付购房首付款，同时申请公积金贷款。	北京市住房和城乡建设委员会、北京市住房公积金管理中心联合印发的《关于进一步优化调整本市房地产相关政策的通知》
上海	2025 年 8 月 25 日	支持住房公积金“又提又贷”。对缴存人提取住房公积金支付购房首付款的，不影响其住房公积金贷款额度计算。	上海市住房和城乡建设管理委、市房屋管理局、市财政局、市税务局、人民银行上海市分行、市公积金管理中心等六部门联合印发《关于优化调整本市房地产政策措施的通知》
深圳	2025 年 12 月 5 日	职工及家庭成员在本市范围内购买住房，已签订认购协议书或者购房合同，且尚未支付或者未足额支付购房首付款的，可以申请提取一次住房公积金用于支付购房首付款。 职工按照规定提取住房公积金的，不影响其以该套住房申请普通住房公积金贷款时的可贷额度计算。	深圳市住房公积金管理委员会关于印发《深圳市住房公积金提取管理规定》的通知

资料来源：广州住房公积金管理中心、广州市住建局，北京市住建委、北京市住房公积金管理中心，上海市住建委、市房屋管理局、市财政局、市税务局、人民银行上海市分行、市公积金管理中心，深圳市住房公积金管理委员会，中银证券

### 3.2.3 放松“商转公”条件，提供“先商后公”的可选路径，增强购房决策确定性

随着各地加快挖掘住房公积金政策潜力，“商转公”政策有望在更多城市落地，该政策不仅为已有商贷的购房者减负，也让不少准备购房的家庭看到了“先商后公”的可选路径，增强了购房决策的确定性。“商转公”是指缴存人可申请将尚未结清的商业性个人住房贷款余额转为住房公积金个人住房贷款，一方面，可以减轻缴存人住房贷款利息负担；另一方面，也可以提升公积金使用率。2025 年以来，多个城市陆续推进“商转公”政策。据中国经营报、新浪金融研究院不完全统计，截至 2025 年 7 月，深圳、广州、重庆、武汉、长沙、厦门、合肥、长春、石家庄、福州、南昌、贵阳、昆明、沈阳、郑州、乌鲁木齐、兰州、太原、济南、珠海、哈尔滨等超过 30 个城市已经开展“商转公”贷款业务。其中，深圳自 2013 年 9 月起实施“商转公”业务，是最早开展该业务的一线城市之一；广州 2025 年 8 月 20 日正式实施《广州商业性个人住房贷款转住房公积金个人住房贷款实施办法（暂行）》，符合条件的购房者可申请“商转公”。一线城市中北京、上海尚未出台“商转公”相关政策。

未来“商转公”条件仍有放松空间，部分城市（例如广州）申请条件仍然较为严苛。各地“商转公”门槛不一，部分城市要求相对宽松，比如，武汉“商转公”不再认定首套住房，有两套房也能办公积金贷款“商转公”。长沙、哈尔滨等城市支持“先还后贷”、“顺位抵押”两种申请“商转公”贷款办理方式，贷款人无需自筹全部资金结清原商业贷款后再转公积金贷款。合肥放宽房贷“商转公”办理年限，自 2025 年 4 月 20 日起，可办理 2019 年 12 月 31 日（含）之前已发放的个人住房商业贷款转住房公积金贷款业务。沈阳调整取消了“商转公”贷款申请条件中原商贷已偿还 3 年以上的限制条件，以及取消借款申请人及共同申请人名下除申请“商转公”贷款的 1 笔个人住房商业贷款外不得有其他住房贷款的限制条件。但是一线城市广州则有较高的使用条件。根据《广州商业性个人住房贷款转住房公积金个人住房贷款实施办法（暂行）》，申请“商转公”应同时符合八个条件，其中“原商业贷款已放款 3 年以上且已获得原商业贷款银行同意转为纯公积金贷款”、“在广州开户并累计缴存住房公积金满 60 个月及以上”这些条件是较为严苛的。除了八个条件外，办法还要求申请人在全国范围内未使用过住房公积金贷款（含贴息贷款、商转公贷款）。即使满足申请条件，申请人也可能要排队轮候。此外，商转公贷款额度、贷款期限也有限制。

我们以成都为例，“商转公”需要住房是本市唯一住房，且无未结清的公积金贷款。每套住房的最终可转的额度是根据公积金贷款最高额度、贷款公式计算的额度、原商业贷款剩余本息、住房价值、还贷能力等因素综合评定的，每套住房的最高转化额度不同，并非固定数值。1) 符合贷款条件的两人及以上缴存人家庭，公积金贷款额的最高额度是 100 万元，单缴存人为 60 万元，转化额度不可超过该上限。2) 单位缴存职工的贷款额度=申请贷款时的公积金账户余额\*25 倍。3) 根据住房价值判断，原商业贷款剩余本息（即期望转化公积金的部分）不能超过当前住房价值的 80%。4) 还需要综合考虑还贷能力，月供不得高于家庭月收入的 50%。公积金可贷金额不能覆盖全部商业贷款的，也可申请商转公组合贷款。“商转公”完成后，贷款利率由商贷利率下降至央行规定的公积金贷款利率。

也就是说，若是符合贷款条件的两人及以上缴存家庭，商业贷款剩余本金中最高只能将其中的 100 万元转化为公积金贷款，但如果公积金账户余额\*25 倍小于 100 万元，那将以公积金账户余额\*25 倍作为可转化的额度，还需要考虑原商业贷款剩余本金不能超过当前住房价值（以成交价或房屋评估机构的评估价最低值认定）的 80%，月供不得高于家庭月收入的 50%，否则贷款转化额度可能进一步下降。

成都“商转公”可以在以下地方申请办理：1) 如果原商业贷款银行是成都公积金中心 15 家贷款合作银行（工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行、中信银行、兴业银行、招商银行、浦发银行、广发银行、四川银行、成都银行、成都农商行、绵商银行），借款申请人直接到原商业贷款银行个贷中心申请办理。2) 如果原商业贷款银行不是成都公积金中心 15 家贷款合作银行，但已与成都公积金中心签署《“商转公”贷款合作协议》，借款申请人到原商业贷款银行提交申请后，可在 15 家贷款合作银行任选一家办理。借款申请人在商转公贷款办理银行提出书面申请，配合贷款办理银行相关手续，成都公积金中心会对申请资料进行审查、审批，核准通过后，贷款办理银行会发放贷款到原商业贷款银行指定账户，商转公贷款起息。在这个过程中，借款申请人还需要向不动产登记部门申请办理商转公贷款的抵押登记。

图表 83. 截至 2025 年 7 月，超过 30 个城市已经开展“商转公”贷款业务

城市能级	开展“商转公”业务的城市（不完全统计）
一线城市	深圳、广州
二线城市	重庆、武汉、长沙、厦门、合肥、长春、石家庄、福州、南昌、贵阳、昆明、沈阳、郑州、乌鲁木齐、兰州、太原、济南、珠海、哈尔滨
三四线城市	佛山、邢台、乐山、大庆、泰安、无锡、临沂、潮州、菏泽、芜湖、徐州、盐城、赣州、蚌埠

资料来源：新浪金融研究院，中国城市报，中国经营报，华律网，中银证券

图表 84. 广州、成都“商转公”条件与办理流程

广州商业性个人住房贷款转住房公积金个人住房贷款（2025 年 8 月 21 日起，有效期 3 年）	
申请对象	借款人目前在我市缴存住房公积金，在全国范围内未使用过住房公积金贷款（含贴息贷款、商转公贷款）。
申请条件	<p>同时符合以下条件：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 原商业贷款的住房属于借款人购买本市行政区域内的自住住房（不含住房公积金组合贷款、贴息贷款及非购房用途的房屋抵押贷款），且该商业贷款银行为我市住房公积金贷款承办银行，贷款尚未结清。</li> <li>2) 申请商转公贷款时，原商业贷款已放款 3 年以上。</li> <li>3) 申请人是原商业贷款借款人，且是贷款房屋的产权人；申请商转公贷款时，贷款房屋不存在除配偶和未成年子女以外的产权人。</li> <li>4) 贷款房屋已取得房地产权属证书。</li> <li>5) 贷款房屋未设立除原商业贷款以外的抵押登记，不存在查封、保全、设立居住权等任何权利限制情形。</li> <li>6) 申请商转公贷款时，贷款房屋是产权人家庭在本市的唯一住房。</li> <li>7) 原商业贷款在申请前 12 个月内没有逾期记录。</li> <li>8) 在我市开户并累计缴存住房公积金满 60 个月及以上。</li> </ol>
贷款额度	商转公贷款额度按申请时我市住房公积金贷款政策核定，同时不得高于商转公贷款申请时原商业贷款余额与未来 3 个月应还本金的差额，且不得超过购房总价款的 70%。购房总价款以房屋原购买价格与房屋重新核价（重新评估）价中的较低者为准。借款人实际可申请的商转公贷款额度不足以全额偿还原商业贷款本息的，需先补足资金。
贷款期限	商转公贷款的贷款期限按申请时我市住房公积金贷款政策核定，同时不得高于原商业贷款剩余期限，且与商业贷款已还年限合计不超过 30 年（商业贷款已还年限按年取整）。
办理流程	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 借款人与原商业贷款银行协商办理提前还清商业贷款，并按要求提供办理商转公贷款所需资料。</li> <li>2) 借款人按要求提交贷款资料，并将原商业贷款未来应付的 3 个月本金及利息存入还款账户。</li> <li>3) 住房公积金管理中心进行贷款资格审核。审核通过后，贷款相关责任人签订住房公积金借款（抵押）合同等相关资料。</li> <li>4) 借款人及共同产权人办理不动产抵押登记手续。</li> <li>5) 抵押登记资料送达住房公积金管理中心，住房公积金管理中心审批通过后，将贷款资金划转至原商业贷款银行约定的账户，由原商业贷款银行全部结清该笔商业贷款并出具商转公贷款的放款凭证。</li> <li>6) 借款人及共同产权人须配合原商业银行及时办理商业贷款涂销抵押手续。</li> </ol>

资料来源：广州住房公积金管理中心《广州商业性个人住房贷款转住房公积金个人住房贷款实施办法（暂行）》，成都住房公积金管理中心《成都商业性个人住房贷款转住房公积金个人住房贷款管理办法（修订）》，中银证券

续 图表 84. 广州、成都“商转公”条件与办理流程

成都商业性个人住房贷款转住房公积金个人住房贷款（2025年10月15日起，有效期5年）	
申请对象	正常缴存住房公积金的缴存人，可向成都公积金中心申请商转公贷款。
申请条件	1) 借款申请人是原商业贷款借款人，是原商业贷款所购住房产权人。 2) 原商业贷款尚未结清，银行已同意提前偿还该笔贷款。 3) 原商业贷款所购住房是借款申请人家庭(含未成年子女)在 <b>本市唯一住房</b> 。已取得《不动产权证书》或《房屋所有权证》，产权明晰、无纠纷，除原商业贷款对应抵押外，未设立其他抵押、居住权，不存在查封等权利限制情形。 4) <b>无未结清的公积金贷款(含公转商贴息贷款)</b> 。
贷款额度	最终可贷额度需要根据申请“商转公”贷款时本市 <b>公积金贷款最高额度、贷款公式计算的额度、原商业贷款剩余本金、住房价值、还贷能力</b> 等因素综合评定。 <b>(一)公积金贷款最高额度：</b> 符合贷款条件的两人及以上缴存人家庭，最高额度为100万元。符合贷款条件的单缴存人家庭，最高额度为60万元。 <b>(二)贷款公式计算的额度：</b> 单位缴存职工的贷款额度=申请贷款时账户余额×25倍；灵活就业缴存人的贷款额度=申请贷款前6个月（180天）账户日均余额×25倍。 <b>(三)住房价值</b> 1. 原商业贷款剩余本金不超过住房价值的80%，借款申请人近两年内连续逾期2期或累计逾期4-5次的不超过70%。 2. 原商业贷款剩余本金以贷款银行证明为依据。 3. 住房价值按成交价格、评估价格中的最低值认定。 (1)成交价格以办理原商业贷款时经住建部门确认的网签备案合同价款为准。 (2)评估价格以房地产评估机构评估的住房价值为准。 <b>(四)还贷能力</b> 借款申请人偿还住房贷款月还款额不得高于家庭月收入的50%。家庭月收入认定按公积金贷款相关规定执行。
贷款期限	商转公贷款的可贷期限根据公积金贷款期限、原商业贷款剩余还款期数等因素，综合评估借款申请人实际情况后，取最低值并向下确定为12个月的整数倍。 <b>(一)贷款期限</b> 贷款期限最短为1年，最长为30年，且不超过抵押房产剩余的土地使用权年限。贷款到期日不超过借款申请人法定退休时间后5年。符合贷款条件的两人及以上借款申请人，可按期限较长的一方确定贷款期限。 <b>(二)原商业贷款剩余还款期数以贷款银行证明为依据。</b>
办理流程	1)借款申请人申请商转公贷款时，应在商转公贷款办理银行填写书面申请，配合贷款办理银行通过联网查询等渠道获取真实、完整、有效的申请资料，及贷款调查和审查。 2)贷款办理银行对贷款申请及申请资料进行受理、调查、初审，并提出初步审查意见。 3)成都公积金中心进行审查、审批，并将审批结果通知贷款办理银行。 4)贷款办理银行根据审批结论，通知借款申请人办妥合同签署及其他相关手续。借款申请人向不动产登记部门申请办理商转公贷款的顺位抵押登记，贷款办理银行领取不动产登记证明。 5)达到放款条件后，贷款办理银行移交成都公积金中心进行核准。 6)成都公积金中心核准通过后，贷款办理银行发放贷款到原商业贷款银行指定账户，商转公贷款起息。 7)贷款办理银行通知合同签订方领取合同。

资料来源：广州住房公积金管理中心《广州商业性个人住房贷款转住房公积金个人住房贷款实施办法（暂行）》，成都住房公积金管理中心《成都商业性个人住房贷款转住房公积金个人住房贷款管理办法(修订)》，中银证券

### 3.3 财税政策：购房补贴、契税、增值税、抵扣个税均有调整空间

#### 3.3.1 推进购房贷款利息补贴，一定程度上降低购房者置业成本

实际上，目前已经有多个城市推进购房贷款利息补贴政策，一定程度上降低了购房者的置业成本。南京（2024年6月）、长春（2025年9月）、武汉（2025年9月）、芜湖（2025年7月）等城市已先后出台过购房贷款利息补贴政策，通常补贴金额为初始贷款的1%-2%。但是补贴的最高额度上限只有2-4万元，整体期限较短且采用逐年发放的形式。从目前出台了相关政策的城市来看，购房贷款利息补贴的整体比例较低、额度受限、期限较短，因此对于市场的带动作用较为有限。我们认为，后续或将有更多城市推进相关政策，若额度、比例、期限优化，或将有效降低购房者的置业成本。

图表 85. 多个城市推进购房贷款利息补贴政策

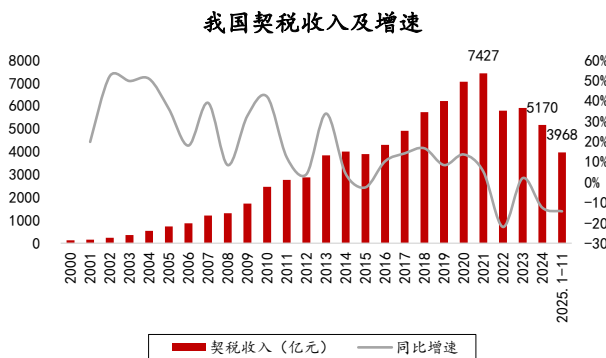
城市	出台时间	政策内容
南京	2024.6.19	<p>自发布之日起至 2024 年 12 月 31 日期间，雨花台区内购买新建商品房，按贷款金额给予补贴 1%-2% 的财政贴息，贴息期一年，上限 3-4 万元。</p> <p>(一) 财政贴息</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 个人使用公积金贷款、商业贷款、公积金商业组合贷款购买雨花台区新建商品住房且建面≤90 平的，按贷款金额给予 2% 财政贴息（最高贴息 4 万元/年），以完成不动产抵押登记当月为享受财政贴息的起始时间，贴息期为 1 年。</li> <li>2. 个人使用公积金贷款、商业贷款、公积金商业组合贷款购买雨花台区新建商品住房且 90 平&lt;建面≤120 平的，按贷款金额给予 1.5% 财政贴息（最高贴息 3.5 万元/年），以完成不动产抵押登记当月为享受财政贴息的起始时间，贴息期为 1 年。</li> <li>3. 个人使用公积金贷款、商业贷款、公积金商业组合贷款购买雨花台区新建商品住房且建面大于 120 平的，按贷款金额给予 1% 财政贴息（最高贴息 3 万元/年），以完成不动产抵押登记当月为享受财政贴息的起始时间，贴息期为 1 年。</li> <li>4. 个人全款购买雨花台区新建商品住房（不含未登记确权项目），可申请一次性 4 万元的财政贴息。全款购房是指在商品房买卖合同中，付款方式选择一次性付款。</li> </ol> <p>(二) 人才安居补贴</p> <p>经雨花台区认定的总部企业和突出贡献企业，对其引进的优秀人才或做出突出贡献的优秀人才（优秀人才指符合《南京市人才安居办法适用对象》条件，经认定为 A、B、C 类人才的）购买雨花台区新建商品住房的，给予购房人“一企一策”购房补贴，每套住宅最高补贴不超过 100 万元。</p> <p>一、购房贷款贴息政策</p> <p>自 2025 年 9 月 1 日起至 9 月 30 日止，购买新建商品住房（不含未登记确权项目，不含双阳区、九台区及外县、市）的个人，采取公积金、商业贷款形式购买的，按照初始贷款金额 1% 发放贷款贴息，每年最高不超过 1 万元，贴息期为 3 年，按月等额发放。</p> <p>二、一次性付款购房消费券政策</p> <p>自 2025 年 9 月 1 日起至 9 月 30 日止，对采取一次性付款方式购买新建商品住房（不含未登记确权项目、工租房，不含双阳区、九台区及外县、市）的个人，一次性发放 1.5 万元/套购房消费券。</p>
长春	2025.9.1	<p>2025 年 10 月 1 日至 12 月 31 日，在武汉市东湖新技术开发区、武汉经济技术开发区（汉南区）、长江新区、东西湖区、黄陂区、江夏区、蔡甸区、新洲区以及汉阳区、青山区、洪山区三环线外的区域采取商业贷款形式购买首套新建商品住房的家庭，按照初始贷款金额 1% 发放贷款利息补贴，最高不超过 2 万元，分 2 年等额发放。</p>
武汉	2025.9.30	<p>决定发放购房贷款利息补贴。发放购房贷款利息补贴的对象为：1) 2025 年 7 月 1 日至 2026 年 6 月 30 日期间，在芜湖市（不含湾沚区、繁昌区，下同）购买新建商品住房，并在芜湖申请按揭贷款（含公积金贷款、商业贷款、公积金商业组合贷款，下同）的购房人。2) 2025 年 7 月 1 日至 2026 年 6 月 30 日期间，在芜湖市市区购买二手住房，并在芜湖市申请按揭贷款的“买旧”购房人。</p> <p>补贴标准为每年贷款利息 50%，每年上限 1 万元，补贴期限 36 个月。</p>
芜湖	2025.7.3	

资料来源：南京市雨花区人民政府，长春市住房保障和房屋管理局，武汉市住建局，芜湖市人民政府，中银证券

### 3.3.2 “调降契税”这项政策更具信号意义，更能体现政府让利的决心

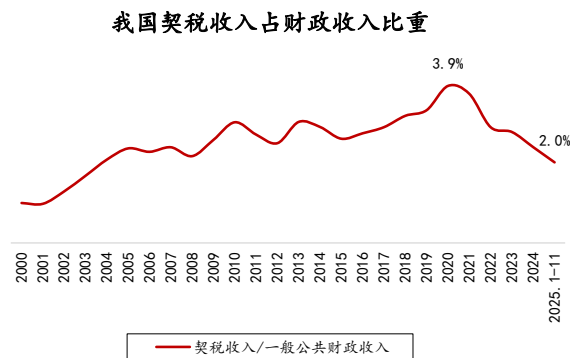
我国契税占财政收入的比重仍然不低，调整契税更能体现政府财政让利的决心，一定程度上能起到提振市场信心的作用。2021 年我国契税收入达到峰值 7427 亿元，2024 年契税收入降至 5170 亿元，同比下降 12.5%，2025 年 1-11 月仅为 3968 亿元，同比再度下降 14.3%。契税收入占一般公共财政收入的比重从 2020 年的 3.9% 降至 2025 年 1-11 月的 2.0%。

图表 86. 2024 年我国契税收入 5170 亿元，同比下降 12.5%



资料来源：财政部，万得，中银证券

图表 87. 我国契税收入占一般公共财政收入的比重从 2020 年的 3.9% 降至 2025 年 1-11 月的 2.0%



资料来源：财政部，万得，中银证券

当前我国的契税税率已经调整至较低水平，若再此基础上调降，将会是历史突破，或对楼市提振起到一定的效果。1997 年 7 月 7 日，国务院发布《中华人民共和国契税暂行条例》，规定对土地、房屋的买卖征收契税，契税税率为 3%-5%，具体适用税率由各地在规定的幅度内按照本地区实际情况确定。

我国房屋交易相关契税经历了以下四次调整，趋势上调整均是为减轻个人买卖普通住宅的税收负担进行放松调整：

- 1) 1999年7月29日，为减轻个人买卖普通住宅的税收负担，财政部、国家税务总局、住建部发布《关于调整房地产市场若干税收政策的通知》，规定个人购买自用普通住宅，暂减半征收契税。
- 2) 2008年10月：2008年10月22日，为减轻个人住房交易的税收负担，支持居民首次购买普通住房，财政部、税务总局再度发布《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》，个人首次购买90平以下普通住房的，契税税率从1.5%-4%下调至1%（此前各地规定的购买非普通住房的契税税率在3%-4%，普通住房契税税率在1.5%-4%）。
- 2) 2010年9月：2010年9月29日，财政部、税务总局、住建部发布《关于调整房地产交易契税个人所得税优惠政策的通知》，其中规定，对个人购买90平及以下，且属于家庭唯一住房的普通住宅，减按1%税率征收契税。
- 3) 2016年2月：2016年2月17日，财政部、税务总局、住建部发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》，90平以下的首套及二套、90平以上首套、90平以上二套房契税率分别减至1.0%、1.5%、2%（北京、上海、广州、深圳四地暂不实施）。契法定税率是3%-5%，此前各地征收标准不同，本次调整将一线城市以外的地区税率进行了统一规定，对于多数地区来说是下调了税率。
- 4) 2024年11月：将享受1%低税率优惠的面积标准由90平提高到140平，并明确一线城市可以与其他地区统一适用二套住房契税优惠。2024年11月12日，财政部、税务总局、住建部发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，规定在全国范围内，无论首套还是二套，只要面积不超过140平的，统一按1%的税率缴纳契税，超过140平首套税率为1.5%，超过140平二套税率为2%，一线城市可以与其他地区统一适用。此次政策调整，对于唯一首套住房来说，90平以内、超过140平的住房没有影响；全国范围内，90-140平的首套住房契税率统一下降0.5个百分点。对于二套住房来说，我们要区分一线城市和非一线城市来考虑。非一线城市：仅90-140平的二套住房税率下降1个百分点。一线城市：超过140平的二套税率下降1个百分点，140平以内的二套税率下降2个百分点。

目前情况，最低的契税税率仍然是1%，我们认为，适当的进一步调降各档的税率，甚至免除部分面积段以下的住宅的税率将对房地产市场起到较大的作用，真正支持的是自住群体的意愿。同时，还能在一定程度上提振消费。某种程度上来说，契税的政策优惠是更加普惠的财政政策。

图表 88. 2024年11月将享受1%低税率优惠的面积标准由90平提高到140平，并明确一线城市可以与其他地区统一适用二套住房契税优惠

	原政策				新政策（2024年12月1日起）			
	住房类型	地区	住房面积	契税率	住房类型	地区	住房面积	契税率
契税	唯一首套	全国	≤90平	1%	唯一首套	全国	≤140平	1%
			>90平	1.5%			>140平	1.5%
	二套	非一线城市	≤90平	1%	二套	全国	≤140平	1%
			>90平	2%			>140平	2%
		一线城市	不分面积	3%				
	三套及以上	全国	不分面积	3%	三套及以上	全国	不分面积	3%
<p><b>新政调整：将现行享受1%低税率优惠的面积标准由90平提高到140平。</b>1) 非一线城市：对于90平以内、超过140平的住房没有影响。90-140平的首套契税率下降0.5个百分点，90-140平的二套契税率下降1个百分点。2) 一线城市：对于90平以内、超过140平的首套没有影响。超过140平的二套契税率下降1个百分点，140平以内的二套契税率下降2个百分点。</p> <p>备注：1) 有较多城市的现行政策已根据当地政策享受相关减免和优惠。2) 自2024年12月1日起执行。2024年12月1日前，涉及契税尚未申报缴纳的，符合公告规定的可按公告执行。</p> <p>计算公式：契税=(核定价格-增值税)*契税率</p>								

资料来源：财政部，税务总局，中银证券

图表 89. 从历史情况来看，契税税率减免优惠对于楼市量价起到了一定的带动作用



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

### 3.3.3 二手房增值税税率已降至历史最低水平，未来或可进一步缩短免征年限

从二手房增值税免征年限过往调整来看，当前已经属于较低水平，且税率也降至历史最低水平。自2003年以来，我国个人销售住房的增值税（营业税）征免政策共经历了10次重大调整。

- 1) **2003年1月：个人销售住房开始征收营业税。**按照财政部、税务总局《关于营业税若干政策问题的通知》规定，自2003年1月15日开始，单位和个人销售或转让其购置的不动产或受让的土地使用权，以全部收入减去不动产或土地使用权的购置或受让原价后的余额为营业额。这一规定，对单位和个人销售住房采取了相同的差额征税政策，均按照5%的税率征收营业税，也没有免征年限的规定。
- 2) **2005年5月：第一次针对个人销售住房营业税设定免征年限为2年。**为贯彻落实《关于做好稳定住房价格工作意见的通知》，进一步加强房地产税收征管，促进房地产市场的健康发展，充分运用税收等经济手段调节房地产市场，加大对投机性和投资性购房等房地产交易行为的调控力度。税务总局、财政部、建设部出台了《关于加强房地产税收管理的通知》，规定2005年6月1日后，对个人销售住房开始实行差异化的税收征免政策，一方面，按照住房持有年限划分，销售不足2年的住房的，全额征收营业税；另一方面，按照住房性质划分，销售超过2年（含2年）的非普通住房的，差征收营业税，销售超过2年（含2年）的普通住房的，免征营业税。
- 3) **2006年6月：2改5。**为贯彻落实《关于调整住房供应结构稳定住房价格意见的通知》，进一步抑制投机和投资性购房需求，加强个人住房转让营业税征收管理，财政部、税务总局出台了《关于调整房地产营业税有关政策的通知》规定，2006年6月1日后，将个人销售住房营业税免征年限由2年调整到5年，**税收调节政策进一步收紧。**
- 4) **2008年12月：5改2。**为贯彻落实《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，按照进一步鼓励普通商品住房消费的精神，促进房地产市场健康发展，2008年12月29日，财政部、税务总局出台了《关于个人住房转让营业税政策的通知》规定在2009年1月1日至12月31日期间，将现行个人购买普通住房超过5年（含5年）转让免征营业税，改为超过2年（含2年）转让免征营业税；将个人购买普通住房不足2年转让的，由按其转让收入全额征收营业税，改为按其转让收入减去购买住房原价的差额征收营业税。**这一时期，对住房转让环节营业税暂定1年实行减免政策，税收调节政策有所放松。**
- 5) **2010年1月：2改5。**在2009年对住房转让环节营业税暂定1年实行减免政策之后，2009年12月22日，财政部、税务总局下发了《关于个人住房转让营业税政策的通知》，再度将个人销售住房营业税的免征年限由2年调整到5年，要求各地严格清理与房地产有关的越权减免税。**这一时期，税收调节政策收紧。**
- 6) **2011年1月：微调，仍为5年。**2011年1月27日，为了促进房地产市场健康发展，财政部、税务总局下发了《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，对2010年1月的政策进行了微调，将销售不足5年的住房统一全额征收营业税，不再根据普通住宅和非普通住宅实行差异化的税收政策。

7) **2015年3月：5改2。**2015年3月30日，财政部、税务总局发布《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，又将个人销售住房营业税的征免年限由5年调整到2年。**这一时期，税收调节政策有所放松。**

8) **2016年2月：开始实行区域化差异政策。**2016年2月17日，财政部、税务总局、住建部下发了《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，开始实行区域化差异政策，税收政策调节的针对性更强。对北京、上海、广州、深圳四个一线城市仍按2015年3月的政策规定执行（即一线城市仍然区分普宅非普宅，一线城市普宅满2年免征，不满2年全额征收，一线非普宅满2年差额征收，不满2年全额征收）；对其他地区，则对销售不足2年的住房的，全额征收营业税；销售2年以上（含2年）的住房的，免征营业税，不再区分房屋性质，这也是**首次对2年以上的非普通住房采取免税政策**。2016年3月23日，财政部、税务总局发布《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》，住房对外销售的营业税改为增值税，免征年限仍以2年为判断基准，继续实行区域化差异政策。**增值税免征年限2年（一线城市差异化政策）的政策一直实行至2024年，才在国家层面进行调整。**

9) **2020-2021年因城施策部分城市上调了免征年限为5年。**2020年7月15日，深圳最先出台调整政策，随后8月30日、9月6日和9月14日，无锡、沈阳和成都市分别跟进出台了调整政策。2021年1月21日、4月21日，上海、广州也将免征年限上调为5年。

10) **2024年11月：时隔8年再度在国家层面进行调整，一线城市普宅与非普宅标准取消后，将与全国其他地区统一，仅按照年限区分（2年）。**2024年11月12日，财政部、税务总局发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，规定北京、上海、广州、深圳凡取消普通住宅和非普通住宅标准的，取消后与全国其他地区适用统一的个人销售住房增值税政策，对该城市个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征增值税。

11) **2025年12月：个人销售住房增值税税率从5%下降至3%，降至历史最低水平。**2025年12月30日，财政部、国家税务总局发布《关于个人销售住房增值税政策的公告》，自2026年1月1日起，个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征增值税；个人将购买不足2年的住房对外销售的，按照3%的征收率全额缴纳增值税。

综上所述，十多年来，伴随着国家对房地产市场调控策略的变化，我国个人住房的增值税（营业税）征免政策屡次调整，经历了从全国统一的无差异政策到区域化差异政策，再到全国统一；从以普通住房和非普通住房为划分，到取消普宅与非普宅标准后的统一实施；再到从因城施策到统一以2年为征免年限；再到税率从5%下调至3%。**我们认为，增值税其流转税的性质，决定了在个人转让住房过程中有着重要影响，从历史情况来看，缩短免征年限对于楼市量价起到了一定的带动作用。若未来能突破2年的免征年限限制，进一步缩短免征年限，可能对楼市产生积极的影响。**

图表 90. 个人销售住房增值税（营业税）征免国家政策

开始时间	结束时间	征免年限	房屋性质	具体政策	政策文件
2003年1月15日	2005年5月31日	无	住房	个人销售或转让其购置的住房，以全部收入减去购置或受让原价后的余额为营业额	财政部 国家税务总局关于营业税若干政策问题的通知（财税〔2003〕16号）
2005年6月1日	2006年5月31日	<2年	住房	全额征收营业税	国家税务总局 财政部 建设部关于加强房地产税收管理的通知（国税发〔2005〕89号）
		≥2年	普通住房 非普通住房	免征营业税 售房收入减去购买房屋价款后的差额缴纳营业税	
2006年6月1日	2008年12月31日	<5年	住房	全额征收营业税	财政部 国家税务总局关于调整房地产营业税有关政策的通知（财税〔2006〕75号）
		≥5年	普通住房 非普通住房	免征营业税 销售收入减去购买房屋的价款后的余额征收营业税	
		<2年	普通住房 非普通住房	销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税	
2009年1月1日	2009年12月31日	≥2年	普通住房 非普通住房	全额征收营业税 销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税	财政部 国家税务总局关于个人住房转让营业税政策的通知（财税〔2008〕174号）
		<2年	普通住房 非普通住房	销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税	
2010年1月1日	2011年1月27日	<5年	普通住房 非普通住房	全额征收营业税 销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税	财政部 国家税务总局关于个人住房转让营业税政策的通知（财税〔2009〕157号）
		≥5年	普通住房 非普通住房	免征营业税 销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税	
		<5年	住房	全额征收营业税	
2011年1月28日	2015年2月28日	≥5年	普通住房 非普通住房	免征营业税 销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税	财政部 国家税务总局关于调整个人住房转让营业税政策的通知（财税〔2011〕12号）
		<2年	住房	全额征收营业税	
2015年3月31日	2016年2月21日	≥2年	普通住房 非普通住房	免征营业税 销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税	财政部 国家税务总局关于调整个人住房转让营业税政策的通知（财税〔2015〕39号）
		<2年	住房	全额征收营业税	
		<2年	住房	全额征收营业税	
2016年2月22日	2016年4月30日	≥2年	普通住房	免征营业税	财政部 国家税务总局 住房城乡建设部关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知（财税〔2016〕23号）
		<2年	住房	全额征收营业税	
		<2年	住房	全额征收营业税	
		≥2年	非普通住房	销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税	
2016年5月1日 (营改增, 政策内容不变)	2024年11月11日	<2年	住房	北京、上海、广州、深圳以外其他地区 按照5%的征收率全额缴纳增值税	财政部 国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知（财税〔2016〕36号）
		≥2年	住房	北京、上海、广州、深圳地区 免征增值税	
		<2年	住房	北京、上海、广州、深圳地区 按照5%的征收率全额缴纳增值税	
		≥2年	普通住房 非普通住房	北京、上海、广州、深圳地区 免征增值税 销售收入减去购买住房价款后的差额按照5%的征收率缴纳增值税	
2024年11月12日 (全国统一)	2025年12月31日	<2年	住房	(全国统一) 按照5%的征收率全额缴纳增值税	财政部、税务总局《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》
		≥2年	住房	(全国统一) 免征增值税	
2025年12月30日 (2026年1月1日起执行) (税率下调)		<2年	住房	按照3%的征收率全额缴纳增值税	财政部、国家税务总局《关于个人销售住房增值税政策的公告》
		≥2年	住房	免征增值税	

资料来源：财政部，国家税务总局，国务院，住建部，中银证券

备注：红色为调整内容。

图表 91. 2020-2021 年因城施策部分城市上调了免征年限为 5 年

城市	2020-2021 年部分城市个人住房转让增值税免征年限由 2 年提高至 5 年	2022-2024 年部分城市个人住房转让增值税免征年限由 5 年下调至 2 年
	调整时间	调整时间
深圳	2020年7月15日	2024年10月1日
无锡	2020年8月30日	2022年5月1日
沈阳	2020年9月6日	2022年4月26日
成都	2020年9月14日	2022年6月1日
上海	2021年1月21日	2024年10月1日
广州	2021年4月21日	2023年9月20日

资料来源：上海市住房和城乡建设管理委，上海市财政局，上海市税务局，上海市房屋管理局，人民银行上海总部，上海金融监管局，广州市税务局，广州市住建局，广州市人民政府办公厅，深圳市税务局，深圳市住建局，深圳市税务局，中国人民银行深圳市分行，国家金融监督管理总局深圳监管局，沈阳市房产局，沈阳市自然资源局，沈阳市城乡建设局，国家税务总局沈阳市税务局，无锡市人民政府办公室，无锡市住房和城乡建设局，无锡市财政局，国家税务总局无锡市税务局，成都市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室，中银证券

图表 92. 从历史情况来看，缩短免征年限对于楼市量价起到了一定的带动作用



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

### 3.3.4 探索提高房贷抵个税的额度、试点住房装修抵个税的可行性

我们认为，未来适当提高房贷抵个税的额度是可行措施。根据 2018 年 12 月 13 日国务院发布的《个人所得税专项附加扣除暂行办法》，房贷/房租抵扣额度标准为：1) 房贷利息抵扣：每月固定 1000 元，需为首套住房贷款（认贷不认房），扣除期限最长 240 个月。2) 住房租金抵扣：按城市等级分档：直辖市、省会城市等：每月 1500 元；市辖区人口超 100 万城市：每月 1100 元；市辖区人口 ≤ 100 万城市：每月 800 元。

对比房贷/房租的个税抵扣额度可以发现，当前在大城市的房贷利息抵扣个税额度是小于租房抵扣的，存在一定的不合理性。在直辖市、省会城市、市辖区人口超 100 万城市等租房，租金抵扣额度高于房贷利息抵扣；在市辖区人口 ≤ 100 万城市，房贷利息抵扣额度更高。

我们认为，房贷利息抵扣个税这个政策应该根据实际市场的情况动态更新，先行政策已经过时。尤其是在大城市，居民的房贷压力显然是更大的，我们建议，一方面可以考虑整体提高抵扣额度，另一方面也可以根据城市能级略作区分，高能级城市抵扣额度可以更高。此外，此前的规定是只有首套才能抵扣，置换后的抵扣存在难点，这方面也可以进行优化。

图表 93. 在直辖市、省会城市等租房，租金抵扣额度（1500 元）高于房贷利息抵扣（1000 元）；在市辖区人口超 100 万城市，租金抵扣 1100 元与房贷抵扣 1000 元相近；在市辖区人口 ≤ 100 万城市，房贷抵扣额度更高

	房贷利息抵扣个税额度（每月）	住房租金抵扣个税额度（每月）
直辖市、省会城市	1000	1500
市辖区人口超 100 万城市	1000	1100
市辖区人口 ≤ 100 万城市	1000	800

资料来源：国务院，中银证券

当前住房装修抵扣个税的政策是仅在房屋转让的时候可以抵扣房屋交易个税，未来可以探索不涉及房屋转让的住房装修抵扣个税政策。根据 2006 年 7 月国家税务总局《关于个人住房转让所得征收个人所得税有关问题的通知》，对转让住房收入计算个人所得税应纳税所得额时，允许从其转让收入中减除房屋原值、转让住房过程中缴纳的税金及有关合理费用（“合理费用”指纳税人按照规定实际支付的住房装修费用、住房贷款利息、手续费、公证费等费用）。同时还规定了可扣除的装修费用上限：已购公有住房、经济适用房最高扣除限额为房屋原值的 15%；商品房及其他住房最高扣除限额为房屋原值的 10%。从现行政策来看，仅在房屋转让的时候住房装修费用可以抵扣房屋交易中的个人所得税，未来可以探索不涉及房屋转让，住房装修抵个税政策。

### 3.4 城市更新：城中村改造房票补偿规模扩大，有助于缓解政府短期集中支付压力以及去库存

房票安置是加速推动城中村改造的重要举措。“房票”是指对被征收人的房屋安置补偿权益进行货币量化，由征收人出具给被征收人购买房屋的结算凭证。被征收人可自行向参与房票安置工作的房企购买商品，并用房票结算。房企在收到房票后，向旧改项目相关主体申请兑付。

我们认为，房票安置制度一方面，有助于缓解政府短期集中的支付压力。房票安置比实物安置的效率会更高，同时，从支付节点来看，不同被拆迁人的兑付时间不同，政府与开发商结算的时间也不同，如果得到广泛推广，将缓解政府一次性支付压力。另一方面，有助于去库存。在使用期限方面，当前各地房票政策存在一定差异，但基本跨度为 6-24 个月，部分城市的转化速度是快于当前市场的去化周期的，以此实现对短期去化的刺激。

房票政策最先于 2014 年由浙江诸暨率先使用，诸暨的房票经验后在全省推广，2014 年至 2017 年浙江省累计发放房票 4402 张。2015 年安徽省安庆市政府为探索推进农村土地规模经营和实现农村社区制，结合当地实际推出了房票政策，自 2015 年 12 月 7 日安庆市发放首张房票至 12 月 31 日，不到一个月的时间内市区 9 个棚改项目累计签订协议 2869 份，其中房票安置 4576 套、货币化安置 588 套，开出房票 2543 套、共计 14.26 亿元，房票安置率近 90%。在房票制度的带动下，安庆市的 9 个棚改项目仅用了一个月时间就进入了征迁及安置阶段。2016-2018 年，在棚改货币化浪潮之下，房票政策在很多城市得到推广，但这一阶段一线城市并未参与运用房票制度。随着大规模棚改结束，房票安置暴露问题，如房源仅限新房、禁止转让、流动性差、奖励吸引力不足等，多地暂停实施，仅河南郑州、浙江宁波、江苏常熟等少数城市保留房票试点，但效果平淡。

2022 年后，国家出台在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见，房票再度被越来越多的城市采用，也是房票新一轮复苏与创新时期。根据中指院，2024 年以来超 130 地出台、优化房票安置政策，其中一线城市也在本轮周期中相继跟进落地。2024 年 1 月 4 日，《广州市房票安置实施方案》发布，成为首个实行房票安置的一线城市，1 月 5 日广州市荔湾区开出了全市第一张房票。北京通州区在 2024 年中发布政策征求意见稿；深圳则在 2025 年政府工作报告中明确将稳妥推进房票安置；2024 年开始上海金山、青浦、嘉定、浦东、松江、普陀等多个区域逐步开展房票安置试点工作。在部分二三线城市，房票安置的使用情形也更加灵活，即允许房票转让、拆分、组合使用，除了新房，也可购买二手房，全市通用，灵活性大增。

从落地效果来看，由于大部分城市的房票安置都还处于探索阶段，具体的转化成果披露不多，以下城市取得了阶段性的效果。

1) 广州：2025 年 12 月 22 日，由广州住建局举办广州市房票政策宣传活动中，公布了今年以来广州发放房票的整体情况。截至 12 月初，广州全市累计发放 1411 张房票，发放金额 18.68 亿元，已使用 1041 张房票（跨区使用 153 张，使用率超七成），消化存量商品房 792 套（含 9 个车位），其中城中村改造项目共发放 1245 张房票，发放金额 15.41 亿元。另有通过房票认购房源约 5500 套，认购面积超 55 万平，认购资金约 98 亿元。具体到各区的表现上，南沙区今年已发放财政资金房票 9900 万元、外单位委托征收项目（地铁项目）房票 1.1 亿元，近期还有 40 张房票在审核过程中。黄埔区截至 11 月，全区房票认购已突破 5000 套，面积突破 50 万平，总金额超 88 亿元。而黄埔 2025 年 1-11 月商品住宅成交 6445 套，较去年同时期增长 19%，房票成为激活市场的重要力量。根据克而瑞，2025 年 1-11 月广州全市 83 个板块商品住宅成交金额共计 2170 亿元，有三个板块成交金额突破百亿，其中旧黄埔板块、后天河板块在房票置换的带动下，成交金额分别为 109 亿元、106 亿元，较往年同期翻倍增长，在库存规模上，根据克而瑞，截至 2025 年 11 月末，后天河板块商品住宅库存 2117 套，较近一年最高位减少 536 套，去化周期 14.5 个月，较高位时期 38.5 个月减少 24 个月。

2) 上海：上海嘉定区截至 2025 年 11 月 23 日核发房票 463 张，总金额约 26.44 亿元，全区“房源超市”预定房源 412 套，已支付定金的超过 389 套。金山区 2025 年累计发放房票 51 张，其中 48 张已使用。

3) 深圳：起步较晚，2025 年 3 月深圳市住建局在《关于规范城市更新实施工作的若干意见》中才明确提出“建立房票制度，探索城市更新项目补偿安置多元化路径”，12 月 18 日，深圳市在城市轨道交通 27 号线工程（西丽段）西丽福光楼土地整备项目中，向被搬迁单位深圳市福光实业股份有限公司核发全市首张房票，票面价值达 4055 万元。

4) 南京：2023 年 1 月-2025 年 3 月，南京已发出近 1.1 万张房票，去化库存商品房 6200 多套。

5) 厦门：2024 年 10 月-2025 年 2 月 25 日，厦门累计开出房票金额 66.4 亿元，4 个月的使用率达 86%，撬动购房金额 100.3 亿元，去化面积 31.7 万平，约占同期新房销售面积的四成。

6) 郑州：2024 年 10 月-2025 年 1 月，郑州累计核发 2.37 万张房票、共计 150 亿元，以 2024 年 11 月为例，郑州通过房票安置签约商品房超过 2700 套，占全市当月成交量的三成以上。

图表 94. 部分城市的房票安置制度取得了阶段性的效果

城市	时间	房票使用情况
广州	2025.1-2025.12	截至 12 月初，广州市全市累计发放 <b>1411 张</b> 房票，发放金额 <b>18.68 亿元</b> ，已使用 1041 张房票（跨区使用 153 张，使用率超七成）， <b>消化存量商品房 792 套</b> （含 9 个车位），其中城中村改造项目共发放 1245 张房票，发放金额 15.41 亿元。另有通过房票 <b>认购房源约 5500 套</b> ，认购面积超 <b>55 万平</b> ，认购资金约 <b>98 亿元</b> 。
上海	2025 年	截至 2025 年 11 月 23 日，上海嘉定区核发房票 <b>463 张</b> ，总金额约 <b>26.44 亿元</b> ，全区“房源超市”预定房源 <b>412 套</b> ，已支付定金的超过 <b>389 套</b> 。 金山区 2025 年累计发放房票 <b>51 张</b> ，其中 <b>48 张</b> 已使用。
深圳	2025 年 12 月	2025 年 12 月 18 日，深圳市在城市轨道交通 27 号线工程（西丽段）西丽福光楼土地整备项目中，向被搬迁单位深圳市福光实业股份有限公司 <b>核发全市首张房票</b> ，票面价值达 4055 万元。
厦门	2024.10-2025.2	截至 2025 年 2 月 25 日，厦门累计开出房票金额 <b>66.4 亿元</b> ，4 个月的使用率达 86%，撬动购房金额 <b>100.3 亿元</b> ，去化面积 <b>31.7 万平</b> ， <b>约占同期新房销售面积的四成</b>
郑州	2024.10-2025.1	累计核发 <b>2.37 万张</b> 房票、共计 <b>150 亿元</b> 。 以 2024 年 11 月为例， <b>郑州通过房票安置签约商品房超过 2700 套</b> ，占全市当月成交量的三成以上。
南京	2023.1-2025.3	已发出近 <b>1.1 万张</b> 房票，去化库存商品房 <b>6200 多套</b> 。
赣州	2025.5	2025 年 5 月，赣州经开区共计 <b>826 户</b> 拆迁户选择房票安置，开出房票金额约 <b>3.5 亿元</b> 。

资料来源：一房一万，中指院，财联社，中银证券

我们认为，在期限设置、区域协同、奖励机制上实现系统性设计，适用于当地的市场情况，才能让房票既成为去化库存的有效工具。目前，各地房票政策在使用期限、奖励比例、通用范围及实施效果均有差异。1) 使用期限：跨度为 6-24 个月，其中多数地区将期限设定在 12-24 个月。沈阳将房票使用期限确定为 6 个月，其政策导向在于实施短期刺激，以促使持票人加快变现进程；而广州、深圳、珠海则为持票人提供了充裕的使用时间，使持票人能够从容地筛选房源。2) 奖励比例：各地房票政策通常在货币补偿总额的 3%—10% 区间内浮动，且会依据不同项目的特性有所差别。广州、郑州等地采取直接提升房票价值的方式，对刚需及改善客群产生了较强的吸引力；沈阳实行奖励与时间挂钩的机制，规定在 3 个月内使用房票可获得 10% 的奖励，6 个月内使用可获得 5% 的奖励，以此实现对短期去化的刺激；厦门的房票奖励比例仅为 4%，但其通过全市通用的模式，弥补了奖励力度相对较弱的不足。3) 适用范围：广州、深圳、厦门突破了区域壁垒的限制，持票人可以跨区域选择房源，这一做法有助于实现更大范围资源的优化配置；而上海的金山、青浦等区仅允许在本区内选择房源，若该区域内房源供应不足，容易导致房票闲置，从而削弱政策的实施效果。从实施效果来看，郑州与厦门借助高奖励和全市通用的政策设计，房票政策的实施取得了显著成效，对拆迁安置工作发挥了积极的促进作用。

图表 95. 各地房票政策在使用期限、奖励比例、通用范围及实施效果均有差异

项目	上海市 (金山区、青浦区、嘉定区)	北京市 (通州区)	广州市	深圳市	郑州市	南京市	杭州市 (萧山区)	厦门市	珠海市	沈阳市	南通市 (通州区)	苏州市 (高新区)
使用期限	18 个月	12 个月	24 个月	24 个月	12 个月	12 个月	18 个月	12 个月	24 个月	6 个月	12 个月	至 2025 年 10 月 31 日
奖励比例	3%-10%	最高 5% 的购房奖励	最高 10%	5% 安置奖励	10%	最高 10%	10%	最高 4%	5%	三个月内使用奖励 10%，6 个月内使用奖励 5%	未涉及	未涉及
通用范围	本区	本区	全市	全市	全市	江宁区、雨花台区等	本区	全市	全市	全市	本区	本区
实施效果	嘉定区截至 2025 年 11 月 23 日核发房票 463 张，总金额约 26.44 亿元，预定房源 412 套，已支付定金超过 389 套。金山区 2025 年累计发放房票 51 张，其中 48 张已使用。	-	缩短了安置周期达到 50% 以上。25 年 1-12 月初广州累计发放 1411 张房票，发放金额 18.68 亿元，已使用 1041 张房票 (跨区使用 153 张，使用率超七成)，消化存量商品房 792 套 (含 9 个车位)。另有通过房票认购房源约 5500 套，认购面积超 55 万平，认购资金约 98 亿元。	重点去化龙岗、坪山库存	核发房票 150 亿元。去化 130 万平。	2023 年 1 月-2025 年 3 月，南京已发出近 1.1 万张房票，去化库存商品房 6200 多套。	2025 年 2 月发放首张房票 (小砾山改造)	4 个月撬动购房金额 100 亿元，去化面积 31.7 万平方米	缩短拆迁周期，减少临迁费支出	-	-	-

资料来源：上海城市管理编辑部，中银证券

### 3.5 盘活存量：“临时改变用途”、“支持功能兼容”、“松绑自持限制”共同构成未来盘活存量的政策工具箱

当前，我国房地产发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段，盘活利用存量房屋资源，已成为各地激发市场活力、优化空间结构、促进产业升级和保障民生的重要抓手。2025 年以来，上海、广州、杭州、成都、佛山等地相继出台针对性政策，通过制度创新破解存量盘活中的瓶颈问题，加速盘活存量资源。我们认为，杭州的临时改用途细则、上海的功能兼容模式、广佛的自持松绑经验等均可作为参考，共同构成未来盘活存量的政策工具箱，更多城市可推出相关政策。

#### 3.5.1 允许临时改变用途 (杭州模式)

临时改变房屋用途，短期对存量房屋进行利用，在使用期限后需对房屋用途进行恢复，使用更为灵活。2025 年 11 月，杭州公开征求《杭州市临时改变房屋用途实施细则》意见，对于临时改变房屋用途的多项规则进行了明确界定，明确首次申请期限最长不得超过五年，每次延续期限不得超过两年。《细则》明确申请临时改变房屋用途的适用范围为“国有建设用地上有合法权源证明的存量房屋”，用于发展国家、省、市支持的产业和行业，补齐民生短板，以及完善区域配套；符合《划拨用地目录》，或用于发展养老、文化创意、保障性租赁住房等符合国家过渡期支持政策相关产业和行业的，无需缴纳土地年收益，涉及缴纳土地年收益的，《细则》也确定用于几类情形的年收益缴纳标准。同时，《细则》也强调临时改变房屋用途的，不作为办理不动产登记依据，需要征收的，仍按原用途给予补偿。杭州作为全国首个落地《细则》的城市，为存量房屋临时改变用途设定了明确的边界和流程，为市场主体盘活存量房屋提供了明确的指引，也为其他城市或地区提供了借鉴。此外，其他也有城市针对存量房屋临时改变用途进行积极探索，短期、灵活的特点能够有效提高存量房屋的使用效率。广州在 2025 年 9 月发布的《广州市提高土地利用效率综合改革试点实施方案》中提出支持存量建筑临时转换使用功能，可按正面清单进行临时转换，期限为 5 年。佛山 2025 年 11 月落地的楼市新政中，支持探索存量合法商办用房按现状临时转换用于保障性住房、医疗、旅游休闲等公共服务或经营性用途，并按规定缴交用途转换土地价款或土地收益。

图表 96. 临时改变房屋用途相关政策梳理

城市	时间	政策名称	政策内容
广州	2025 年 9 月 23 日	《广州市提高土地利用效率综合改革试点实施方案》	支持存量建筑按正面清单临时转换功能，期限为 5 年
杭州	2025 年 11 月 12 日	《杭州市临时改变房屋用途实施细则》（征求意见稿）	明确适用范围为国有建设用地上有合法权源的存量房屋，用于支持产业、民生配套等；首次申请最长 5 年、延续不超 2 年；部分情形免缴土地年收益，临时改用途不作为不动产登记依据，征收按原用途补偿。
佛山	2025 年 11 月 20 日	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的若干措施的通知》	探索存量合法商办用房按现状临时转换为保障性住房、医疗、养老、文化创意、体育健身、旅游休闲等公共服务或经营性用途，并按规定缴交用途转换土地价款或土地收益。

资料来源：广州市规划和自然资源局，佛山市住房和城乡建设局，杭州市规划和自然资源局，中银证券

### 3.5.2 支持功能兼容（上海模式）

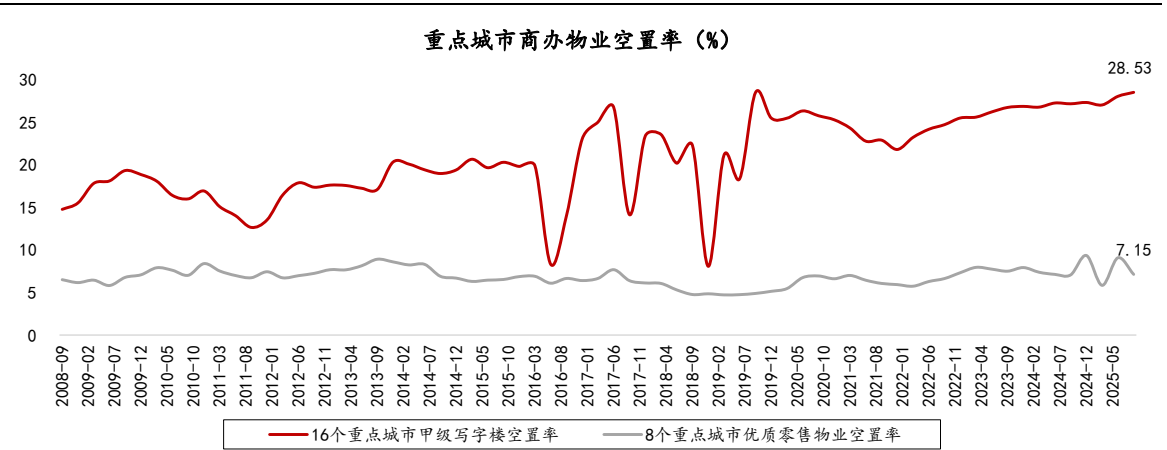
在主体功能不变的前提下，允许兼容导入其他辅助性或关联性业态，更好的提升存量商务楼宇空间利用效率，补齐功能短板，提升楼宇活力。2025 年 7 月，上海发布《关于推进商务楼宇更新提升的实施意见》，推出商务楼宇更新“六项举措、两项机制”，为解决传统商务楼宇功能单一、配套不齐的问题，支持存量商务楼宇分类兼容符合地区发展及人民生活需求的功能业态，其中明确：在城市主中心、副中心区域，根据周边产业岗位需求，适当增加服务公寓和人才公寓、医疗服务等功能；在地区中心区域强化职住平衡，允许商务楼宇兼容酒店、文化体育、租赁住房（含人才公寓）等功能；在社区中心区域支持引入初创企业、养老托育、租赁住房等功能。政策设定“主体不变、产证性质不变、结构不变”三条底线，确保商业办公核心属性不改变的前提下，允许兼容导入其他辅助性或关联性业态，提升空间利用效率。当前我国商办物业的空置率较高，根据房讯指数 CORC 统计，2025 年全国商办用房平均空置率超 20%，部分二线城市核心商圈空置率突破 35%，租金较 2020 年高点下跌 15%-20%。2025 年三季度 16 个重点城市甲级写字楼空置率为 28.5%，处于 2008 年三季度以来的最高水平；8 个重点城市优质零售物业空置率为 7.15%，同比提升 0.06 个百分点。我们认为，若上海模式可以在更多城市运用，将对存量盘活起到积极的作用。

图表 97. 支持功能兼容的相关政策梳理

城市	时间	政策名称	政策内容
上海	2025 年 7 月 3 日	《上海市人民政府办公厅关于推进商务楼宇更新提升的实施意见》	推出商务楼宇更新“六项举措、两项机制”，为解决传统商务楼宇功能单一、配套不齐的问题，支持存量商务楼宇分类兼容符合地区发展及人民生活需求的功能业态。 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 在城市主中心、副中心区域，根据周边产业岗位需求，适当增加服务公寓和人才公寓、医疗服务等功能；</li> <li>● 在地区中心区域强化职住平衡，允许商务楼宇兼容酒店、文化体育、租赁住房（含人才公寓）等功能；</li> <li>● 在社区中心区域支持引入初创企业、养老托育、租赁住房等功能。</li> </ul>

资料来源：上海市人民政府办公厅，中银证券

图表 98. 2025 年三季度 16 个重点城市甲级写字楼空置率为 28.5%，处于 2008 年三季度以来的最高水平；8 个重点城市优质零售物业空置率为 7.15%，同比提升 0.06 个百分点



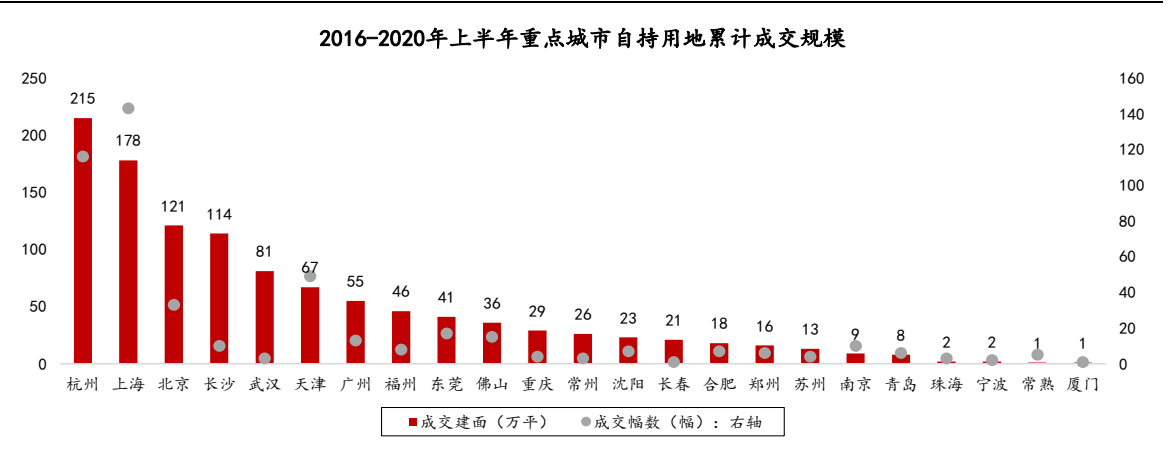
资料来源：万得，中银证券

备注：1) 甲级写字楼 16 个重点城市：北京、上海、广州、深圳、大连、南京、武汉、成都、厦门、长沙、天津、沈阳、杭州、青岛、重庆、西安。2) 优质零售物业 8 个重点城市：北京、上海、广州、深圳、成都、厦门、南京、杭州。

### 3.5.3 松绑自持限制（广佛模式），释放房企沉淀资产，缓解资金压力

通过松绑自持限制，解决历史形成的自持资产包袱问题，释放房企沉淀资产，缓解企业资金压力。此前多地采取“限地价、竞自持”的竞价规则调整土地竞拍热度，在这一规则下，不少企业手中拥有较大规模的自持商品住宅；同时，在过往土地供应中，常有自持商办物业的出让要求，导致较多商办物业由房企自持，一定程度拖累房企资金情况。2016年是自持用地出让元年，2016年2月，全国首宗自持用地——北京市朝阳区将台乡驼房营村地块以17%的自持比例成功出让，5月上海规定新拍住宅用地基本要求自持15%。2017年，土地市场异常火热，杭州、广州、佛山、珠海、天津等多个城市为了稳地价实行“竞自持”新规，2017年全国共有16个城市累计出让153宗自持用地，成交总建面达386万平。2018年以来，自持用地出让规模进入平稳期，2018年成交建面约300万平。2023年多地取消地价限制，放松自持限制。根据克而瑞，2016年-2020年6月，全国有37个城市出让485宗自持用地，累计自持建面达1208万平，其中自持用地成交主要集中在核心一二线城市，成交幅数占比近九成。

图表 99. 2016年-2020年6月，全国有37个城市出让485宗自持用地，累计自持建面达1208万平



资料来源：克而瑞，中银证券

近两年多地针对房企自持房屋政策进行优化，缓解企业压力，出台了多项政策措施。1) 自持商品住房方面，2024年10月，佛山落地楼市政策，其中明确允许自持商品住房上市流通，指出经政府同意并核算补缴相关费用后可转为普通商品住房上市流通；广州《广州市提高土地利用效率综合改革试点实施方案》中针对自持商品住房转为可售住房有更为明确的规定，指出项目所在行政区、板块新房去化周期均在18个月以下的，按要求补缴出让金后，可将自持住房转为可售住房入市；成都允许补缴土地出让金，将存量自持租赁住房转为普通商品住房并上市交易。2) 自持商办物业方面，广州指出可调整自持商办物业的持有比例，补缴出让金可将自持商办物业转为可售商办用房进行转让，并明确严禁分割散售；成都针对自持商办物业进行多项政策优化，一是允许调整自持比例，补缴土地出让金，可将调减部分进行转让，并明确分割销售的最小单元不小于整层或建筑面积不低于400平；二是允许向母公司、子公司或同一实际控制人的公司整体转让自持商业物业，以便于更好的进行资产整合等资本运作。

图表 100. 松绑自持限制的相关政策梳理

	城市	时间	政策名称	政策内容
自持商品住房	佛山	2024年10月24日	《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展的若干措施的通知》	允许自持商品住房上市流通，指出经政府同意并核算补缴相关费用后可转为普通商品住房上市流通。
	广州	2025年9月23日	《广州市提高土地利用效率综合改革试点实施方案》	项目所在行政区、板块新房去化周期均在18个月以下的，按要求补缴出让金后，可将自持住房转为可售住房入市。
	成都	2025年11月21日	《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展的若干措施的通知》	允许补缴土地出让金，将存量自持租赁住房转为普通商品住房并上市交易。
自持商办物业	广州	2025年9月23日	《广州市提高土地利用效率综合改革试点实施方案》	可调整自持商办物业的持有比例，补缴出让金可将自持商办物业转为可售商办用房进行转让，并明确严禁分割散售。
	成都	2025年11月21日	《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展的若干措施的通知》	针对自持商办物业进行多项政策优化，一是允许调整自持比例，补缴土地出让金，可将调减部分进行转让，并明确分割销售的最小单元不小于整层或建筑面积不低于400平；二是允许向母公司、子公司或同一实际控制人的公司整体转让自持商业物业，以便于更好的进行资产整合等资本运作。

资料来源：佛山市住建局，广州市规划和自然资源局，成都市住建局，成都市规划和自然资源局，成都市商务局，中银证券

## 4 下阶段地产行业的机遇在哪？

### 4.1 商业地产机遇：在新消费时代下，积极探索新场景建设的公司更具优势

#### 4.1.1 从政策导向看，24 年以来反复提及“打造新场景”，增量变化明显

从政策导向看，过去出台众多新消费支持政策，但均未涉及消费场景，而 2024 年以来反复提及“打造新场景”，增量变化明显。我们梳理了近几年中央关于提振消费的政策，2015 年 11 月国务院《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》中就提及了“以消费新热点、消费新模式为主要内容的消费升级”。2015-2023 年的政策主要聚焦在新消费，暂未提及新场景。2024 年开始反复提及“消费新场景”这一概念，2024 年 6 月发改委发布《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》，将“消费新场景”定义为消费新业态、新模式、新产品的系统集成；并提出“培育购物消费新场景”；2025 年 3 月，国务院发布《提振消费专项行动方案》，提出“支持推广消费新业态新模式”、“创新多元消费场景”；9 月出台的《关于扩大服务消费的若干政策措施》中提出“开展消费新业态新模式新场景试点城市建设”；10 月末出台的“十五五”规划建议中也在“消费”相关章节提及“打造一批带动面广、显示度高的消费新场景”、“建立健全适应消费新业态新模式新场景的管理办法”。

我们认为，以往同质化的传统商业已经无法满足当下多样化的新消费需求，商业地产有必要积极调改转型，围绕消费群体偏好变化进行新业态、新呈现形式的创新探索，打造新消费的实体商业场景，未来商业地产领域机遇将增加。

图表 101. 从政策导向看，过去出台众多新消费支持政策，但均未涉及消费场景，2024 年以来反复提及“打造新场景”



资料来源：国务院，发改委，商务部，中银证券

2025 年 11 月 25 日，商务部、发改委等印发《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》。我们从《方案》中可以明确看到未来商业地产在新业态、新模式、新场景的发力方向。

新业态：万亿级消费赛道划定，为商业地产提供了清晰的业态适配方向。《方案》规定，到 2027 年，消费品供给结构明显优化，形成 3 个万亿级消费领域和 10 个千亿级消费热点；聚焦智能网联新能源汽车、智能家居、消费电子、现代纺织、食品、绿色建材等重点行业。

我们认为，三大万亿级赛道与千亿级热点的协同发展，构建起多元化消费需求矩阵，商业地产需摒弃传统“业态堆砌”模式，根据区域消费特征精准匹配赛道资源。例如一、二线城市核心商圈可以聚焦智能消费、首店经济、沉浸式体验，重点布局智能网联汽车体验中心、智能家居旗舰店、潮玩IP展馆等业态；三四线城市及县域商业则可以侧重绿色消费下沉、便民服务升级，加大节能家电卖场、社区健康服务站、户外运动装备店等业态的布局力度，形成差异化竞争格局。

**新模式：商业地产打造成为“消费数据枢纽”与“体验连接平台”，链接品牌方与消费者，倒逼商业地产从空间运营到价值共创转型。**《方案》提出：推广高效响应制造新模式。积极推广柔性化与定制化模式，实施“千厂千面”改造计划，建立“用户需求—智能设计—柔性生产”全链条数字化体系。在家电、家具、制鞋、箱包、纺织、化妆品等行业培育一批柔性制造工厂。支持企业、行业协会等建立消费品数据中台，将消费大数据与生产系统实时对接，推广用户参与设计等模式，推动生产高效响应消费者个性化需求。

我们认为，传统商业地产以“空间租赁”为核心盈利模式，与品牌方、消费者形成单向传导关系，而政策推动的供需精准匹配要求商业地产成为“消费数据枢纽”与“体验连接平台”，打通从消费需求收集到产品优化迭代的闭环。消费市场从简单买卖关系向动态价值共创转变，重塑了商业地产的运营逻辑。

一方面，数据驱动成为商业地产转型的核心支撑。《方案》鼓励消费大数据与生产系统实时对接。商业地产作为消费场景的载体，天然具备消费行为数据采集优势，可以通过智能导购系统、会员管理平台、消费动线监测等工具，精准捕捉消费者对产品功能、体验场景、服务模式的需求偏好，为品牌方提供数据支持。这种“数据赋能+联合运营”的模式，正在取代传统租赁关系，成为商业地产与品牌方的核心合作形态。

另一方面，柔性化定制模式的推广，推动商业地产场景设计向“模块化、可调整”转型。例如，商业地产可打破固定铺位格局，采用可移动隔断、灵活供电系统、模块化装修设计，满足品牌方根据产品迭代调整展示场景的需求。部分新兴商业体已推出“灵活铺位”的租赁模式，铺位面积可根据品牌需求在30-200平之间自由组合，租赁周期从3个月到2年灵活调整，适配首店试运营、潮品快闪、主题展览等多元需求，这类铺位的出租率较固定铺位高出35%。

**新场景：根据《方案》，首店经济、平台消费、共享消费，是未来商业地产场景创新的方向。**

**a) 首店经济：**由于首店自带高关注度+高话题度+强引流能力，商业地产可以通过“首店矩阵”+媒体营销，吸引大批年轻消费群体打卡，为场内品牌带来更高的曝光度和客流量。2024年全国74座城市迎来超7000家新首店，同比增长36%，较2022年增长79%。其中，二次元首店成“增量”利器，2022-2024年全国二次元相关品牌首店数量大幅增长668%，占比由0.7%涨至3.1%。

**b) 平台消费：**商业地产正在构建“线上线下一体化”运营体系。《方案》支持有序发展直播电商、即时零售等新业态。商业地产可以打破物理空间限制，搭建线上销售渠道与即时配送网络。商业地产企业可与主流外卖平台、直播机构合作，推出“商场直播专场”进活动，组织入驻品牌开展线上直播带货，同时整合商场内餐饮、零售、生活服务等业态，提供1小时即时配送服务。这种“线下场景体验+线上即时送达”的模式，正在成为商业地产的新型运营形态。例如，上海兴业太古汇与电商平台合作，在夜间时段举办直播购物节，主播带领观众逛遍商场内的各个店铺，介绍商品特点和优惠活动，消费者通过直播平台下单，商场负责配送或提供自提点，取得了良好的销售业绩。

**c) 共享消费：**为商业地产补充了便民服务场景。《方案》鼓励在商超、医院、游乐园等公共场所推广共享轮椅、共享婴幼儿推车等模式。商业地产作为高频消费场景，成为共享消费的重要载体。除了基础共享设施，商业体可以引入共享办公、共享直播间、共享试衣间等新型共享业态，既丰富了消费场景，又提升了空间利用率。根据飘马商业地产数据显示，引入共享业态的商业体，消费者停留时间平均延长40分钟，二次消费转化率提升12%，共享业态已成为提升商业地产运营效率的重要补充。

此外，《方案》聚焦婴童、学生、青年、老年等不同人群需求，提出精准化供给策略，这要求商业地产摒弃“一刀切”的运营模式，针对不同人群打造专属消费场景。

**a) 婴童消费领域，**《方案》提出推动产品精细化、品质化、智能化发展。当前有众多商业地产项目中已出现专业化婴童主题商业体，涵盖智能喂养用品卖场、婴幼儿游泳中心、亲子绘本馆、儿童职业体验园等业态，同时配套母婴室、儿童卫生间、临时托管中心等设施，满足家庭式消费需求。这类主题商业体的客单价较综合型商场婴童业态高出50%以上，周末客流峰值可达常规商场的3倍。

b) 学生用品供给的升级，推动商业地产布局“智能文具+教育体验”场景。《方案》提出研发保护视力、脊椎的学生用品，推动“传统文具+智能软硬件”融合；推出系列 IP 联名文具等产品。商业地产可以引入智能文具专卖店、学习能力提升中心、科普体验馆等业态。部分商场已开设“学生成长体验区”，整合智能学习设备展示、课后辅导、兴趣培养等服务，吸引家庭客群高频消费。针对青少年群体的兴趣需求，商业地产还引入了电竞馆、手作工坊、潮流集合店等业态，打造年轻化消费场景。

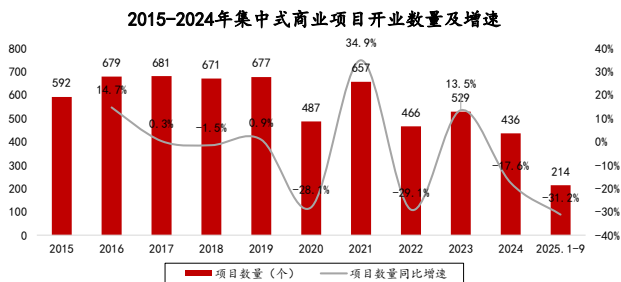
c) 适老化改造成为商业地产的重要升级方向。《方案》要求优化适老化产品供给，设立银发消费专区。商业地产可以从硬件设施到业态布局进行全方位适老化调整。硬件方面，增设无障碍通道、扶手、防滑地面、大字标识等设施，配备老年人休息区、医疗应急站；业态方面，引入养老机器人、护理床等适老化产品专卖店，开设老年大学、健康管理中心、银发旅游服务站等业态。

d) 青年群体的时尚消费与兴趣消费需求，推动商业地产打造“潮玩+文创+社交”复合场景。《方案》要求扩大时尚“潮品”供给；围绕时装穿搭、艺术饰品、美容美妆等领域；支持培育时尚潮品原创品牌，在服装鞋靴、箱包、黄金珠宝、手表等领域打造国际轻奢、高端品牌；鼓励私人形象定制、节日穿搭定制等服务模式创新。商业地产可以积极引入潮牌集合店、原创设计师品牌、个性化定制工作室等业态，同时搭建社交场景，如潮流主题街区、剧本杀场馆等，满足青年群体的社交需求。

### 4.1.2 我国商业地产发展已经进入“存量时代”，创新模式多元发展

2025 年全国新开业商业项目数量、体量均创新低；商业地产发展已经进入“存量时代”。根据赢商网，2025 年 1-9 月全国新开业集中式商业项目（包含购物中心、独立百货、奥特莱斯等）214 个，新开业商业总体量约 1599 万平，同比分别下降 31%、29%，我们预计全年新增的数量、体量将创 2015 年以来新低。截至 2025 年 9 月末，全国已开业集中式商业项目达 9266 个，面积 6.61 亿平。从过去十年的情况来看，新开业增量在 2017 年达到峰值后增速下行，2020 年大幅缩减，市场进入低位徘徊的新周期。商业存量时代的经营压力不断加剧，一方面是存量焕新、增量入市带来的规模压力；另一方面是连锁品牌普遍放缓扩张，甚至关店收缩规模，商场面临招商难题。

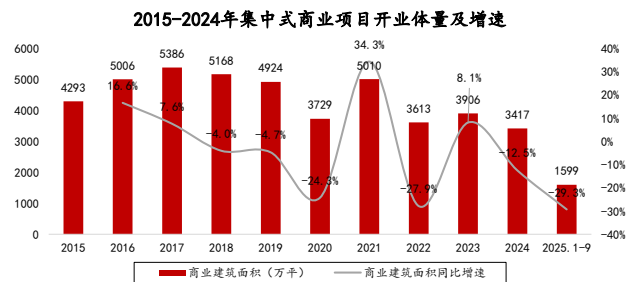
图表 102. 2025 年 1-9 月全国新开业集中式商业项目（包含购物中心、独立百货、奥特莱斯等）214 个，同比下降 31%



资料来源：赢商网，中银证券

数据说明：1) 统计范围为全国 368 个城市（不含港澳台），项目类型包含购物中心、独立百货、奥特莱斯等；2) 统计数据包含新建开业项目、存量改造开业项目、试营业项目。

图表 103. 2025 年 1-9 月全国新开业集中式商业项目（包含购物中心、独立百货、奥特莱斯等）总体量约 1599 万平，同比下降 29%



资料来源：赢商网，中银证券

数据说明：1) 统计范围为全国 368 个城市（不含港澳台），项目类型包含购物中心、独立百货、奥特莱斯等；2) 统计数据包含新建开业项目、存量改造开业项目、试营业项目。

存量改造开业项目占比达四分之一，存量改造、城市更新推动城市商业焕发新生。从 2025 年前三季度全国新开业商业项目来看，释放出几大新信号：

1) 存量改造开业项目占比达四分之一，存量改造、城市更新推动城市商业焕发新生。根据赢商网，2025 年前三季度开业的 214 个集中商业项目中，新增量项目占比 75%，存量改造开业项目占比 25%。存量改造开业项目整体体量较大，平均达 8 万平/个，有烂尾项目的改造、物业转型购物中心（老百货商场、商超物业、菜市场、批发市场、电子城等类型物业的转型）、旧物业升级、轻资产项目更换运营方等多种类型的改造，还有对空置物业、废弃厂房/园区的盘活，对历史文化街区的重塑与活化等。

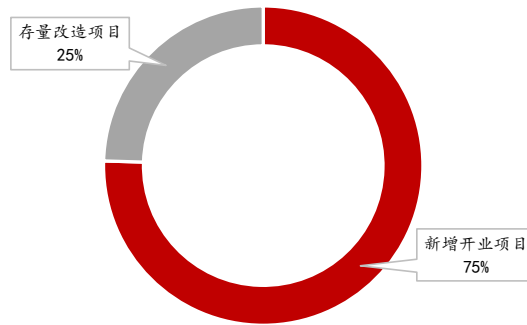
2) 改造方向有：a) 二次元主题商场最为火热，如上海巴黎春天·悦汇天山、重庆 S95 超次元中心、成都购次元 K88、无锡 MEGA 明珠、大连奥电未来城等均为存量改造类的二次元主题商场。

b) 京东 MALL 则是继二次元主题之后，又一个存量项目改造的新出路，如深圳南山海雅缤纷广场、北京家乐福双井店、北京永外海户屯批发市场等，均改造为京东 MALL。

3) 存量改造之外，城市更新还带来多个由废弃园区厂房、老码头、古村落活化项目，多以创新非标商业形式呈现，如：天津天拖·巷往 1956，为天拖老厂区活化项目，重新打造工业风沉浸式年轻新街区；威海威·至海港湾为百年老港码头活化为超级滨海综合体；广州花厅坊，是 900 年古村落化身的岭南文旅新地标。

图表 104. 2025 年前三季度开业的 214 个集中商业项目中，新增量项目占比 75%，存量改造开业项目占比 25%

2025年前三季度开业集中商业项目：新增&存量改造占比



资料来源：赢商网，中银证券

图表 105. 2025 年部分开业存量改造商业项目

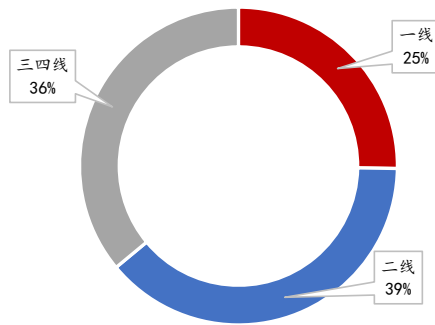
2025 年部分开业存量改造商业项目			
城市	项目名称	商业建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	开业时间
南京	南京曼度·乐福里 (原大桥南路家乐福)	2.0	2025-08-29
常州	常州歌林公园 (原经开区爱琴海购物公园)	15.6	2025-09-30
宿迁	宿迁远洋未来广场 (原爱琴海购物公园)	12.0	2025-09-30
青岛	青岛即墨吾悦广场 (原即墨尚海广场)	10.0	2025-09-26
江门	江门利和广场 (原金汇广场)	13.0	2025-09-21
汕头	汕头星汇国际广场 (原汕头卜蜂中心)	6.8	2025-09-26
武汉	武汉德成生活中心 (原德成生活中心麦德龙商场)	7.6	2025-09-27
长沙	长沙北辰荟 (原长沙北辰三角洲大悦城)	14.0	2025-09-20
周口	周口项城万达广场 (原项城恒太城)	7.75	2025-09-26
赣州	赣州巨亿万达广场 (原九方巨亿广场)	7.3	2025-07-18
西安	西安星悦 mall (原民生骡马市物中心)	1.6	2025-07-11
咸阳	咸阳蓝波国际购物中心 (原蓝波国际购物广场)	10.0	2025-08-01
呼和浩特	呼和浩特万象城 (原鄂尔多斯广场)	15.7	2025-07-04
沈阳	沈阳佳梦达购物中心 (原佳梦达)	5.3	2025-09-27
沈阳	沈阳乐众汇 (原恒大都市广场 B 馆)	8.0	2025-07-01

资料来源：赢商网，中银证券

商业高线城市主要市场地位不变，下沉市场县域商业活跃。2025 年 1-9 月新开项目中，商业高线城市的主要市场地位不变，且表现相当突出，占比超六成。从城市看，北京开业量为全国第一，共 13 个项目，体量 94 万平，深圳、上海、重庆数量并列第二位；拉萨、泰州、贺州、黔东南、临沂等多个下沉城市表现也较为活跃。在下沉市场，县域商业开始活跃。例如黄冈黄梅武商广场、钦州灵山光大商业广场、咸阳蓝波国际购物中心、拉萨新世界购物广场、阿克苏新和玫瑰商业中心均为县域商业，佛山顺德还迎来了镇街商业——龙江 LESSO 领尚中心 L.PLUS。

图表 106. 2025 年 1-9 月新开商业项目中，一二线城市占比超六成

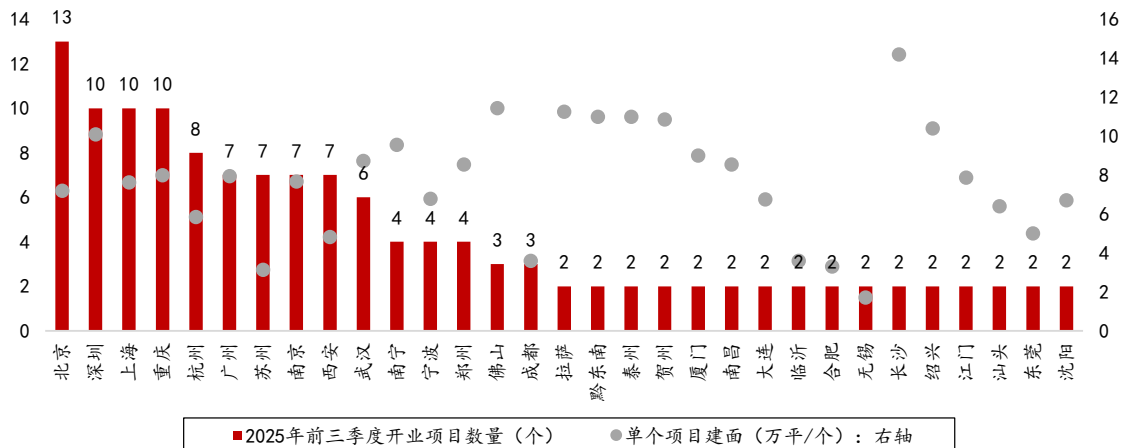
2025 年前三季度开业集中商业项目数量城市能级分布



资料来源：赢商网，中银证券

图表 107. 2025 年 1-9 月新开商业项目中，北京开业量为全国第一，共 13 个项目，体量 94 万平，深圳、上海、重庆数量并列第二位

2025 年前三季度开业集中式商业项目数量>2 个的城市



资料来源：赢商网，中银证券

从 2025 年前三季度开业项目看，奥特莱斯、特色主题 mall、复合型非标商业正成为几大差异化突围路径。

**奥特莱斯逆周期繁荣，理性消费浪潮下，品质折扣业态逆势上扬。** 1) 城市奥莱品牌“荟品仓”接连在苏州、南京、无锡、泰安、上海等地开出新店，近两年已经在华东区连续新开了 40 多家卖场，门店规模平均都在万平以上；京东奥莱也在全国积极推进门店扩张。2) 综合体奥莱，则主打城市微度假+品牌折扣消费，更符合城市白领消费需求，如唐风文旅奥莱——宁波前湾盛世里文旅·奥特莱斯，融合“名品折扣+婚宴业态+特色美食”等的泰州中健玛玺（靖江）奥特莱斯活力小镇。

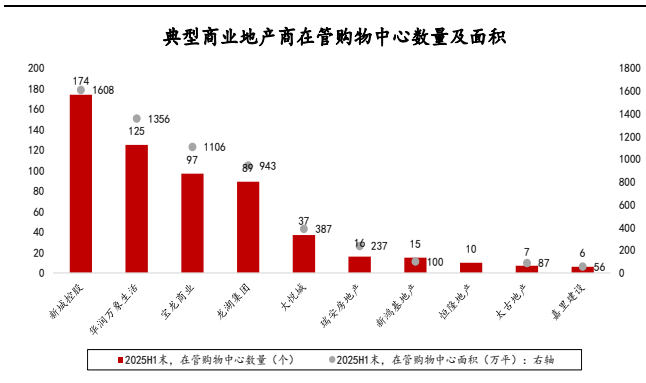
**特色主题 mall，聚焦细分圈层消费群体。** 新开业特色主题 mall 中二次元主题商场较多（如上海巴黎春天·悦汇天山、重庆 S95 超次元中心、成都购次元 K88、无锡 MEGA 明珠、大连奥电未来城等），此外，还有**女性主题商场**（重庆 LOTPOP 乐派）、**银发主题商场**（重庆悠享时光里）、**体育主题综合体**（沈阳环球港动感城）、**骑行主题商业**（南京紫金·钟爱里）、**电竞综合体**（唐山 AG 回城电竞商业中心）等。商业在垂直细分领域里深度链接消费者，锁定一批精准客户群体。

**复合型非标商业，打破边界。** 例如“公园+商业”——南京玄武招商花园城，将 3.6 万平的城市生态公园与近 15 万平商业空间融合；“艺术+商业”——深圳 K11 ECOAST，打造 K11 HACC 文化空间，推出系列艺术展览、IP 展览、艺术装置等；“文旅+商业”——将城市文保、古建与商业结合的广州花厅坊、北京中海大吉巷等等，为商业跨界融合提供了新思路，打造了复合型商业的新范本。

### 4.1.3 商业地产公司分化明显，华润ToB与ToC端的优势均较为显著

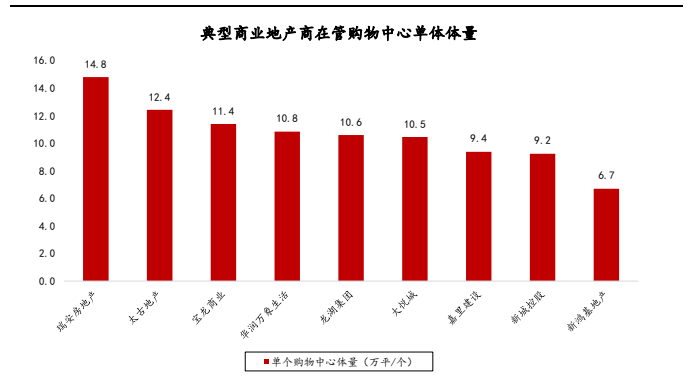
从规模来看，新城、华润购物中心在管规模最大；瑞安、太古、宝龙单体体量较大。从购物中心规模来看，截至2025年6月末，新城控股在全国141个城市布局了205座吾悦广场，已开业及委托管理的在营购物中心数量达174座，是样本公司里规模最大的，开业面积达1608万平；其次是华润万象生活，在营购物中心125座，管理面积达1356万平。港资企业瑞安、新鸿基、恒隆、太古、嘉里建设在中国内地的在营购物中心数量均在20个以下，相对规模较小。从购物中心单体体量来看，瑞安房地产、太古地产的单体商业体量最大，宝龙、华润、龙湖、大悦城单体体量也在10万平以上，新鸿基地产的单体体量最小，仅6.7万平。

图表 108. 截至 2025 年 6 月末，新城、华润购物中心在管规模最大



资料来源：公司公告，中银证券

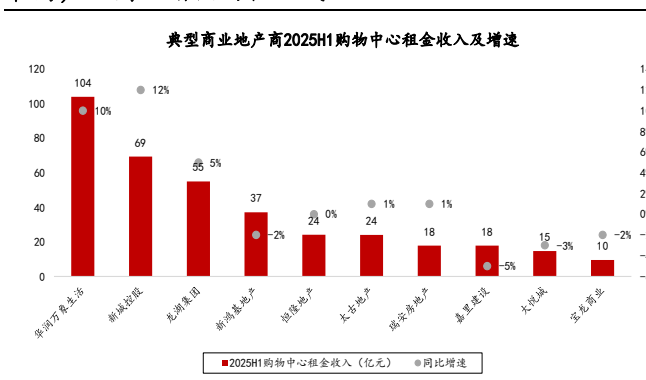
图表 109. 截至 2025 年 6 月末，瑞安、太古、宝龙单体购物中心体量较大



资料来源：公司公告，中银证券

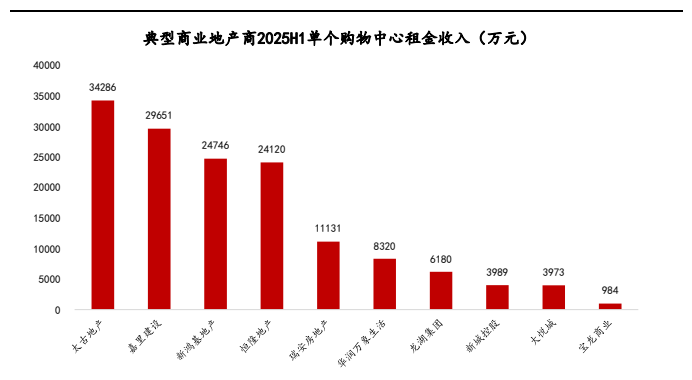
从 ToB 端来看，太古、新城、华润平均出租率较高；华润、新城、龙湖、太古、瑞安 25H1 租金收入正增长，港资普遍单体租金收入较高。1) 租金收入分化明显，华润、新城 2025 年上半年购物中心租金收入最高，且同比增幅均在一成及以上，龙湖、太古、瑞安租金收入同比正增长，而新鸿基、嘉里建设、大悦城、宝龙租金收入同比负增长。2) 港资普遍单体租金收入较高，其中太古地产的单个购物中心租金收入最高，2025 年上半年达 3.4 万元，其次是嘉里建设、新鸿基、恒隆地产，也都在 2 万元以上，瑞安房地产为 1.1 万元，华润、龙湖、新城、大悦城与宝龙均在 1 万元以下。3) 从出租率来看，太古、新城、华润购物中心平均出租率较高，均在 97% 以上，宝龙、大悦城相对较低，在 91%-92%。

图表 110. 华润、新城 2025 年上半年购物中心租金收入最高，且同比增幅均在一成及以上



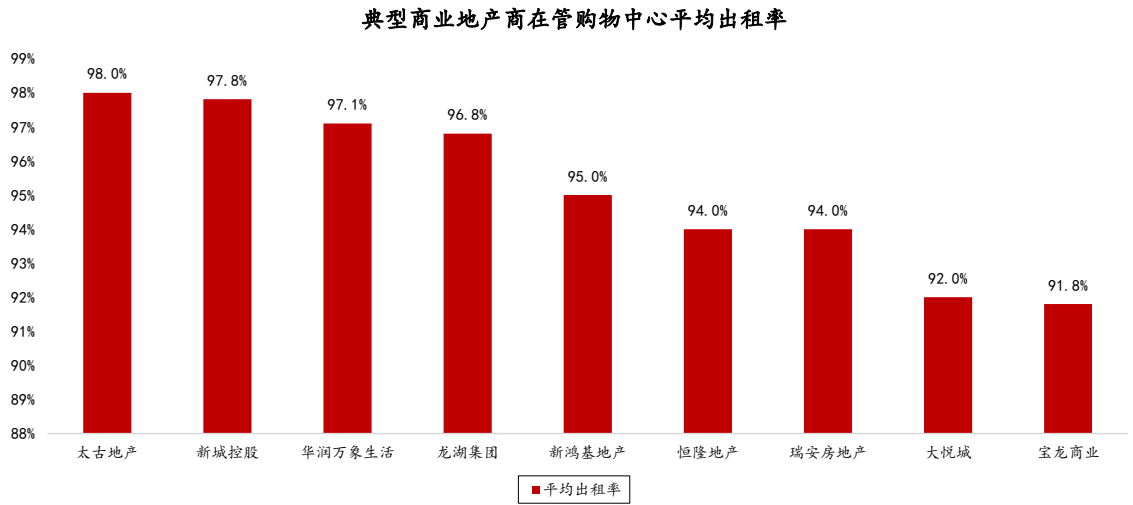
资料来源：公司公告，中银证券

图表 111. 港资普遍单体租金收入较高



资料来源：公司公告，中银证券

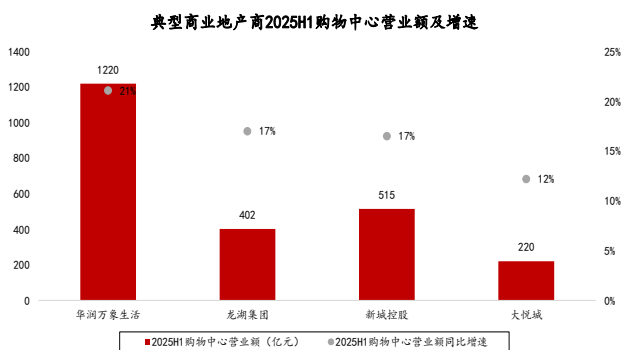
图表 112. 太古、新城、华润购物中心平均出租率较高，均在 97% 以上，宝龙、大悦城相对较低，在 91%-92%



资料来源：公司公告，中银证券

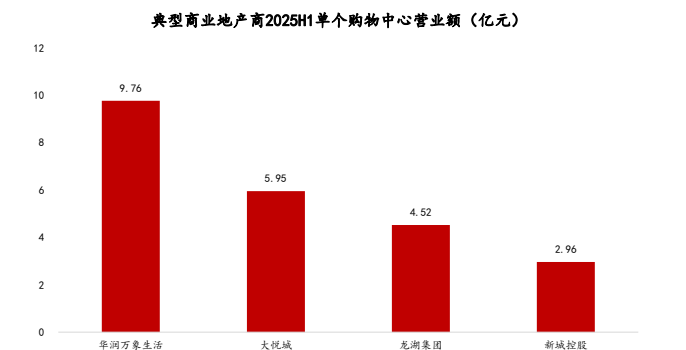
从 ToC 端来看，华润营业额最高且增幅最大，客流同比增速也最大。仅华润、龙湖、新城、大悦城披露了购物中心营业额情况。其中，华润 2025 年上半年营业额高达 1220 亿元，且同比增长 21%，其中 53 座零售额稳居当地市场榜首，104 座跻身当地市场前三，上半年重奢项目零售额同比 +13.2%；非奢项目增速达 26.4%；华润单个购物中心营业额为 9.76 亿元，主要是因为中高端购物中心较多，客流量同比也增长了 36%，营业额、客流量的增速均是最高的。新城 2025 年上半年营业额 515 亿元，同比增长 17%，单个购物中心营业额为 2.96 亿元，单体营业额最低主要与布局较多低能级城市有关，上半年吾悦广场客流总量达 9.5 亿人次，同比增长 16%。龙湖集团 2025 年上半年营业额 402 亿元，同比增长 17%，单个购物中心营业额为 4.52 亿元，客流量同比增长 11%。大悦城 2025 年上半年营业额 220 亿元，同比增长 12%，单个购物中心营业额为 5.95 亿元，客流量 2 亿人次，同比增长 20%。

图表 113. 2025 年上半年华润购物中心营业额最高，高达 1220 亿元，同比增长 21%



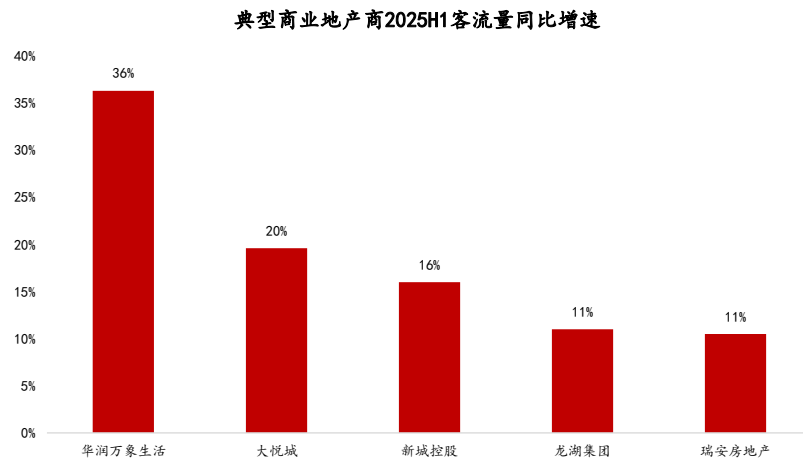
资料来源：公司公告，中银证券

图表 114. 2025 年上半年华润单体购物中心营业额最高，高达 9.76 亿元



资料来源：公司公告，中银证券

图表 115. 2025 年上半年华润客流量同比增幅最大，高达 36%



资料来源：公司公告，中银证券

#### 4.1.4 商业地产正式进入“大资管时代”，未来资产盘活和资本运作机会增加

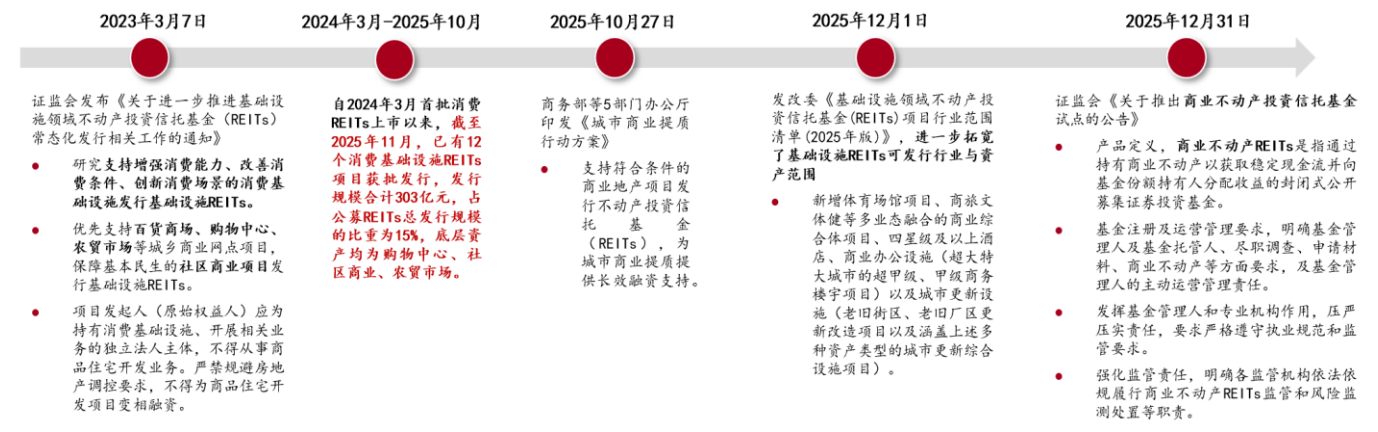
政策支持符合条件的商业地产项目发行不动产投资信托基金（REITs），商业地产正式进入“大资管时代”，未来资产盘活和资本运作机会增加。

1) 2023 年 3 月，证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》，首次提出“研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs”；“优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障社区商业项目发行基础设施 REITs”。自 2024 年 3 月首批消费 REITs 上市以来，截至 2025 年 11 月，已有 12 个消费基础设施 REITs 项目获批发行，发行规模合计 303 亿元，占公募 REITs 总发行规模的比重为 15%，底层资产均为购物中心、社区商业、农贸市场。

2) 2025 年 12 月 1 日，发改委发布《基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目行业范围清单(2025 年版)》，进一步拓宽了基础设施 REITs 可发行行业与资产范围，新增体育场馆项目、商旅文体健等多业态融合的商业综合体项目、五星级及以上酒店、商业办公设施（超大特大城市的超甲级、甲级商务楼宇项目）以及城市更新设施（老旧街区、老旧厂区更新改造项目以及涵盖上述多种资产类型的城市更新综合设施项目）。

3) 2025 年 12 月 31 日，证监会正式发布《关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》。公告主要包括 4 方面内容：a) 产品定义，商业不动产 REITs 是指通过持有商业不动产以获取稳定现金流并向基金份额持有人分配收益的封闭式公开募集证券投资基金。b) 基金注册及运营管理要求，明确基金管理人及基金托管人、尽职调查、申请材料、商业不动产等方面要求，及基金管理人的主动运营管理责任。c) 发挥基金管理人和专业机构作用，压严压实责任，要求严格遵守执业规范和监管要求。d) 强化监管责任，明确各监管机构依法依规履行商业不动产 REITs 监管和风险监测处置等职责。从全球成熟市场发展经验来看，商业综合体、商业零售、商业办公楼、酒店等商业不动产是 REITs 重要的底层资产。我国商业不动产存量规模庞大，具有通过 REITs 进行盘活并拓宽权益融资渠道的内在需求。此次商业不动产 REITs 试点公告的发布，意味着公募 REITs 底层资产将迎来新一轮扩容，标志着我国 REITs 市场将迈入新的发展阶段。

图表 116. 政策支持符合条件的商业地产项目发行不动产投资信托基金 (REITs)



资料来源: 证监会, 商务部, 发改委, 万得, 中银证券

已上市消费基础设施 REITs 数量增至 12 只, 平均现金流分派率 3.3%, 上市以来平均上涨 36%。截至 2025 年 11 月, 已有 12 个消费基础设施 REITs 项目获批发行, 发行规模合计 303 亿元, 占公募 REITs 总发行规模的比重为 15%, 底层资产均为购物中心、社区商业、农贸市场。原始权益人包括华润、金茂、印力、百联、大悦城、中海, 均为我国头部消费基础设施领域的参与者。78 只已上市 REITs 自上市以来 (截至 2025 年 12 月 23 日) 平均涨幅为 8%, 而消费基础设施 REITs 平均涨幅 36%, 二级市场表现突出。

图表 117. 已上市消费基础设施 REITs 上市以来平均涨幅 36%, 二级市场表现突出

REITs 名称	上市时间	发行规模 (亿元)	原始权益人	底层资产	收入 (万元)	净利润 (万元)	经营活动现金流净额 (万元)	24 年现金流分派率 (%)	上市基金发行价 (元)	最新收盘价 (25/12/23)	涨跌幅
嘉实物美消费 REIT	2024-03-12	9.53	北京物美商业集团 (物美集团)	包括四个主要项目: 大成项目、玉蜓桥项目、华天项目和德胜门项目, 均位于北京市核心商圈	5286	1619	3651	5.25	2.38	3.98	67%
华夏金茂商业 REIT	2024-03-12	10.68	上海兴秀茂 (中国金茂)	长沙览秀城	4785	451	2380	4.39	2.67	3.76	41%
华夏华润商业 REIT	2024-03-14	69.02	华润商业资产 (华润置地)	青岛万象城	36683	1611	20437	3.75	6.90	9.59	39%
中金印力消费基础设施 REIT	2024-04-30	32.60	印力商置 (万科)	杭州西溪印象城	17047	833	6970	3.72	3.26	4.16	28%
华安百联消费 REIT	2024-08-16	23.32	百联股份	上海又一城购物中心	11665	1706	8859	2.66	2.33	2.95	26%
华夏首创奥特莱斯 REIT	2024-08-28	19.74	首创商业 (北京首创城市发展有限公司)	济南首创奥特莱斯项目、武汉首创奥特莱斯项目	13113	3815	(616)	1.84	2.47	4.00	62%
华夏大悦城商业 REIT	2024-09-20	33.23	卓远地产 (成都) (大悦城)	成都大悦城	16694	1869	6013	1.64	3.32	4.52	36%
易方达华威农贸市场 REIT	2025-01-24	15.14	福建华威农商(集团)	华威西营里农产品交易中心	5291	2020	(5)	-	3.03	5.02	66%
中金中国绿发商业资产 REIT	2025-06-27	15.80	鲁能商管 (中国绿发)	济南领秀城贵和购物中心	-	-	-	-	3.16	4.04	28%
中金唯品会奥莱 REIT	2025-09-12	34.80	杉杉商业 (唯品会)	杉井奥特莱斯	-	-	-	-	3.48	4.23	22%
华夏凯德商业 REIT	2025-09-29	22.87	凯德商用 (凯德投资)	凯德广场·云尚、凯德广场·雨花亭	-	-	-	-	5.72	6.51	14%
华夏中海商业资产 REIT	2025-10-31	15.84	中海环宇商业发展(深圳) (中国海外发展)	佛山映月湖环宇城	-	-	-	-	5.28	5.51	4%
合计/均值		302.58			110564	13923	47691	3.32			36%

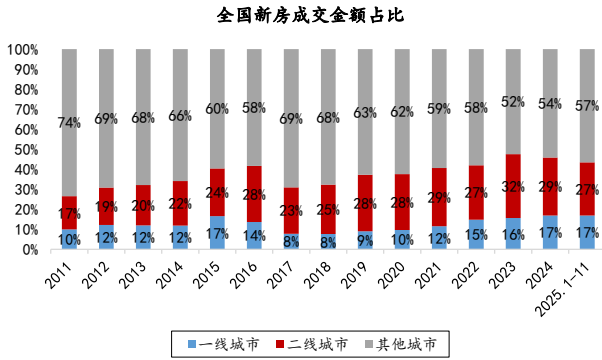
资料来源: 万得, 中银证券

## 4.2 住宅开发赛道: 适配核心城市、户型、产品力需求的房企更具优势

### 4.2.1 住宅开发赛道机遇一: 需求向核心城市聚拢, 重仓核心城市的房企迎来发展机遇

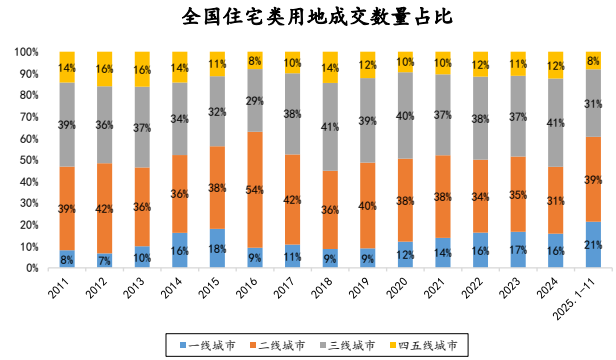
无论是从楼市还是从土地市场的角度, 核心城市占全国的比例都在提升。从新房成交来看, 一、二线城市新房成交占比明显提升, 2023 年 35 个一、二线城市新房成交金额占比达 48%, 2025 年 1-11 月仍有 43%。从更前置的土地市场成交情况来看, 2025 年 1-11 月一、二线城市住宅类用地成交价占比达 61%, 同比提升 7 个百分点, 处于 2017 年以来的最高水平。

图表 118. 一、二线城市新房成交金额占比明显提升，2023 年达到 48%，2025 年 1-11 月仍有 43%



资料来源：中指院，国家统计局，万得，中银证券  
 数据说明：1) 全国新房销售金额为统计局披露的全国商品住宅销售金额。2) 其他城市为全国减去一二线城市。3) 一线城市：北京、上海、深圳、广州；二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、成都、苏州、大连、厦门、西安、长沙、宁波、福州、沈阳、青岛、济南、南昌、合肥、郑州、石家庄、长春、哈尔滨、呼和浩特、海口、南宁、兰州、昆明、贵阳、西宁、银川、珠海。

图表 119. 2025 年 1-11 月一、二线城市住宅类用地成交价占比达 61%，同比提升 7 个百分点



资料来源：万得，中银证券

**核心城市销售占比高、重点城市的市占率较高的房企迎来发展机遇。**60 家样本房企 2025 年 1-11 月 23 个重点一二线城市销售占比均值为 72%，其中一线城市占比均值为 23%；样本房企在 23 个重点一二线城市平均市占率为 1.0%，在一线城市的平均市占率也为 1.0%。具体来看，

- 1) 核心城市销售占比较高的主流房企（2025 年 1-11 月 23 个重点一二线城市销售占比均值>70%）有：滨江集团、越秀地产、大悦城、招商蛇口、首开股份、绿城中国、建发国际、龙湖集团、中国海外发展、金地集团、华润置地、保利置业。
- 2) 重点城市市占率较高的主流房企（2025 年 1-11 月在 23 个重点一二城市平均市占率>1%）有：保利发展、华润置地、滨江集团、招商蛇口、中国海外发展、建发国际、绿城中国、万科、龙湖集团、首开股份、碧桂园、金地集团、大悦城、华侨城、融创中国。
- 3) 综合来看，核心城市销售占比高且重点城市的市占率也较高的房企有：滨江集团、越秀地产、中国海外发展、绿城中国、招商蛇口、华润置地、建发国际、保利置业、龙湖集团、中国铁建、国贸地产、合肥城建、苏高新、南京高科、中华企业。

图表 120. 核心城市销售占比较高的房企有上海临港、合肥城建、南京高科、津滨发展、天保基建、渝开发、京能置业、北辰实业、苏高新、电建地产、上实发展、中华企业、南山控股

23 个重点一二线城市销售占比	样本房企
100%	上海临港、合肥城建、南京高科、津滨发展、天保基建、渝开发、京能置业
90%-100%	北辰实业、苏高新、电建地产、上实发展、中华企业、南山控股
80%-90%	滨江集团、越秀地产、大悦城、招商蛇口、首开股份、国贸地产、中国铁建、天地源、华远地产、栖霞建设
70%-80%	绿城中国、建发国际、龙湖集团、中国海外发展、金地集团、华润置地、保利置业、金隅集团、正荣地产、天健集团、金融街、深振业、旭辉控股、京投发展
60%-70%	保利发展、万科、融创中国、信达地产、德信中国、远洋集团
50%-60%	中骏集团、华侨城、金科股份、佳兆业、深物业、嘉里建设、建业地产
<50%	华发股份、新城控股、碧桂园、金辉控股、雅居乐、中海宏洋、时代中国、龙光地产

资料来源：中指院，中银证券  
 备注：1) 样本房企名单见附录。2) 23 个重点一二线城市：北京、上海、深圳、广州、杭州、成都、厦门、武汉、天津、重庆、郑州、长沙、西安、南京、宁波、福州、苏州、青岛、济南、昆明、合肥、南昌、贵阳。

图表 121. 重点城市市占率较高的房企有：苏高新、保利发展、华润、滨江、合肥城建、招蛇、中海、建发、绿城、万科、龙湖、国贸

23个重点城市平均市占率	样本房企
≥3.0%	保利发展、苏高新
2.0%-3.0%	华润置地、滨江集团、招商蛇口、中国海外发展、建发国际、绿城中国、万科、龙湖集团、国贸地产、合肥城建
1.0%-2.0%	越秀地产、保利置业、绿地控股、华发股份、中国铁建、建业地产、南京高科、中华企业
0.5%-1.0%	首开股份、碧桂园、金地集团、大悦城、华侨城、融创中国、电建地产、旭辉控股、天保基建、渝开发、时代中国、远洋集团
<0.5%	新城控股、天地源、京能置业、金科股份、栖霞建设、金隅集团、天健集团、南山控股、金融街、京投发展、上海临港、深物业、信达地产、正荣地产、北辰实业、嘉里建设、中骏集团、雅居乐、德信中国、金辉控股、深振业、龙光地产、上实发展、佳兆业、华远地产、津滨发展

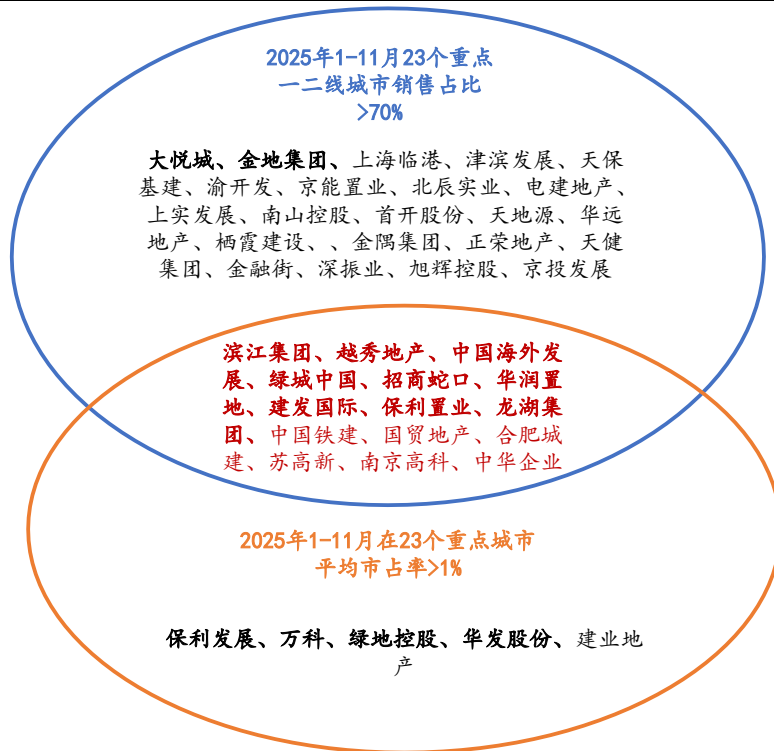
  

一线城市平均市占率	样本房企
≥4.0%	保利发展、华润置地、招商蛇口、中国海外发展
3.0%-4.0%	越秀地产
2.0%-3.0%	万科、首开股份、时代中国
1.0%-2.0%	建发国际、绿城中国、龙湖集团、中国铁建、保利置业、华发股份、中华企业、碧桂园
<1.0%	滨江集团、国贸地产、绿地控股、旭辉控股、电建地产、金地集团、大悦城、华侨城、融创中国、京能置业、远洋集团、金科股份、天地源、金隅集团、新城控股、天健集团、南山控股、金融街、深物业、嘉里建设、京投发展、正荣地产、上海临港、信达地产、北辰实业、雅居乐、中骏集团、德信中国、金辉控股、深振业、龙光地产、上实发展、佳兆业、华远地产

资料来源：中指院，中银证券

备注：1) 样本房企名单见附录。2) 23个重点一二线城市：北京、上海、深圳、广州、杭州、成都、厦门、武汉、天津、重庆、郑州、长沙、西安、南京、宁波、福州、苏州、青岛、济南、昆明、合肥、南昌、贵阳。

图表 122. 核心城市销售占比高且重点城市的市占率也较高的房企有滨江、越秀、中海、绿城、招蛇、华润、建发、保利置业、龙湖、中铁建、国贸、合肥城建、苏高新、南京高科、中华企业



资料来源：中指院，中银证券

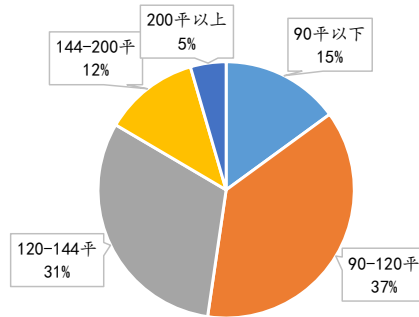
备注：1) 样本房企名单见附录。2) 23个重点一二线城市：北京、上海、深圳、广州、杭州、成都、厦门、武汉、天津、重庆、郑州、长沙、西安、南京、宁波、福州、苏州、青岛、济南、昆明、合肥、南昌、贵阳。

#### 4.2.2 住宅开发赛道机遇二：主打改善型产品的房企更加迎合市场需求

从市场需求角度来看，面积段更加趋向于 120 平以上的改善型产品。重点 30 城 2025 年 1-10 月新房成交中 90 平方米以下产品平均占比仅 15%，90-120 平方米的产品平均占比 37%，120 平方米以上产品平均占比 48%。

图表 123. 重点 30 城 2025 年 1-10 月新房成交中 90 平以下产品平均占比仅 15%，90-120 平的产品平均占比 37%，120 平以上产品平均占比 48%

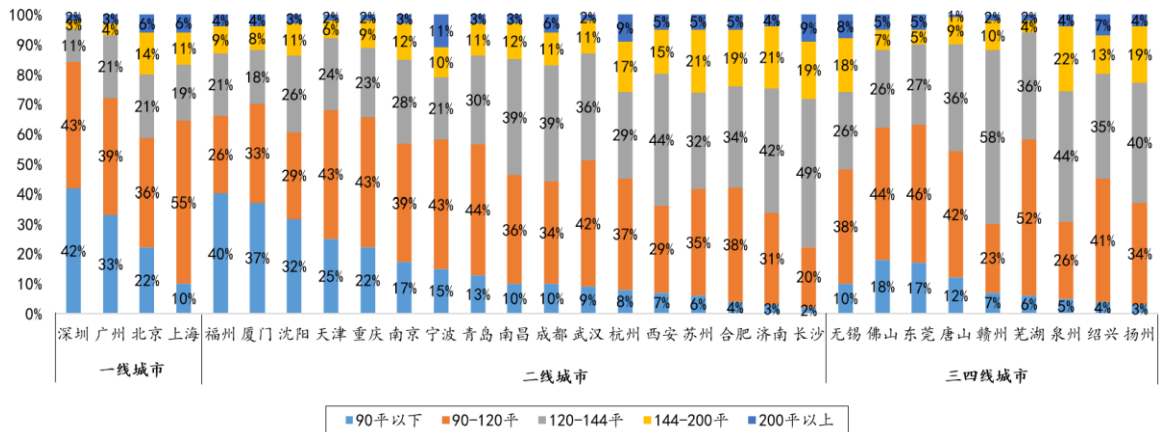
30城2025年1-10月新房成交面积段占比



资料来源：中指院，中银证券

图表 124. 市场需求的面积段更加趋向于 120 平以上的改善型产品

30个重点城市2025年1-10月新房成交面积段分布



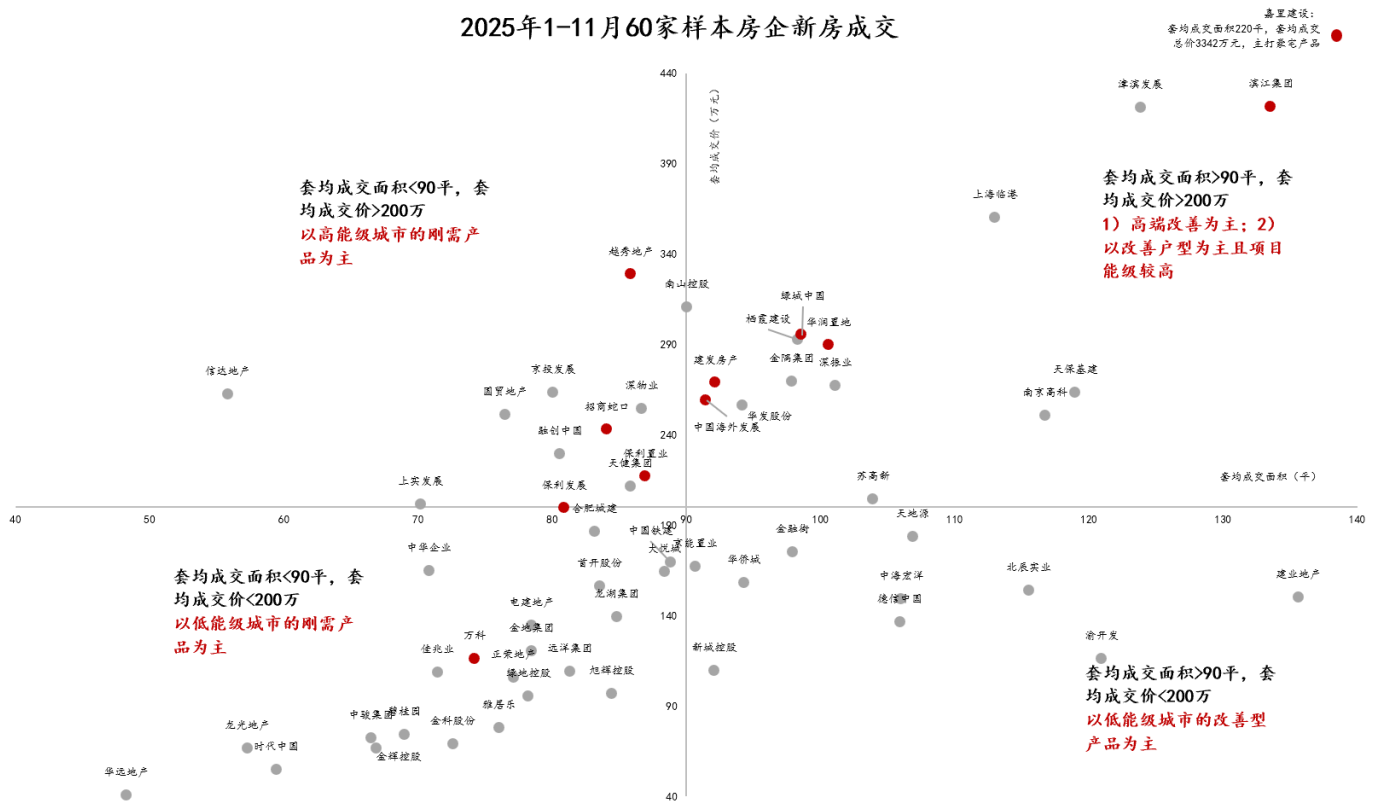
资料来源：中指院，中银证券

我们认为，主打改善型产品的房企更加迎合市场需求。我们跟踪了 60 家样本房企 2025 年 1-11 月套均成交面积与套均成交价数据，将房企分为四类：

- 1) 套均成交面积>90 平，套均成交价>200 万，意味着房企项目以高端改善为主或以改善户型为主且项目能级较高的为主。
- 2) 套均成交面积<90 平，套均成交价>200 万，意味着房企项目以高能级城市的刚需产品为主。
- 3) 套均成交面积>90 平，套均成交价<200 万，意味着房企项目以低能级城市的改善型产品为主。
- 4) 套均成交面积<90 平，套均成交价<200 万，意味着房企项目以低能级城市的刚需产品为主。

我们认为，以上第一类房企是主打改善型产品的房企，更加迎合市场需求。具体而言，有华润置地、绿城中国、中国海外发展、滨江集团、华发股份、建发国际集团、天保基建、嘉里建设、津滨发展、上海临港、深振业、栖霞建设、金隅集团、苏高新、南京高科。

图表 125. 样本房企 2025 年 1-11 月套均成交面积与套均成交价对比



资料来源：中指院，中银证券

备注：样本房企名单见附录。

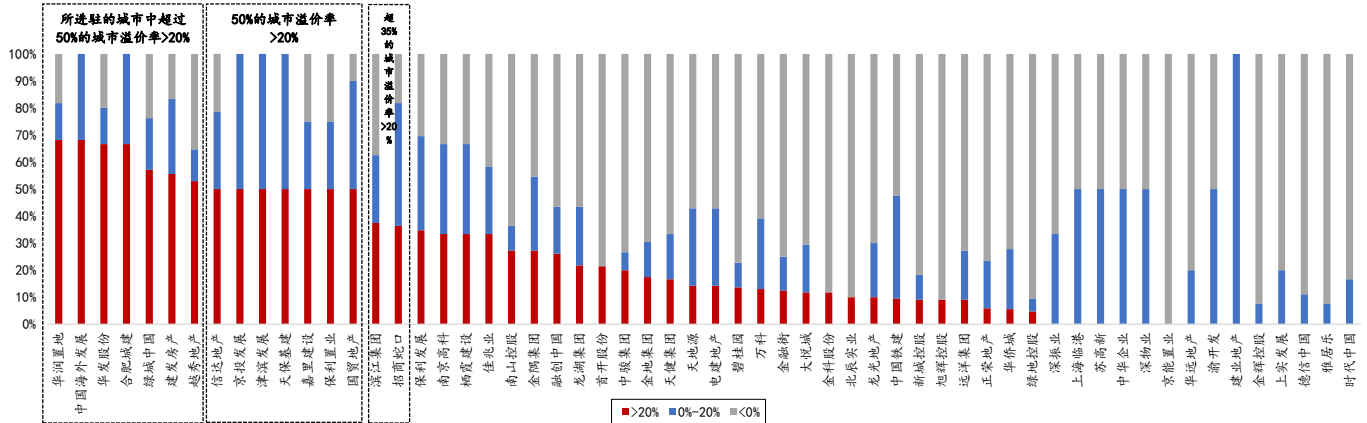
### 4.2.3 住宅开发赛道机遇三：在“好房子”逻辑下，产品力突出的房企更具优势

在“好房子”逻辑下，产品力突出的房企更具优势。我们认为，产品力突出的房子通常是具备品牌溢价的房企，通过重点城市参与房企的平均成交价格对比。我们用（2025 年 1-11 月房企在具体城市中的销售均价/该城市同期整体销售均价-1）得到样本房企在各城市中的溢价率，再通过城市数量占比得到：

- 1) 华润置地、中国海外发展、华发股份、合肥城建、绿城中国、建发国际、越秀地产的品牌溢价相对最高，所进驻的城市中超过 50%的城市溢价率均>20%；
- 2) 信达地产、京投发展、津滨发展、天保基建、嘉里建设、保利置业、国贸地产所进驻的城市中有 50%的城市溢价率均>20%；
- 3) 滨江集团、招商蛇口所进驻的城市中有超过 35%的城市溢价率均>20%。
- 4) 其中嘉里建设、信达地产由于主打高端豪宅产品，溢价更多；区域深耕型房企在布局城市中具备良好口碑，在当地市场认可度较高，因此享有更高的溢价，例如华发股份、津滨发展、天保基建、合肥城建、京投发展等。

图表 126. 主流房企中华润、中海、华发、合肥城建、绿城、建发、越秀品牌溢价相对最高

2025年1-11月样本房企在重点城市中溢价率表现（城市数量占比）

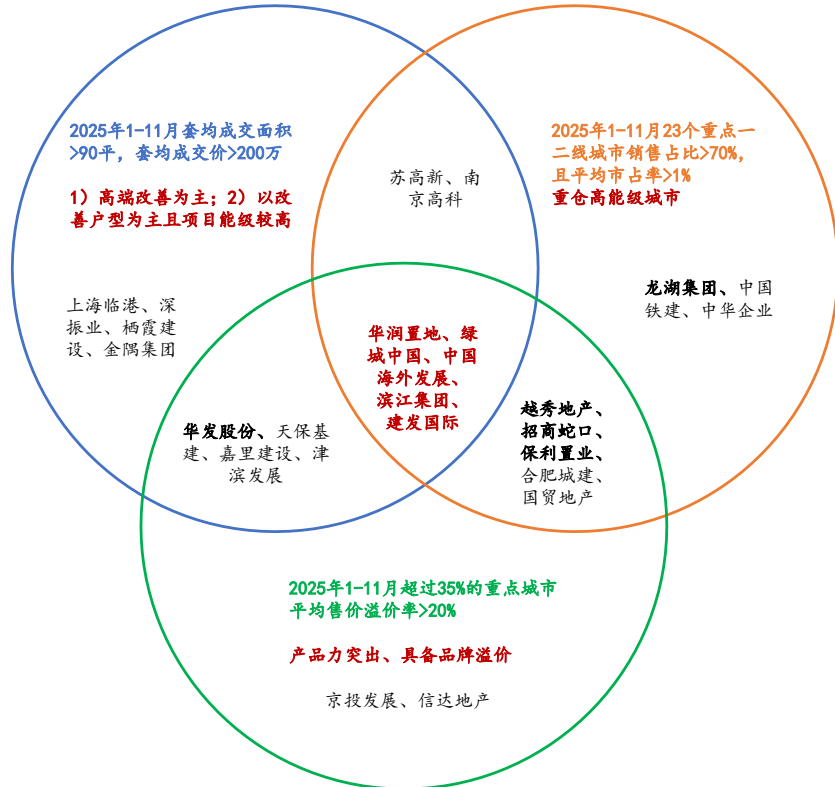


资料来源：中指院，中银证券

备注：1) 样本房企名单见附录。2) 23个重点一二线城市：北京、上海、深圳、广州、杭州、成都、厦门、武汉、天津、重庆、郑州、长沙、西安、南京、宁波、福州、苏州、青岛、济南、昆明、合肥、南昌、贵阳。

综上所述，我们认为，适配核心城市、户型、产品力需求的房企更具优势。在三个维度均有优势的房企有：华润置地、绿城中国、中国海外发展、滨江集团、建发国际。另有华发股份、越秀地产、招商蛇口、保利置业、苏高新、南京高科、天保基建、嘉里建设、津滨发展、合肥城建、国贸地产具备其中两项优势，以上房企多为央企或区域深耕型房企。

图表 127. 我们认为，适配核心城市、户型、产品力需求的房企更具优势（华润、绿城、中海、滨江、建发）



资料来源：中指院，中银证券

## 5 投资建议

我们认为，从宏中微观三个角度来看，当前房地产行业仍然面临一定压力，仍需关注及防范市场进一步失速下行带来的风险，例如对于居民来说，逾期偿还房贷的风险可能进一步增加，对于企业来说，违约量可能进一步扩大，对银行及非银系统的不良风险可能增加，对于政府来说，也可能导致行业投资不振，继续拖累经济，地方财政负担加大。因此，当前防范地产及相关风险仍是首位，市场的惯性下滑及不断蔓延的看跌预期也可能会倒逼政策尽快出台。我们预计，2026 年一季度末可能会有适当的政策调整。若政策思路清晰，调整有力，预计最快 2026 年年底可能会走出螺旋式下滑的困境。从板块角度来看，在市场“止跌回稳”及“回稳”的可持续性没有得到确认之前，整体地产板块或较难出现明确的  $\beta$  行情，但仍可以把握政策博弈带来的阶段性板块机会以及挖掘  $\alpha$  机会。地产从标的来看，一方面，适配核心城市、户型、产品力需求的房企或更具备  $\alpha$  属性，在传统的开发赛道走出重围；另一方面，在“新消费”主导的商业地产赛道中，提前布局新业态、新模式、新场景的商业地产公司更具优势。

现阶段我们建议关注三条主线：1) 基本面稳定、在一二线核心城市的销售和土储占比高、在重点城市的市占率较高的房企：华润置地、滨江集团、招商蛇口、越秀地产、建发国际集团。2) 从 2024 年以来在销售和拿地上都有显著突破的“小而美”房企：保利置业集团。3) 积极探索新消费时代下的新场景建设和运营模式的商业地产公司：华润万象生活、太古地产、瑞安房地产、嘉里建设、大悦城、百联股份。

## 6 风险提示

政策出台不及预期：政策出台频次下降、力度减弱，政策效果不及预期。

销售与房价持续下行：房地产市场量价尚未见修复，面临持续下行的压力。

市场信心修复不及预期：影响居民购房意愿和能力的收入与就业预期尚未扭转，市场信心仍然较弱。

## 附录

### 【第一章】

图表 2 数据说明：根据国家统计局，从支出法核算角度看，国内生产总值是最终需求即最终消费支出（消费）、资本形成总额（投资）、货物和服务净出口（净出口）这三种需求之和，经济产出的增量等于这三种需求增量之和。最终消费支出反映消费需求，等于居民消费支出加上政府消费支出；资本形成总额反映投资需求，等于固定资本形成总额加上存货变动；货物和服务净出口反映外部需求，指货物和服务出口减货物和服务进口的差额。最终消费率（即消费率）是指最终消费支出占支出法国内生产总值的比重；资本形成率（即投资率）是指资本形成总额占支出法国内生产总值的比重。不披露季度数据。

### 【第二章】

银行板块样本范围（合计 58 家银行）：

**A 股：申万银行板块 42 家**，包括：工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、邮储银行、交通银行、招商银行、兴业银行、**中信银行**、浦发银行、民生银行、**光大银行**、平安银行、**江苏银行**、**华夏银行**、**浙商银行**、**北京银行**、宁波银行、上海银行、**南京银行**、杭州银行、成都银行、**长沙银行**、重庆银行、郑州银行、**齐鲁银行**、**青岛银行**、苏州银行、**贵阳银行**、**西安银行**、兰州银行、**厦门银行**、**无锡银行**、**沪农商行**、**渝农商行**、**青农商行**、常熟银行、**紫金银行**、**张家港银行**、**苏农银行**、**瑞丰银行**、**江阴银行**。

**H 股：银行板块 16 家**，包括**徽商银行**、**渤海银行**、中原银行、**盛京银行**、**天津银行**、**哈尔滨银行**、**江西银行**、**贵州银行**、**甘肃银行**、**威海银行**、**晋商银行**、**九江银行**、**泸州银行**、**重庆农村商业银行**、**广州农商银行**、**东莞农商银行**。

个人住房贷款不良贷款余额涉及的 27 家样本银行：

6 家国有大型商业银行：工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、邮储银行、交通银行。

5 家全国性股份制银行：招商银行、兴业银行、浦发银行、民生银行、平安银行。

12 家城市商业银行：宁波银行、上海银行、杭州银行、成都银行、中原银行、盛京银行、重庆银行、郑州银行、苏州银行、兰州银行、甘肃银行、泸州银行。

4 家农村商业银行：渝农商行、东莞农商银行、青农商行、常熟银行。

备注：不包含在 27 家样本银行范围中的银行标红。

对公房地产行业贷款不良贷款余额涉及的 44 家样本银行：

6 家国有大型商业银行：工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、邮储银行、交通银行。

9 家全国性股份制银行：招商银行、兴业银行、浦发银行、民生银行、平安银行、华夏银行、光大银行、浙商银行、中信银行。

25 家城市商业银行：宁波银行、上海银行、杭州银行、成都银行、中原银行、盛京银行、重庆银行、郑州银行、苏州银行、兰州银行、甘肃银行、泸州银行、青岛银行、江苏银行、南京银行、长沙银行、贵阳银行、天津银行、江西银行、晋商银行、徽商银行、哈尔滨银行、贵州银行、渤海银行、威海银行。

4 家农村商业银行：东莞农商银行、青农商行、沪农商行、广州农商银行。

### 【第二章 月供计算过程】

1) 等额本息计算的每月还款额 = [贷款本金 × 月利率 × (1 + 月利率)<sup>还款月数</sup>] ÷ [(1 + 月利率)<sup>还款月数</sup> - 1]。

2) 房贷利率：

①**商业性房贷利率**：根据央行披露的 2025 年第三季度全国新发放商业性个人住房贷款加权平均利率 3.07% 来计算，对应的月利率为 0.26%。这里需要注意的是，存量房贷利率无官方披露数值，但会略高于新发利率，因此实际的月供数值预计将略大于我们计算的数值。

②**公积金房贷利率**：当前公积金贷款利率为首套房 5 年以上贷款利率为 2.6%；二套房 5 年以上贷款利率为 3.075%。我们通过住建部披露的首套、二套及以上发放贷款的占比（16-24 年累计发放的贷款中首套房占比 85%，二套及以上占比 15%），加权计算得到整体公积金贷款利率为 **2.67%**。

3) **还款月数**：均按 30 年，即 360 个月计算。

4) **贷款本金**：

①**商贷**：根据央行提及的“下调存量房贷利率政策预计将惠及 5000 万户家庭”。这意味着我国背负商业性房贷的家庭户数至少在 5000 万户，根据 38 万亿元的全国个人住房商贷余额计算得到，背负商业性房贷的家庭平均每户房贷余额约为 **76 万元**。

②**公积金贷款**：根据住建部发布的《全国住房公积金 2024 年年度报告》，截至 2024 年末，存量公积金个人住房贷款余额 8.1 万亿元，存量公积金个人住房贷款数量 2484 万笔，计算得到平均每笔公积金贷款余额为 **32.5 万元**。

③**组合贷款**：假设商贷、公积金贷款的余额均是全国平均值（分别为 76 万元、32.5 万元）。

5) **计算月供**：①**商贷**：3233 元。②**公积金贷款**：1313 元。③**组合贷款**：4546 元。

6) **家庭月收入**=（2024 年我国城镇居民可支配收入/12）\*家庭人口数。家庭人数按 2 计算。家庭月收入为 9031 元。

7) **计算得到月供/家庭月收入比重**：①**商贷**：36%。②**公积金贷款**：15%。③**组合贷款**：50%。

### 【第五章 5.2】

**60 家样本房企名单**：华润置地、中海地产、招商蛇口、保利发展、万科、绿城中国、滨江集团、越秀地产、保利置业、建发房产、华侨城、华发股份、新城控股、金地集团、碧桂园、融创中国、龙湖集团、大悦城、中国铁建、旭辉控股、绿地控股、嘉里建设、建业地产、津滨发展、渝开发、天保基建、南京高科、北辰实业、上海临港、天地源、中海宏洋、德信中国、苏高新、深振业、栖霞建设、金融街、金隅集团、京能置业、南山控股、深物业、天健集团、首开股份、合肥城建、远洋集团、京投发展、电建地产、正荣地产、国贸地产、雅居乐、金科股份、佳兆业、中华企业、上实发展、金辉控股、中骏集团、时代中国、龙光地产、信达地产、华远地产。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371