

# 拐点初现

证券研究报告

2025年01月13日

## ——2025年房地产市场展望

站在“算总账”的视角之下，房价和新房销售可能均未达到稳态水平。

### 展望 2025 年：

销售方面，由于总需求可能已经边际企稳，但结构上尚未达到稳态，二手房占比大概率还将继续提升，因此新房的销售可能还会继续下滑。

投资方面，根据我们的测算，在乐观、中性、悲观的假设下，预计 2025 年房地产建安投资增速可能分别为-7.7%、-12.2%、-16.7%。其中，在中性假设下的结果与 2024 年（-11.7%）基本一致。

在建安投资增速可能边际企稳的同时，竣工端可能会面临更大的压力。根据我们的测算，2025 年竣工面积的下滑幅度可能会超过 30%，降幅较 2024 年进一步扩大。

不过，从我们对竣工趋势的判断来看，2025 年底可能会迎来地产竣工增速向上的拐点，后周期对经济的拖累或将开始收敛。而竣工是地产链条的最后一个环节，当竣工回升后，本轮地产下行周期对经济的负面影响也将整体结束。2025 年可能是房地产对经济影响的“最后一跌”。

从地产周期的角度来看，我们预计 2026 年有可能会看到中国经济“L形”一横的出现。

**风险提示：**房地产政策可能超预期；文中测算具有一定主观性，可能与实际情况存在差异，仅供参考；本文暂未考虑城中村改造等政策的外生影响。

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522080003  
zhangweib@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：宏观报告-关于 4.1%失业率的再次“友好分析”》 2025-01-12
- 2 《宏观报告：宏观报告-特朗普改革会触及多大的蛋糕？》 2025-01-11
- 3 《宏观报告：宏观-黄金 vs 比特币，谁能替代美元？》 2025-01-10

## 内容目录

1. 地产量价的稳态可能尚未达到.....	4
1.1. 如何理解住房估值的稳态? .....	4
1.2. 如何理解新房销售的稳态? .....	6
1.3. “算总账”视角下的房地产市场.....	9
2. 解构 2024：两个积极变化.....	10
2.1. 开工强度重回正常区间 .....	10
2.2. 施工强度边际企稳 .....	11
3. 展望 2025：拐点初现.....	12
3.1. 2025 年主要数据展望 .....	12
3.2. 最后一跌 .....	15
4. 风险提示.....	16

## 图表目录

图 1：2024 年，一线城市、百城平均租金回报率与 30 年国债利率的利差明显收窄 ...	4
图 2：主要经济体重点城市住房租金回报率（市中心）与本国 30 年国债利差（单位：bp） .....	4
图 3：2024 年，一线城市二手住宅租金并未因无风险利率下行而企稳回升.....	5
图 4：一线城市二手住宅价格指数、租金指数及租金回报率 .....	6
图 5：2024 年四季度，9 个样本城市新房+二手房总成交面积同比增长 15.7%（单位：万平方米） .....	6
图 6：2024 年四季度，9 个样本城市二手房成交同比增长 38.5%，新房成交同比下滑 2.5% .....	7
图 7：2022 年以来，地产成交总量边际企稳，二手房占比持续提升.....	8
图 8：不考虑投机性需求，2030 年之前我国新增住房总需求或将稳在 14 亿平方米（单位：亿平方米） .....	8
图 9：从 2021 年到 2024 年，我国二手房成交占比年均提升约 9 个百分点（单位：%） .....	9
图 10：我国内地目前的二手房成交占比低于住房使用寿命对应的合理中枢.....	9
图 11：2024 年，开工强度恢复至正常区间.....	11
图 12：2024 年，实际施工强度边际企稳（当月值，单位：元/平方米） .....	11
图 13：2024 年，与房地产建筑相关的行业 PPI 降幅并未显著收窄（单位：%） .....	12
图 14：2024 年，累计新开工面积在施工面积中的占比继续下降，投资重心进一步后置（单位：%） .....	12
图 15：2024 年，房屋新开工面积仅占到施工面积的 10%（单位：亿平方米） .....	13
图 16：2023-2024 年，房屋施工面积大致等于近 5 年新开工面积之和（单位：亿平方米） .....	13
图 17：从新开工趋势来看，2025 年竣工压力或将进一步加大（单位：%） .....	15
图 18：2024 年前三季度，佛山市 GDP 增速明显落后于广东省（单位：%） .....	15
图 19：2021-2024 年，广义房地产在名义 GDP 中的占比持续下降（单位：%） .....	16
表 1：2024 年，租金回报率与 30 年国债利差的收窄主要由无风险利率下行贡献.....	5

表 2：9 个样本城市 2023、2024 年二手房成交占比.....	7
表 3：2025 年住宅销售面积预测 .....	13
表 4：2025 年房地产市场主要数据预测（增速，单位：%） .....	14

## 1. 地产量价的稳态可能尚未达到

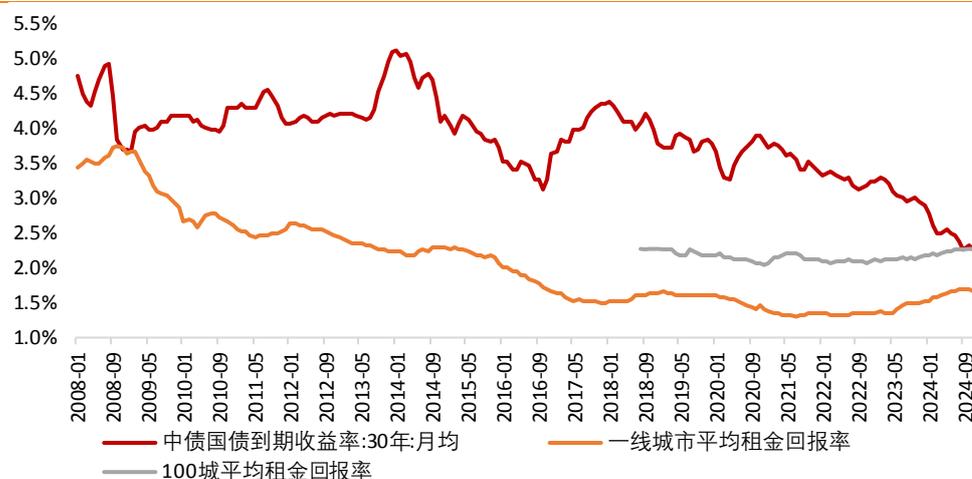
判断 2025 年的房地产市场，首先要回答两个问题：房价下跌是否结束，新房销售是否见底？

### 1.1. 如何理解住房估值的稳态？

在 2024 年房地产市场的展望报告中，我们把租金回报率视为住房的估值，并将其与 30 年国债到期收益率作比较，得出了我国住房估值相对偏贵的结论。（详见报告《趋势延续——2024 年房地产市场展望》，2024.1.13）

经过了一年的时间，估值压力似乎已经有所消化。截至 2024 年 11 月，一线城市、百城平均租金回报率较 30 年国债利率的利差分别为-60、0bp，较 2023 年底分别大幅收窄 77、70bp。

图 1：2024 年，一线城市、百城平均租金回报率与 30 年国债利率的利差明显收窄

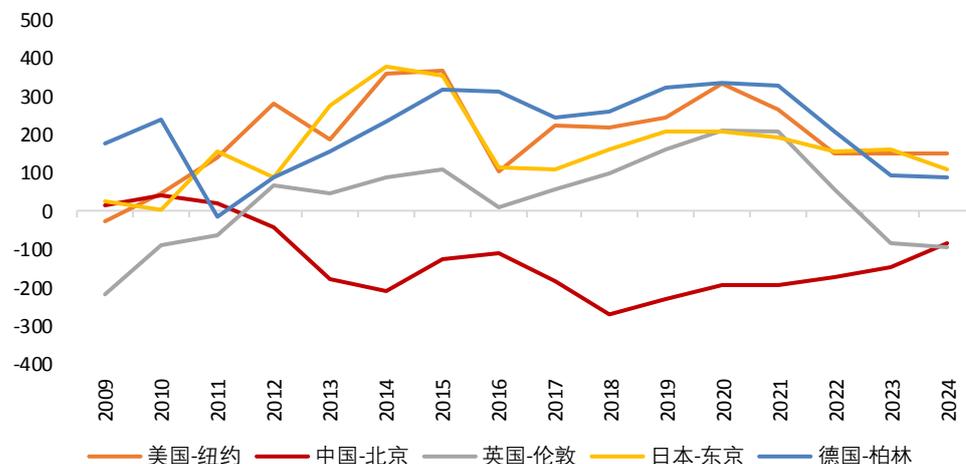


资料来源：Wind，天风证券研究所

但我们认为，房地产估值的底部可能还没到。

一是租金回报率还不够高。从海外主要经济体的经验来看，重点城市的住房租金回报率大多数时间高于 30 年国债利率。2009-2024 年，纽约、伦敦、东京、柏林住房租金回报率与 30 年国债利率平均利差分别为 198、34、168、211bp，而我国一线城市目前仍然处于倒挂的状态。

图 2：主要经济体重点城市住房租金回报率（市中心）与本国 30 年国债利差（单位：bp）



资料来源：Wind，NUMBEO，天风证券研究所

二是租金回报率还不够稳。虽然租金回报率与 30 年国债的利差已经快速收窄，但进一步

拆分来看，利差的收窄主要源自于无风险利率的快速下行。以一线城市为例，其租金回报率与 30 年国债利率 77 个 bp 的利差收窄中，有 62 个 bp 来自于 30 年国债利率下行，来自租金回报率抬升的贡献则仅有 15 个 bp。

表 1：2024 年，租金回报率与 30 年国债利差的收窄主要由无风险利率下行贡献

时间	30 年国债到期收益率月均值	一线城市平均租金回报率	百城平均租金回报率	利差：一线平均-30Y 国债 (bp)	利差：百城平均-30Y 国债 (bp)
2023-12	2.89%	1.52%	2.19%	-137	-70
2024-11	2.27%	1.67%	2.27%	-60	0
变动： 24 年 11 月-23 年 12 月 (bp)	-62	15	8	77	70

资料来源：Wind，天风证券研究所

那么，能否将由无风险利率下行驱动的利差收窄视作住房估值压力的有效缓解？

“当租金回报率高于无风险利率以后，住房估值趋于合理，房地产市场将达到稳态”，这是将租金回报率与长期国债利率进行比价时很容易得出来的一个结论。但我们认为有必要对这个结论保持谨慎的态度，因为这个结论可能是一种静态推演、“刻舟求剑”的结果。

租金回报率是分子（租金）和分母（房价）共同影响的结果。动态来看，当租金回报率超出长期国债利率一定水平后，房东出于投资回报的考虑，可能会停止出售住房并将其用于出租，住房交易市场的供给减少，进而会推动房价企稳；但与此同时，住房租赁市场的供给也会增加，如果居民收入水平或城镇人口没有提升，可能会导致租金出现下滑压力，租金回报率也将进一步下降，从而破坏所谓的“稳态”。

所以动态来看，无风险利率快速下行并不必然带来住房估值的消化，“无风险利率快速下行→租金回报率高于无风险利率→房地产市场企稳”的逻辑中忽略了一个重要的环节——“宽货币可以带来经济的改善，从而稳定租金水平”。

表面上看，利率快速下行使得租金回报率与 30 年国债利率的倒挂不再那么明显；但实际的情况是，截止 2024 年 11 月，一线城市二手房租金指数为 361.5，同比下滑 4.6%，租金并未因宽货币而企稳回升，住房估值的动态稳态可能还没有达到。

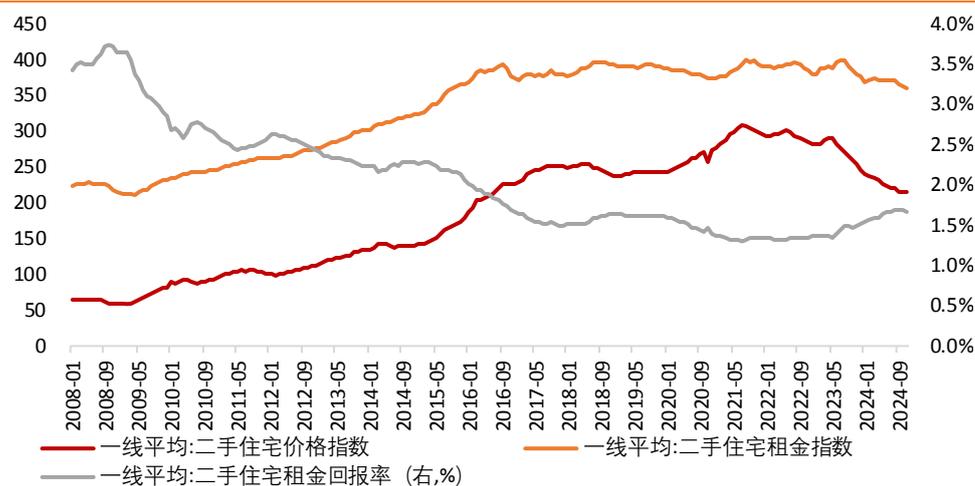
因此，尽管 2024 年 11 月一线城市二手住宅价格指数边际企稳、环比小幅回升 0.4%，但估值压力并未完全缓解，房价可能还会继续磨底。

图 3：2024 年，一线城市二手住宅租金并未因无风险利率下行而企稳回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：一线城市二手住宅价格指数、租金指数及租金回报率

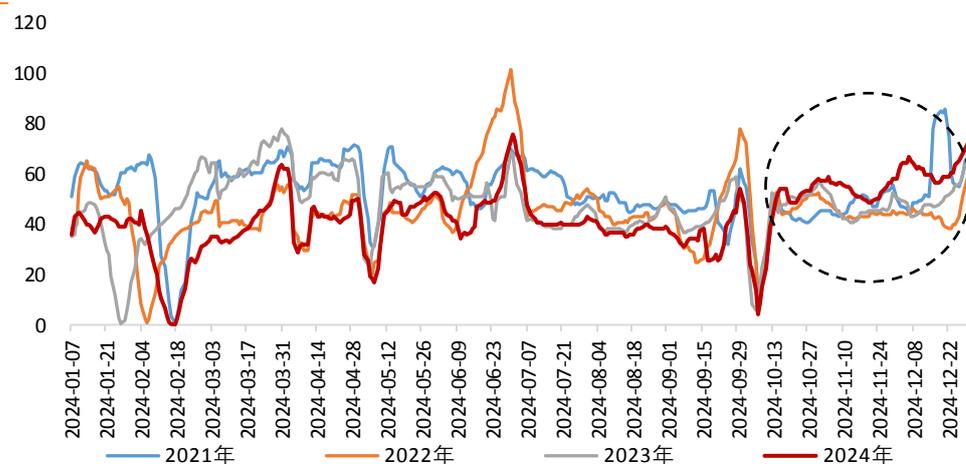


资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 1.2. 如何理解新房销售的稳态?

“929”新政以来，房地产成交出现了明显的回暖，2024 年四季度，9 个样本城市新房+二手房总成交面积同比增长 15.7%，显著超出的季节性规律。

图 5：2024 年四季度，9 个样本城市新房+二手房总成交面积同比增长 15.7%（单位：万平方米）

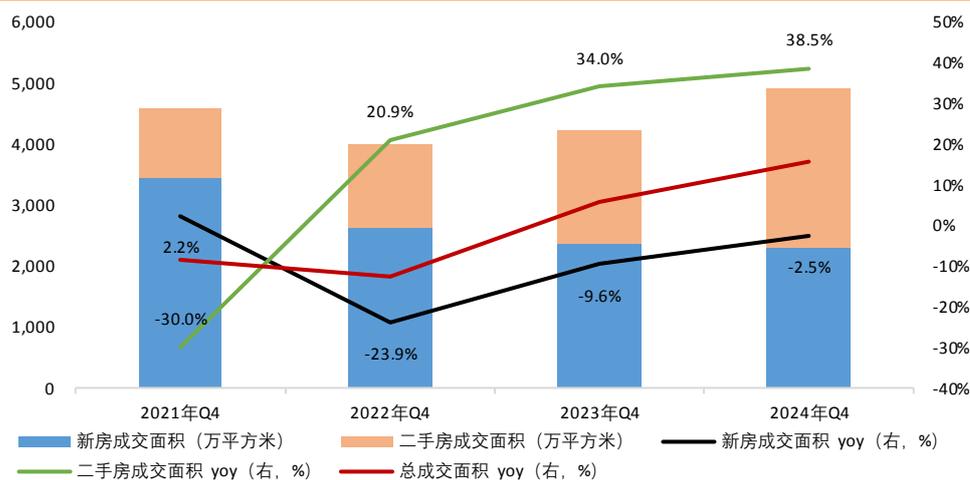


资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 数据做 7 日移动平均处理; 9 个样本城市分别是北京、深圳、杭州、成都、南宁、青岛、苏州、扬州、佛山

在 2024 年房地产市场的展望报告中，我们还提出了一个预判——“二手房的成交占比可能会继续提升，进而影响新房销售”，“929 新政”以来地产成交的结构特征符合我们的预判。2024 年四季度，9 个样本城市二手房成交面积同比增加 38.5%，但新房成交面积则同比下滑 2.5%，二手房成交占比较 2023 年同期提升 8.8 个百分点。

图 6：2024 年四季度，9 个样本城市二手房成交同比增长 38.5%，新房成交同比下滑 2.5%



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：9 个样本城市分别是北京、深圳、杭州、成都、南宁、青岛、苏州、扬州、佛山

2024 年全年，9 个样本城市二手房成交平均占比达到了 52.3%，较 2023 年提升 9.2 个百分点。其中，北京已经超过了 60%，苏州、深圳、成都、扬州在 54%-60%之间，佛山、南宁、杭州、青岛还处于 40%-46%之间。从提升速度上看，南宁、杭州、青岛、深圳提升较快，较 2023 年提升幅度超过 10 个百分点；扬州二手房成交占比反而出现了小幅下滑。

表 2：9 个样本城市 2023、2024 年二手房成交占比

城市	2024 年	2023 年	变化 (pct)
北京	62.5%	56.3%	6.3
苏州	57.5%	53.0%	4.5
深圳	57.1%	45.5%	11.6
成都	54.9%	45.7%	9.2
扬州	54.3%	56.3%	-2.0
佛山	45.5%	43.2%	2.3
南宁	45.1%	26.4%	18.7
杭州	41.1%	28.5%	12.5
青岛	40.3%	28.5%	11.9
<b>9 城平均</b>	<b>52.3%</b>	<b>43.1%</b>	<b>9.2</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

实际上，自 2022 年以来，地产成交总量边际企稳、二手房成交占比持续提升的特征就一直存在。

根据我们的测算，新建住宅+二手住宅总成交面积从 2021 年的 19.3 亿平方米大幅下滑至 2022 年的 15 亿平方米以后，2023、2024 年基本稳定在了 15 亿平方米左右的水平。

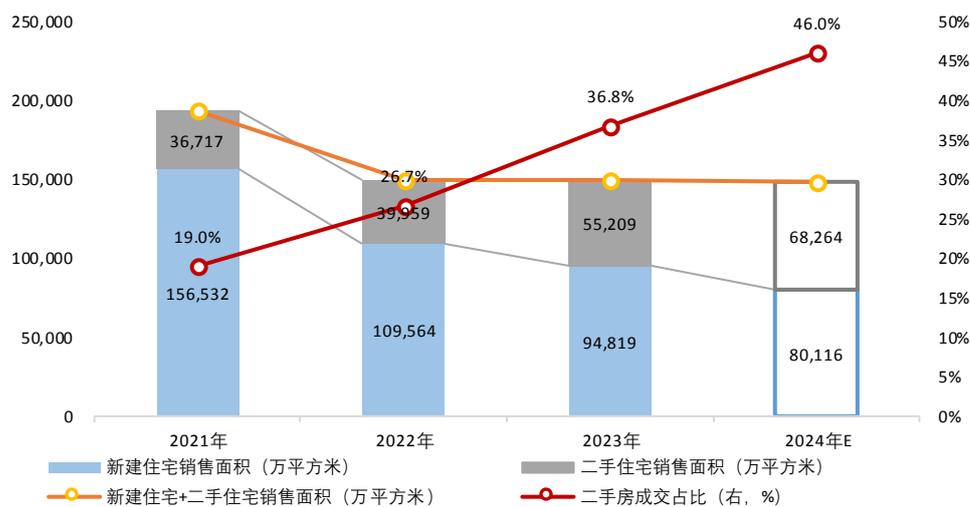
总需求边际企稳是投机性需求衰减后的必然结果。如果没有投机性需求，仅有真实居住需求<sup>1</sup>的话，住房需求将是由总人口、城镇化、人均住房面积、折旧更新等因素决定的慢变量，短期内发生大幅波动的可能性不大。

根据我们在报告《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》（2022.10.22）中的测算，在 2030 年之前，如果不考虑投机性需求的话，新增住房需求将大致稳定在 14 亿平方米左右，可能已经达到了稳态水平。<sup>2</sup>

<sup>1</sup> 投资性需求也是真实居住需求，因为用于出租的住房也对应了租户的居住需求

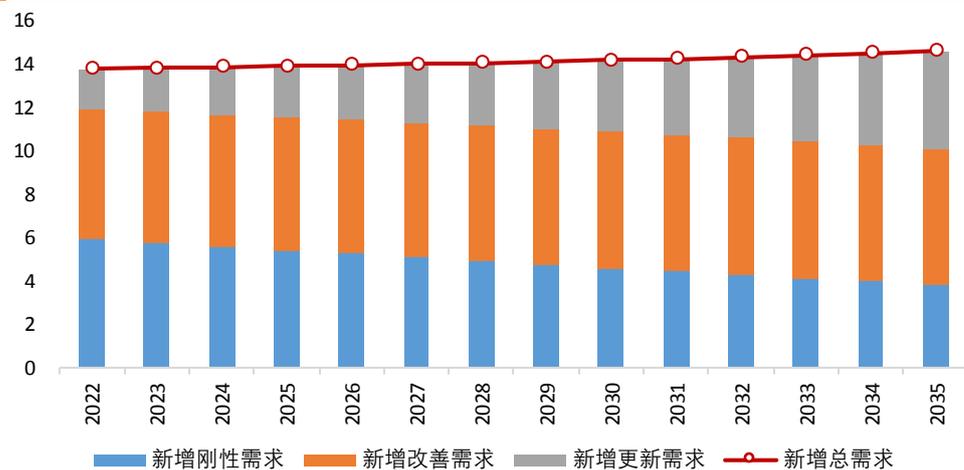
<sup>2</sup> 总成交与总需求之间的差异可能由卖旧买新的置换行为带来的重复成交引起。

图 7：2022 年以来，地产成交总量边际企稳，二手房占比持续提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：不考虑投机性需求，2030 年之前我国新增住房总需求或将稳在 14 亿平方米（单位：亿平方米）



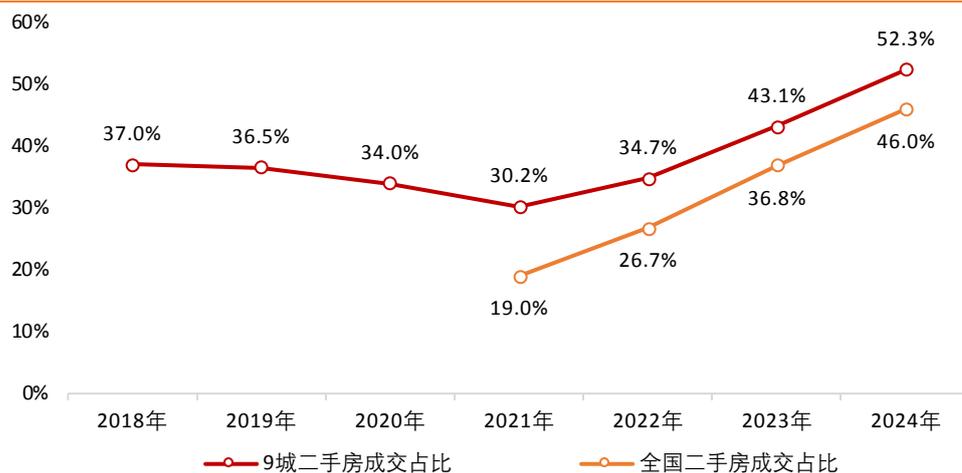
资料来源：Wind，天风证券研究所

假设总需求与总成交之间重复成交的占比不变，在总需求基本稳定的前提下，新房的销售水平将主要取决于成交结构的变化。

从 9 个样本城市来推算，我们估计 2024 年全国二手房成交占比约为 46%，且提升速度较快，从 2021 年的 19% 到 2024 年的 46%，年均提升 9 个百分点。根据我们在报告《中国房地产市场成熟的标志》（2024.8.8）中得到的结论，从住房使用寿命的角度来看，中国内地二手房成交占比理论上应该高于日本（62%）低于中国香港（73%），可能还有 15-20 个百分点的提升空间。

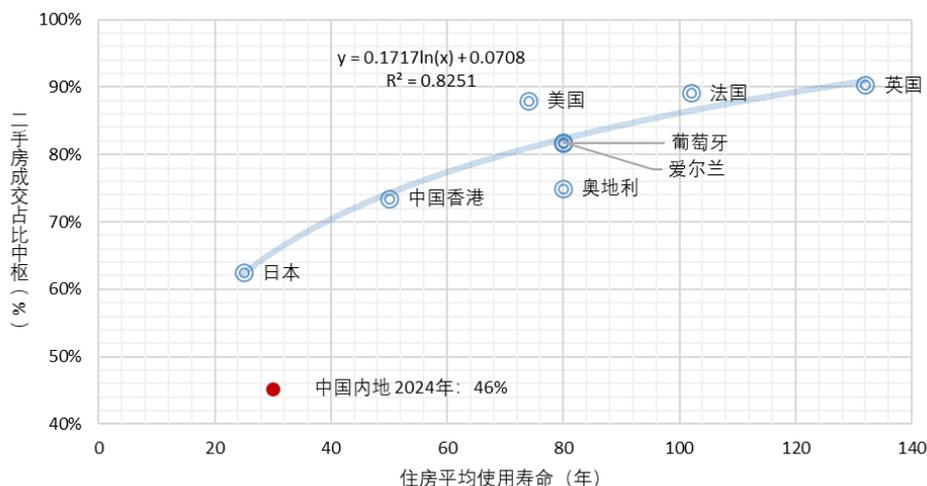
如果二手房占比还将继续提升，我们认为新房销售面积可能还会受到二手房的挤出，但总体成交面积可能已经达到了稳态水平。

图 9：从 2021 年到 2024 年，我国二手房成交占比年均提升约 9 个百分点（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：我国内地目前的二手房成交占比低于住房使用寿命对应的合理中枢



资料来源：Wind，iFind，Land Registry GOV.UK，Eurostat，人民网，中国日报，ScienceDirect，中国房地产网，中国建筑标准设计网，天风证券研究所

注：二手房成交占比中枢采用各经济体 2019-2023 年均值

### 1.3. “算总账”视角下的房地产市场

从上述论证中其实不难发现，如果仅盯着新房、二手房或租赁中的某一个市场来分析，结果可能会产生偏差。原因在于无论是购买新房、购买二手房，还是租房，彼此之间都存在较强的替代效应，当某一种选择失去性价比以后，住房需求会表达为更具性价比的选择。比如在房价预期反转以后，过去因炒房而囤积的住房被集中抛售，导致二手房更具性价比，市场的选择持续推高了二手房的成交占比。

而这种替代效应会使得房地产市场达到稳态的过程是一种动态均衡，静态地分析难免会出现失误。规避静态分析的方法之一就是“算总账”，将新房市场、二手房市场、租房市场加总以后，再来判断房地产的总体供需格局。

站在“算总账”的视角之下，影响房地产市场的边际力量，一是供给的增减，二是由城镇人口增加、人均住房面积提升、折旧更新带来的新增住房需求，三是对房价的长期预期变化。

居民只要身处于城市之中，无时无刻都在表达着自己的真实居住需求——要么买房，要么租房。刺激观望中的群体下场买房，只能改变需求的结构（租/购），并不能增加需求

的总量。

如果要改变总体供需失衡的格局，存在三条可能的路径：

- ① 通过收储来冻结冗余的供给，并根据需求的增长逐渐释放，但前提是回收的住房不能在短期内以任何方式重回市场。
- ② 如果市场能够产生一致且强烈的房价长期看涨预期，那么对供需两端都会产生积极的影响：供给端，持有多套住房的群体出于博取资本利得的目的将停止抛售，并可以容忍短期租金回报偏低的瑕疵；需求端，资产升值预期也会使得更多的群体产生真实居住以外的需求。
- ③ 未来几年中，每年仍将自然新增约 14 亿平方米的住房需求，通过新增需求不断消化冗余的库存，即市场自然出清企稳。

第一种路径需要较多的财政投入（详见报告《收储存量房是否可行？》，2024.5.12），第二种路径则较为依赖宏观环境的整体改善，第三种路径实际上是自然消化压力的过程。

不过，“算总账”的分析视角虽然可以更好地判断房地产市场从非稳态到稳态的趋势，但由于无法演绎过程中的具体路径，可能会忽略一些市场的波动。比如，尽管租房和买房都是观望群体的需求表达，但从买房到入住之间存在时滞，会阶段性产生既租房又买房的情况，此时房地产市场可能会表现出租金、价格双旺的状态；而一旦入住后，租赁市场的需求就会减弱，导致租赁市场供需失衡。

## 2. 解构 2024：两个积极变化

2024 年的房地产市场，验证了我们在《趋势延续——2024 年房地产市场展望》（2024.1.13）中的判断——二手房继续替代新房（二手房成交占比从 36.8% 提升至 46%）、房企继续主动去库（新开工强度恢复至正常区间）、施工重心仍然靠后（新开工占施工面积比重继续下降）、竣工受 33 个月前新开工影响（竣工面积下滑）。

但 2024 年房地产数据的细节中仍然出现了一些新的边际变化，对判断 2025 年房地产投资有重要的影响。

### 2.1. 开工强度重回正常区间

我们用“当月新开工面积/购置土地面积 MA24”来刻画房地产的开工强度，当这个指标越高的时候，说明房企加快了开工的速度。

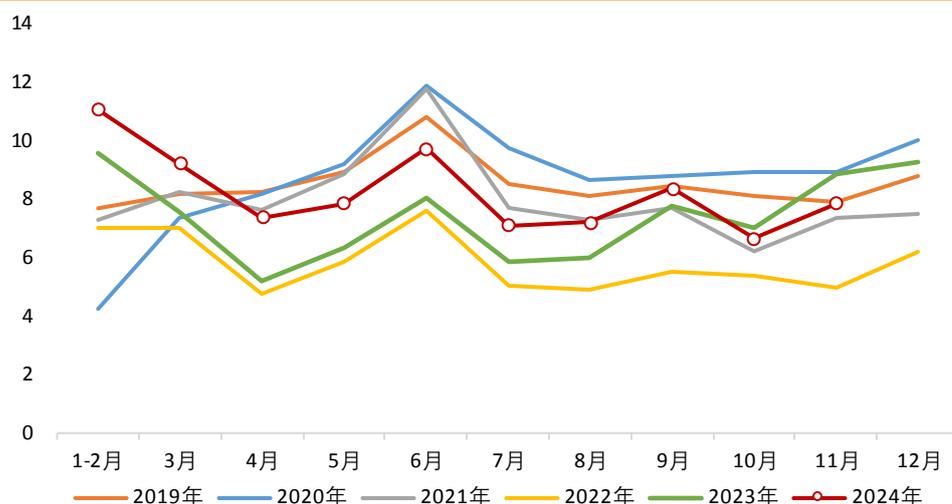
2021 年下半年到 2023 年三季度，房企的开工能力和开工意愿可能都受到了销售低迷、现金流承压的拖累，表现为开工强度持续地走低。

2023 年四季度开始，开工强度出现了反季节性的大幅回升，在拿地偏弱的情况下，可能是房企主动加快土地库存去化的结果。

开工加快的趋势延续到了 2024 年。2024 年前 11 个月，开工强度的平均值为 8.2 倍，高于 2022 年的 5.8 倍和 2023 年的 7.2 倍，介于 2020 年的 8.6 倍和 2021 年的 8.0 倍之间，重新回到了正常的波动区间。

尽管房企拿地仍然疲软，但开工强度重新回到正常的波动区间，意味着房企的开工意愿和开工能力可能已经有所恢复。我们认为，开工意愿的恢复可能仍然是主动去库存的体现，而开工能力的改善则与房地产项目“白名单”等融资端支持政策的推进有关。

图 11：2024 年，开工强度恢复至正常区间

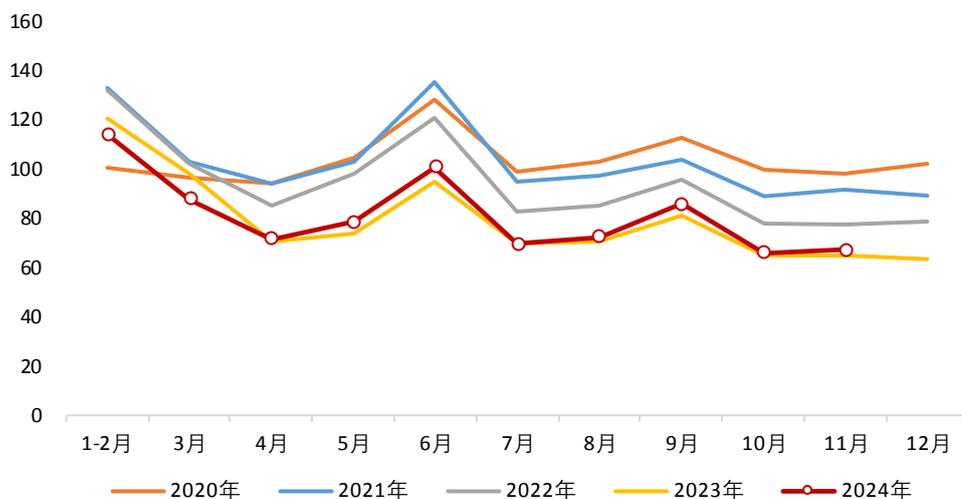


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 施工强度边际企稳

2024 年房地产数据中另一个积极变化是，连续下滑 2 年半的实际施工强度在 2024 年实现了边际企稳。2024 年 1-11 月实际施工强度累计达到了 755 元/平方米，较 2023 年同期小幅回升 1.9%。

图 12：2024 年，实际施工强度边际企稳（当月值，单位：元/平方米）

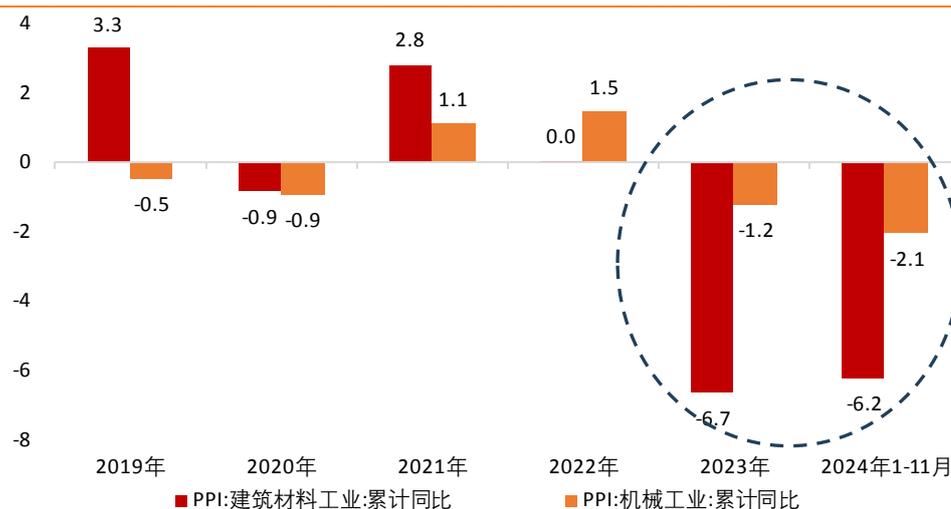


资料来源：Wind，天风证券研究所

我们在《趋势延续——2024 年房地产市场展望》（2024.1.13）中曾经做过分析，造成 2023 年实际施工强度下滑的原因可能有两个——价格回落和投资重心后置。然而，从 2024 年的数据来看，建材、机械 PPI 的降幅并未显著收窄，投资重心甚至还在进一步后置。

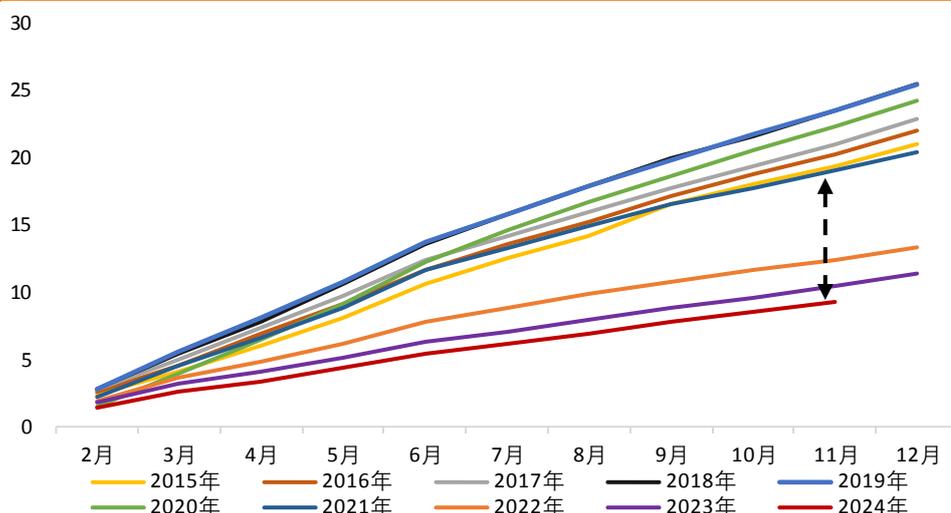
因此，驱动 2024 年实际施工强度企稳的可能既非价格因素，也非投资重心，有可能是房企在融资端有所修复以后，施工状况出现了真实的改善，加大了对在建项目的实际投入。

图 13：2024 年，与房地产建筑相关的行业 PPI 降幅并未显著收窄（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2024 年，累计新开工面积在施工面积中的占比继续下降，投资重心进一步后置（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 展望 2025：拐点初现

#### 3.1. 2025 年主要数据展望

我们仍然认为，在 1 年的短周期维度下，房地产分析的范式没有出现重大变化，因此我们继续沿用在 2023 年房地产展望报告中所搭建的房地产市场分析框架，具体可以参考报告《对直觉的背离——2023 年房地产市场展望》（2022.12.10）。

销售方面，由于总需求可能已经边际企稳，但结构上尚未达到稳态，二手房占比大概率还将继续提升，因此新房的销售可能还会继续下滑。假设 2025 年新房和二手房的总成交面积继续维持在 15 亿平方米左右的水平，在乐观、中性、悲观的情景下，预计 2025 年二手房成交占比分别提升 3.0、4.5、6.0 个百分点，对应新建商品住宅的销售面积分别为 7.6、7.4、7.2 亿平方米，较 2024 年分别下滑 4.8%、7.7%、10.5%。

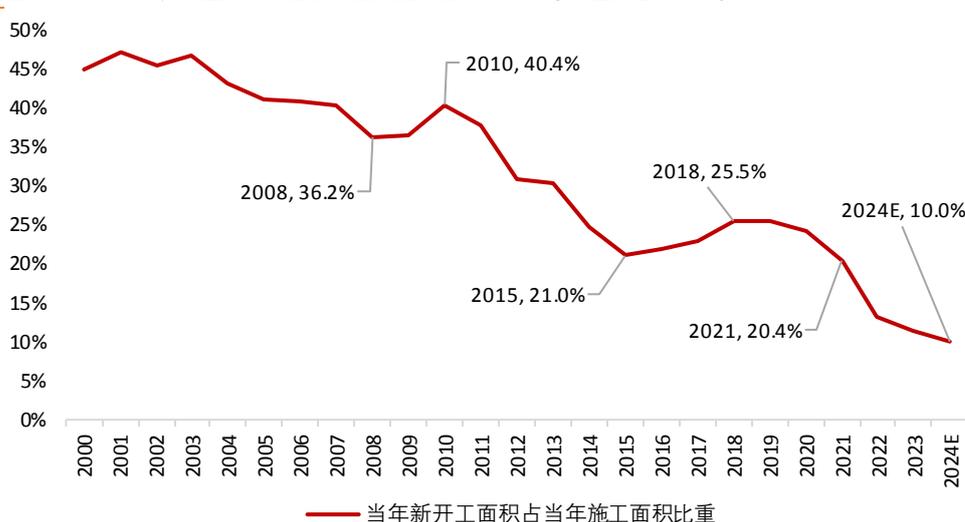
表 3：2025 年住宅销售面积预测

年份	新建商品住宅销售面积 (亿平方米)	新建商品住宅销售面积同比 (%)	二手住宅销售面积 (亿平方米)	二手房成交占比 (%)
2021	15.7	1.1%	3.7	19%
2022	11.0	-26.8%	4.0	27%
2023	9.5	-8.2%	5.6	37%
2024E	8.0	-15.5%	6.9	46%
2025E 乐观	7.6	-4.8%	7.4	49%
2025E 中性	7.4	-7.7%	7.6	51%
2025E 悲观	7.2	-10.5%	7.9	52%

资料来源：Wind，天风证券研究所

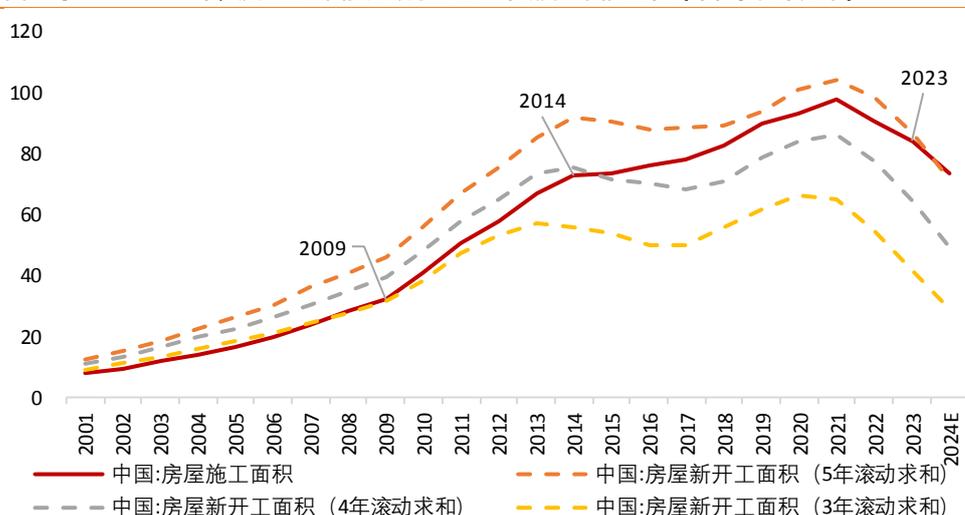
投资方面，2025 年房地产投资会受到新增项目的影 响，但影响更大的可能还是存量项目。以 2024 年为例，新开工面积约为 7.3 亿平方米，仅占到了施工面积的 10%。而且从历史数据来看，这个新开工面积的占比整体呈下行趋势，且阶段性波动主要出现在房地产市场出现拐点以后。同时，2023-2024 年，房屋施工面积大致等于近 5 年新开工面积之和。如果这两个规律在 2025 年仍然存在的话，那么 2025 年房地产投资的权重影响变量将主要是 2021-2024 年开工的项目，而非 2025 年的新开工项目。

图 15：2024 年，房屋新开工面积仅占到施工面积的 10%（单位：亿平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2023-2024 年，房屋施工面积大致等于近 5 年新开工面积之和（单位：亿平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

而存量项目已经是既定事实，自 2021 年房地产市场出现拐点以来，新开工面积就持续大幅度下降，因此 2025 年房地产投资的大致趋势其实已经基本确定。

2025 年增量项目对房地产投资的影响主要体现在四个方面：拿地面积、开工强度、施工强度、停复工面积。

- ① **拿地面积**：在房价和新房销售尚未完全触底的情况下，我们预计房企仍然缺少扩张的意愿，拿地规模可能还将继续下滑。中性情景下，预计 2025 年购置土地面积增速与 2024 年持平，同比下滑 6%；乐观、悲观假设下分别下滑 3%、9%。<sup>3</sup>
- ② **开工强度**：政策对房地产仍然保持积极的态度，住建部也明确表示将所有合格房地产项目争取纳入“白名单”<sup>4</sup>，房企融资端大概率将继续受到支持；而在量价均未企稳的情况下，房企主动去化土地库存的心态可能也不会出现明显改变。因此，我们预计 2025 年开工强度仍将保持在正常的波动区间内。中性情景下，假设 2025 年各月开工强度持平于 2024 年同期；乐观、悲观情景下，假设各月同比提升、下降 2%。
- ③ **施工强度**：施工强度可能也会在融资政策的支持下保持当前边际企稳的态势。中性情景下，我们假设 2025 年施工强度持平 2024 年；乐观情景下，假设 2025 年保持 2024 年的提升幅度；悲观情景下，假设 2025 年施工强度回到 2023 年的水平。
- ④ **停复工面积**：即（当年复工面积-上年停工面积）。乐观情景下，假设与 2023 年大体相当；悲观情景下，假设与 2024 年大体相当；中性情景取乐观、悲观情景的均值。

基于以上分析和假设，根据我们的测算，在乐观、中性、悲观的假设下，预计 2025 年房地产建安投资增速可能分别为 -7.7%、-12.2%、-16.7%。其中，在中性假设下的结果与 2024 年（-11.7%）基本一致。

不过，在建安投资增速可能边际企稳的同时，竣工面积降幅可能会边际扩大。按照新开工领先竣工 33 个月的规律，2025 年的竣工趋势将取决于 2022 年下半年和 2023 年上半年的开工，恰好是本轮地产下行周期中开工恶化最快的阶段。根据我们的测算，2025 年竣工面积的下滑幅度可能会超过 30%，降幅较 2024 年进一步扩大。

表 4：2025 年房地产市场主要数据预测（增速，单位：%）

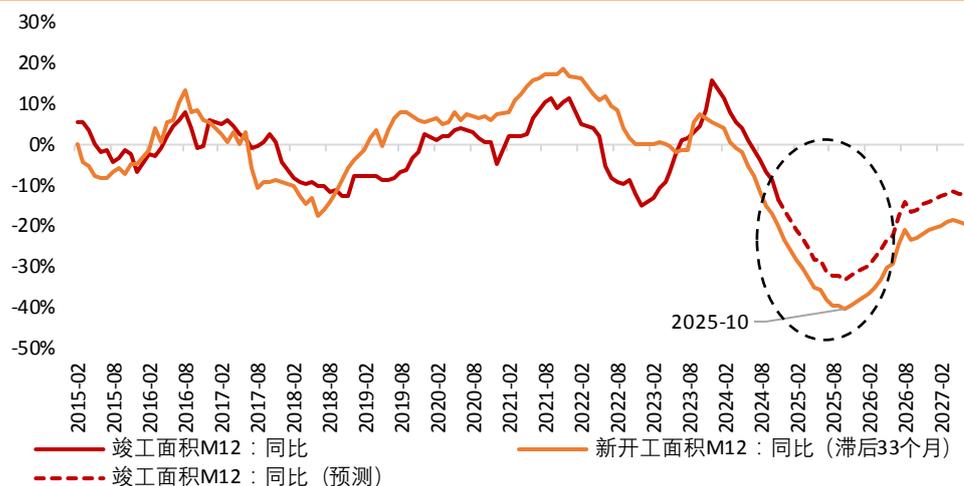
年份	商品房销售面积	购置土地面积	新开工面积	施工面积	竣工面积	建安投资
2022	-24.3%	-53.4%	-39.4%	-7.2%	-15.0%	-11.0%
2023	-8.5%	-15.3%	-20.4%	-7.2%	17.0%	-21.9%
2024E	-13.9%	-5.9%	-23.0%	-12.7%	-25.8%	-11.7%
2025 乐观	-4.8%	-3.0%	-4.6%	-9.1%	-31.2%	-7.7%
2025 中性	-7.7%	-6.0%	-7.1%	-12.2%	-31.2%	-12.2%
2025 悲观	-10.5%	-9.0%	-9.6%	-15.4%	-31.2%	-16.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

<sup>3</sup> 均为统计局数据口径。2023 年起，统计局不再披露购置土地面积数据，我们根据其他数据构建模型对其进行了拟合。

<sup>4</sup> <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34977/tw/>

图 17：从新开工趋势来看，2025 年竣工压力或将进一步加大（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. 最后一跌

房地产对经济的拖累主要体现在三个方面：

第一，销售通过第三产业中的房地产业对经济产生影响。但新房和二手房的成交都会贡献房地产业的增加值，因此需要关注地产总成交而非新房销售。

第二，投资通过建筑业及其产业链对经济产生影响。

第三，竣工通过后周期对经济产生影响。竣工对建筑业的影响已经计入到了建安投资之中，但竣工还会带动装修、家具家电采购等需求，进而对 GDP 产生影响。

由于地产总成交可能已经边际企稳，同时中性预期下 2025 年建安投资增速大致与 2024 年持平，因此 2025 年房地产销售端和投资端对经济的影响可能将边际企稳。

但竣工面积降幅的扩大，或将导致后周期继续承压。佛山市拥有全国最大的泛家居产业集群之一<sup>5</sup>，从其 2024 年的经济表现可以较好地佐证这一点。历史上，佛山市与广东省 GDP 增速基本同步波动，但 2024 年佛山明显落后广东全省。2024 年前三季度，广东省实际 GDP 累计同比增长 3.4%，但佛山市则仅有 1.6%，落后广东省 1.8 个百分点，体现了地产竣工恶化对经济的拖累。

图 18：2024 年前三季度，佛山市 GDP 增速明显落后于广东省（单位：%）

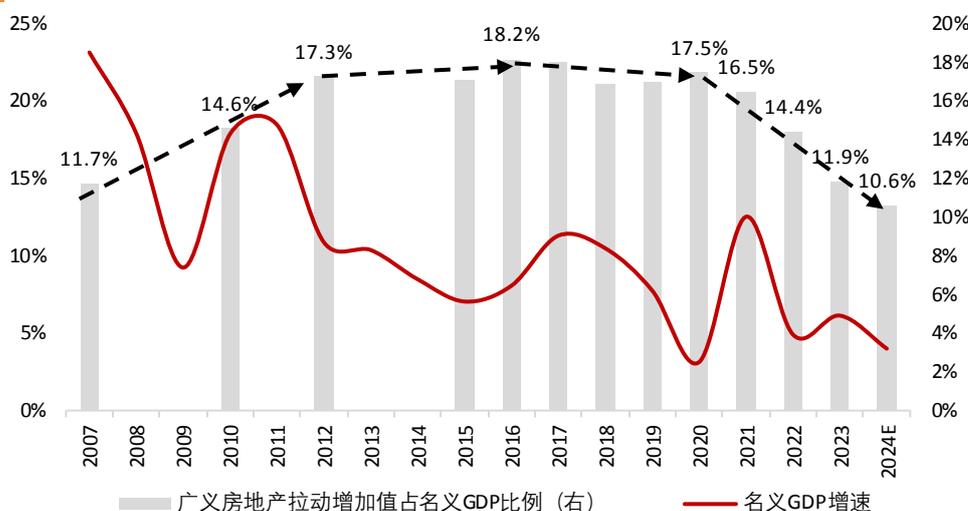


资料来源：Wind，天风证券研究所

<sup>5</sup> <https://www.21jingji.com/article/20240515/herald/709a826d6bded0f6c572fdaff152a9c6.html>

但好的一面是，随着房地产的下行，经济也在不断地去地产化。根据我们的测算，广义房地产在名义 GDP 中的占比从 2020 年的 17.5% 快速下降到了 2024 年的 10.6%，4 年时间下降 7 个百分点左右。同时，地产链也在转型，对房地产的依赖度也有所下降（详见报告《分析地产问题的三个层次》，2024.7.8）。因此，对经济并不需要过度悲观。

图 19：2021-2024 年，广义房地产在名义 GDP 中的占比持续下降（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

不过，从我们对竣工趋势的判断来看，2025 年底可能会迎来地产竣工增速向上的拐点，后周期对经济的拖累或将开始收敛。而竣工是地产链条的最后一个环节，当竣工回升后，本轮地产下行周期对经济的负面影响也将整体结束。2025 年可能是房地产对经济影响的“最后一跌”。

从地产周期的角度来看，我们预计 2026 年有可能会看到中国经济“L 形”一横的出现。

## 4. 风险提示

### 1、房地产政策可能超预期。

当前，房地产政策基调更加积极，中央经济工作会议明确提出了“稳住楼市股市”的要求。因此，2025 年房地产支持政策可能会继续加码，如果政策超预期发力，房地产市场的表现可能会好于本文的判断。

### 2、文中测算具有一定主观性，可能与实际情况存在差异，仅供参考。

文中对销售的测算有赖于总需求稳定、二手房成交占比继续提升等关键假设，对投资的测算有赖于购置土地面积、开工强度、施工强度等关键假设，以上假设存在主观性判断，可能会与最终的实际情况存在差异。因此本文定量测算的结果主要是对定性分析的结论起到辅助作用，仅供参考。

### 3、本文暂未考虑城中村改造等政策的外生影响。

本文的判断更多基于由于城中村改造受政策影响较大，不确定性较高，本文仅从房地产内生角度出发进行分析，暂未考虑城中村改造的外生影响。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com