

# 房地产行业深度报告

## 2025 年房地产行业年度策略——周期拐点已至，结构性复苏一触即发

增持（维持）

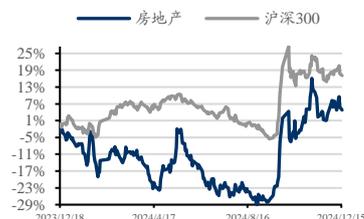
2024 年 12 月 17 日

证券分析师 房诚琦  
 执业证书：S0600522100002  
 fangcq@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **我国房地产市场已经超跌，本轮调整或已接近尾声。**我国房地产市场在过去几年已经经历深度调整，今年 4 月以来商品房单月销售面积已达十年来新低水平，商品房单月销售额也已回落至 2016 年水平，1-11 月累计商品房和商品住宅销售市场规模较 2021 年同期降幅已超 45%。当前我国房地产行业所处阶段和主要增长动能与日本 90 年代初期较为相似，但在城镇化率和居民杠杆率上仍有一定提升空间，而对比日本房地产核心指标和住宅投资占 GDP 比重以及房地产开发投资完成额占 GDP 比重在行业周期低点的下滑幅度，我国房地产市场已过度调整，本轮周期拐点可期。
- **政治局会议首提止跌回稳，宏观政策和需求政策有望继续协同发力。**参考海外经验以及过去几年的我国房地产放松政策效果，我们认为维持行业的稳定运行不仅有赖于行业自身政策，考虑到房地产和宏观经济的高度相关性和相互作用，未来应继续延续货币、财政政策和需求政策多措并举的政策思路，加大逆周期调节力度，通过降息、再贷款、化债和专项债收储等一系列政策促进房地产市场止跌回稳。
- **周期拐点已至，市场在分化中复苏。**今年以来，促进行业止跌回稳的政策态度更为明确，宏观政策和需求政策多措并举，从近期各地成交表现来看，行业已出现企稳趋势，拐点可期。我们认为在后续市场逐步修复复苏的过程中，会出现以下特征：1) 市场在分化中复苏，一线城市率先修复带动低能级城市逐步企稳，二线中具备基本面优势如杭州、成都、合肥、西安和厦门等和已经历深度调整，回调基本到位的城市如天津、青岛、石家庄、沈阳等可能率先筑底；2) 二手房的修复成为带动本轮房地产市场复苏的核心力量，近两年来多城市二手房成交占比迅速提升并超过新房，我国逐步步入存量房时代。
- **行业核心指标预测。**2025 年中性预测下：1) 商品房销售面积预计同比下降 6.7%至 9.1 亿平方米，新建商品住宅和二手房销售面积预计分别为 7.6 亿平方米、6.3 亿平方米，全国住房销售总量为 13.9 亿平方米；2) 土地购置费预计同比下降 10.0%至 3.2 万亿元；3) 房地产开发投资预计同比下降 10.3%至 8.9 万亿元；4) 新开工面积预计同比下降 20.0%至 5.9 亿方；5) 竣工面积预计同比下降 16.0%至 6.0 亿方。
- **投资建议：**我国房地产市场已出现局部复苏，在过去几年的房地产下行阶段中，市场信心严重受损，行业预期持续悲观，板块估值大幅下跌。我们认为过往市场对于房地产开发已形成一致悲观预期，一旦行业基本面数据发生边际好转，开发房企的弹性空间较大，**推荐华润置地、越秀地产、滨江集团、招商蛇口、保利发展、龙湖集团，建议关注中国海外发展、绿城中国。**本轮行业复苏中，二手房的修复速度明显领先于新房。我国相较于美国、日本等海外发达国家，在二手房换手率和成交占比上仍有较大的提升空间，未来随商品房市场逐渐成熟，存量房数量和质量提升，二手房的成交规模有望进一步扩大。**房地产经纪业务方面，推荐贝壳，建议关注我爱我家。**我们认为房地产开发端的修复会逐步传导至物管板块，销售的边际好转有望逐步带动物业公司经营质量的改善和估值的提升，**推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务。**
- **风险提示：**行业下行压力超预期；政策放松不及预期；指标参考对研究结论或有较大偏差。

### 行业走势



### 相关研究

- 《政治局会议强调稳定楼市，二手房成交环比略有回落》  
2024-12-16
- 《新房及二手房成交同比上涨，多地政策持续向好》  
2024-12-09

## 内容目录

<b>1. 我国房地产市场已超跌，本轮周期拐点可期</b>	<b>6</b>
1.1. 商品房销售较本轮周期高点已下滑超 45%，11 月单月同比已经转正	6
1.1.1. 全国房地产市场销售仍然低迷，11 月单月销售数据已回正	6
1.1.2. 新开工面积继续下滑，商品住宅库存仍处高位	7
1.2. 参考海外发达国家周期经验，我国房地产市场已进入过度调整阶段	9
1.2.1. 我国当前房地产市场主要增长动能与日本 90 年代初期较为接近	9
1.2.2. 相较于日本 90 年代初期，我国房地产核心指标已进入过度调整阶段	11
1.2.3. 从住宅投资占 GDP 比重看，我国房地产市场已有调整过度迹象，但触底反弹仍需进一步观察	12
1.2.4. 从房地产增加值占 GDP 比重看，我国房地产市场已超调	13
<b>2. 2025 年房地产市场复苏路径</b>	<b>14</b>
2.1. 政策仍有空间，多措并举促进房地产市场止跌回稳	14
2.1.1. 海外复苏路径参考	15
2.1.2. 我国政策路径复盘及政策展望	17
2.2. 市场在分化中复苏，二手房有望率先修复带动新房市场企稳	20
2.2.1. 新房销售区域分化明显，东部为市场成交的主力军	20
2.2.2. 市场点状修复，一线城市企稳后逐步传导至低能级城市	21
2.2.3. 二线城市中，具备基本面实力的核心城市和已经历充分调整的城市有望率先企稳	23
2.3. 二手房成交企稳是带动行业走出本轮周期底部的核心力量	28
2.3.1. 我国二手交易指标大幅提升，但较海外发达国家仍有一定差距	28
2.3.2. 新房销售仍然负增，二手房成交已出现企稳趋势	31
2.3.3. “刚需买二手，改善买新房”的市场趋势逐渐形成，二手房成交率先企稳有望带动置换链条成为本轮周期修复的核心力量	32
2.4. 本轮行业调整中，投资的修复滞后将明显长于以往周期	34
2.5. 高库存和保交楼遗留问题亟待解决	36
<b>3. 行业核心指标预测</b>	<b>37</b>
3.1. 中性预测 2025 年商品房销售面积为 9.1 亿平方米，同比下降 6.7%	38
3.1.1. 新房销售规模预测	38
3.1.2. 二手房销售规模预测	41
3.2. 中性预测 2025 年土地购置费为 3.2 万亿元，同比下降 10.0%	42
3.3. 中性预测 2025 年房地产开发投资额为 8.9 万亿元，同比下降 10.3%	43
<b>4. 投资建议</b>	<b>47</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>48</b>

## 图表目录

图 1:	2012 年以来商品房销售面积及同比增速.....	6
图 2:	2012 年以来商品房销售额及同比增速.....	6
图 3:	2023 年以来月度商品房销售面积及同比增速.....	7
图 4:	2023 年以来月度商品房销售额及同比增速.....	7
图 5:	2014 年以来商品房月度销售面积 (万平方米) .....	7
图 6:	2014 年以来商品房月度销售额 (亿元) .....	7
图 7:	2012 年以来商品房新开工面积及同比增速.....	8
图 8:	2012 年以来商品住宅新开工面积及同比增速.....	8
图 9:	2023 年以来商品房月度新开工面积变动.....	8
图 10:	2023 年以来商品住宅月度新开工面积变动.....	8
图 11:	房地产住房库存计算方式.....	9
图 12:	2012 年以来商品住宅库存面积 (万平方米) .....	9
图 13:	2012 年以来商品住宅库存去化周期 (月) .....	9
图 14:	中国和日本人口老龄化情况.....	10
图 15:	中国和日本主力置业人口占比情况.....	10
图 16:	中国和日本居民杠杆率对比.....	11
图 17:	中国和日本主力置业人口占比情况.....	11
图 18:	中国和日本商品房销售变动对比.....	11
图 19:	中国和日本商品房新开工面积对比.....	11
图 20:	1960 年以来日本房地产投资和住宅投资占 GDP 比重情况.....	12
图 21:	2002 年以来中国房地产开发投资额和住宅开发投资额占 GDP 比重 .....	12
图 22:	中国房地产业增加值占 GDP 比重.....	14
图 23:	日本房地产业增加值占 GDP 比重.....	14
图 24:	美国联邦基金目标利率.....	15
图 25:	3 轮 QE 将美联储资产负债表扩大 .....	15
图 26:	不同区域商品住宅销售面积和销售额增速.....	21
图 27:	不同区域商品住宅销售面积和销售额占比.....	21
图 28:	不同城市能级冰山指数月环比变化.....	21
图 29:	不同城市能级冰山活跃指数变动.....	22
图 30:	2024 年 9 月以来冰山指数月环比变动.....	23
图 31:	2024 年以来冰山指数同比变动.....	23
图 32:	2024 年以来冰山活跃指数变动.....	23
图 33:	一线城市新房和二手房成交面积总量变动.....	23
图 34:	深圳在历史周期房价涨幅较高且本轮回调较深.....	23
图 35:	重点二线城市过去 5 年常住人口变动.....	25
图 36:	2024 年 10 月重点二线城市二手房成交面积同环比变动.....	27
图 37:	重点城市库存情况.....	27
图 38:	美国 1969 年以来单户型新房及成屋销售.....	29
图 39:	次贷危机后美国成屋销售修复领先新房.....	29
图 40:	1993 年以来日本首都圈新建和二手公寓销售.....	29
图 41:	1993 年以来日本近畿圈新建和二手公寓销售.....	29
图 42:	我国 2017 年以来的二手住房换手率变动.....	31

图 43:	美国 1968 年以来的二手房市场换手率.....	31
图 44:	2017 年以来新房和二手房销售面积及增速.....	31
图 45:	2017 年以来新房和二手房销售额及增速.....	31
图 46:	2017 年以来新房和二手房销售面积占比.....	32
图 47:	2017 年以来新房和二手房销售额及增速.....	32
图 48:	重点 16 城和全国新建住宅单月销售增速.....	32
图 49:	重点 16 城和全国新建住宅单月销售增速.....	32
图 50:	2022 年以来新房成交结构.....	33
图 51:	2024 上半年 70 个实得率超 100%项目的城市分布情况.....	33
图 52:	多个重点城市今年以来二手房成交面积已经同比回正.....	34
图 53:	房企开发到位资金.....	34
图 54:	房企发债规模.....	34
图 55:	典型上市房企已竣工存货占比.....	35
图 56:	典型房企已竣工存货变动情况.....	35
图 57:	上市房企净负债率和现金短债比变动.....	36
图 58:	历年新增债务违约房企数量.....	36
图 59:	房地产市场“量-价-供需”三者正向循环的逻辑链条示意图.....	36
图 60:	专项债收购存量土地后，房企可获取资金继续拿地.....	37
图 61:	不同能级城市 2014-2024 年月均住宅销售面积.....	38
图 62:	不同能级城市 2014-2024 年月均住宅销售额.....	38
图 63:	不同能级城市 2014-2024 年住宅销售单价.....	39
图 64:	一线城市近 2 年月度住宅销售面积.....	39
图 65:	一线城市近 2 年月度住宅销售单价.....	39
图 66:	二线城市近 2 年月度住宅销售面积.....	40
图 67:	二线城市近 2 年月度住宅销售单价.....	40
图 68:	三四线城市近 2 年月度住宅销售面积.....	40
图 69:	三四线城市近 2 年月度住宅销售单价.....	40
图 70:	二手房销售规模预测.....	42
图 71:	全国住房销售规模预测.....	42
图 72:	2025 年全国土地购置费预测.....	43
图 73:	房地产开发投资额拆解模型.....	44
图 74:	历年施工单价一览.....	46
图 75:	中性预测 2025 年房地产开发投资完成额为 8.9 万亿元，同比下降 10.3%.....	47
表 1:	美国 2008 年房地产危机期间政策体系.....	16
表 2:	2024 年以来中央层面房地产政策.....	18
表 3:	2024 年以来地方层面房地产政策.....	19
表 4:	政策仍有释放空间，宏观政策和需求政策需协调发力.....	20
表 5:	重点二线城市冰山指数变动.....	26
表 6:	重点城市后续房地产市场情况.....	28
表 7:	截至 2020 年我国城镇可交易存量住房面积为 192 亿平方米.....	30
表 8:	2025 年房地产行业核心指标预测.....	38
表 9:	2025 年商品房销售面积预测拆解.....	41

表 10: 2025 年房地产开发投资完成额拆解预测 (单位: 亿元, 万方, 元/平) .....	44
表 11: 2025 年新开工、竣工、施工面积拆解预测 (单位: 万方) .....	45
表 12: 2022 年以来开发商分城市能级拿地占比情况.....	47

## 1. 我国房地产市场已超跌，本轮周期拐点可期

我国房地产市场在过去几年已经历深度调整，今年4月以来商品房单月销售面积已达十年来新低水平，商品房单月销售额也已回落至2016年水平，1-11月累计商品房和商品住宅销售市场规模较2021年同期降幅已超45%。当前我国房地产行业所处阶段和主要增长动能与日本90年代初期较为相似，但在城镇化率和居民杠杆率上仍有一定提升空间，而对比日本房地产核心指标和住宅投资占GDP比重以及房地产开发投资完成额占GDP比重在行业周期低点的下滑幅度，我国房地产市场已过度调整，本轮周期拐点可期。

### 1.1. 商品房销售较本轮周期高点已下滑超45%，11月单月同比已经转正

#### 1.1.1. 全国房地产市场销售仍然低迷，11月单月销售数据已回正

2024年全国商品房市场销售热度仍处低位，1-11月累计成交数据较2021年同期降幅已超45%。自2021年下半年房地产行业下行以来，全国商品房销售面积和销售额大幅下跌。2024年1-11月，全国商品房和商品住宅销售面积分别为86118万平方米、72224万平方米，同比下滑14.3%/16.0%，全国商品房和商品住宅销售额分别为85125亿元、74871亿元，同比下滑19.2%/20.0%。从2024年1-11月全国商品房和商品住宅的销售表现来看，市场规模较2021年同期降幅已超45%。

图1：2012年以来商品房销售面积及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2012年以来商品房销售额及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5月房地产新政后成交跌幅出现收窄趋势，11月单月销售数据已经转正。5月多地尤其是一线城市陆续出台房地产新政，对限购、首付比例、商业贷款利率等方面进行了大幅优化，6月单月商品房销售额创年内新高，同比跌幅大幅收窄。受政策效果逐步淡化以及季节性因素影响，7-8月商品房销售面积和销售额迅速回落，跌幅较6月小幅扩大。9月政治局会议首提促进房地产市场止跌回稳的目标后，各地新一轮房地产政策积极跟进，上海、深圳、广州等城市进一步放松购房资质、优化购房税费等。10月单月销

售数据同比跌幅大幅好转已接近转正，11月单月商品房销售面积和销售额转正，分别为3.2%/1.0%。

图3：2023年以来月度商品房销售面积及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

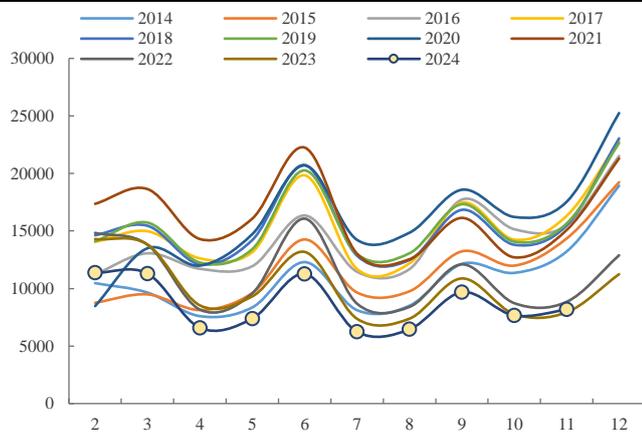
图4：2023年以来月度商品房销售额及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

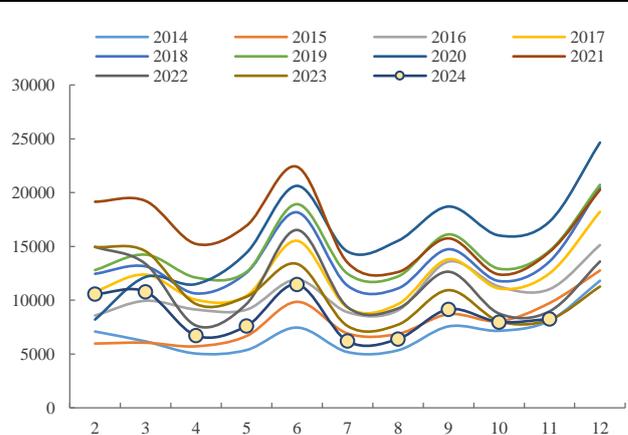
全国商品房单月销售面积达十年以来新低水平，我国房地产市场已经历深度调整。自今年4月以来，截至10月我国商品房单月销售面积已低于2015年同期，达十年以来新低；商品房销售额仅高于2014-2015年同期水平，我国当前房地产市场已经历深度调整，11月商品房销售面积和销售额同比回正。

图5：2014年以来商品房月度销售面积（万平方米）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2014年以来商品房月度销售额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.1.2. 新开工面积继续下滑，商品住宅库存仍处高位

商品房和商品住宅新开工面积继续下滑，11月单月同比降幅扩大。2024年1-11月全国商品房和商品住宅新开工面积分别为67308万平方米、48989万平方米，同比降幅为23.0%/23.1%，较2021年同期已分别下滑63.2%/63.7%。11月单月商品房和商品住宅新开工面积降幅较10月分别收窄+0.2/+1.2pct。

图7：2012年以来商品房新开工面积及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2012年以来商品住宅新开工面积及同比增速



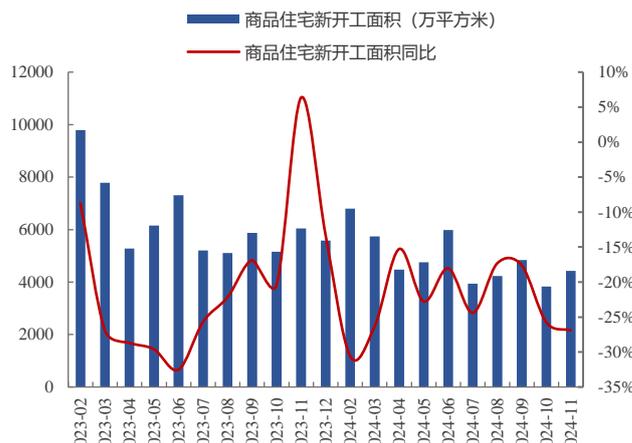
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023年以来商品房月度新开工面积变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2023年以来商品住宅月度新开工面积变动

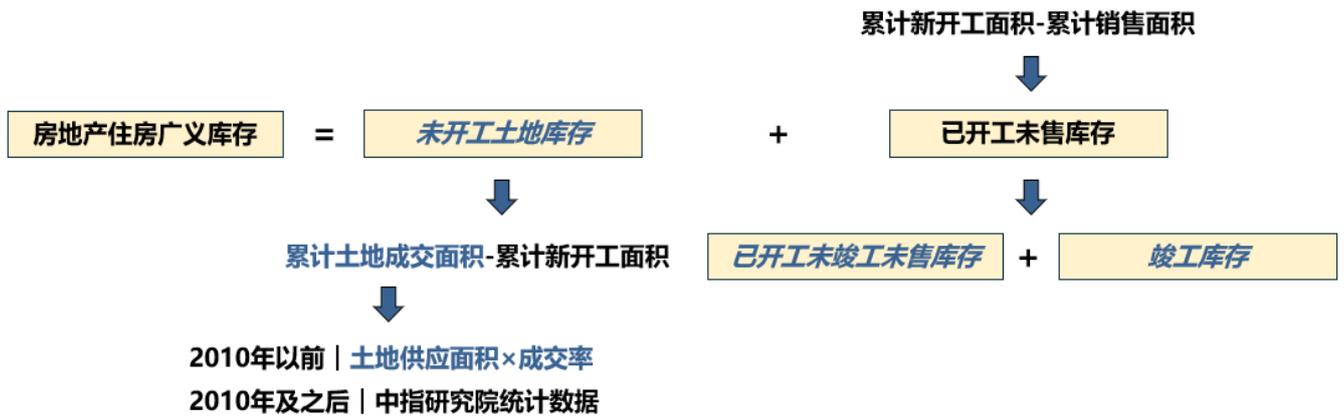


数据来源：Wind，东吴证券研究所

库存面积仍处高位，预计全国商品住宅广义库存去化周期已高达124个月。商品住宅库存主要来源于已成交未开工的土地库存、已开工未竣工库存以及竣工库存。我们通过2003年以来的住宅用地累计成交面积测算值扣减商品住宅累计新开工面积来计算已成交未开工的土地库存，通过2003年以来的商品住宅累计新开工面积扣减累计销售面积来计算已开工库存，已开工库存扣减竣工库存后为已开工未竣工库存。

通过上述计算方式，我们预测截至2024年底，已成交未开工的土地库存、已开工未竣工库存以及竣工库存的建筑面积分别为66.4亿平方米、12.3亿平方米、4.5亿平方米，总库存83.3亿平方米，并使用2024年商品住宅预测销售面积8.0亿平方米计算得到对应的去化周期分别为99个月、18个月、7个月，总去化周期124个月。

图11: 房地产住房库存计算方式



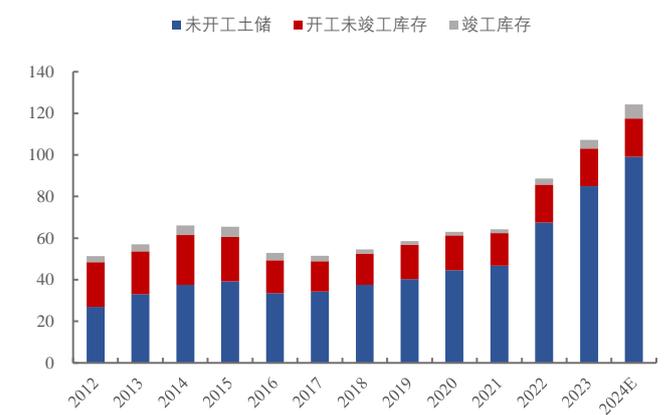
数据来源: 东吴证券研究所绘制

图12: 2012年以来商品住宅库存面积(万平方米)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2012年以来商品住宅库存去化周期(月)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 去化周期以当年销售面积计算

## 1.2. 参考海外发达国家周期经验, 我国房地产市场已进入过度调整阶段

在对比我国与发达国家房地产市场表现时, 直接使用同时期行业相关指标有失准确, 应比较各个经济体在相似行业环境或促进行业发展的主要动能较为接近时的指标数据。我们认为人口结构、居民杠杆率和城镇化率是促进房地产市场规模扩张的重要动能, 因此通过对比上述指标, 得出我国当前房地产市场所处阶段与日本 90 年代初期较为接近的结论。

通过对比我国现阶段与日本 90 年代初期的房地产核心指标、住宅投资占 GDP 比重以及房地产业增加值占 GDP 比重, 得出我国当前房地产市场已进入过度调整阶段。

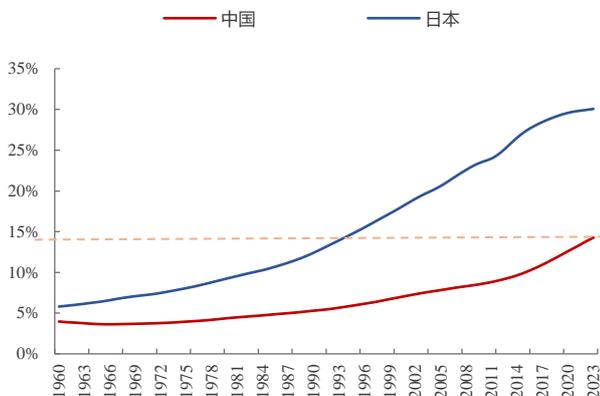
### 1.2.1. 我国当前房地产市场主要增长动能与日本 90 年代初期较为接近

老龄化趋势显著, 2023 年我国人口老龄化率为 14.3%。日本作为全球老龄化问题最

为严重的国家之一，早在 20 世纪 70 年代已步入轻度老龄化社会，90 年代初期日本的老龄化率已达到 12.4%。我国在 21 世纪初老龄化率达到 7%，步入轻度老龄化社会，近年来 65 岁以上人口占比逐年增长，至本轮房地产周期高点 2021 年，我国人口老龄化率已达到 13.1% 并仍呈增长趋势，我国当前人口老龄化表现与日本 90 年代初较为相似。

2014 年以来主力置业人口占比迅速下滑，与日本 90 年代主力置业人口占比走势接近。20 世纪 80 年代日本 25-44 岁主力置业人口占比始终保持在 30% 以上水平，进入 90 年代后，主力置业人口占比开始出现下滑。我国 25-44 岁人口占比在 90 年代经历了相对较为快速的增长，并在 2010 年前后开始逐步下滑，截至 2023 年末，占比为 28.9%，与 90 年代初期日本的主力置业人口占比绝对值和走势均较为相似。

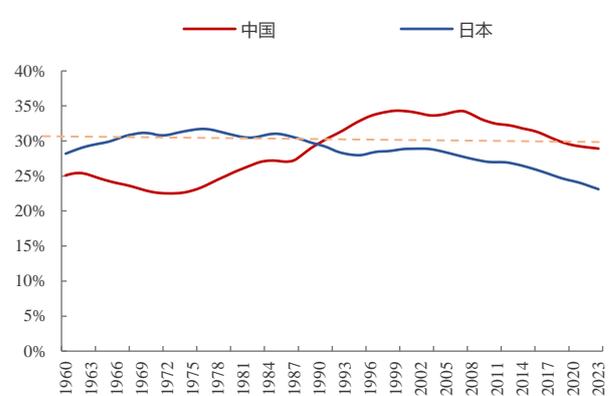
图14：中国和日本人口老龄化情况



数据来源：世界银行，东吴证券研究所

备注：人口老龄化率以 65 岁以上人口占比计算

图15：中国和日本主力置业人口占比情况



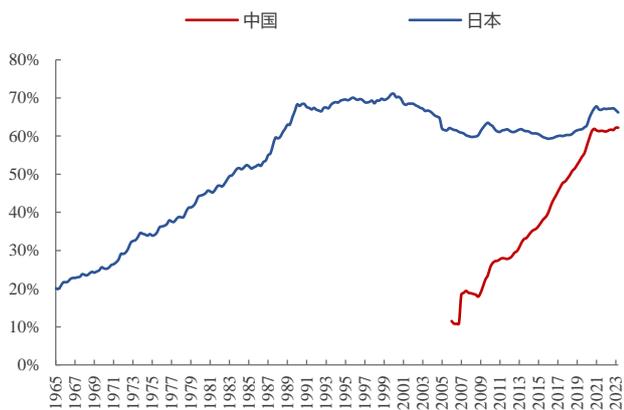
数据来源：世界银行，东吴证券研究所

备注：主力置业人口为 25-44 岁人口

居民杠杆率增速放缓，维持在 65% 以内，较日本相同房地产发展阶段仍有增长空间。居民杠杆率在一定程度上可以反映房地产市场的购买力空间和风险。日本从上世纪 60 年代中期开始，居民杠杆率迅速由 20% 左右提升至 90 年代初接近 70%，随后增速放缓，并维持在 60%-70% 区间。21 世纪初期，我国居民杠杆率仅 12%，随后快速增长，至 2020 年底居民杠杆率为 62%，随后居民杠杆率增速明显放缓，近年来稳定维持在 65% 以内，与日本 90 年代的居民杠杆率走势相似，但在绝对值上，较日本 90 年代仍有约 8% 的增长空间。

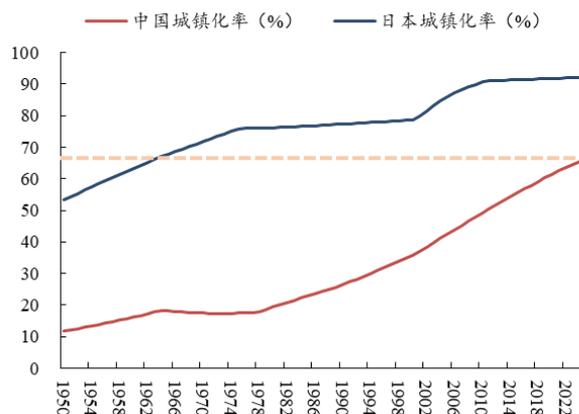
我国城镇化率与日本上世纪 60 年代初接近，仍有一定提升空间。城镇化率的提升是促进房地产市场规模增长的重要动能。相较于发达国家，我国城镇化的起步阶段较晚，根据联合国数据，我国 2024 年城镇化率预测数据为 65.5%，相当于日本的 1962 年的城镇化率水平，而日本 2024 年城镇化率预测数据为 92.1%，较中国高出 29pct，我国城镇化率仍有一定的增长空间。

图16: 中国和日本居民杠杆率对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图17: 中国和日本主力置业人口占比情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.2.2. 相较于日本 90 年代初期, 我国房地产核心指标已进入过度调整阶段

我国当前人口结构和居民杠杆率与日本 90 年代初期较为接近, 城镇化率与日本 60 年代初期较为接近仍有较大的提升空间。综合来看, 我国房地产行业当前的主要动能表现与日本 90 年代初期较为相似且一定程度优于日本 90 年代初期。

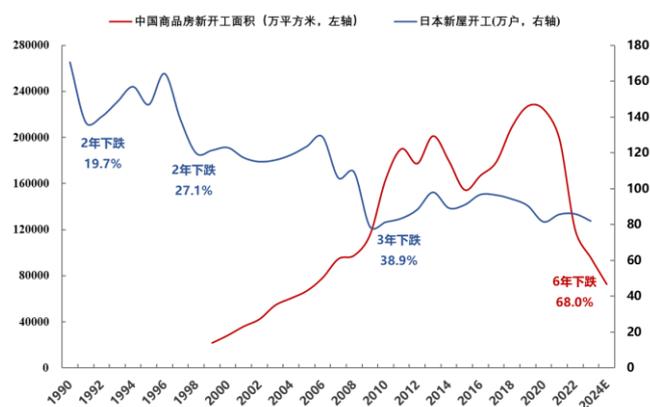
相较于日本 90 年代初期, 我国当前房地产核心指标已经超调。日本房地产行业自上世纪 90 年代初期以来, 经历了 3 次明显的下跌。主要房地产核心指标中, 新房销售户数分别下跌 2 年、3 年、4 年, 下跌幅度分别为 48.0%、25.8%、52.5%; 新开工面积分别下跌 2 年、2 年、3 年, 下跌幅度分别为 19.7%、27.1%、38.9%。我国自本轮房地产周期下行以来, 商品房销售额、新开工面积分别下跌 4 年、6 年, 下降幅度分别为 46.6%、68.0%。我国商品房市场销售降幅已接近 1990 年以来的日本新屋销售最大下跌幅度; 新开工面积已远超日本历史下跌水平。我国当前房地产市场核心指标的调整幅度已超日本 90 年代初期。

图18: 中国和日本商品房销售变动对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图19: 中国和日本商品房新开工面积对比



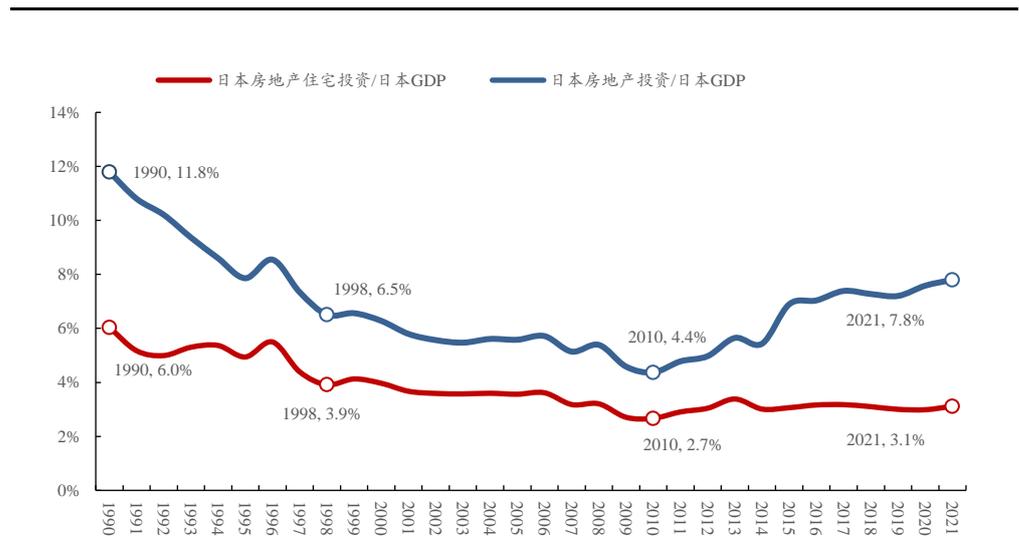
数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 1.2.3. 从住宅投资占 GDP 比重看，我国房地产市场已有调整过度迹象，但触底反弹仍需进一步观察

考虑到房地产和宏观经济直接的相互影响程度较高，仅观察房地产行业相关指标的绝对值变化无法很好地将我国和其他国家进行比较。我们选取房地产投资额占 GDP 比重这一指标，将我国与日本进行对比。同时，由于不同国家的房地产在住宅和商业之间的发展偏重方向不同，我们进一步测算了房地产住宅投资额占 GDP 比重这一指标。

1989 年起，日本政府为抑制地产泡沫实施各项收紧举措，引发股市房市暴跌，且由于城镇化进入尾声、人口周期拐点等基本面影响，楼市陷入长期低迷。“日本房地产投资/日本 GDP”由 1990 年的 11.8% 迅速下降至 1998 年的 6.5%，随后波动下降至 2006 年的 5.7%，2008 年金融危机后，下跌至 2010 年的 4.4% 后触底回升，2021 年达到 7.8%；“日本住宅投资/日本 GDP”由 1990 年的 6.0% 迅速下降至 1998 年的 3.9%，随后波动下降至 2006 年的 3.6%，金融危机后进一步下降至 2010 年的 2.7%，随后小幅波动并逐步稳定在 3% 左右的水平。

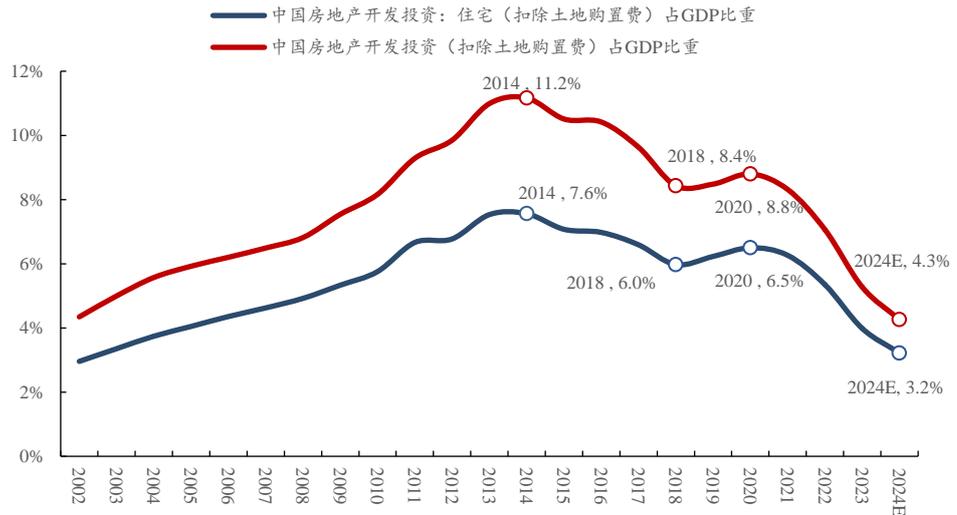
图20：1960 年以来日本房地产投资和住宅投资占 GDP 比重情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

2024 年 1-11 月，我国房地产开发投资完成额 9.4 万亿元，房地产住宅开发投资完成额 7.1 万亿元，同比分别下滑 10.4%/10.5%。考虑到相较于 2023 年，今年以来房地产销售延续低迷态势，新开工面积及土地购置费等继续下滑，我们合理预测全年房地产开发投资完成额和房地产住宅开发投资完成额分别为 10.0 万亿元、7.5 万亿元，占全国 GDP 总值的比重为 4.3%/3.2%。日本 90 年代初期相同房地产发展阶段房地产开发投资额占 GDP 的中枢值为 9.4%，我国已明显调整过度；住宅开发投资额占 GDP 中枢值为 5.2%，我国当前处于合理区间相对偏下位置，已有调整过度的迹象。

图21：2002 年以来中国房地产开发投资额和住宅开发投资额占 GDP 比重



数据来源：wind，东吴证券研究所

2个指标日本触底反弹花费的时间均为20年，低点较高分的降幅也较为接近：“房地产投资/GDP”降幅为62.7%，而“住宅投资/GDP”降幅为55.0%。但需要注意的是，危机后复苏的反弹幅度方面，2021年“房地产投资/GDP”较低点增长77%，但2021年“住宅投资/GDP”较低点仅增长15%，这是由于近年来日本产业发展带动了非住宅的商业地产投资需求。2003年以来日本非住宅投资占房地产投资额比重逐步提升，由2003年的34.7%提升至2019年的高点48.1%。考虑到我国当前老龄化率、主力置业人口占比、居民杠杆率和城镇化率较日本仍有一定空间，预计两个指标高点至低点降幅小于日本房地产市场下行时期，但日本上述指标触底反弹耗时20年，我们认为我国住宅投资占GDP比重仍需进一步观察。

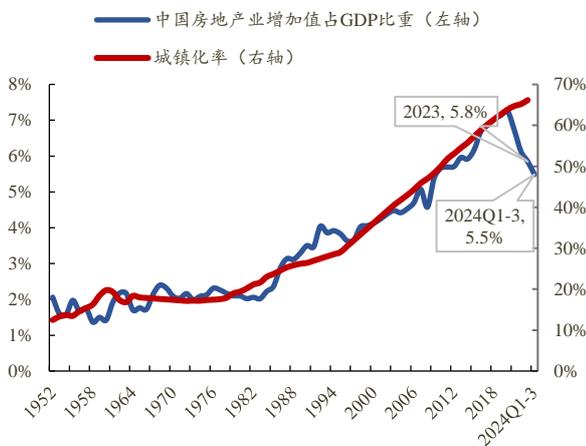
#### 1.2.4. 从房地产增加值占GDP比重看，我国房地产市场已超调

1949年以来，中国房地产行业经历了从福利公房时代到全面商品房时代，房地产建设从计划向市场化转变，房地产业增加值占GDP比重从1952年的2.1%增至2020年的7.2%，成为推动经济发展的重要支柱。1949-1980年，在福利公房时代，中国城镇化停滞、住房建设缓慢、住房供应不足，房地产业增加值占比维持在2%左右。1980-1998年，在房改启动前期，城镇化进程加快、住房商品化改革启动，房地产业增加值占比从2%增至4%。1998年，房改启动，此后住房制度逐渐完善，为拉动经济增长，房地产被确定为支柱产业。1998-2020年房地产业增加值占比从4%增至7.2%，成为推动经济发展的重要支柱。2020年之后，由于疫情反复、经济低迷，叠加行业调控等因素，房地产行业进入寒冬，房地产业增加值占比连续三年下降，2023年降至5.8%、较2020年降低1.4pct。

二战后，日本大量住房被摧毁，快速的城镇化催生了大量的住房需求，政策着眼于增加住房供给数量，1970年后房地产业增加值占GDP比重增至8%。随着住房供应逐渐饱和，住房存量运营项目占比提升，1990年房地产业增加值占GDP比重增至9.7%。

2010年之后,城镇化基本完成,房地产业增加值占GDP比重进入平台期,中枢约为12%。

图22: 中国房地产业增加值占GDP比重



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图23: 日本房地产业增加值占GDP比重



数据来源: wind, 东吴证券研究所

“房地产业增加值/GDP”这一指标,我国当前为5.5%,日本相同房地产生命周期的中枢值为10%,且日本的历史经验表明,随着城镇化推进,房地产业增加值占GDP比重是逐渐波动提升的,中国此指标在2020年之后房地产业增加值占GDP比重连续四年明显下降,我们认为我国当前房地产行业已经明显调整过度。

1962-2001年,日本城镇化率从65.1%增至80%,房地产业增加值占GDP比重从7.7%增至10.8%,此阶段,城镇化率每增加1个百分点,占比增加0.21个百分点;2001-2009年日本城镇化率从80%增至90%,房地产业增加值占GDP比重从10.8%增至12.6%,此阶段,城镇化率每增加1个百分点,占比增加0.18个百分点。按上述趋势,中国城镇化率从66.2%增至80%,房地产业增加值占GDP比重将增加约3.5pct至8.9%(假设城镇化率每增加1个百分点,占比增加0.25个百分点);从80%增至90%,房地产业增加值占GDP比重将增加约1.5pct至10.4%(假设城镇化率每增加1个百分点,房地产业增加值占GDP比重将增加0.15个百分点)。

## 2. 2025年房地产市场复苏路径

### 2.1. 政策仍有空间,多措并举促进房地产市场止跌回稳

从本轮周期中我国房地产市场的下滑幅度以及相关指标与海外国家相同行业阶段的对比来看,我国房地产市场已经超跌。今年以来,促进行业止跌回稳的政策态度更为明确,宏观政策和需求政策多措并举,从近期各地成交表现来看,行业已出现企稳趋势,拐点可期。我们认为在后续市场逐步修复复苏的过程中,会出现以下几点特征: 1) 政策继续发力,单一地产政策对行业的维稳作用有限,货币政策、财政政策、需求政策有望协同作用; 2) 市场在分化中复苏,一线城市率先修复带动低能级城市逐步企稳,二

线中具备基本面优势和已经历深度调整，回调基本到位的城市可能率先筑底；3）二手房的修复成为带动本轮房地产市场复苏的核心力量，我国逐步步入存量房时代。

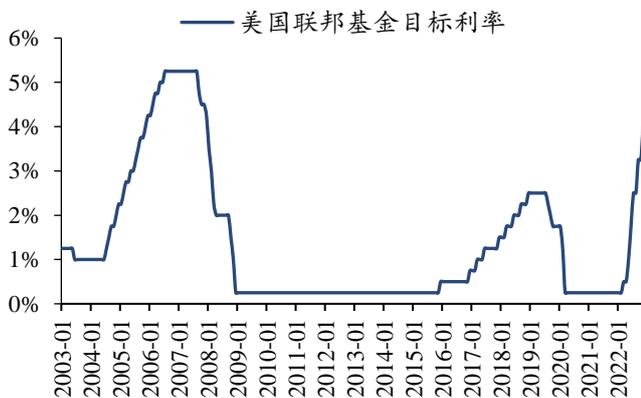
### 2.1.1. 海外复苏路径参考

2008年美国房地产市场衰退，房价下降导致抵押贷款违约率攀升，房地产危机通过以抵押贷款为底层资产的金融工具传导至金融机构，进而演化为系统性金融风险。危机发生后，美国政府出台一系列宏观救助措施，救助思路大致可以总结为：1）短期：宽松货币政策注入流动性，积极财政政策纾困居民企业注入信心。2）长期：改革住房金融体系，恢复住房金融市场。

#### 1) 短期：宽松货币政策注入流动性，积极财政政策注入信心

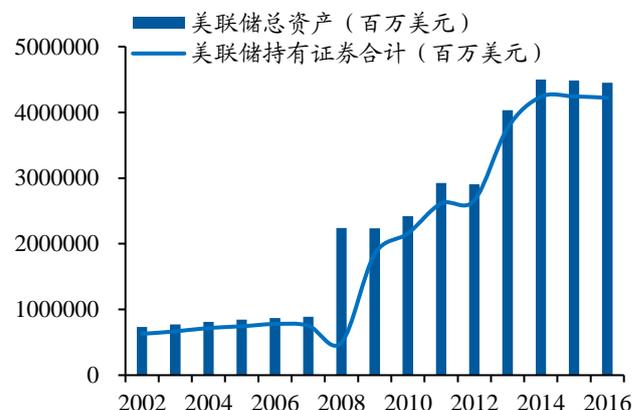
**货币政策：**迅速下调政策利率，创设流动性工具、启动QE。1)**迅速下调政策利率：**危机发生后，美联储迅速对利率进行调整，利率在2007年底被降至4.3%，并于2008年底将利率降至零利率下限，但利率下调并未及时向金融市场注入流动性，传统的货币政策工具并未有效传导到实体经济。2)**创设流动性工具：**美联储创新设立定期拍卖工具（TAF）、定期证券借贷工具（TSLF）、一级交易商信用工具（PDCF）等融资工具，为信贷市场提供流动性支持；3)**启动量化宽松：**危机发生后，美联储于2009年3月美国正式启动QE，通过购买MBS、美国国债、GSE债券，支持抵押贷款市场、为金融机构提供救助。

图24：美国联邦基金目标利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：3轮QE将美联储资产负债表扩大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**财政政策：联邦政府加杠杆，金融维稳、家庭救济、增加实体经济投资。** 财政方面，美国财政刺激几乎全部由联邦政府承担，联邦政府的赤字率从2007年的1.1%上升至2009年的近10%。1)**金融维稳：**2008年10月，《紧急稳定经济法案》获得通过，针对金融机构不良资产开展7000亿美元的救助计划，向处于困境中的金融机构购买房贷支持债券及其他债券。2010年根据《多德-弗兰克法案》，TARP的授权额度减至4750亿美元。2)**家庭救济：**2007年12月，联邦政府推出《抵押贷款债务豁免法案》，旨在为抵押贷款借款家庭再融资提供支持。2008年2月，《经济刺激法案》通过为中低收入家

庭和企业减税，释放 1680 亿美元的支持。2008 年 7 月，美国国会批准《住房与经济复苏法案》，拨款 3000 亿美元成立专款专用基金，为 40 万个面临失去房产的次级贷款家庭提供担保。**3) 实体经济：**2009 年 2 月，新任奥巴马政府推出总额近 8000 亿美元的《美国复苏与再投资法》，除了减税和家庭救济，主要增加了实体经济各领域的政府开支，通过大规模刺激促进托底经济。

## 2) 长期：改革住房金融体系，恢复住房金融市场

**住房金融体系改革：**1) 国家信用介入，稳定市场预期：美国政府于 2007 年 9 月接管“两房”，并于 2008 年 7 月成立联邦住房金融局 (FHFA)，将“两房”纳入监管范围，美国财政部向其注资 2000 亿美元，向市场注入流动性。**2) 针对基础资产借款人实施救助计划，维护金融市场的流动性和稳定性。通过签署《房屋所有人希望法》、《防止取消抵押赎回权法》、推出“住房可支付”计划等政策，2008-2010 年期间，“两房”为超过 43 万借款人提供了再融资服务，并通过修改借贷条件等方式为 160 万户家庭避免了取消抵押赎回权。**3) 加强住房金融监管、规范抵押贷款业务。**美国政府制定系列法律法规和政策性文件，重构金融监管体制，加大对信用评级机构和私募基金等机构的监管，规范银行证券化行为，设立消费者金融保护局。**

表1：美国 2008 年房地产危机期间政策体系

类型	时间	相关法案或工具
短期	货币政策	下调政策利率。利率在 2007 年底被降至 4.3%，并于 2008 年底将利率降至零利率下限
		创设流动性工具。美联储创新设立定期拍卖工具 (TAF)、定期证券借贷工具 (TSLF)、一级交易商信用工具 (PDCF) 等融资工具，为信贷市场提供流动性支持。
		启动量化宽松。美联储于 2008 年底正式启动 QE，通过购买 MBS、美国国债、GSE 债券，支持抵押贷款市场、为金融机构提供救助。至 2010 年 4 月 28 日结束，美联储在此期间共购买 1.725 万亿美元资产。
	财政政策	金融维稳。《紧急稳定经济法案》获得通过，针对金融机构不良资产开展救助计划，向处于困境中的金融机构购买房贷支持债券及其他债券。
		家庭救济。2007 年 12 月，联邦政府推出《抵押贷款债务豁免法案》，旨在为抵押贷款借款家庭再融资提供支持。2008 年 2 月，《经济刺激法案》通过为中低收入家庭和企业减税，释放 1680 亿美元的支持。2008 年 7 月，美国国会批准《住房与经济复苏法案》，拨款 3000 亿美元成立专款专用基金，为 40 万个面临失去房产的次级贷款家庭提供担保。2009 年 2 月，奥巴马政府推出“住房可支付”计划，通过允许借款人再融资、降低利率和延长贷款期限等方式，缓解借款人偿债压力、提高其还贷能力。
		实体经济。2009 年 2 月，新任奥巴马政府推出总额近 8000 亿美元的《美国复苏与再投资法》，增加了实体经济各领域的政府开支，通过大规模刺激促进托底经济。
长期	国家信用介入	美国政府于 2007 年 9 月接管“两房”，并于 2008 年 7 月成立联邦住房金融局 (FHFA)，将“两房”纳入监管范围。随后，美国财政部向其注资 2000 亿美元，“两房”通过抵押担保获得政府的信用支持，可以继续住房抵押二级市场上发行 MBS、认购贷款，向市场注入流动性。

实施救助计划	2008年，签署《房屋所有人希望法》和《防止取消抵押赎回权法》，计划帮助部分濒临破产的购房者和出现偿付困难的家庭免遭失去房产的厄运。2009年2月，奥巴马政府推出“住房可支付”计划，通过允许借款人再融资、降低利率和延长贷款期限等方式，缓解借款人偿债压力、提高其还贷能力。2008-2010年期间，“两房”为超过43万借款人提供了再融资服务，并通过修改借贷条件等方式为160万户家庭避免了取消抵押赎回权。
加强住房金融监管	美国政府制定系列法律法规和政策性文件，重构金融监管体制，加大对信用评级机构和私募基金等机构的监管，规范银行证券化行为，设立消费者金融保护局。2014年8月，美国证券交易委员会通过采用Reg AB修正案，进一步明确了资产证券化信息披露的明细要求，增强了交易透明度。

数据来源：wind、联邦储备系统理事会、新华网、经济参考网、中国社会科学院金融研究所、中国日报、北京大学金融法研究中心、东吴证券研究所

**海外复苏思路总结：1) 复苏的核心条件：政策速度快、政府信用尽早介入、扩张的宏观政策。**从美国经验来看，由于政策的传导具有时滞性，在救助举措实施到位的基础上，市场的恢复通常需要较长时间，因此迅速介入危机是关键，切忌政策出台节奏迟缓。出现债务危机时，市场预期的恢复需要政府信用的尽快介入，有选择地救助市场主体。宏观政策需要扩张来化解债务危机，扩张的政策来为资本市场注入流动性、为居民端修复资产负债表。**2) 复苏的传导：金融机构→房企→家庭部门。**首先，货币政策通过降息、创新设立融资工具以及量化宽松等手段，创造低利率的环境，向金融市场注入流动性，以确保信贷融资渠道畅通。财政政策要稳定居民部门的资产负债表，通过扩大支出刺激并托底经济，推动公共土地价格回暖。其次，政府加快处置不良资产，成立专门机构，收购和处置金融机构的不良资产，政府信用兜底，向重要金融机构注入流动性，配合不良资产包袱出清。同时，快速精准地制定和调整土地税收制度，改革住房金融体系，加强住房金融监管、规范抵押贷款业务，国家信用介入，做好保交楼，稳定和恢复市场对房价的预期及信心。最后，房企获得信贷支持逐步恢复投资和开工；家庭部门获得信贷支持，住房消费需求提升，资产价格进一步稳定，市场得到恢复。

### 2.1.2. 我国政策路径复盘及政策展望

#### 1) 政治局会议首提止跌回稳，彰显政府促进房地产市场平稳运行的决心

2024年以来房地产政策持续出台，较本轮房地产周期前期政策而言，2024年以来政策定调明显发生转变，9月政治局会议首提止跌回稳，传达了政府坚定维稳的决心。政策力度不断加码，在降低存量房贷利率、减免税费等市场期待较多政策落地的同时，也出台了收储、保障房再贷款等此前政策框架之外的政策。受益于今年以来更为积极的政策心态，我们认为本轮行业的修复路径更加清晰，周期拐点可期。

**中央层面：政策思路供需两端发力，需求端解除限制激发市场活力稳定房价，供给端重启去库存措施优化存量市场。**

表2: 2024年以来中央层面房地产政策

时间	出台部门/会议	政策/会议要点	政策内容
2024/4/30	政治局会议	消化存量房产、优化增量房产	要持续防范化解重点领域风险,继续坚持因城施策,压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任,切实做好保交房工作,保障购房人合法权益;要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待, <b>统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施</b> ,抓紧构建房地产发展新模式,促进房地产高质量发展
2024/5/17	央行、金融监管总局	设立3000亿元保障性住房再贷款	<b>设立3000亿元保障性住房再贷款,鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则,支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房,用作配售型或配租型保障性住房</b> ,预计将带动银行贷款5000亿元;降低全国层面个人住房贷款最低首付比例;取消全国层面个人住房贷款利率政策下限;下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点
2024/9/26	政治局会议	首提促进房地产市场 <b>止跌回稳</b>	<b>要促进房地产市场止跌回稳</b> ,对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量,加大“白名单”项目贷款投放力度,支持盘活存量闲置土地;要回应群众关切,调整住房限购政策,降低存量房贷利率,抓紧完善土地、财税、金融等政策,推动构建房地产发展新模式
2024/10/12	财政部	运用专项债、专项资金、税收政策等工具推动市场 <b>止跌回稳</b>	<b>叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具</b> ,支持推动房地产市场 <b>止跌回稳</b> ;积极研究出台有利于房地产平稳发展的增量措施,允许专项债券用于土地储备;及时优化完善相关税收政策,正在抓紧研究明确和取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税政策;支持收购存量房,加大保障性住房供给,考虑到当前已建待售住房较多,将采取用好专项债收购存量商品房,并继续用好保障性安居工程补助资金,支持方向进一步优化调整,适当减少新建规模,支持地方更多通过消化存量房方式收购
2024/10/17	住建部等5部委	四个取消、四个降低、两个增加	提出“四个取消、四个降低、两个增加”。四个取消:取消限购、限售、限价、非普宅标准;四个降低:降低住房公积金贷款利率、首付比例、存量房贷利率、税费负担;两个增加:新增实施城中村改造规模,新增白名单项目信贷规模
2024/11/22	住建部、财政部、税务总局等	房地产税收制度优化	全国范围内,购买140m <sup>2</sup> 及以下住房契税税率为1%,不区分首套及二套住宅,购买140m <sup>2</sup> 以上二套住宅契税税率为2%,不区分一线城市及非一线城市;取消普通住宅和非普通住宅标准的城市,交易满2年及以上对外出售免征增值税;各地区增值税率下限统一下调0.5pct;普宅增值额未超过扣除项目金额20%的,继续免征土地增值税。
2024/11/8	人大常委会	化债	<b>着力化解地方债务风险,房地产行业相关的地方债务情况梳理与应对措施探讨等</b> ,通过合理规划财政收支、债务重组等多种方式来缓解地方在房地产领域的债务压力,以促进房地产市场与地方财政金融体系的稳定协调发展。
2024/11/15	住建部、财政部	城中村改造	<b>明确城中村改造政策支持范围由最初的35个超大特大城市进一步扩大到近300个地级及以上城市</b> 。两部门在通知中明确,地级城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的项目,均可纳入政策支持范围。按照通知要求,城中村改造政策支持范围从最初的35个超大特大城市和城

			区常住人口 300 万以上的大城市，进一步扩大到了近 300 个地级及以上城市。这些城市符合条件的城中村改造项目均可以获得政策支持，例如纳入地方政府专项债券支持范围，开发性、政策性金融机构提供城中村改造专项借款，适用有关税费优惠政策，鼓励商业银行按照市场化、法治化原则提供城中村改造贷款等，确保项目顺利推进。
2024/11/20	央行	优化房地产金融政策 执行机制	<b>优化房地产金融政策执行机制</b> ，要求金融机构在满足合理住房需求的前提下，进一步优化贷款审批流程，提高贷款发放效率，合理确定房贷利率定价，既要防范金融风险，又要支持房地产市场平稳运行。同时，加强对房地产企业资金流向的监测，确保资金用于项目建设与合理运营，避免资金违规挪用。

数据来源：中国政府网、东吴证券研究所

**地方层面：中央政策指导下，四个一线城市均放宽限购政策，其中广州取消限购，北京、上海、深圳继续放松限购要求，此外一线城市陆续取消普宅和非普宅认定，购房门槛进一步降低。**

表3：2024 年以来地方层面房地产政策

城市	政策调整内容
北京	商业性个人住房贷款政策调整： 首套住房最低首付款比例调整为不低于 20%，贷款利率下限调整为不低于 LPR 减 45bp； 二套房五环以内最低首付款比例调整为不低于 35%，贷款利率下限调整为不低于相应 LPR 减 5bp，五环以外最低首付款比例调整为不低于 30%，贷款利率下限调整为不低于相应 LPR 减 25bp。
	取消普通住房和非普通住房标准，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；个人购买家庭首套/二套住房，面积为 140 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税，面积为 140 平方米以上的，首套/二套减按 1.5%/2% 的税率征收契税。
上海	出台“沪七条”，包括调整住房限购政策，如非本市户籍居民家庭以及单身人士购买外环外住房的，社保或个税年限调整为购房之日前连续缴纳满 1 年及以上；持《上海市居住证》且积分达到标准分值、在本市缴纳社保或个税满 3 年及以上的非本市户籍居民家庭，享受沪籍居民家庭购房待遇；在自贸区临港新片区实施差异化购房政策等。
	优化住房信贷政策，落实降低存量房贷利率政策，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%，实行差异化政策区域的二套房贷最低首付款比例调整为不低于 20%，住房公积金二套房贷最低首付比例相应调整
	调整住房税收政策，将个人对外销售住房增值税征免年限从 5 年调整为 2 年，取消普通住房标准和非普通住房标准。
广州	取消居民家庭在本市购买住房的各项限购政策。
深圳	优化分区住房限购政策，本市户籍居民家庭限购 2 套住房，本市户籍成年单身人士限购 1 套住房，在盐田区等部分区域可再购买 1 套住房；非本市户籍居民家庭及成年单身人士限购 1 套住房，在福田区等部分区域购买需提供社保或个税证明，在盐田区等部分区域无需提供。
	取消商品住房和商务公寓转让限制。
	优化商品住房和商务公寓价格备案流程，由房地产开发企业自主合理确定销售价格，并报市场监管部门备案，抄报区级住房建设部门
	调整个人住房转让增值税征免年限，由 5 年调整到 2 年
	优化个人住房贷款政策，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为 15%，二套房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为 20%；有两个及以上未成年子女的居民家庭，购买第二套住房可适用首套住房贷款政策。
	取消普通住房和非普通住房标准，个人销售住房涉及的增值税、个人购买住房涉及的契税按照相关规定执行

数据来源：中国政府网、北京市住房和城乡建设委员会、上海市房屋管理局、广州市人民政府、深圳市住房和建设局、东吴证券研究所

## 2) 政策仍有释放空间，宏观政策和需求政策需协调发力

我国在促进房地产市场止跌回稳方面仍有政策空间，参考海外经验以及过去几年的

政策效果，我们认为维持行业的稳定运行不仅有赖于行业自身政策，考虑到房地产和宏观经济的高度相关性和相互作用，未来应继续延续货币政策、财政政策和需求政策多措并举的政策思路，协同发力促进行业企稳。

**货币政策：**1) 利率方面：全球局势复杂，外部因素制约，降息节奏空间存在，但降息节奏存在不确定性。2) 再贷款：加速现房去库存，政策力度仍有加码空间。

**财政政策：**我国正在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度，有望扩大专项债发行规模，专项债用于回收闲置土地、收储等政策方向或加速落地。

**需求政策：**限制性购房政策仍有放松空间。一线城市在社保或个税的缴纳年限以及购房区域的限制上，仍有进一步放松的空间。二线以下的低能级城市，目前政策力度已较为宽松，后续的房地产政策有望和人口政策相结合，如多孩家庭的购房优惠以及刺激生育等政策。

表4：政策仍有释放空间，宏观政策和需求政策需协调发力

政策类型		2024年已出台政策	2025年政策空间展望
货币政策	利率	LPR5年下调60bps	仍有降息空间，但降息节奏存在不确定性
	再贷款	设立保障性住房再贷款预计撬动银行贷款5000亿元。	现有政策仍有较大资金待投放，细节仍有优化升级空间，
财政政策	收储	允许专项债券用于收回收购存量闲置土地	更为积极的财政政策框架下有望扩大专项债规模，出台收储政策细节
	化债	12万亿地方化债组合拳提高政府财政能力	化债后地方政府开支投向收储、城中村改造等方向
需求政策	一线城市	限制性购房政策仍有放松空间，如下调购房社保年限等。	在社保或个税的缴纳年限以及购房区域的限制上仍有进一步放松的空间
	二线及以下城市	限制性购房政策基本已全部解除	后续的房地产政策有望和人口政策相结合

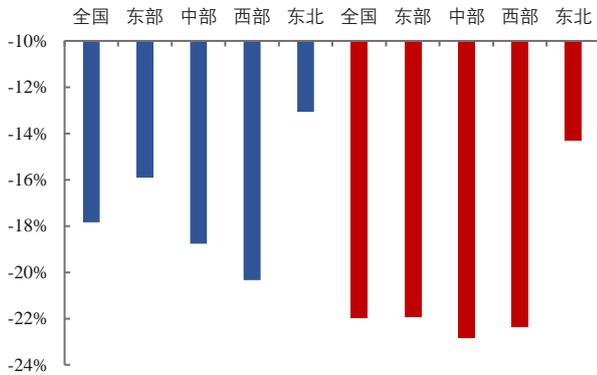
数据来源：wind、中国政府网、东吴证券研究所

## 2.2. 市场在分化中复苏，二手房有望率先修复带动新房市场企稳

### 2.2.1. 新房销售区域分化明显，东部为市场成交的主力军

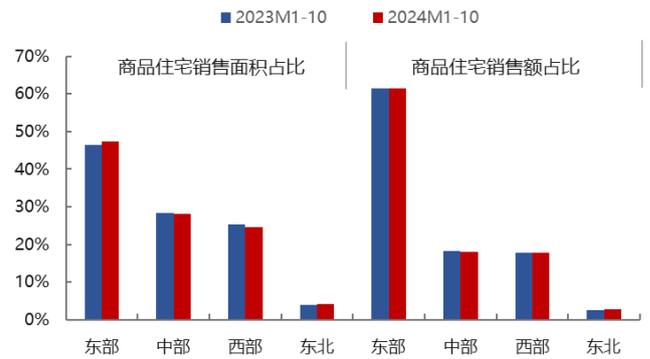
分化仍是市场主旋律，东部区域销售面积占比小幅提升。2024年1-10月，全国新房成交继续下滑。其中东北区域销售面积和销售额同比跌幅分别为13.1%/14.3%，低于其他区域的下跌幅度；中部和西部区域新房成交跌幅最大，中部区域商品住宅销售面积和销售额同比下滑18.8%/22.8%，西部区域商品住宅销售面积和销售额同比下滑20.3%/22.3%。从全国成交占比来看，东部区域仍然是商品住宅成交的主力军，销售面积和销售额占比分别为47.4%/61.5%，较2023年同期分别增加1.09/0.03pct。

图26: 不同区域商品住宅销售面积和销售额增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图27: 不同区域商品住宅销售面积和销售额占比

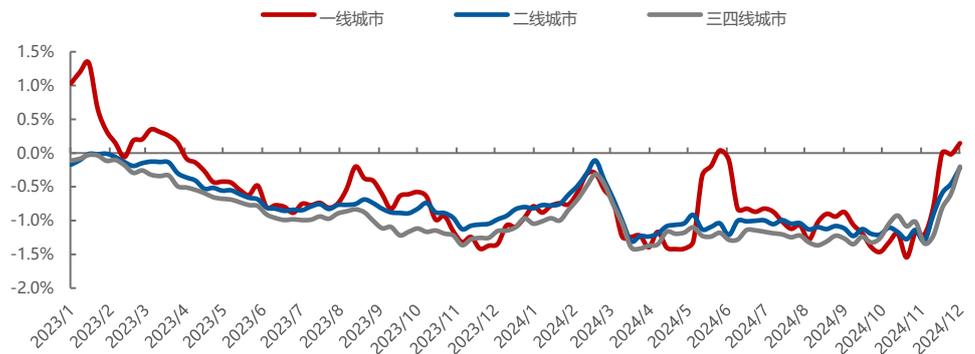


数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 2.2.2. 市场点状修复, 一线城市企稳后逐步传导至低能级城市

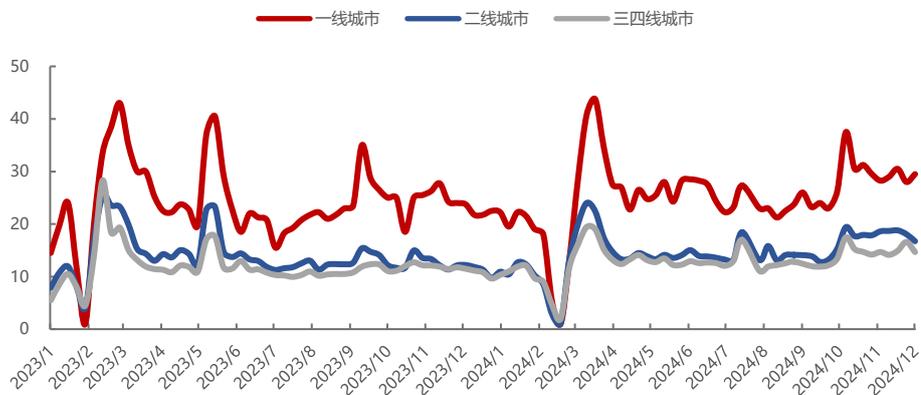
12月初一线城市冰山指数月环比已回正, 冰山活跃指数自9月底新政以来稳定维持在荣枯线水平, 已率先出现企稳趋势。不同于5月新政后冰山指数月环比跌幅迅速扩大, 二手房销售以价换量, 市场短期成交脉冲后迅速回落, 自9月底房地产新政以来, 70重点城市二手房成交量修复的同时, 冰山指数月环比跌幅也在震荡收窄, 12月初冰山指数月环比跌幅已收窄至0.2%, 接近回正。其中一线城市冰山指数月环比跌幅自10月下旬以来迅速收窄, 截至12月初率先正增, 冰山活跃指数也已连续多周保持在荣枯线水平。我们认为本轮新政后, 从二手房市场的成交量价来看, 一线城市的止跌企稳趋势已经较为明确。

图28: 不同城市能级冰山指数月环比变化



数据来源: 冰山指数, 东吴证券研究所

图29：不同城市能级冰山活跃指数变动



数据来源：冰山指数，东吴证券研究所

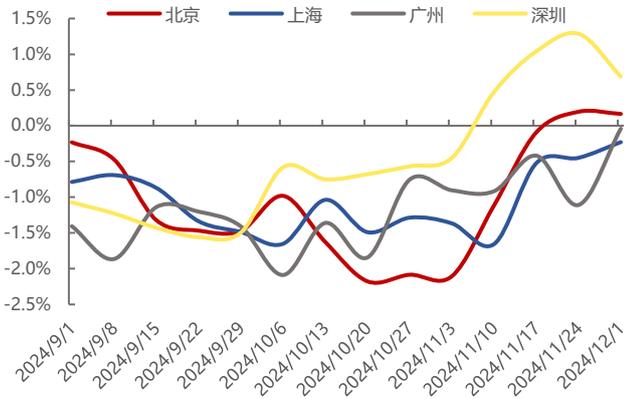
备注：冰山活跃指数荣枯线为 30。

**一线城市中，深圳房地产市场的修复速度有望领先于其他城市。**自 2021 年下半年房地产市场下行以来，全国新房销售规模大幅下滑，2024 年 1-11 月新房销售规模较 2021 年同期跌幅超 45%，但考虑二手房市场成交规模后，市场总量下滑斜率较新房下滑斜率相对平缓。今年以来，北京、上海、广州的新房和二手房月均成交总量同比分别为 -6.4%、-4.1%、-2.4%，而深圳同比正增 23.0%，相较于 2021 年的月均成交量，北京、上海、广州分别下滑 25.2%、30.8%、30.7%，而深圳仅下滑 0.8%，从成交量上来看，深圳的企稳趋势更加明显。从价格上来看，深圳冰山指数月环比已率先转正并连续 4 周正增，同比跌幅收窄幅度也明显优于其他一线城市。从近期市场热度上来看，深圳冰山活跃指数已连续 9 周保持在荣枯线以上。

我们认为深圳近期房地产市场表现相对较好，并有望在一线城市率先企稳，主要原因因为：1) 本轮房地产周期中，一线城市中深圳调整最早且跌幅最大。上海、广州的二手住宅价格自 2021 年下半年开始调整，北京二手住宅价格在 2023 年一季度经历小幅上涨并达到本轮周期峰值，深圳房地产市场价格在 2021 年初进入调整阶段。从跌幅上来看，北京冰山指数跌幅最小，上海、广州冰山指数跌幅在 20%-25% 区间，深圳冰山指数跌幅为 27.6%。2) 深圳过往周期中房价上涨弹性大，购房者对未来房价预期较高，愿意左侧布局买入。2015-2019 年，深圳二手房均价涨幅高达 85%，在一线城市中涨幅最高。3) 市场规模较小，少量的成交边际好转即可扭转市场预期。2021-2023 年北京、上海、广州新房和二手房成交总量的中枢值分别为 191 万方、268 万方、151 万方，深圳为 57 万方，由于市场整体规模较小，少量的成交边际好转即可明显改善市场预期。4) 人口大幅流入，产业迅速发展，积累了较多的购房需求。过去 5 年深圳常住人口净流入 113 万人，位列一线城市首位，北京常住人口数量基本持平，上海常住人口增加 12 万人，从经济增速上来看，2023 年及 2024 年截至三季度末，深圳 GDP 增速领先于其他一线城

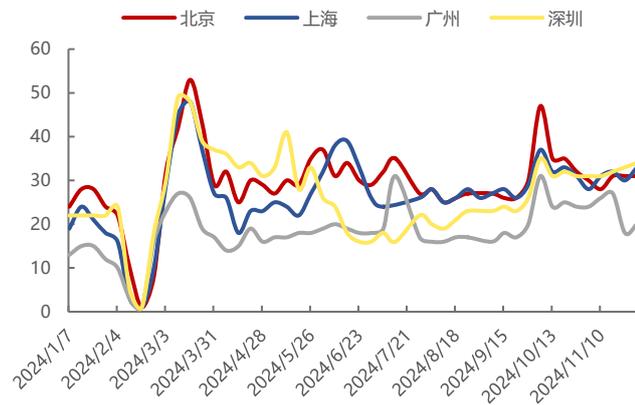
市。经济和产业的快速发展带动人口的大量流入，有望促进房地产市场率先止跌回稳。

图30: 2024年9月以来冰山指数月环比变动



数据来源: 冰山指数, 东吴证券研究所

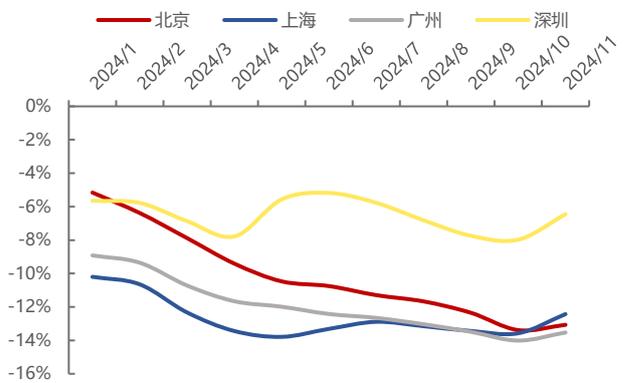
图32: 2024年以来冰山活跃指数变动



数据来源: 冰山指数, 东吴证券研究所

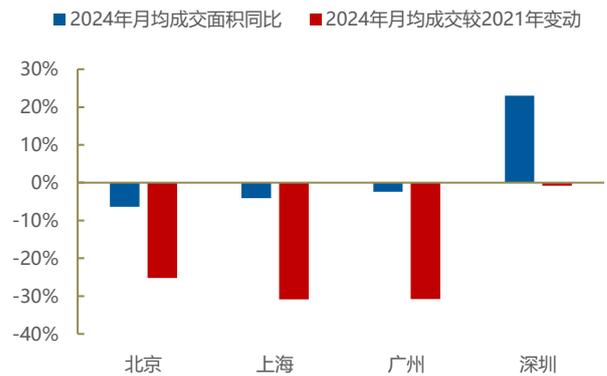
备注: 冰山活跃指数荣枯线为 30。

图31: 2024年以来冰山指数同比变动



数据来源: 冰山指数, 东吴证券研究所

图33: 一线城市新房和二手房成交面积总量变动



数据来源: 中指研究院, 东吴证券研究所

图34: 深圳在历史周期房价涨幅较高且本轮回调较深

2015-2019年	北京	上海	广州	深圳	2020-2024年	北京	上海	广州	深圳
最小值	34584	36320	19654	32600	峰值	56799	69001	33993	77824
最小值时点	2015-02	2015-01	2015-02	2015-01	峰值时点	2023-03	2021-06	2021-08	2021-02
峰值	59772	54430	31488	60181	最小值	47378	54442	25555	56360
峰值时点	2017-03	2017-04	2018-09	2019-12	最小值时点	2024-11	2024-11	2024-11	2024-10
涨幅	73%	50%	60%	85%	跌幅	-17%	-21%	-25%	-28%

数据来源: wind, 冰山指数, 东吴证券研究所

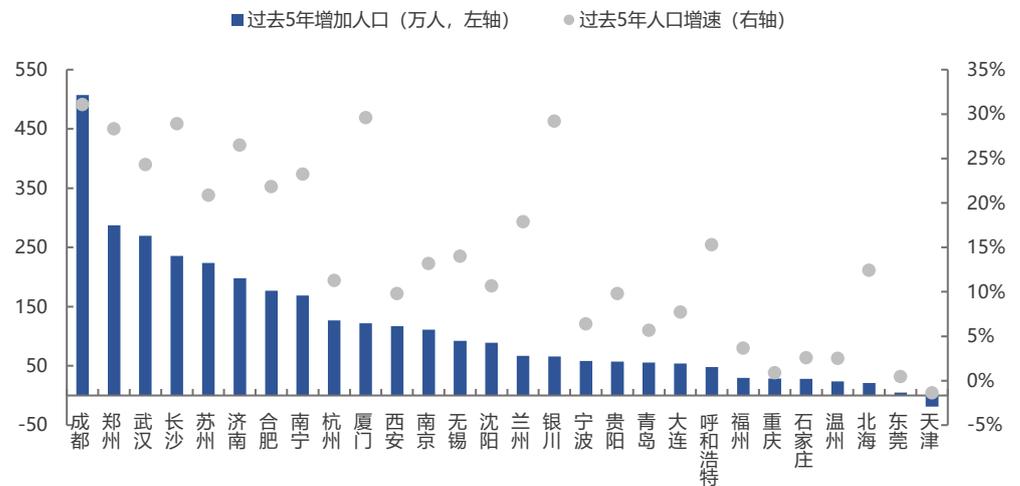
备注: 冰山指数为二手房挂牌的“卖1”价, 反映二手房价格走势。2019年以前冰山指数为根据当年冰山指数和统计局发布的二手住房价格环比数据计算得出。

2.2.3. 二线城市中, 具备基本面实力的核心城市和已经历充分调整的城市有望率先企稳

本轮房地产周期中，我们认为二线城市中率先企稳的城市为两类：一类为城市自身具备较强的经济实力和人口吸附能力，在过去几年的行业下行周期中，表现出了一定的市场韧性或已率先完成筑底，如成都、西安、杭州、合肥、厦门，这类城市有望成为后续房地产市场中具备阿尔法的城市；另一类为在上一轮行业周期中，未经历大幅上涨，投资需求相对较少，或调整起始时间相对较早，当前已经历充分调整，基本已经回调到位的城市，如天津、沈阳、石家庄、青岛，这类城市有望率先企稳。

过去五年中，杭州常住人口净流入 126.8 万人，人口增速 11.3%，经济在高水平基础上持续健康发展，以软件与信息技术产业为代表的生产性服务业保持高增速，多家软件与信息服务龙头企业在杭州落地总部，GDP 规模和近 5 年来常住人口增速在长三角排名前三，庞大的人口基数和持续的人口吸附能力是杭州房地产市场发展的重要基础。截至 2024 年，成都已形成电子信息、装备制造 2 个亿万级产业集群和 10 个千亿级产业集群，生物信息、轨道交通装备纳入国家首批战略性新兴产业集群发展工程，经济总量 2.2 万亿元，占全省比重为 36.7%，作为西部转移大潮的核心城市，未来人口吸附能力和就业改善能力有望进一步提升，房地产市场具备规模潜力。2018 年《关中平原城市群发展规划》提出“建设西安国家中心城市”。西安作为北方人口第三城，人口吸附能力较强，近 5 年来常住人口增长 117 万人，产业方面，西安的支柱产业为电子信息制造、汽车制造、航空航天、高端装备制造和生物医药，其中汽车制造业龙头企业包括比亚迪、吉利、陕汽等，考虑到西安区域自身的重要战略地位、强劲的经济增长动能和充足优质的教育资源，我们预计西安未来的经济实力和财政实力及人口规模有望进一步提升，从而拉动房地产业的发展。近 5 年来，厦门常住人口净流入 122 万人，人口增速高达 30.0%，2024 年厦门提出要强化战略性新兴产业引领作用，推动生物医药、新能源、新材料等产业集群发展，推动创新药、高端医疗器械等规模化发展，加快打造“新能源产业创新之城”，加快突破未来产业，全面布局发展新一代人工智能、新型显示等 5 个未来风口产业，新一轮的产业发展有望为厦门带来更多潜在购买需求。合肥地区生产总值于 2020 年首破万亿元大关，跻身“万亿城市俱乐部”之列，地区生产总值十年增长 3 倍，连跨八个千亿元台阶，增速高居全国榜首，作为五个综合性国家科学中心之一，近年来合肥以黑马姿态强势崛起，近 5 年常住人口净流入 177 万人，房地产市场的发展具备坚实基础。

图35: 重点二线城市过去5年常住人口变动



数据来源: wind, 东吴证券研究所

基本面具备优势的核心二线城市在本轮行业周期中市场韧性较强,当前二手房价格止跌趋势较为明显,未来具备更强的房地产市场规模潜力。本轮行业周期中,相较于其它同能级城市,成都、西安、杭州、合肥、厦门的房地产市场下行调整时间较短,距峰值时点下行调整集中在30-40个月,下跌幅度也相对较小,成都二手房冰山指数跌幅仅15.7%,明显优于其它二线城市,西安、杭州、合肥、厦门的二手房冰山指数下跌幅度也都保持在30%以内。从近期二手房价格来看,杭州、成都、厦门的冰山指数月环比已经回正,西安、合肥的冰山指数月环比虽然仍有小幅下跌,但跌幅已经明显收窄。从近期二手房成交量来看,10月杭州二手房成交量环比涨幅高达77%,厦门为43%,成都、合肥、西安的月环比涨幅均在25%以上,二手房成交边际改善明显。我们认为未来随着投资需求逐渐淡出市场,刚需和改善需求是支撑市场总量的主导力量,而具备较强产业价值和人口吸附能力的城市具备更强的房地产规模潜力。

表5: 重点二线城市冰山指数变动

城市	冰山指数峰值	峰值时点	冰山指数最低值	最低值时点	调整时长(月)	最大回撤	至11月最后一周回撤	较最大回撤是否收窄	11月最后一周环比	11月以来冰山指数月环比	冰山活跃指数
天津	21710	2019/2/10	14491	2024/11/3	70	-33.3%	-33.1%	√	0.2%		19
重庆	14356	2021/8/8	10544	2024/10/27	39	-26.6%	-26.4%	√	-0.1%		15
杭州	38077	2021/7/25	27810	2024/11/3	40	-27.0%	-26.8%	√	0.2%		24
南京	30927	2019/7/28	21306	2024/12/1	65	-31.1%	-31.1%		-0.2%		24
武汉	18179	2019/2/10	12311	2024/12/1	71	-32.3%	-32.3%		-0.5%		21
成都	16701	2022/6/5	14083	2024/10/27	29	-15.7%	-14.6%	√	1.1%		22
苏州	27328	2020/2/2	20213	2024/11/3	58	-26.0%	-26.0%	√	0.0%		20
大连	14649	2021/8/8	10666	2024/12/1	40	-27.2%	-27.2%		-0.1%		18
厦门	45886	2022/4/24	33661	2024/11/3	31	-26.6%	-26.2%	√	0.6%		20
西安	16067	2021/7/11	12629	2024/10/20	40	-21.4%	-21.2%	√	-0.1%		25
长沙	11396	2021/7/11	9431	2024/12/1	41	-17.2%	-17.2%		-0.2%		14
宁波	28182	2021/7/18	19399	2024/12/1	41	-31.2%	-31.2%		-0.4%		16
无锡	17730	2021/8/1	13380	2024/12/1	41	-24.5%	-24.5%		-0.3%		16
福州	26973	2019/1/20	20009	2024/12/1	71	-25.8%	-25.8%		-1.0%		12
沈阳	11588	2021/4/4	8238	2024/11/3	44	-28.9%	-28.9%	√	0.1%		17
青岛	23524	2019/1/27	13578	2024/11/24	71	-42.3%	-42.2%	√	0.0%		17
济南	18422	2019/2/17	13284	2024/12/1	70	-27.9%	-27.9%		-0.2%		20
南昌	15756	2019/6/23	10025	2024/12/1	66	-36.4%	-36.4%		-0.5%		12
合肥	20990	2021/8/22	15038	2024/12/1	40	-28.4%	-28.4%		-0.5%		20
郑州	15958	2019/1/13	10382	2024/12/1	72	-34.9%	-34.9%		-0.2%		17
太原	12688	2019/2/10	8725	2024/12/1	71	-31.2%	-31.2%		-0.4%		16
石家庄	15554	2019/1/20	10249	2024/11/3	70	-34.1%	-34.1%	√	0.1%		21
长春	10181	2019/5/19	7142	2024/12/1	67	-29.8%	-29.8%		-1.2%		12
哈尔滨	9379	2020/8/9	7186	2024/10/13	51	-23.4%	-23.2%	√	0.0%		11
呼和浩特	10937	2020/9/13	7714	2024/12/1	51	-29.5%	-29.5%		-0.5%		13
海口	18766	2021/10/10	14399	2024/12/1	38	-23.3%	-23.3%		-0.6%		16
南宁	13538	2019/6/16	9664	2024/12/1	67	-28.6%	-28.6%		-0.4%		13
兰州	12941	2021/5/16	8523	2024/10/27	42	-34.1%	-34.1%	√	-0.4%		13
昆明	13618	2021/6/27	10177	2024/12/1	42	-25.3%	-25.3%		-0.1%		12
贵阳	10013	2019/2/10	6985	2024/10/20	69	-30.2%	-29.6%	√	-0.1%		12
银川	7296	2021/9/12	6160	2024/12/1	39	-15.6%	-15.6%		-0.2%		13
温州	22256	2021/6/6	14705	2024/12/1	42	-33.9%	-33.9%		-0.7%		12
北海	7287	2019/2/17	4720	2024/12/1	70	-35.2%	-35.2%		-0.3%		15
东莞	26908	2021/8/1	15936	2024/10/27	39	-40.8%	-40.6%	√	0.0%		15

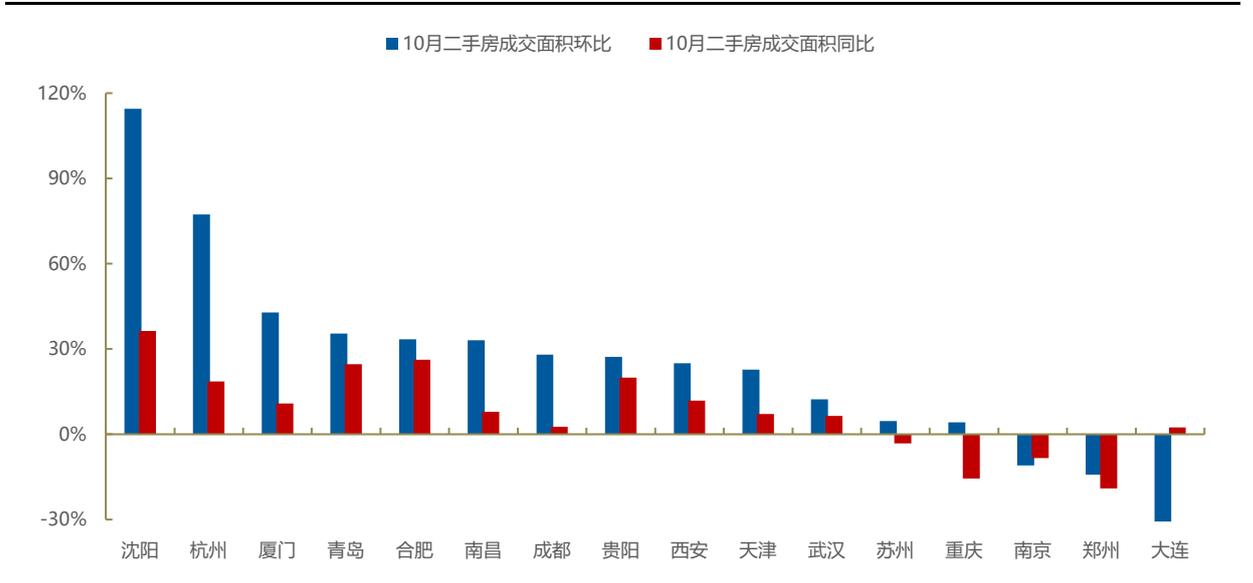
数据来源: wind, 东吴证券研究所

备注: 冰山指数为二手房挂牌的“卖1”价, 能够反映房价走势, 成交价在此基础上一般有5%-10%的议价空间。

房地产市场价格未经历大幅上涨或较早进入调整阶段, 当前回调基本已经充分的二线城市有望率先止跌, 如天津、青岛、石家庄和沈阳等。本轮房地产周期中, 天津、武汉、南京、青岛、济南、石家庄、贵阳等城市较早进入回调阶段, 调整周期均超过65个月。从回调幅度上来看, 青岛冰山指数回撤幅度最大, 降幅高达42.3%, 考虑成交的议价空间后, 城市二手房均价的调整幅度或已接近50%, 天津、石家庄、贵阳、武汉等城市的冰山指数降幅也均已超过30%。我们认为这类城市的房地产市场已经历了充分且深度的调整, 其中部分城市或有望率先止跌。从近期的二手房价格来看, 天津、青岛、石家庄的冰山指数月环比跌幅均已出现连续的明显收窄; 沈阳虽下跌幅度弱于前述城市, 但考虑在上一轮房地产周期中未经历大幅上涨, 近期的冰山指数月环比已连续多周收窄, 其调整深度或也已基本到位。从二手房成交量上来看, 沈阳10月二手房销售面积环比

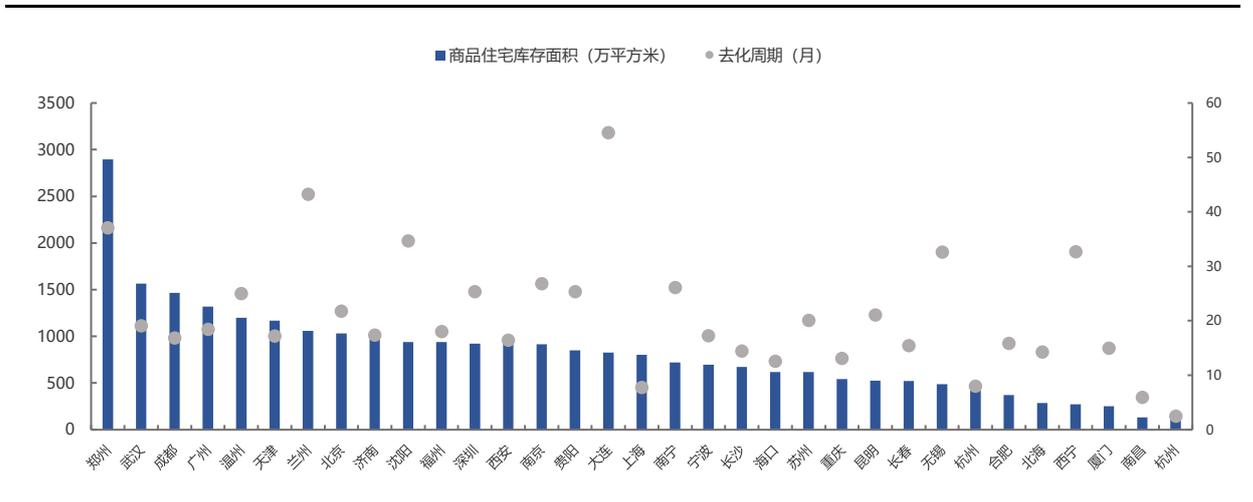
涨幅高达 114%，同比增长 36%；青岛环比涨幅 35%，天津环比涨幅 23%，同比均已实现正增。综上，我们认为天津、青岛、石家庄和沈阳这类未经历房价大幅上涨或调整已相对充分的城市有望率先止跌。

图36: 2024 年 10 月重点二线城市二手房成交面积同环比变动



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图37: 重点城市库存情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

从库存面积和去化周期上来看，武汉和郑州等高库存城市房地产市场仍然承压。虽然近年来武汉、郑州的常住人口净流入和高等学历毕业生数量较为领先，近 5 年新增常住人口数量均位居前三，但从供给端来看，武汉和郑州的超供问题均较为明显，库存压力较大。根据中指数据，武汉和郑州已经领取预售证的库存分别为 2896 万方、1563 万方，按照过去 6 个月的商品房流速计算的库存周期分别为 37 个月、19 个月。除超量供

应累积了大量库存外，两城市的烂尾问题也相对较为严重，预计广义库存远高于已领取预售证的库存，当前其房地产市场仍然面临较大压力。

综合考虑城市基本面、库存因素以及在本轮周期中的调整进程，我们认为杭州、成都、西安、合肥、厦门有望成为后续房地产市场中具备阿尔法的城市，天津、青岛、石家庄、沈阳等城市有望率先止跌。

表6: 重点城市后续房地产市场情况

城市分类	城市特点	市场现状/特点	典型城市
新一轮房地产周期中的阿尔法城市	较强的人口吸附能力和产业实力	二手房量价已出现企稳趋势	杭州、合肥、成都、西安、厦门
有望率先止跌企稳的城市	调整时间较早且跌幅较深	自身城市房地产市场已逐渐走出底部阶段	天津、青岛、石家庄
	过往涨幅相对有限，已基本回调到位		沈阳
市场仍然承压的城市	库存高企，烂尾项目较多	库存问题尚未解决，交付预期未修复	郑州、武汉

数据来源：东吴证券研究所

## 2.3. 二手房成交企稳是带动行业走出本轮周期底部的核心力量

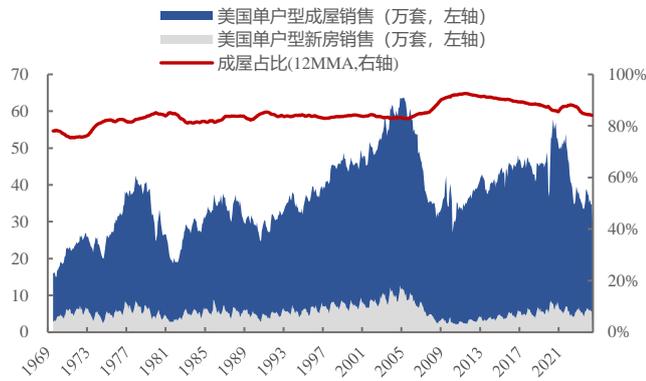
### 2.3.1. 我国二手交易指标大幅提升，但较海外发达国家仍有一定差距

二手住宅成交占全国住房市场的销售比重及交易换手率是衡量二手住宅活跃度和发展现状的重要指标。我们将我国的上述指标和海外发达国家美国、日本的相关指标进行对比，发现我国的二手房市场成交规模仍有进一步的提升空间。考虑到可比数据的连续性，我们主要使用美国单户型成交数据和日本主要都市圈的公寓成交数据进行对比。

美国较早步入存量房时代，上世纪 70 年代后单户型成屋销售占比持续高于新房。由于商品房市场起步较早，二手房经纪业务发展成熟，美国早在上世纪 70 年代单户型成屋交易套数占比就维持在约 80% 的水平。自有交易数据以来，美国的单户型新房单月销售峰值为 12.7 万套，出现在 2005 年 3 月，而这一数值仅仅达到 70 年代初期单户型成屋销售的单月水平。美国自 1968 年以来，单户型成屋销售套数占比持续提升，次贷危机后一度达到 92.6% 的高位，近年来虽逐渐有所回落，但仍维持在约 85% 的水平。

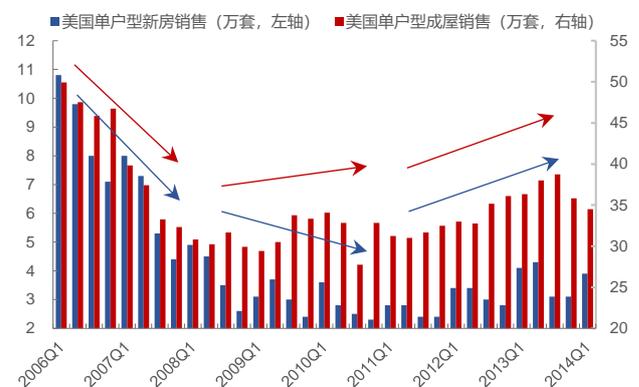
次贷危机后，美国成屋销售修复速度领先新房。2005 年美国住房成交套数 836 万套，达到历史高点，随后次贷危机爆发，住房成交套数逐年大幅下滑，至 2008 年美国住房成交降 459 万套。随后在国家信用介入和一系列的宽松货币政策和积极财政政策的作用下，美国房地产市场逐渐修复。其中，美国单户型成屋销售套数在 2009 年 Q1 触底并逐步回升，而单户型新房销售套数在 2011 年底才开始止跌企稳。截至 2014 年，美国单户型新房销售仅恢复至 2005 年市场高点单户型新房成交表现 30.7% 的水平，而单户型成屋销售则恢复至 67.9% 的水平。

图38: 美国 1969 年以来单户型新房及成屋销售



数据来源: wind, 东吴证券研究所

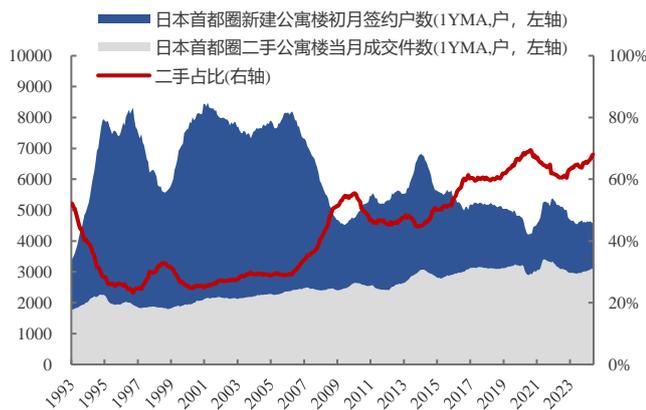
图39: 次贷危机后美国成屋销售修复领先新房



数据来源: wind, 东吴证券研究所

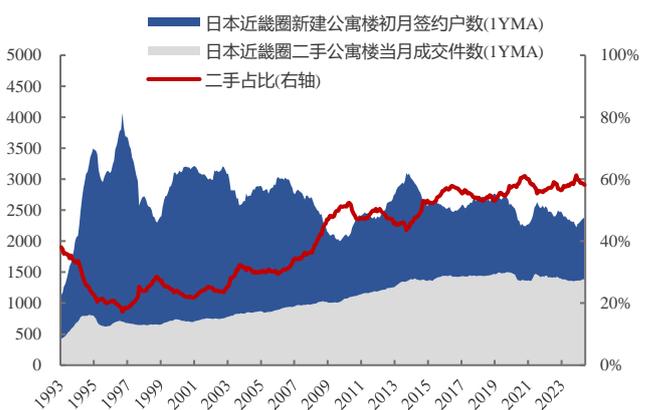
日本主要都市圈在 2015 年步入存量房时代，目前首都圈和近畿圈二手公寓成交占比分别为 68%和 58%。90 年代初期日本房地产泡沫破裂后，1993 年新建公寓率先修复且成交占比高于二手公寓，此阶段新建公寓销售单价相较于二手公寓的溢价率在不断提升，首都圈新建公寓平均成交金额相较于二手公寓的溢价率由 1993 年的 24.9%提高至 2003 年的 103.9%，近畿圈这一指标由 1994 年的 28.0%提高至 2004 年的 119.0%，随后日本主要都市圈新建公寓较二手公寓的溢价率虽有所调整，但仍处于较高水平，二手公寓的成交占比随之在 2006 年开始迅速提升，至 2015 年日本主要都市圈步入存量房时代，目前首都圈和近畿圈的二手公寓成交占比分别为 68%和 58%。

图40: 1993 年以来日本首都圈新建和二手公寓销售



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图41: 1993 年以来日本近畿圈新建和二手公寓销售



数据来源: wind, 东吴证券研究所

我国二手住房成交占比相较于海外发达国家，仍有一定提升空间。根据贝壳研究院数据，2023 年我国二手住房成交面积为 5.7 亿平方米，占全国住房成交市场的比重为 37.5%，较美国目前 85%及日本主要都市圈 58%以上二手住房成交占比仍有较高的提升空间。

近两年我国二手住房交易换手率迅速提升，2023 年达到 2.69%，但较美国仍有差距。我们根据第七次人口普查数据的统计结果及 2021 年以来的商品住宅竣工情况来推算全国城镇住房的存量面积，并扣减公租房和自建住房等作为可交易存量面积，通过贝壳研究院发布的全国二手房成交面积计算得到 2023 年我国二手住房交易换手率为 2.69%，较美国房地产周期低点的 3%-4%仍有一定差距。

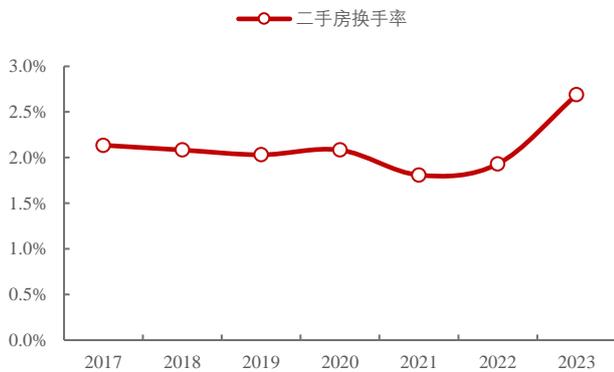
截至 2020 年末，根据七普披露的数据口径，全国存量住房面积为 292 亿平方米，我们认为其中廉租住房/公租房、自建住房为不可交易的存量房，并假设租赁其他住房、继承或赠予住房、其他住房中可交易房源的占比分别为 60%、50%、50%，计算得出全国城镇可交易存量住宅建筑面积为 192 亿平方米，考虑到 2021 年以来的新增商品住宅竣工面积，得到截至 2023 年底全国可交易存量住宅的面积为 212 亿平方米，并进一步计算得到二手住房换手率为 2.69%，而美国在房地产周期高点和房地产周期低点这一指标分别维持在 6%-7%和 3%-4%的水平。

表7：截至 2020 年我国城镇可交易存量住房面积为 192 亿平方米

住房建筑面积 (平方米)	合计	1949年以前	1949年-1959年	1960-1969年	1970-1979年	1980-1989年	1990-1999年	2000-2009年	2010年以上	2015年以上
城市	1754140408	2542496	2816007	5140723	21679124	121117272	328379621	614867845	414174044	243423276
镇	1168291403	2195704	2035926	5242756	18239515	81074693	214992026	377837425	302996573	163676785
城镇	2922431811	4738200	4851933	10383479	39918639	202191965	543371647	992705270	717170617	407100061
家庭户数 (户)	合计	租赁廉租住房/公租房	租赁其他住房	购买新建商品房	购买二手房	购买原公有住房	购买经济适用房/两限房	自建住房	继承或赠予	其他
城市	19072613	712666	4164265	6552696	2308368	1492933	776128	1919282	157120	989155
镇	9876749	283294	960531	2695759	627700	285145	313777	4154831	94380	461332
城镇	28949362	995960	5124796	9248455	2936068	1778078	1089905	6074113	251500	1450487
家庭户数占比	合计	租赁廉租住房/公租房	租赁其他住房	购买新建商品房	购买二手房	购买原公有住房	购买经济适用房/两限房	自建住房	继承或赠予	其他
城市	100%	3.7%	21.8%	34.4%	12.1%	7.8%	4.1%	10.1%	0.8%	5.2%
镇	100%	2.9%	9.7%	27.3%	6.4%	2.9%	3.2%	42.1%	1.0%	4.7%
城镇	100%	3.4%	17.7%	31.9%	10.1%	6.1%	3.8%	21.0%	0.9%	5.0%
住房建筑面积 (平方米)	合计	租赁廉租住房/公租房	租赁其他住房	购买新建商品房	购买二手房	购买原公有住房	购买经济适用房/两限房	自建住房	继承或赠予	其他
城市	1754140408	65545095	382994480	602662511	212304501	137307568	71381802	176519605	14450592	90974255
镇	1168291403	33510009	113618369	318873352	74248775	33728958	37115753	491462660	11163931	54569597
城镇	2922431811	100541946	517347044	933629525	296395427	179496588	110025673	613180389	25388870	146426348
交易比例假设	/	0%	60%	100%	100%	100%	100%	0%	50%	50%
可交易存量住宅建筑面积/抽样口径 (亿平方米)	1915863049	0	310408226	933629525	296395427	179496588	110025673	0	12694435	73213174

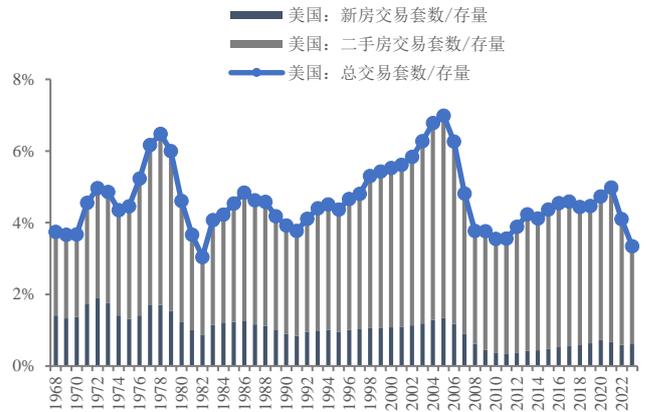
数据来源：wind，东吴证券研究所

图42: 我国 2017 年以来的二手住房换手率变动



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图43: 美国 1968 年以来的二手房市场换手率

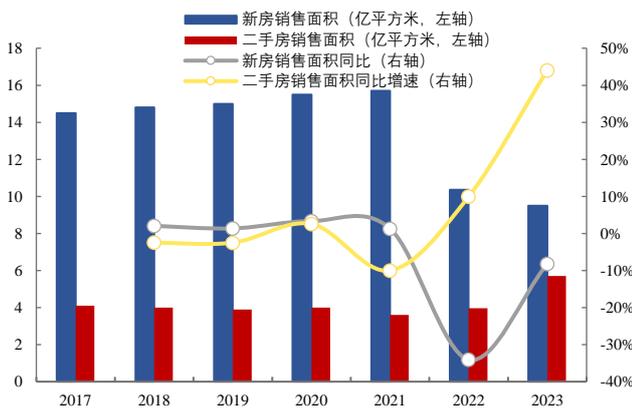


数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 2.3.2. 新房销售仍然负增，二手房成交已出现企稳趋势

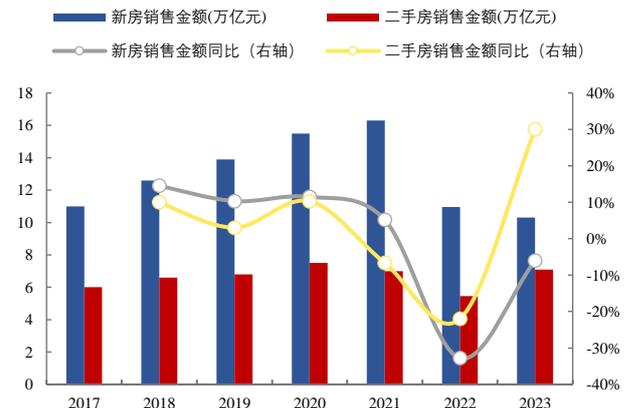
2022 年二手住房销售面积已率先同比回正，新房销售仍然负增。本轮房地产周期中，二手房成交修复领先于新房，销售面积和销售额分别于 2022 年、2023 年回正，而新房销售面积和销售额仍然负增。2023 年我国二手住房销售面积和销售额分别同比增长 44.0%和 30.0%，较 2017 年以来二手房成交面积中枢值大幅提升并跑赢新房。从成交占比上来看，二手房销售面积和销售额占全国住房市场的比重分别为 37.5%和 40.8%。

图44: 2017 年以来新房和二手房销售面积及增速



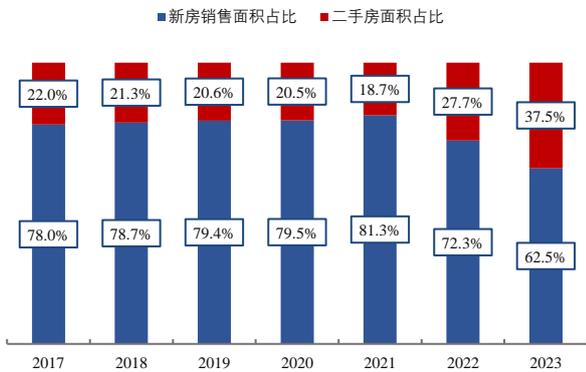
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图45: 2017 年以来新房和二手房销售额及增速



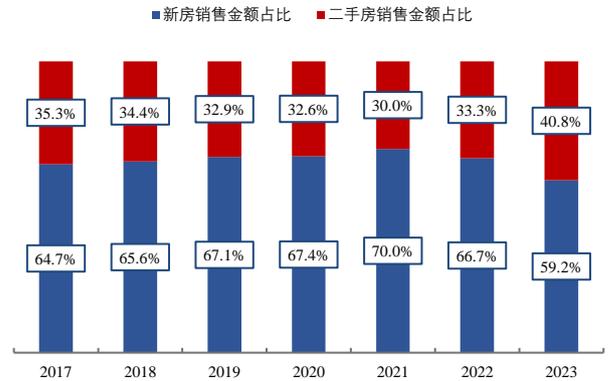
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图46：2017年以来新房和二手房销售面积占比



数据来源：wind，东吴证券研究所

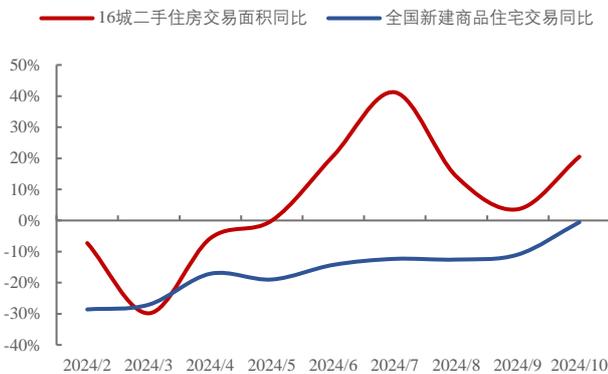
图47：2017年以来新房和二手房销售额及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

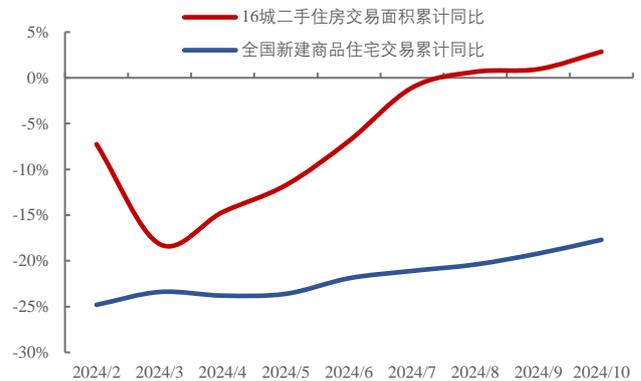
年内二手住房销售表现优于新房，重点16城二手住房累计交易面积同比回正。自今年3月以来，重点16城累计二手住房成交面积同比跌幅逐渐收窄，8月已经同比回正，截至10月，重点16城二手住房成交面积同比增长2.9%，明显优于全国新建住房同比下滑17.7%的销售表现。在新房交付质量预期下降、存量住房规模增长、多城市二手房具备明显价格优势的背景下，二手房的成交逐渐成为主要的市场动能，我国正逐步迈向存量房时代。

图48：重点16城和全国新建住宅单月销售增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图49：重点16城和全国新建住宅单月销售增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

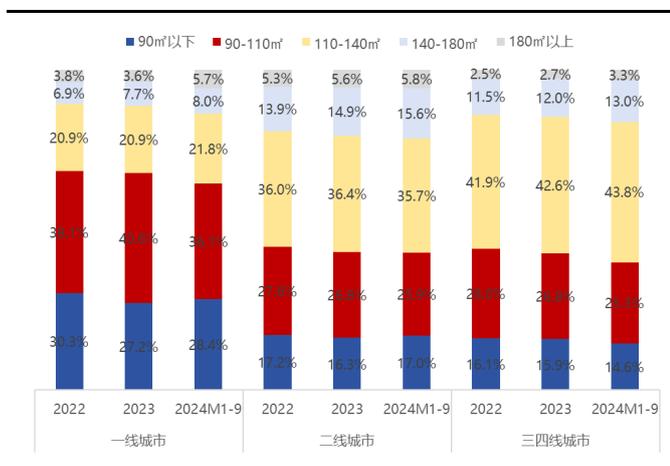
### 2.3.3. “刚需买二手，改善买新房”的市场趋势逐渐形成，二手房成交率先企稳有望带动置换链条成为本轮周期修复的核心力量

从近年来的房地产行业成交表现来看，改善客户主要集中至新房市场。我国商品房市场起步较晚，近年来新房在户型设计、产品形态和社区配套等方面不断提升，改善客群逐渐集中至新房市场，而二手房由于户型面积相对较小以及产品设计未升级等原因，单价和总价相对较低，主要客群为刚需客户。今年截至三季度末，一线城市110㎡以上

新房成交套数占比为 35.5%，较 2023 年同期增加 3.3pct，二线城市 110 m<sup>2</sup>以上新房成交套数占比小幅提升 0.2pct，三四线城市改善户型的成交占比明显提升，110 m<sup>2</sup>以上户型的成交占比较 2023 年增加 2.8pct。

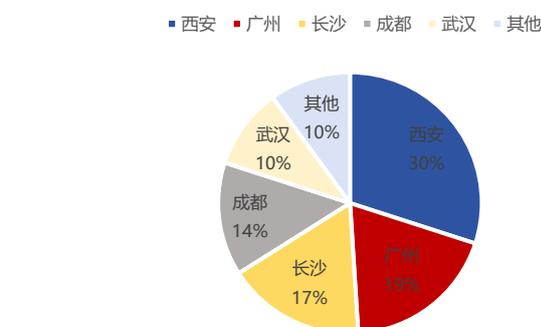
**新房产品不断迭代升级，客群分化或成为行业销售趋势，“刚需买二手、改善买新房”有望成为未来房地产市场的成交特征。**随多地房地产规范的陆续放松以及开发商在产品上的迭代升级，新房在得房率、户型结构等方面更具优势，根据克而瑞数据，2024H1 全国 70 余个项目得房率超过 100%，长沙、成都、珠海等城市新盘项目实得率接近甚至超过 110%，随开发商在产品品质方面的逐步提升，新房更能够满足改善客群居住需求并产生一定溢价，而刚需客群可能会选择更具价格优势的二手住房。

图50：2022 年以来新房成交结构



数据来源：wind，东吴证券研究所

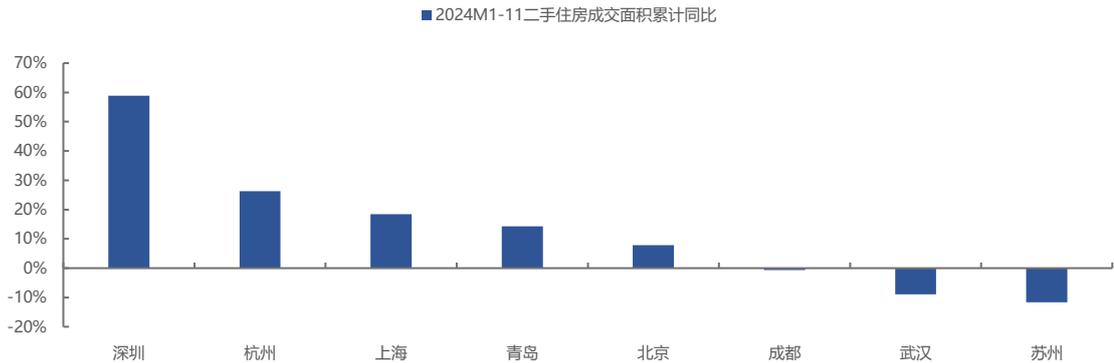
图51：2024 上半年 70 个实得率超 100%项目的城市分布情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

我们认为此前房地产放松政策出台后政策效果迅速淡化、市场短期销售脉冲后迅速回落的重要原因之一为购房链条并未打通。刚需客群入市，但置换和改善客群在出售房屋后持观望心态，购房链条未能有效运转。今年以来的政策，一方面 926 政治局会议首提止跌回稳释放重要积极信号，另一方面 12 月优化房产交易税费进一步刺激改善需求。从政策思路上来看，旨在打通购房链条。我们认为当前部分城市二手房市场已逐步修复，叠加改善需求刺激政策，有望带动置换链条运转，延续复苏态势，促进行业走出周期底部。

图52: 多个重点城市今年以来二手房成交面积已经同比回正



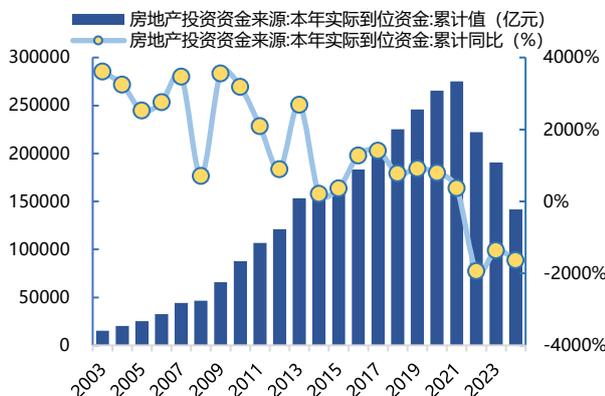
数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 2.4. 本轮行业调整中, 投资的修复滞后将明显长于以往周期

在当下行业的复杂演变进程中, 这一轮房地产市场投资的复苏将显著滞后于销售的复苏, 主要原因为: 1) 账户监管严格, 融资渠道尚未修复, 房企资金受限; 2) 存量项目去化缓慢, 现房库存积压, 进一步挤占房企流动性; 3) 市场局部复苏, 房企结构性库存不足, 周转受过往存货影响; 4) 具备开发能力房企数量大幅减少, 投资端主体数量和开发能力下降。

资金方面, 当前预售资金监管仍较为严格, 房企过去通过预售资金加杠杆投资的方式发生重大改变。在严格的资金监管下, 即使销售回暖, 期房的销售资金也无法即刻转化为房企的现金进行再投资。根据统计局数据, 房地产本年实际到位资金自 2022 年以来连续三年持续同比下降, 2024 年 1-10 月同比降幅 16.6%, 较 2023 年全年跌幅仍在扩大, 说明房企资金层面并未有明显改善。从房企债务融资来看, 2024 年前三季度房企境内债券发行规模 3182 亿元, 同比-21%, 净偿还 321 亿元; 境外债发行规模为 840 亿元, 同比+45%, 但其中 93% 为展期性质的交换要约, 剔除后境外债融资渠道尚待恢复。

图53: 房企开发到位资金



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

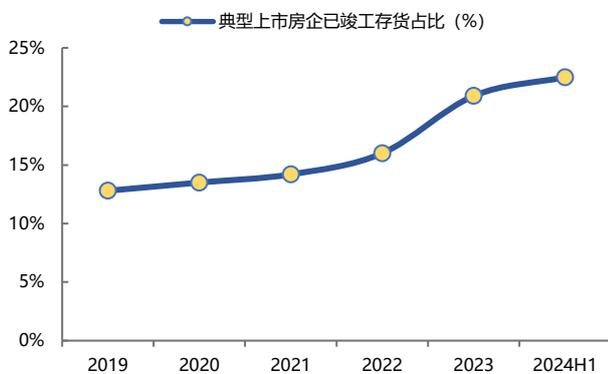
图54: 房企发债规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

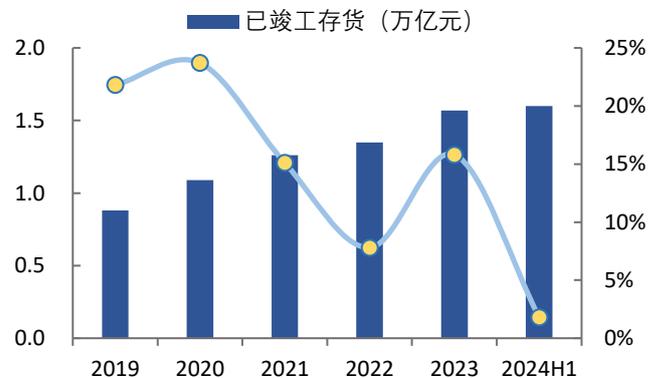
存量项目去化缓慢，现房库存积压，进一步挤占房企流动性。根据克而瑞数据，从2024H1公布存货明细的43家房企数据来看，房企已竣工存货1.6万亿元为历史较高水平，同比增长1.8%；已竣工存货占比为22.5%，较2023年底的20.9%继续提升1.6pct，达到近五年来的最高值；2024H1超50%的典型房企已竣工存货规模较期初增加，其中有7家房企增幅超过20%，最大增幅已翻倍，房企现房库存压力较大。在销售弱复苏、资金压力仍然较大的背景下，一方面变现困难的已竣工存货挤占了房企资金流动性，无法回款进一步进行投资，另一方面从房企利润来看大量的现房库存意味着房企后续可能还面临着存货跌价风险，对于房企的利润形成压力，所以销售复苏后房企当务之急是调整库存结构而不是提升库存总量，不会贸然快速、大幅增加投资。

图55: 典型上市房企已竣工存货占比



数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

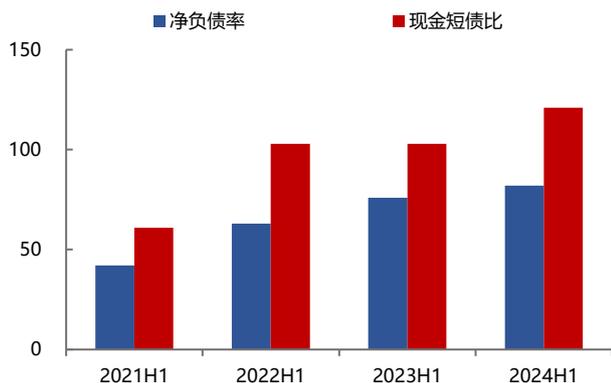
图56: 典型房企已竣工存货变动情况



数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

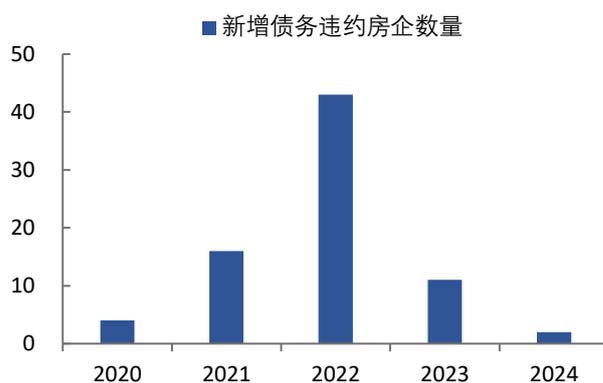
具备开发能力房企数量大幅减少，投资端主体数量和开发能力下降。在2020年末“三道红线”“银行房贷两集中”等监管政策后，行业流动性下降，部分高杠杆高周转的房企开始出险，根据中指数据，截至2024年有76家房企违约，部分已出险房企债务重组进度缓慢，重组后仍然面临逾期或展期问题，行业产能出清并未终止。另外，从财务安全性来看，2024年上半年上市房企中现金短债比和净负债率踩线企业数量较2021年中翻了近一倍，当前公开债务没有出险的房企也面临着较大的降低负债率、缩减债务规模的压力。因此无论从数量上看还是开发能力上看，当前的投资端产能已经大幅下降，因此投资端企稳主体不足，滞后于销售。

图57: 上市房企净负债率和现金短债比变动



数据来源: 中指研究院, 东吴证券研究所

图58: 历年新增债务违约房企数量



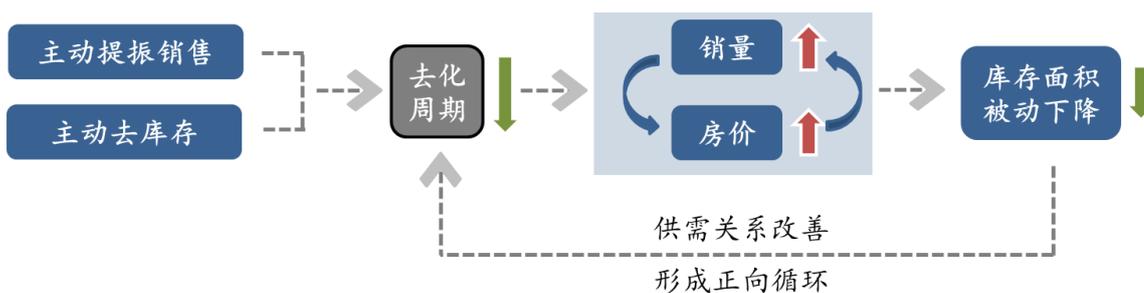
数据来源: 中指研究院, 东吴证券研究所

## 2.5. 高库存和保交楼遗留问题亟待解决

库存问题是本轮房地产周期中亟待解决的重要问题之一。本轮政策中, 供给端去库存的核心政策是收储, 目前全国库存已处于历史高位, 按现有每年的销售规模来计算, 去化周期高达 124 个月。我们认为收储是解决当前行业库存问题的重要手段, 其主要作用为: 1) 为保障性租赁住房提供增量; 2) 消化库存改善供需关系, 稳定房价预期; 3) 缓解被收储开发商流动性压力, 助力保交楼。

从 2014 年房地产周期来看, 政策对楼市销售基本面起效的逻辑链条如下, 去化周期的下降是后续“量-价-供需”三者正向循环的启动点。

图59: 房地产市场“量-价-供需”三者正向循环的逻辑链条示意图

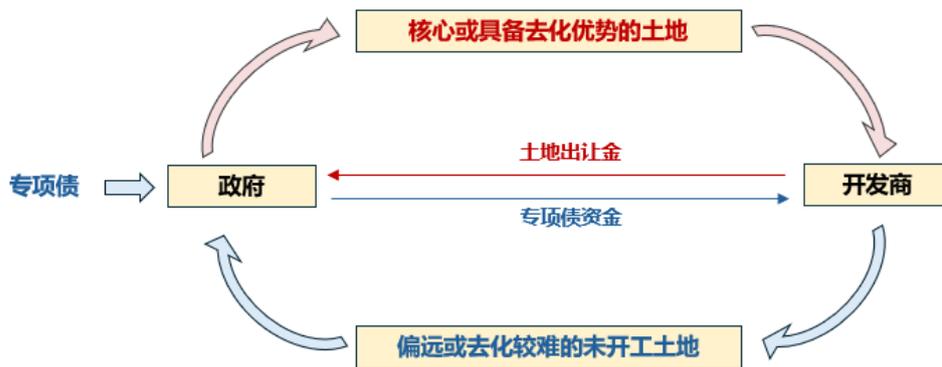


数据来源: 东吴证券研究所绘制

消化库存改善供需关系, 稳定房价预期。2021 年下半年以来, 房价大幅下降, 悲观的房价预期严重制约了购房需求: 投资需求显著减少, 刚性和改善需求观望情绪严重。我们认为收储价格一定程度上能够成为周边区域的价格底限, 构成一定的价格锚定作用, 稳定民众的房价预期。一方面收储可以解决部分开发商库存, 另一方面收储对价格的锚定作用能够稳定房价预期, 促进市场稳定运转后进入主动去库存阶段。

专项债收购存量土储，提升房企库存质量，缓解地方财政压力。地方政府通过发行专项债作为资金来源，收购房企积压的偏远或去化较为困难的未开工土地。房企获取收储资金后，可用于获取政府新出让的具备位置和去化优势的土地，土地出让金流向政府。专项债收购房企存量土储，一方面改善了房企库存质量，另一方面企业获取资金后继续拿地，能够缓解地方政府财政压力，相较于收购存量房，对政府的现金流正向贡献意义更强并有效减轻了收储方的运营压力，我们认为后续专项债收购存量土储节奏有望领先于收购存量房。

图60：专项债收购存量土地后，房企可获得资金继续拿地



数据来源：东吴证券研究所绘制

本轮周期中，另一亟待解决的重点问题为保交楼。快速恢复各类房企市场化融资及资金周转，修复房企信用、保房企主体是重要的破局之道。当前“保交楼”推进仍遵循着市场化原则，政府角色是流程中的“调停者”、“协调人”，作用力量有限。我国目前主要的纾困措施为各地政府牵头通过金融机构及 AMC 等成立纾困基金，针对困难房企和项目进行帮扶，但纾困基金具体使用时主要投向能够产生收益的项目（也即项目本身能够实现资金的“自平衡”），并非普遍适用。我国或可参考美国、日本经验，通过政府信用背书来解决市场机制下的信心难以修复和民企信用缺失问题、推动“保交楼”、恢复“金融—房地产”系统运作。如设立专门机构或基金、财政托底并推动问题房企的破产重组，引入国有投资平台作为重整投资人，国有企业、政府单位让渡清偿比例，并有选择的救助市场重要主体，以稳定和恢复市场预期等。

### 3. 行业核心指标预测

我们对 2025 年房地产行业核心指标预测如下表所示：

表8: 2025 年房地产行业核心指标预测

预测指标汇总	2024E	2025E		
		乐观	中性	悲观
商品房销售面积 (亿平方米)	9.7	9.3	9.1	8.7
同比	-13.1%	-3.7%	-6.7%	-10.4%
土地购置费 (万亿元)	3.6	3.4	3.2	3.0
同比	-7.7%	-5.0%	-10.0%	-15.0%
房地产开发投资额 (万亿元)	10.0	9.3	8.9	8.6
同比	-10.2%	-6.2%	-10.3%	-13.9%
新开工面积 (亿方)	7.3	6.2	5.9	5.5
同比	-23.2%	-15.0%	-20.0%	-25.0%
竣工面积 (亿方)	7.2	6.3	6.0	5.7
同比	-28.2%	-12.0%	-16.0%	-20.0%
施工面积 (亿方)	73.2	66.7	65.5	64.3
同比	-12.7%	-8.9%	-10.5%	-12.1%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.1. 中性预测 2025 年商品房销售面积为 9.1 亿平方米, 同比下降 6.7%

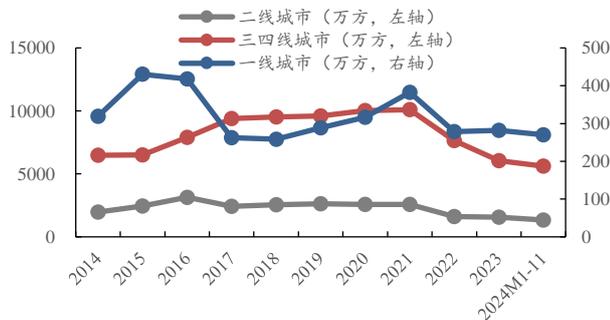
#### 3.1.1. 新房销售规模预测

近年来各城市房地产市场分化态势更加明显, 不同能级城市的人口结构、收入水平及房价等指标均存在显著差异, 我们分城市能级预测 2025 年房地产市场销售规模, 从而推导出全国的商品房成交量。计算方式如下:

全国商品房销售金额 = (一线住宅销售面积 \* 一线住宅销售价格 + 二线住宅销售面积 \* 二线住宅销售价格 + 三四线住宅销售面积 \* 三四线住宅销售价格) / 商品住宅占商品房销售金额比例

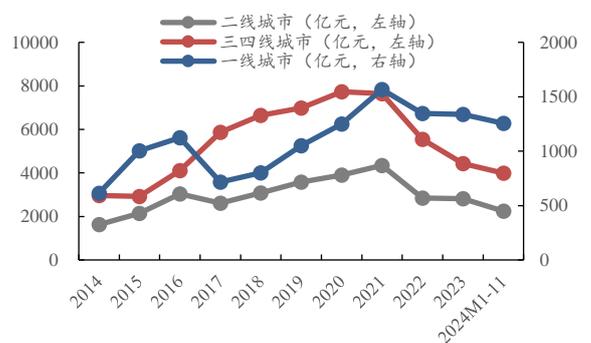
我们通过中指数据库获取 4 座一线城市和 33 座二线城市的销售数据, 并使用统计局口径的全国商品住宅销售数据减去上述 37 座一二线城市的数据得到三四线城市的住宅销售数据。具体销售表现如下:

图61: 不同能级城市 2014-2024 年月均住宅销售面积



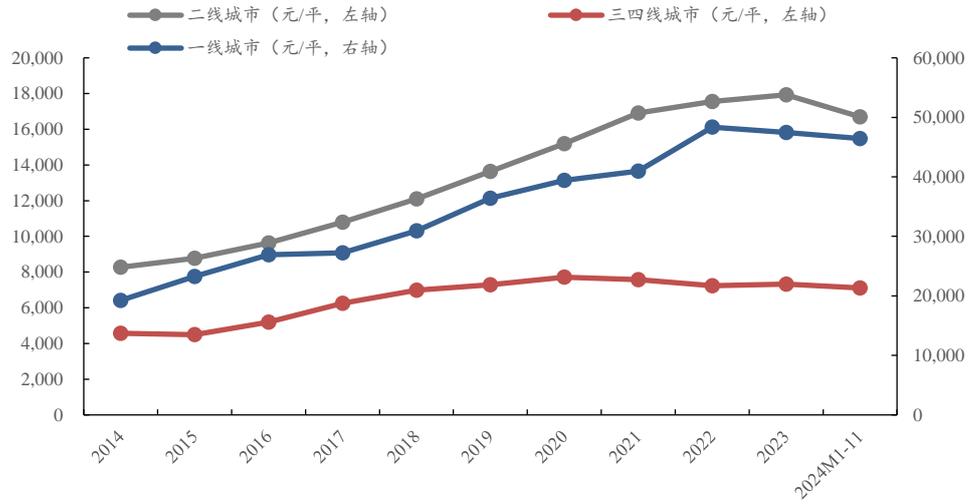
数据来源: 中指研究院, Wind, 东吴证券研究所

图62: 不同能级城市 2014-2024 年月均住宅销售额



数据来源: 中指研究院, Wind, 东吴证券研究所

图63: 不同能级城市 2014-2024 年住宅销售单价

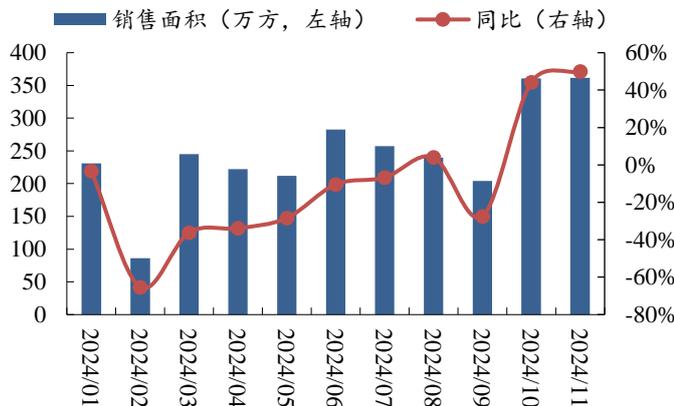


数据来源: 中指研究院, Wind, 东吴证券研究所

(1) 一线城市销售预测

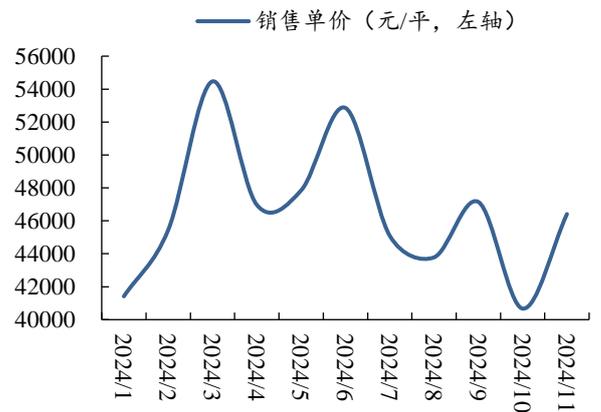
2024 年一线城市商品房销售延续低迷态势, 5 月新政后同比跌幅逐渐收窄。9 月政治局会议首提止跌回稳, 叠加首付比例、商贷利率等放松政策陆续出台, 11 月单月一线城市商品住宅销售面积同比正增 50%。我们认为行业止跌回稳目标的提出, 传达了政府坚定稳定市场预期, 促进房地产行业平稳运行的决心, 叠加本轮一线城市的政策放松力度较大, 2025 年一线城市销售有望实现温和复苏。我们对 2025 年一线城市住宅销售面积同比的乐观、中性、悲观预测增速分别为 5.0%、2.0%、0.0%; 对 2025 年一线城市住宅销售单价乐观、中性、悲观预测增速分别为 3.0%、1.0%、-1.0%。

图64: 一线城市近 2 年月度住宅销售面积



数据来源: 中指研究院, 东吴证券研究所

图65: 一线城市近 2 年月度住宅销售单价



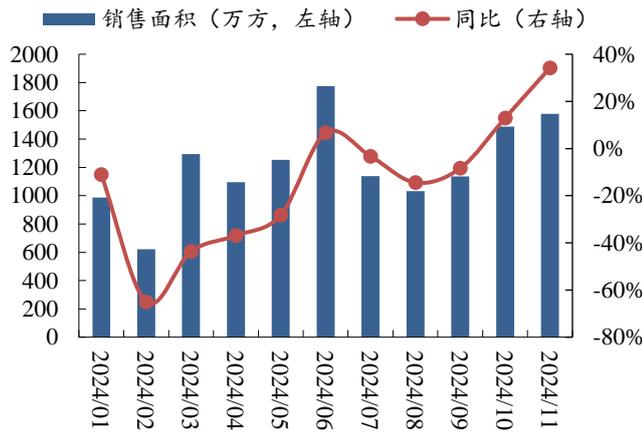
数据来源: 中指研究院, 东吴证券研究所

(2) 二线城市销售预测

相较于一线城市, 2024H1 二线城市的商品住宅市场经历了更深度的调整。5 月房地

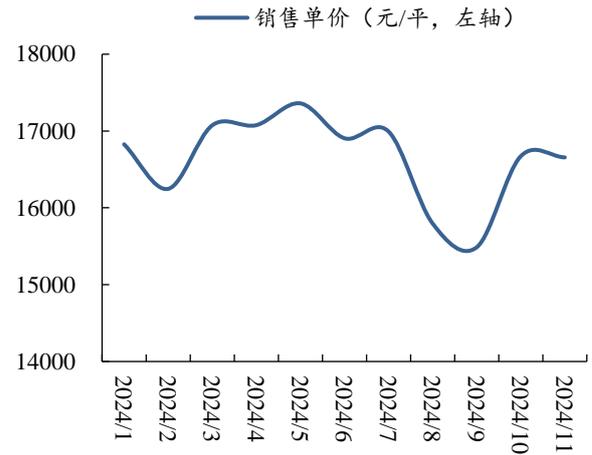
产新政后，受市场情绪影响，二线城市的成交也出现了一定程度的修复，10月住宅成交面积同比回正。考虑到二线城市限制性购房政策基本已全部放开，部分城市已经历充分且深度的回调，宏观经济和居民收入预期或逐步修复从而带来商品住宅成交的边际好转，我们对2025年二线城市住宅销售面积同比的乐观、中性、悲观预测增速分别为0.0%、-3.0%、-6.0%；对2024年二线城市住宅销售单价乐观、中性、悲观预测增速分别为0.0%、-2.0%、-3.0%。

图66：二线城市近2年月度住宅销售面积



数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

图67：二线城市近2年月度住宅销售单价

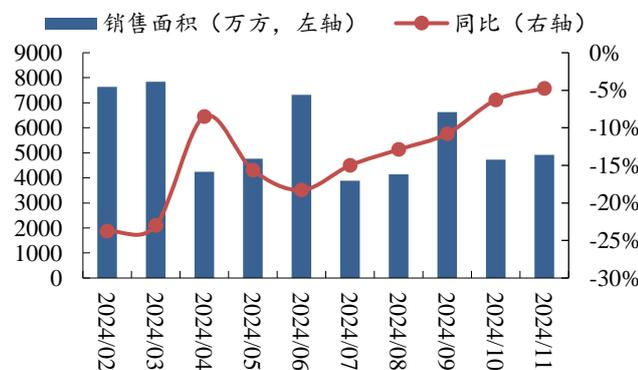


数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

### (3) 三四线城市销售预测

Q1 销售小阳春后，三四线城市商品住宅销售面积迅速回落，考虑到三四线城市的人口结构、人均收入水平等基本面均低于一二线城市，预计2025年三四线城市将维持“以价换量”的销售形势。综合考虑，我们对2025年三四线城市住宅销售面积同比的乐观、中性、悲观预测增速分别为-5.0%、-8.0%、-12.0%；对2024年三四线城市住宅销售单价乐观、中性、悲观预测增速分别为-5.0%、-7.0%、-9.0%。

图68：三四线城市近2年月度住宅销售面积



数据来源：中指研究院，Wind，东吴证券研究所

图69：三四线城市近2年月度住宅销售单价



数据来源：中指研究院，Wind，东吴证券研究所

预计全国商品房销售面积乐观、中性、悲观预期下增速分别为-3.7%、-6.7%、-10.4%，对应的绝对值分别为 9.3 亿平方米、9.1 亿平方米、8.7 亿平方米。

表9：2025 年商品房销售面积预测拆解

商品住宅销售面积同比	一线城市	二线城市	三四线城市	全国
2024E	-9.8%	-19.7%	-12.8%	-14.1%
2025 年乐观	5.0%	0.0%	-5.0%	-3.7%
2025 年中性	2.0%	-3.0%	-8.0%	-6.7%
2025 年悲观	0.0%	-6.0%	-12.0%	-10.4%
商品住宅销售价格同比	一线城市	二线城市	三四线城市	全国
2024E	-1.5%	-6.3%	-2.2%	-3.9%
2025 年乐观	3.0%	0.0%	-5.0%	-0.1%
2025 年中性	1.0%	-2.0%	-7.0%	-2.1%
2025 年悲观	-1.0%	-3.0%	-9.0%	-3.3%
商品住宅销售额同比	一线城市	二线城市	三四线城市	全国
2024E	-11.2%	-24.8%	-14.7%	-17.5%
2025 年乐观	8.2%	0.0%	-9.8%	-3.8%
2025 年中性	3.0%	-4.9%	-14.4%	-8.7%
2025 年悲观	-1.0%	-8.8%	-19.9%	-13.4%
指标名称	2024E	2025E		
		乐观	中性	悲观
商品住宅销售面积（亿平方米）	8.1	7.8	7.6	7.3
商品房销售面积（亿平方米）	9.7	9.3	9.1	8.7
同比	-13.1%	-3.7%	-6.7%	-10.4%

数据来源：中指研究院，Wind，东吴证券研究所

### 3.1.2. 二手房销售规模预测

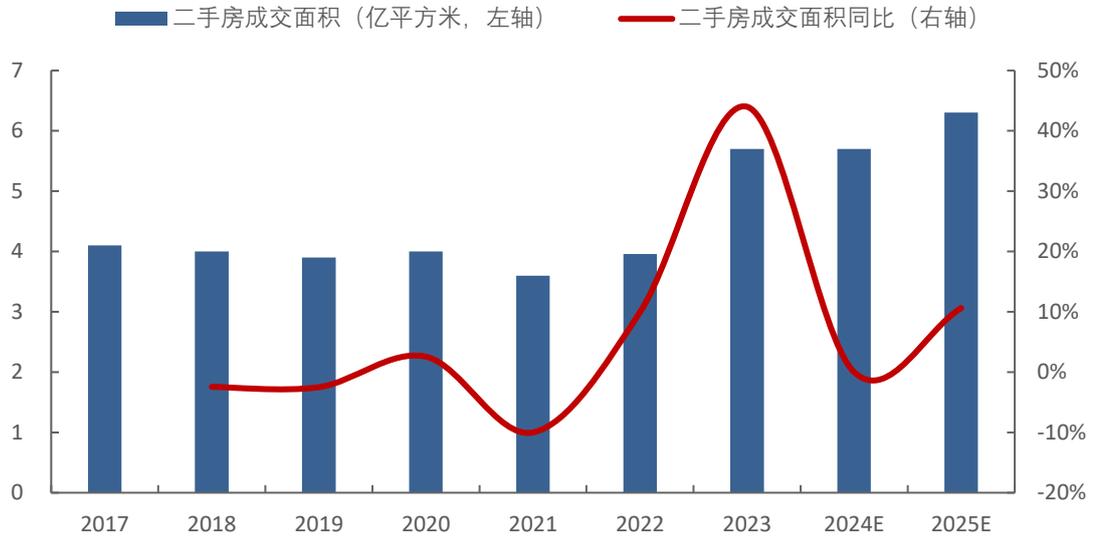
2017-2020 年我国二手房成交面积占全国住宅成交面积的比重中枢值为 21.2%。自 2022 年以来，受房企信用风险频发、新房交付质量下降、二手房价格优势等综合因素影响，二手房的成交面积和比重迅速提升。2023 年二手房销售面积 5.7 亿平方米，同比增长 44%，占全国住房成交面积的比重为 37.5%，换手率为 2.7%，而美国二手房市场的换手率在 2021 年就已达到 4.3%，我国二手房换手率仍有一定提升空间。

2017-2021 年我国住房市场成交面积的中枢值为 19 亿平方米，2021 年下半年开始全国房地产市场下行，2022 年全国住房成交面积回落至 14.3 亿平方米。2023 年全国住房成交面积总量已恢复至 15.2 亿平米，其中新房成交面积仍同比负增，总量的增长主要来源于二手房成交面积的拉动。今年截至 11 月 22 日，17 城二手房成交面积已基本同比回正，我们预计 2024 年全国二手房成交面积约为 5.7 亿平方米。

考虑我国的二手房换手率较美国等海外房地产市场起步较早的发达国家仍有一定差距，我们假设 2025 年二手房的换手率小幅增长 0.1pct 至 2.8%，假设 2024 年竣工面积为 7.7 亿平方米，中性假设预期下 2025 年竣工面积为 6.5 亿平方米，则截至 2025 年底

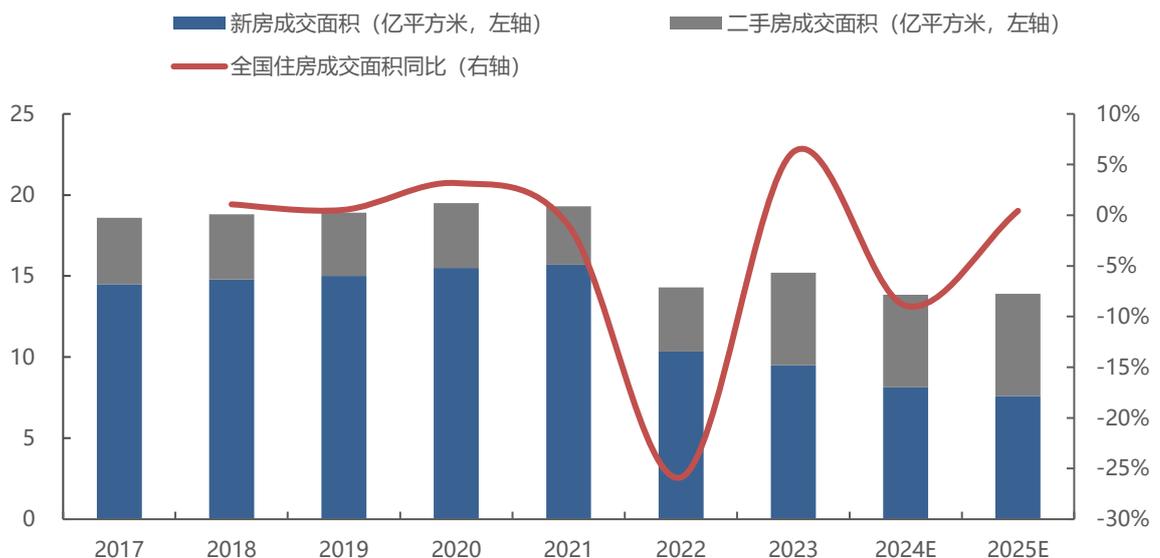
可交易的城镇二手住房存量面积为 225 亿平方米，对应的 2025 年二手住房成交面积为 6.3 亿平方米，同比增长 10.6%。结合前述关于新房成交面积的预测，中性假设下，2025 年新房成交面积为 7.6 亿平方米，则全国住房成交面积的总量为 13.9 亿平方米，其中新房和二手房占比分别为 54.6%/45.4%。

图70：二手房销售规模预测



数据来源：wind，贝壳研究院，东吴证券研究所

图71：全国住房销售规模预测



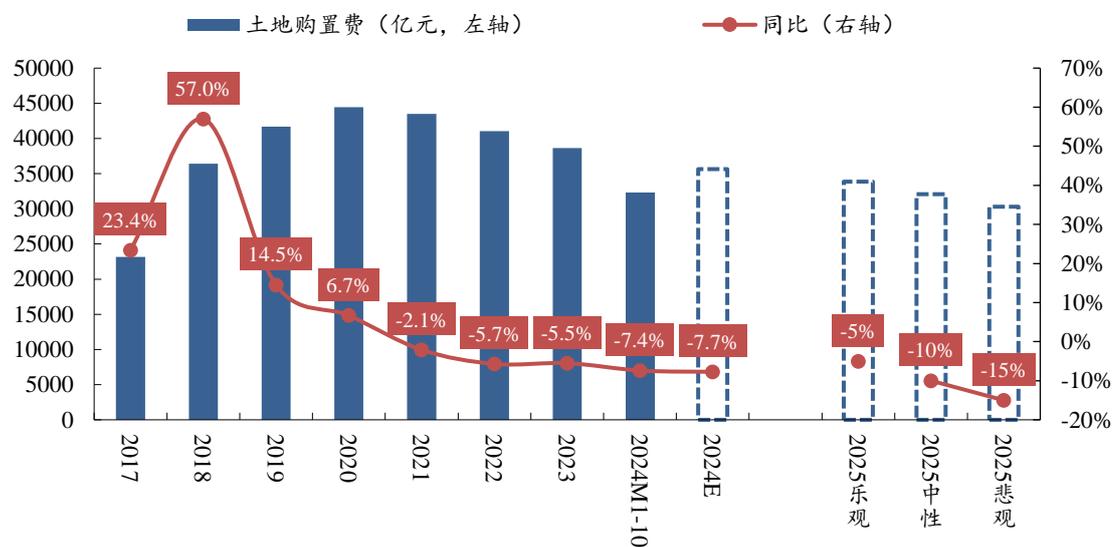
数据来源：wind，贝壳研究院，东吴证券研究所

### 3.2. 中性预测 2025 年土地购置费为 3.2 万亿元，同比下降 10.0%

2024 年全国土地购置费延续下滑趋势，1-10 月累计金额为 3.2 万亿元，累计同比-7.4%，根据近三年 11-12 月土地购置费单月环比涨跌幅，测算得到 2024 年全年土地购置费为 3.6 万亿元，同比-7.7%。考虑到当前大多数开发商的投资策略均为“以销定产”且集中在高能级核心城市拿地，乐观情况下，明年全国销售保持平稳或小幅复苏，土地购置费有望止跌企稳。但悲观情况下，若销售市场修复力度偏弱，叠加大部分民企开发商现金流承压，土地市场成交额有可能在今年的基础上进一步下滑。

综合考虑，我们对 2025 年土地购置费的乐观、中性、悲观预测增速分别为-5.0%、-10.0%、-15.0%，金额分别为 3.4 万亿元、3.2 万亿元、3.0 万亿元。

图72：2025 年全国土地购置费预测



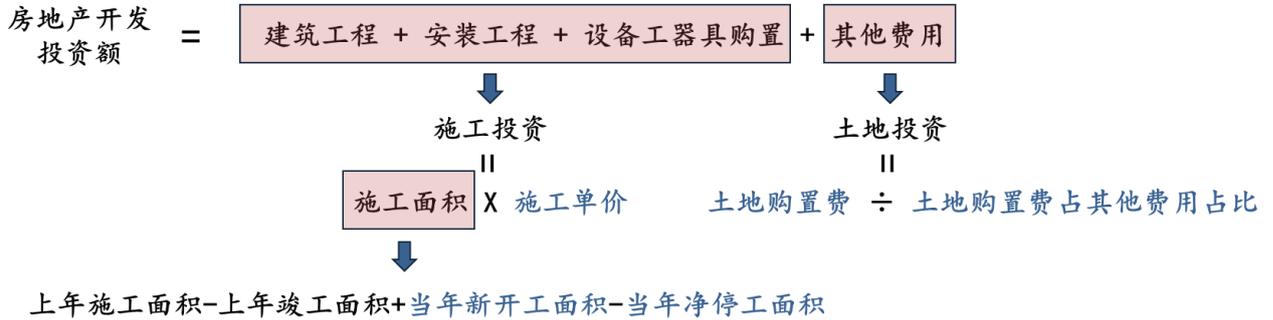
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.3. 中性预测 2025 年房地产开发投资额为 8.9 万亿元，同比下降 10.3%

房地产开发投资包括四部分：建筑工程、安装工程、设备工器具购置和其他费用。其中其他费用主要为土地购置费。我们将建筑工程、安装工程、设备工器具购置求和，列为施工投资，将其他费用列为土地投资。 $\text{施工投资} = \text{施工面积} \times \text{施工单价}$ ， $\text{土地投资} = \text{土地购置费} / \text{土地购置费占比}$ ， $\text{今年施工面积} = \text{上年施工面积} - \text{上年竣工面积} + \text{今年新开工面积} - \text{今年净停工面积}$ 。通过分别预测新开工面积、净停工面积、施工单价、土地购置费、土地购置费占比 5 个指标来预测 2025 年的房地产开发投资额。

图73: 房地产开发投资额拆解模型

注: 蓝色为需要预测的指标



数据来源: 东吴证券研究所绘制

表10: 2025年房地产开发投资完成额拆解预测(单位: 亿元, 万方, 元/平)

年份	A:房地产开发投资完成额(a+b+c+d)	a:建筑工程	b:安装工程	c:设备工器具购置	d:其他费用	B:施工投资(B=a+b+c)	e:房屋施工面积	f:施工单价(f=B/e)	C:土地投资(C=d)	g:土地购置费	h:土地购置费占比(h=g/C)	房地产开发投资额同比增速
2002	7,736	4,803	347	139	2,447	5,289	92,757	570	2,447	1,459	60%	
2003	10,106	6,286	438	144	3,238	6,868	116,907	587	3,238	2,046	63%	30.6%
2004	13,158	8,255	571	193	4,140	9,018	140,451	642	4,140	2,574	62%	30.2%
2005	15,909	10,160	712	225	4,662	11,097	166,053	668	4,662	2,904	62%	20.9%
2006	19,423	12,480	864	267	5,771	13,611	194,786	699	5,771	3,318	57%	22.1%
2007	25,289	16,126	1,065	341	7,748	17,532	236,318	742	7,748	4,873	63%	30.2%
2008	31,203	19,948	1,392	423	8,817	21,763	283,266	768	8,817	5,996	68%	23.4%
2009	36,242	25,839	2,005	454	9,948	28,299	320,368	883	9,948	6,024	61%	16.1%
2010	48,259	30,566	2,519	554	14,628	33,639	405,356	830	14,628	10,000	68%	33.2%
2011	61,797	41,153	3,341	819	16,427	45,313	506,775	894	16,427	11,413	69%	28.1%
2012	71,804	47,067	4,969	1,019	18,748	53,056	573,418	925	18,748	12,100	65%	16.2%
2013	86,013	57,764	6,155	1,250	20,844	65,169	665,572	979	20,844	13,502	65%	19.8%
2014	95,036	63,115	7,446	1,307	23,168	71,868	726,482	989	23,168	17,459	75%	10.5%
2015	95,979	63,173	8,022	1,212	23,572	72,407	735,693	984	23,572	17,675	75%	1.0%
2016	102,581	66,793	9,509	1,462	24,817	77,764	758,975	1,025	24,817	18,779	76%	6.9%
2017	109,799	68,891	9,687	1,551	29,670	80,128	781,484	1,025	29,670	23,169	78%	7.0%
2018	120,264	67,319	8,673	1,525	42,747	77,517	822,300	943	42,747	36,387	85%	9.5%
2019	132,194	75,248	6,714	1,713	48,518	83,676	893,821	936	48,518	41,675	86%	9.9%
2020	141,443	81,905	5,850	1,443	52,245	89,198	926,759	962	52,245	44,452	85%	7.0%
2021	147,602	88,910	5,336	1,331	52,025	95,577	975,387	980	52,025	43,505	84%	4.4%
2022	122,691	79,311	4,610	1,182	47,792	85,103	904,999	940	47,792	41,030	86%	-16.9%
2023	110,913	61,621	3,865	987	44,440	66,473	838,364	793	44,440	38,617	87%	-9.6%
2024M1-10	86,309	46,931	2,709	589	36,080	50,229	720,660	697	36,080	29,409	82%	-10.3%
2024M1-11	93,634						726,014					-10.0%
2024E	99,578					56,115	731,910	767	43,463	35,640	82%	-10.2%
2025E乐观	93,418					52,128	666,579	782	41,290	33,858	82%	-6.2%
2025E中性	89,330					50,213	654,936	767	39,117	32,076	82%	-10.3%
2025E悲观	85,771					48,827	643,293	759	36,944	30,294	82%	-13.9%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 黄色虚线边框单元格为预测值

表11: 2025年新开工、竣工、施工面积拆解预测(单位: 万方)

年份	a:上一年施工面积	b:上一年竣工面积	c:今年新开工面积	A:今年施工面积(未考虑停工) (A=a-b+c)	B:今年施工面积实际值	d:今年净停工面积 (d=A-B)	今年竣工面积	新开工面积同比增速	净停工面积同比增速	竣工面积同比增速	施工面积同比增速
2002	77,213	27,303	42,260	92,170	92,757	-587	32,523				
2003	92,757	32,523	54,319	114,553	116,907	-2,354	39,510	28.5%	301.2%	21.5%	26.0%
2004	116,907	39,510	60,414	137,812	140,451	-2,640	42,465	11.2%	12.1%	7.5%	20.1%
2005	140,451	42,465	68,064	166,051	166,053	-2	53,417	12.7%	-99.9%	25.8%	18.2%
2006	166,053	53,417	79,253	191,889	194,786	-2,897	55,831	16.4%	—	4.5%	17.3%
2007	194,786	55,831	95,402	234,357	236,318	-1,961	60,607	20.4%	-32.3%	8.6%	21.3%
2008	236,318	60,607	102,553	278,265	283,266	-5,001	66,545	7.5%	155.0%	9.8%	19.9%
2009	283,266	66,545	116,422	333,143	320,368	12,775	72,677	13.5%	-355.4%	9.2%	13.1%
2010	320,368	72,677	163,647	411,338	405,356	5,981	78,744	40.6%	-53.2%	8.3%	26.5%
2011	405,356	78,744	191,237	517,849	506,775	11,074	92,620	16.9%	85.1%	17.6%	25.0%
2012	506,775	92,620	177,334	591,489	573,418	18,072	99,425	-7.3%	63.2%	7.3%	13.2%
2013	573,418	99,425	201,208	675,200	665,572	9,629	101,435	13.5%	-46.7%	2.0%	16.1%
2014	665,572	101,435	179,592	743,729	726,482	17,247	107,459	-10.7%	79.1%	5.9%	9.2%
2015	726,482	107,459	154,454	773,477	735,693	37,784	100,039	-14.0%	119.1%	-6.9%	1.3%
2016	735,693	100,039	166,928	802,582	758,975	43,608	106,128	8.1%	15.4%	6.1%	3.2%
2017	758,975	106,128	178,654	831,501	781,484	50,017	101,486	7.0%	14.7%	-4.4%	3.0%
2018	781,484	101,486	209,342	889,339	822,300	67,039	93,550	17.2%	34.0%	-7.8%	5.2%
2019	822,300	93,550	227,154	955,904	893,821	62,083	95,942	8.5%	-7.4%	2.6%	8.7%
2020	893,821	95,942	224,433	1,022,312	926,759	95,553	91,218	-1.2%	53.9%	-4.9%	3.7%
2021	926,759	91,218	198,895	1,034,436	975,387	59,049	101,412	-11.4%	-38.2%	11.2%	5.2%
2022	975,387	101,412	120,587	994,562	904,999	89,562	86,222	-39.4%	51.7%	-15.0%	-7.2%
2023	904,999	86,222	95,376	914,153	838,364	75,788	99,831	-20.9%	-15.4%	15.8%	-7.4%
2024M1-11	838,364	99,831	67,308	805,841	726,014	79,827	48,152	-23.0%	12.1%	-26.2%	-12.7%
2024M12E			5,896				23,524				
2024E	838,364	99,831	73,204	811,738	731,910	79,827	71,676	-23.2%	5.3%	-28.2%	-12.7%
2025E乐观	731,910	71,676	62,224	722,458	666,579	55,879	63,074	-15.0%	-30.0%	-12.0%	-8.9%
2025E中性	731,910	71,676	58,563	718,798	654,936	63,862	60,207	-20.0%	-20.0%	-16.0%	-10.5%
2025E悲观	731,910	71,676	54,903	715,138	643,293	71,845	57,340	-25.0%	-10.0%	-20.0%	-12.1%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 黄色虚线边框单元格为预测值, 其中蓝色字体为关键假设

**(1) 中性预测 2025年新开工面积为 5.9 亿方, 同比下降 20%**

2024年1-11月份, 全国累计新开工面积为6.7亿方, 同比减少23.1%。由于基数原因, 同比降幅较去年同期有一定收窄。我们预计12月新开工面积约0.6亿方, 2024年的新开工面积预计为7.3亿方。考虑到土地市场尚未明显复苏, 同时部分民企开发商现金流压力较大, 新开工意愿尚未明显修复。我们对2025年新开工面积的乐观、中性、悲观预测增速分别为-15.0%、-20.0%、-25.0%, 绝对值分别为6.2亿方、5.9亿方、5.5亿方。

**(2) 中性预测 2025年竣工面积为 6.0 亿方, 同比下降 16.0%**

2024年1-11月份, 全国累计竣工面积为4.8亿方, 同比减少26.2%。我们预计2024年的竣工面积预计为7.2亿方。去年以来, 中央不断强调“保交楼, 稳民生”, 多方主体共同努力下保交楼工作已有成效。由于大部分因疫情延后工期的项目均集中在2024年交付, 2025年此增量部分较少, 我们对2025年竣工面积的乐观、中性、悲观预测增速分别为-12.0%、-16.0%、-20.0%, 绝对值分别为6.3亿方、6.0亿方、5.7亿方。

**(3) 中性预测 2025年净停工面积为 6.4 亿方, 同比下降 20.0%**

近年来净停工面积逐步提升, 由2013年的9629万方逐步提升至2020年的9.6亿

方，2021年虽稍有回落，但2023重新增长至7.6亿方。我们预计2024年的净停工面积为8.0亿方。考虑到保交楼和支持房企融资政策的不断推出，我们对2025年净停工面积的乐观、中性、悲观预测增速分别为-30.0%、-20.0%、-10.0%，绝对值分别为5.6亿方、6.4亿方、7.2亿方。

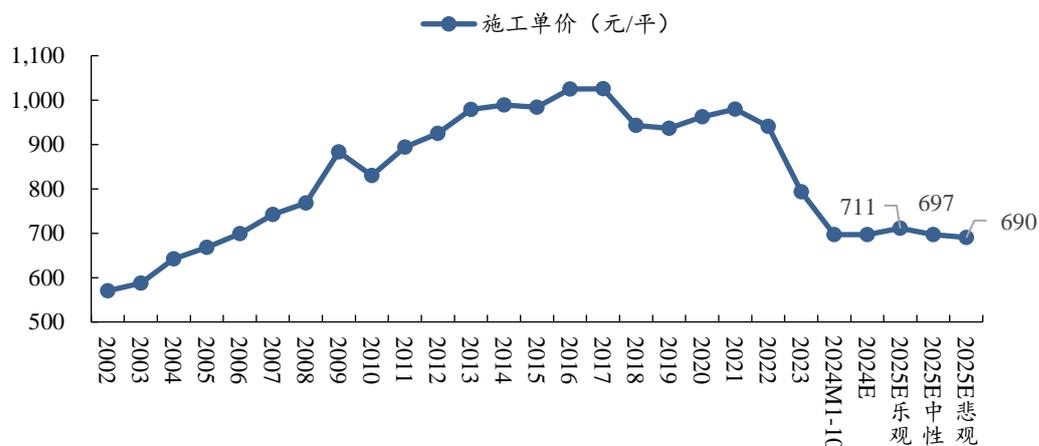
#### (4) 中性预测 2025 年施工面积为 65.5 亿方，同比下降 10.5%

根据上述预测的净停工面积、新开工面积和竣工面积，我们计算得到2025年施工面积的乐观、中性、悲观预测增速分别为-8.9%、-10.5%、-12.1%，绝对值分别为66.7亿方、65.5亿方、64.3亿方。

#### (5) 中性预测 2025 年施工单价为 767 元/平

我国施工单价在2002-2013年期间快速上升，由570元/平提升至979元/平，之后稳定在1000元/平附近，2024预计下降至767元/平，考虑到近年来新开工面积逐年递减，部分项目已逐渐进入尾声，我们对2025年施工单价的乐观、中性、悲观预测分别为782元/平、767元/平、759元/平。

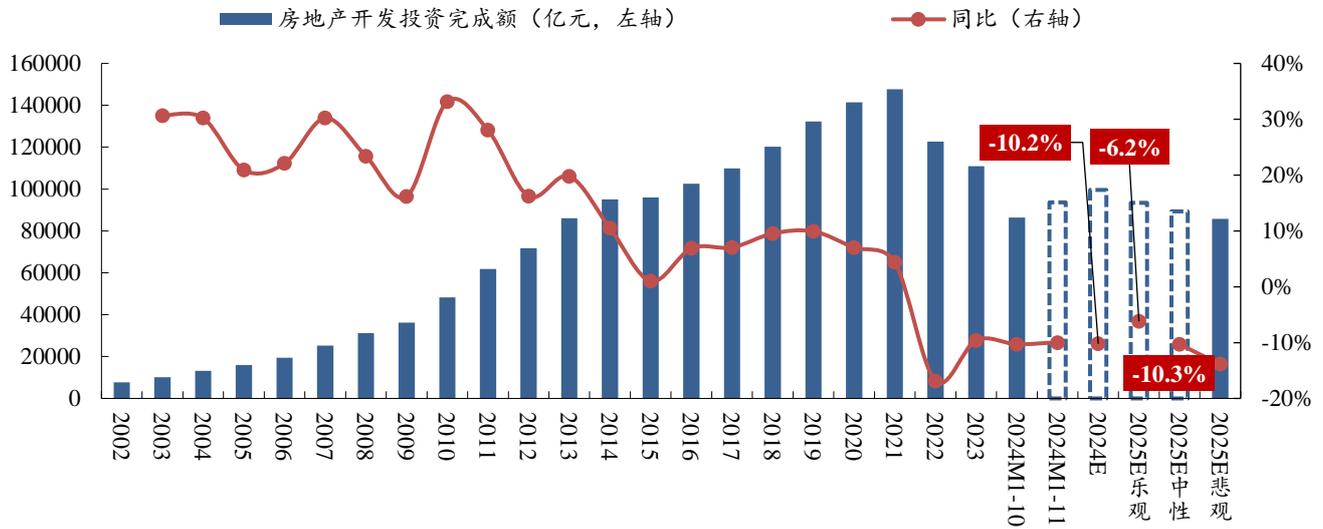
图74：历年施工单价一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

综合上述预测，我们计算得到2025年房地产开发投资完成额的乐观、中性、悲观预测增速分别为-6.2%、-10.3%、-13.9%，绝对值分别为9.3万亿元、8.9万亿元、8.6万亿元。

图75：中性预测 2025 年房地产开发投资完成额为 8.9 万亿元，同比下降 10.3%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 投资建议

自 2021 年下半年以来，我国房地产市场经历了充分且深度的调整，从本轮周期中房地产核心指标的下跌幅度以及产业投资占 GDP 比重来看，当前行业已经超调。今年 9 月政治局会议首提止跌回稳，政策导向较此前更为积极，市场出现局部复苏，行业周期拐点可期。近两年仍在继续拿地且提前调整城市战略布局、在本轮供给侧出清过程中依然稳健经营的房企有望率先受益。考虑到未来城市间销售分化是行业的主旋律，我们认为在核心和高能级城市布局较高的房企弹性空间较大，推荐越秀地产、滨江集团、招商蛇口、华润置地、保利发展、龙湖集团，建议关注中国海外发展、绿城中国。

表12：2022 年以来开发商分城市能级拿地占比情况

股票代码	公司名称	2022年分城市能级拿地占比			2023年分城市能级拿地占比			2024M1-11分城市能级拿地占比		
		一线城市	二线城市	一二线合计	一线城市	二线城市	一二线合计	一线城市	二线城市	一二线合计
0123.HK	越秀地产	61%	32%	93%	44%	56%	100%	73%	27%	100%
002244.SZ	滨江集团	0%	100%	100%	0%	80%	80%	0%	100%	100%
0688.HK	中国海外发展	30%	68%	98%	45%	55%	100%	47%	53%	100%
001979.SZ	招商蛇口	32%	68%	100%	32%	62%	94%	39%	58%	97%
1908.HK	建发国际集团	22%	46%	68%	16%	50%	66%	5%	92%	97%
1109.HK	华润置地	25%	52%	77%	34%	56%	90%	54%	39%	93%
3900.HK	绿城中国	8%	67%	75%	9%	58%	67%	10%	82%	92%
600048.SH	保利发展	19%	57%	76%	16%	58%	74%	30%	58%	88%
0960.HK	龙湖集团	8%	72%	80%	13%	84%	97%	36%	53%	88%
600325.SH	华发股份	34%	18%	52%	32%	53%	86%	12%	29%	42%

数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

本轮行业复苏中，二手房的修复速度明显领先于新房。近年来多个城市的二手房成交占比迅速提升并超过新房，今年以来一线城市和核心二线城市如成都、西安、武汉、大连等，二手房成交复苏态势明显。我国相较于美国、日本等海外发达国家，在二手房换手率和成交占比上仍有较大的提升空间，未来随商品房市场逐渐成熟，存量房数量和质量提升，二手房的成交规模有望进一步扩大。**房地产经纪业务方面，推荐贝壳，建议关注我爱我家。**

物业服务方面，受近年来新房销售规模大幅下滑以及居民经济预期悲观的影响，物管公司在增量项目的开拓和存量项目的维护上均面临一定挑战。**我们认为房地产开发端的修复会逐步传导至物管板块，销售的边际好转有望逐步带动物业公司经营质量的改善和估值的提升，推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务。**

商管方面，我们认为随着房价和市场止跌企稳，居民的经济和收入预期改善，伴随一定的消费刺激政策，商管公司估值有望逐步提升。

## 5. 风险提示

- 1) 行业下行压力超预期：**若供给端政策优化不足，房企信用环境将持续恶化，造成需求端信心持续不足，行业下行压力加大；
- 2) 政策放松不及预期：**宏观政策和房地产调控政策放松不及预期、收紧超预期；
- 3) 指标参考对研究结论或有较大偏差：**不同指标得到的研究结论不同，由于指标数量有限，研究结论存在较大偏差的风险。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>