

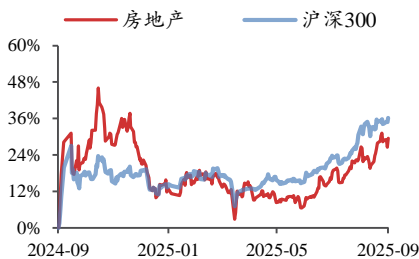
房地产

2025年09月24日

投资评级：看好（维持）

——行业深度报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《新房成交面积同环比增长，1-8月房地产开发投资同比下降——行业周报》

-2025.9.21

《新房上海持续领涨，二手房价格同比降幅缩小——行业点评报告》

-2025.9.16

《8月销售降幅扩大，宽松政策后一线新房成交回暖——行业点评报告》

-2025.9.15

房价止跌回稳系列三：鉴往知来，人口不是影响房价唯一因素

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

胡耀文（分析师）

huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790524070001

杜致远（联系人）

duzhiyuan@kysec.cn

证书编号：S0790124070064

● 发达国家/地区中期人口变化对房价影响有限

从70城房价数据看，新房和二手房价格走势趋于一致，从2022年开始进入下跌通道。2024年三季度跌幅有扩大趋势，四季度以来在一揽子政策支撑下，房价同比跌幅收窄。本轮楼市调整，70城新房和二手房价格指数下跌周期均超过40个月。我们选取了8个发达国家/地区研究人口与房价的关系，发现房屋价格指数在中期与人口增长率、人口数量无明显正相关关系，整体对房价的影响有限。我们认为，人口增长需转化为有效购房需求，才能对房价产生影响，而这一转化过程依赖经济发展与居民收入的增长，因此各国房价与人口增长率常呈脱节状态。

● 海外经验：房价止跌需宽财政和货币政策协同发力

对比中国大陆和7个国家/地区房价指数，可以发现上世纪80年代以来，发达国家/地区房价也存在波动，且价格回撤幅度高于国内本轮房价降幅，但最后均能修复企稳。自2008年金融危机后，2011年以来发达国家房价指数平稳上涨；自2022年3月美联储首次加息以来，房价指数均有下跌趋势。我们总结发达国家/地区房价企稳修复主要包括（1）政策：大规模量化宽松与财政刺激，包括降息、QE、财政补贴等；（2）金融：大幅压降抵押贷款利率，降低购房门槛；（3）供应：减少卖地和开工，主动降低库存；（4）需求：构建依赖真实居住需求、减少投机属性、并通过产业与人才提升城市内在价值的长效机制，而非短期刺激。我们总结得出，稳定的政策预期、较低的利率环境和改善供需结构是支撑房地产市场止跌回稳的关键力量。

● 投资建议

通过对多个国家/地区的房价及影响因素的研究，我们认为房价的止跌回稳从来不是人口单一因素的作用，而是货币政策、供需关系、经济预期、人口多因素共振的结果。我们认为，适龄购房人口在长周期会影响房价，但中短期看货币政策、供需关系、经济预期三方面影响或更为显著。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、产品力领先的强信用房企：建发国际集团、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、越秀地产、保利发展；（2）住宅与商业地产双轮驱动：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、建发物业、南都物业、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务；（4）二手房渗透率持续提升，房地产后服务赛道前景广阔：我爱我家、贝壳。

● **风险提示：**宏观经济下行、资金到位不及预期、行业竞争加剧。

目 录

1、 2022 年开始房价进入下行通道，止跌回稳仍需加力	4
2、 人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限	5
3、 海外经验：需宽松财政和货币政策协同发力	8
3.1、 美国：次贷危机后房价复苏，依靠大规模量化宽松和财政救济	9
3.2、 日本：房地产泡沫破碎后，房价下跌十余年才得以修复	11
3.3、 韩国：高居民杠杆率及低息环境推动房价走高	13
3.4、 中国香港：宽松购房政策、低息环境、供需关系的共同作用	16
3.5、 新加坡：组屋转售市场带来的财富效应推动房价上涨	18
3.6、 英国：金融危机后低贷款利率推动房价增长	21
3.7、 德国：租赁市场发达，房价波动小稳定性高	23
4、 投资建议	25
5、 风险提示	26

图表目录

图 1： 8 月 70 城新房价格指数同比下降 3.0%	4
图 2： 8 月 70 城二手房价格指数同比下降 5.5%	4
图 3： 8 月 70 城新房价格指数跌至 2019 年初水平	4
图 4： 8 月 70 城二手房价格指数跌至 2016 年中旬水平	4
图 5： 发达国家/地区过往房价历史下跌周期大多在 3 年以上	5
图 6： 美国 1980 年以来人口增长率维持在 1%左右	6
图 7： 日本 2007 年开始人口进入负增长	6
图 8： 韩国 2020 年开始人口进入负增长	6
图 9： 中国香港人口增长率和人才引入政策相关度较高	6
图 10： 英国 21 世纪人口总体保持增长趋势	6
图 11： 德国人口 2018 年以来人口缓慢增长	6
图 12： 法国人口 2014 年以来人口缓慢增长	7
图 13： 意大利 2015 年开始人口进入负增长	7
图 14： 美国新房销量 2011-2020 年持续增长	10
图 15： 美国利率下降有利于房价企稳修复	10
图 16： 美联储在次贷危机后大幅扩表，购买 MBS（百万美元）	11
图 17： 美国政府部门杠杆率自次贷危机后大幅增长（%）	11
图 18： 日本长期贷款利率长期处于 1%左右（%）	12
图 19： 日本土地价格指数自 1991 年来呈下降趋势	12
图 20： 日本住房新开工面积自 90 年代以来呈下跌趋势	12
图 21： 日本公寓签约户数自 90 年代以来呈下跌趋势（户）	12
图 22： 2012 年来日本房价在宽松货币政策支持下平稳回升	13
图 23： 韩国住宅供应提升后房价回调	13
图 24： 低息环境造就了韩国房价持续 12 年的上涨	14
图 25： 韩国基准利率和美联储 EFFR 相关程度较高	14
图 26： 2016 年以来韩国居民杠杆率高于主流国家水平	15
图 27： 首尔房屋价格指数涨幅远超韩国平均水平	15

图 28: 中国香港永久性屋宇数量保持增长.....	16
图 29: 中国香港永久性屋宇中各类型房屋占比保持稳定.....	16
图 30: 1997Q3-2003Q3, 中国香港住宅价格指数下跌了 65%.....	16
图 31: 2001 年后中国香港新建居住单位数量明显下降 (个).....	17
图 32: 2008 年后中国香港 HIBOR 维持了近 9 年低息状态.....	17
图 33: 2025 年来中国香港实际按揭比例也接近历史高点位置.....	18
图 34: 新加坡 2024 年组屋户数占比 77.4%.....	19
图 35: 2012 年后新加坡政府出台严格购房措施抑制房价上涨.....	20
图 36: 2019 年以来组屋转售市场价格快速上涨.....	20
图 37: 2017 年后新加坡私人住宅供应逐渐减少 (套).....	21
图 38: 2009 年以来英国房价呈上涨趋势.....	21
图 39: 2015-2021 年英国国家贷款利率维持低位.....	22
图 40: 2009 年以来英国政府杠杆率大幅提升.....	22
图 41: 2007-2008 年英国房屋成交量大幅下降 (套).....	23
图 42: 德国 2008 年后房价未受金融危机波及.....	23
图 43: 德国 2021 年住房自有率在发达国家中相对偏低.....	24
图 44: 德国主要城市 2018 年住房自有率低.....	24
图 45: 德国 2014-2021 年低房贷利率推动房价上涨.....	24
图 46: 德国 2008-2022 年新建住宅数量随房价而上升 (套).....	25
图 47: 2021-2024 年, 德国房屋价格指数最高跌幅达 14%.....	25
表 1: 发达国家/地区房价历史下跌周期大多在 3 年以上.....	5
表 2: 各个国家/地区中期房屋价格指数与人口增长率无明显相关关系.....	7
表 3: 多数国家及地区中长期内房屋价格指数与适龄购房人口整体无明显相关关系.....	8
表 4: 发达国家/地区房价下跌后通过各种措施企稳修复.....	8
表 5: 受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的企业.....	26

1、2022 年开始房价进入下行通道，止跌回稳仍需加力

从 70 城房价同比数据来看，新房和二手房价格增速走势趋于一致，均在 2022 年进入下跌通道，2024 年前三季度跌幅有扩大趋势，四季度以来在“止跌回稳”相关政策下，房价同比跌幅收窄。从周期来看，新房和二手房同比下跌区间分别为 41 和 43 个月。2025 年 8 月，70 城新房价格指数整体同比下降 3.0%，一、二、三线城市同比分别-0.9%、-2.4%、-3.7%；70 城二手房价格指数同比下降 5.5%，其中一、二、三线城市同比分别-3.5%、-5.2%、-6.0%。从数据端看，一线城市房价下跌时间较晚，收窄幅度更大，有望率先企稳修复。

图1：8 月 70 城新房价格指数同比下降 3.0%

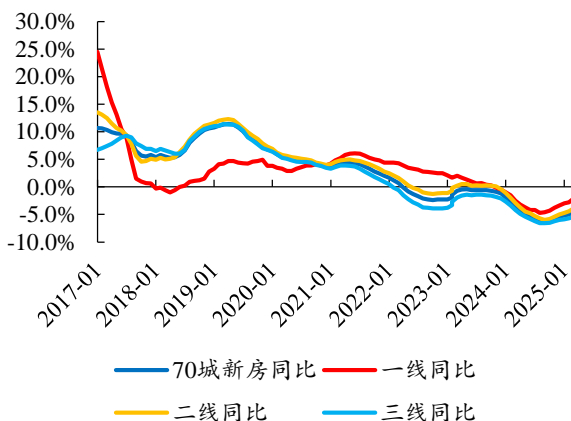
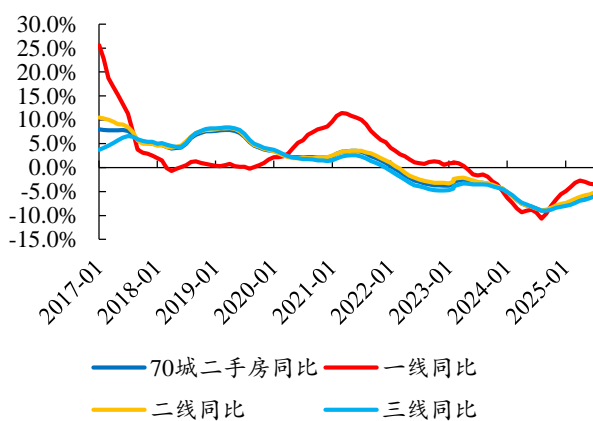


图2：8 月 70 城二手房价格指数同比下降 5.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们设置 2011 年 1 月的房价指数为定基 100，根据月度环比涨跌数据计算每个月的房价指数，可以发现：2025 年 8 月一、二、三四线新房价格指数分别降至 2021 年 4 月、2019 年 9 月、2018 年 12 月水平；一线城市二手房价格指数降至 2020 年初水平，二线和三四线均降至 2017 年初水平。

图3：8 月 70 城新房价格指数跌至 2019 年初水平

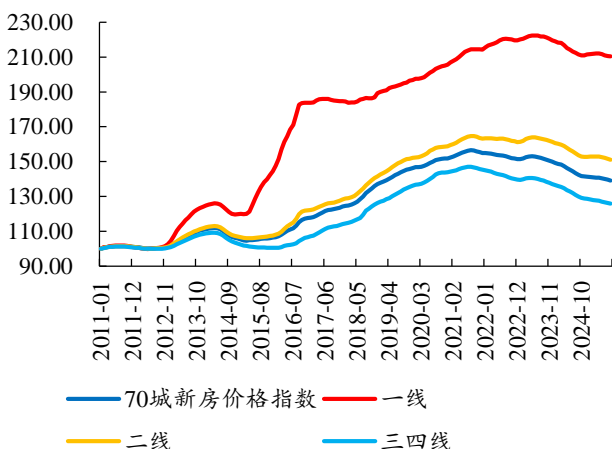
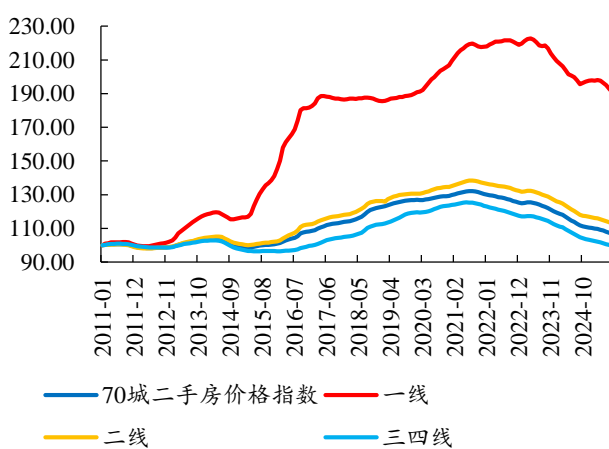


图4：8 月 70 城二手房价格指数跌至 2016 年中旬水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

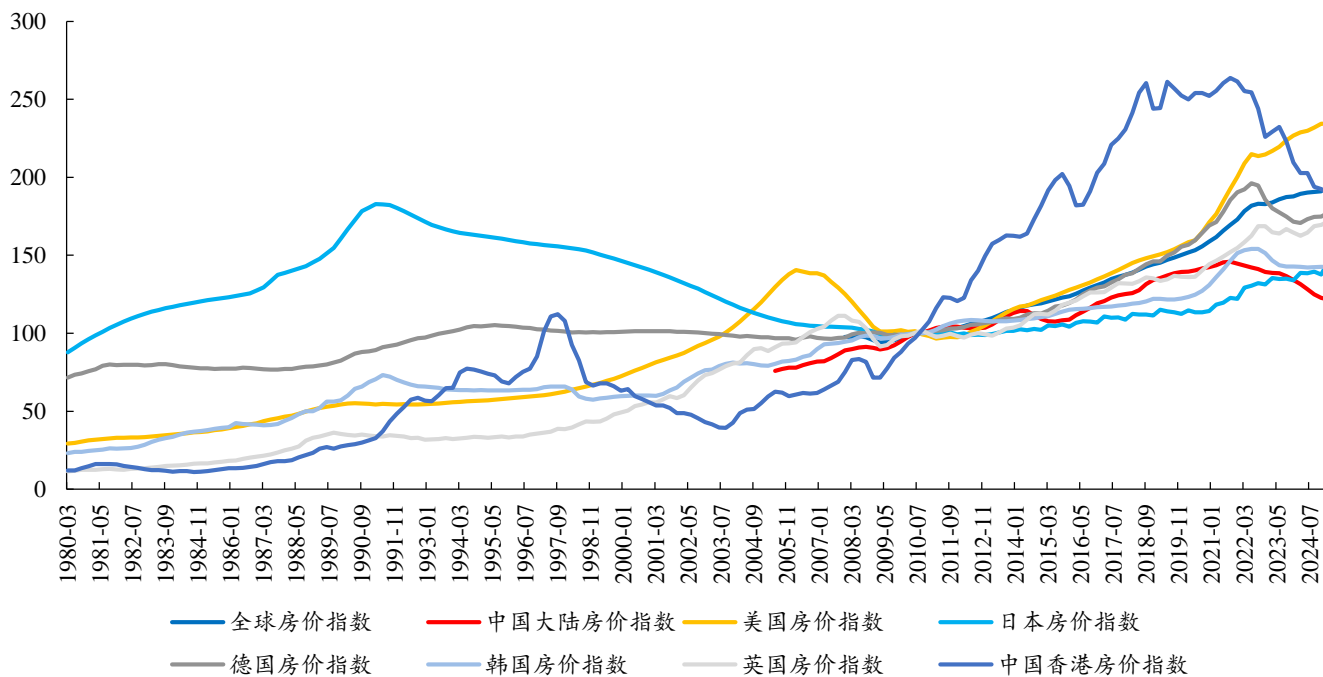
对比发达国家/地区房价历史周期，房价历史下跌周期大多在3年以上。日本自1990年以来，房价整体下跌超18年；美国自次贷危机后，房价下跌5.5年。

表1：发达国家/地区房价历史下跌周期大多在3年以上

国家	下跌时段	下跌幅度	回升时段	回升幅度
美国	2006Q1-2011Q4	-31%	2012Q1 至今	138%
日本	1991Q1-2009Q2	-47%	2012Q4 至今	48%
韩国	1991Q2-1998Q4	-21%	1999Q1-2022Q3	164%
新加坡	2013Q3-2017Q2	-12%	2020Q1 至今	39%
德国	2000Q3-2006Q1	-6%	2010Q1-2022Q2	99%
英国	2007Q4-2009Q2	-17%	2013Q2 至今	74%
中国香港	1997Q3-2003Q3	-65%	2003Q4-2019Q2	513%

数据来源：Wind、开源证券研究所（房价数据区间 1970Q1-2025Q1）

图5：发达国家/地区过往房价历史下跌周期大多在3年以上



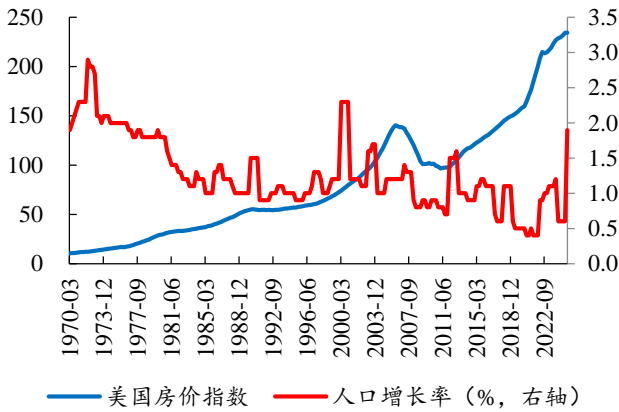
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限

长期以来，市场普遍认为购房人口对房价的支撑作用不足，影响止跌回稳的进程。我们认为，房屋的价格由货币政策、供需关系、经济预期、人口走势多方面因素共振影响，而非人口数据单个因素决定，房屋价格的边际变化情况受人口影响相对有限。

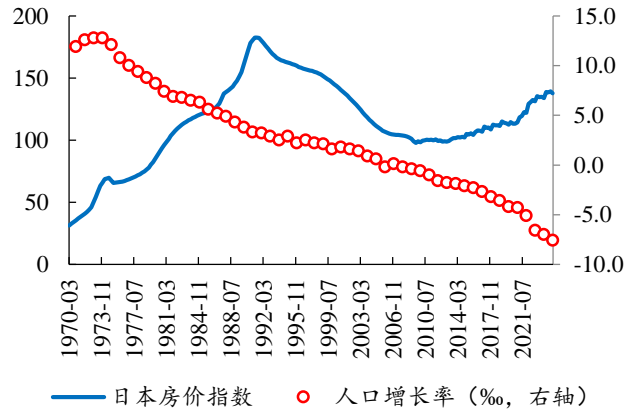
我们选取了美国、韩国、日本、法国、中国香港、德国、英国、意大利作为研究样本，进行回归分析。通过房价指数和人口增长率在一定时期内的变化，判断人口变化对房产价格的影响。

图6：美国 1980 年以来人口增长率维持在 1%左右



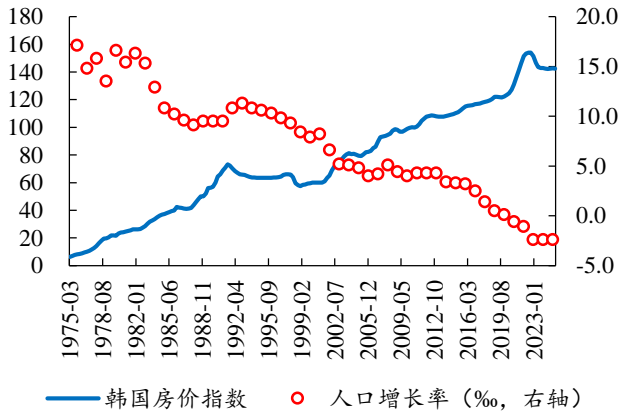
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：日本 2007 年开始人口进入负增长



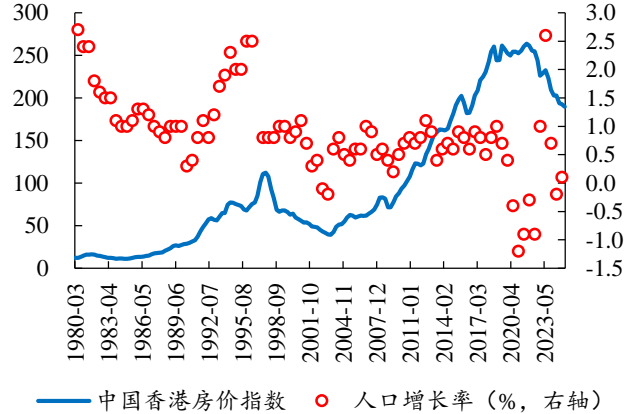
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：韩国 2020 年开始人口进入负增长



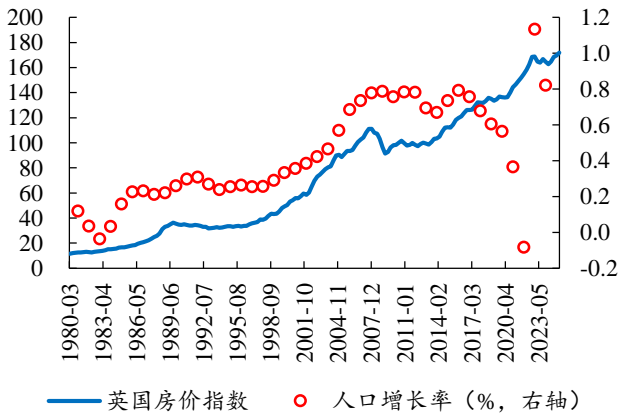
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：中国香港人口增长率和人才引入政策相关度较高



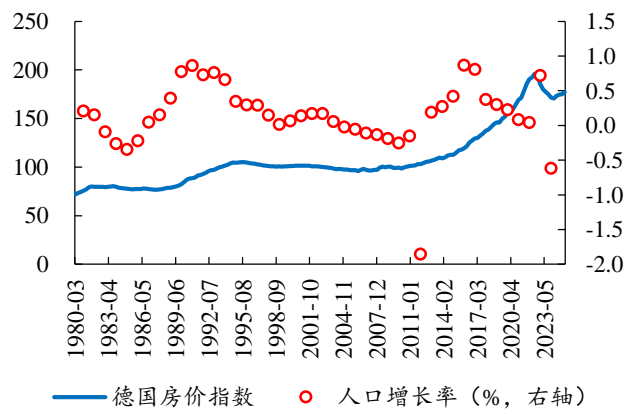
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：英国 21 世纪人口总体保持增长趋势

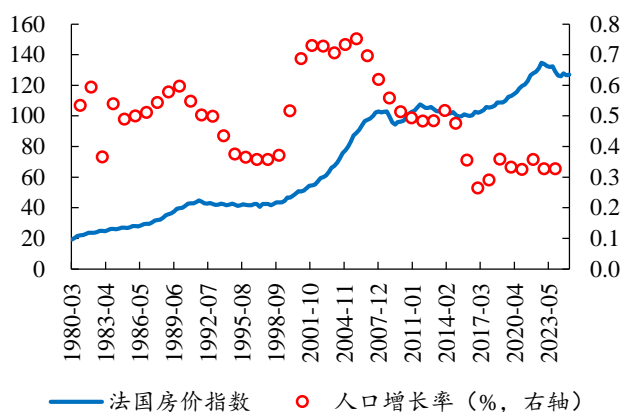


数据来源：Wind、开源证券研究所

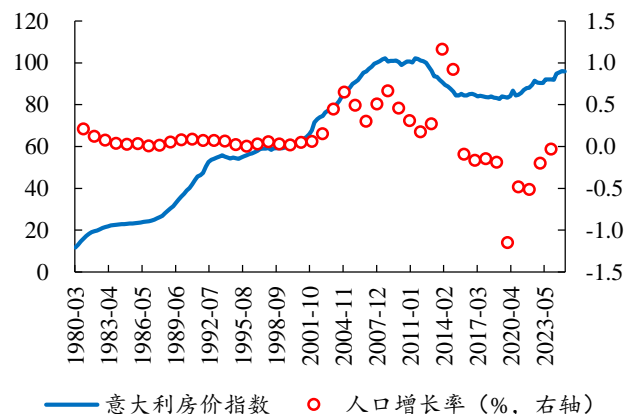
图11：德国人口 2018 年以来人口缓慢增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：法国人口 2014 年以来人口缓慢增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：意大利 2015 年开始人口进入负增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

通过我们对各个国家/地区房屋价格指数与人口增长率、人口数量的关系的研究分析看，我们发现：房屋价格指数在中期与人口增长率、人口数量无明显正相关关系，而是与适龄购房人口呈现一定相关性，整体对房价的影响有限。

我们认为，人口增长需转化为有效购房需求，才能对房价产生影响，而这一转化过程依赖经济发展与居民收入的增长，因此各国房价与人口增长率常呈脱节状态。德国在两德统一后人口短期增长，但经济停滞、居民收入下降，房价长期低迷，2010年后经济复苏，即便人口增长率偏低，房价仍随收入增长而上涨；法国部分核心城市如巴黎，虽人口增长平缓，但经济稳定、居民收入增长与海外资本流入，推动房价稳中有涨；美国得克萨斯州人口增长快，但土地供应充足、建房成本低，房价涨幅远低于人口增长缓慢但土地稀缺的加州，房价差异本质上源于不同地区有效需求的差异，而非人口增长率单独决定。

从各个国家/地区房屋价格指数与人口增长率的拟合结果来看，大多数国家/地区调整后的 R^2 小于 0.5（仅韩国调整后的 R^2 接近 1，但却是负相关），整体看 P 值大于 0.05，房屋价格指数与人口增长率无明显相关关系，人口增长率难以解释房屋价格的变化。

表2：各个国家/地区中期房屋价格指数与人口增长率无明显相关关系

国家/地区	R^2	调整后的 R^2	回归系数
美国	0.365	0.362	-68.921
日本	0.007	-0.014	-0.524
韩国	0.927	0.926	-7.011
中国香港	0.186	0.177	-47.817
德国	0.005	-0.019	4.347
英国	0.560	0.549	126.089
法国	0.069	0.047	-69.459
意大利	0.032	0.009	13.486

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为，适龄购房人口虽然对房价会产生一定影响，而货币政策、供需关系、经济预期的影响远超适龄购房人口的影响。以美国为例，尽管不同时期适龄购房人口数量有变化，但房价指数受宏观经济周期、货币政策以及金融政策影响显著，在2008年金融危机前后，房价指数大幅波动，与适龄购房人口并无紧密关联；韩国在过去几十年间，政府为调控房地产市场出台诸多政策，像“再建设超过利益回收制”“售价上限制”等，虽旨在抑制投机炒房客，却在一定程度上引发民众对房屋供给不足的担忧，刺激投资热情，使房价走势偏离适龄购房人口变化轨迹，因此劳动人口减少，首尔房价仍连年上涨。从房屋价格指数与适龄购房人口相关性拟合结果来看，所有国家调整后的R²都小于0.75，整体看P值大于0.05，大多数国家/地区房屋价格指数与适龄购房人口相关性并不显著。

表3：多数国家及地区中长期内房屋价格指数与适龄购房人口整体无明显相关关系

国家/地区	R ²	调整后的 R ²	回归系数
美国	0.702	0.689	6.829
日本	0.042	0.015	0.212
韩国	0.270	0.238	-2.026
中国香港	0.575	0.556	-6.226
德国	0.014	-0.009	0.115
英国	0.792	0.723	3.802
法国	0.749	0.741	-4.133
意大利	0.027	0.005	0.362

数据来源：Wind、开源证券研究所（英国观测值为2015-2019年5组，其余国家/地区均超20组）

3、海外经验：需宽松财政和货币政策协同发力

对比中国大陆和7个国家/地区房价指数，可以发现上世纪80年代以来，发达国家房价也存在波动，且价格回撤幅度高于国内本轮房价降幅，但最后均能修复企稳。自2008年金融危机后，2011年以来发达国家房价指数平稳上涨，自2022年3月美联储首次加息后，房价指数均有下跌趋势。

表4：发达国家/地区房价下跌后通过各种措施企稳修复

国家/地区	下跌区间	下跌幅度	下跌原因	回升区间	回升幅度	回升原因	借鉴意义
美国	2006Q1-2011Q4	-31%	连续加息刺穿地产泡沫：市场高度证券化使美国住房金融体系杠杆增高，2005-2007年美联储持续加息，刺破房地产泡沫导致贷款断供、房价下跌	2012Q1至今	138%	超大规模量化宽松和财政救济，将居民与非金融企业部门杠杆通过各种复杂的新工具转移为政府杠杆，具体包括大幅降低基准利率，美联储购买各类债券注入流动性，加大财政支出	财政和货币政策双管齐下，借鉴意义较强
日本	1991Q1-2009Q2	-47%	连续加息刺穿地产泡沫：1989年开始提高贷款利率，连续五次加息，导致企业资金环境迅速恶化，房地产泡沫破碎	2012Q4至今	48%	推动货币宽松、财政宽松和产业经济支持的三支箭政策，央行报表中持有政府的债权大增，长期贷款利率长期处于1%左右	财政、货币、产业政策多管齐下，借鉴意义较强
韩国	1991Q2-1998Q4	-21%	供需关系改善：汉城奥运会之后城市化进程放缓，人口增长速度减缓，	1999Q1-2022Q3	164%	(1) 1998年金融危机后，政府给楼市松绑扶持房地产，基准利率从2002	降息政策的正向引导

国家/地区	下跌区间	下跌幅度	下跌原因	回升区间	回升幅度	回升原因	借鉴意义
			高层公寓的大量供应，住房短缺问题得到缓解，供需关系改善，房价趋于平稳并逐渐下降。			年的5%降至2006年2%。 (2) 2009年后跟随美国实行量化宽松政策,2012年后基准利率再度下行。核心逻辑在于首都圈住房脱离居住属性，宽松融资环境下成为投资客低风险避险工具。	
	2021Q4-2025Q1	-16%	连续加息：韩国基准利率跟随美联储加息，从0.5%上涨至3.5%				
中国香港	1997Q3-2003Q3	-65%	亚洲金融危机冲击：国际资本大量流出中国香港，股市大幅下跌，银行收紧信贷，市场利率随美元上升。 供应增加：政府提出“八万五”住房供应计划，短期内大幅增加土地供应。	2003Q4-2019Q2	513%	供应端：1998年6月停止卖地九个月，2002年政府暂停“八万五”建屋计划，减少住宅供应，导致土地和房屋供应严重短缺。 需求端：推出降低首付、延长还款期限、提供低息贷款等政策，降低购房门槛。 经济联动：2003年签署《更紧密经贸关系安排》，内地资金涌入中国香港楼市，推动房价回升。 外部环境：量化宽松政策下全球出现超低息金融环境，市场资金充裕，大量热钱涌入中国香港房地产市场。	供需关系对于市场的促进
	2021Q3-2025Q1	-28%	利率上升：2022年跟随美联储进入加息周期，从2021年的约2%大幅升至2023年的5%-6%，购房成本显著增加。 经济关联：中国香港经济高度依赖内地，内地经济增长放缓，间接影响中国香港居民购房信心。				
新加坡	2013Q3-2017Q2	-12%	政府为防止房价快速上涨，抑制投资需求，采取了一系列严格的限制措施，包括额外买家印花税、卖方印花税、贷款收紧等	2020Q1至今	39%	前期积压需求集中释放、组屋转售市场价格上涨、低利率环境、供应减少	调节供应库存，政策组合发力，强化预期引导
英国	2007Q4-2009Q2	-17%	由全球金融危机引发的信贷紧缩、经济衰退与失业上升冲击购房需求，加之前期房价高估导致泡沫破裂，市场低迷	2013Q2至今	74%	低利率与量化宽松释放流动性、政府购房激励政策扶持，以及供需矛盾和国际资金流入共同推动市场修复与扩张。	持续的货币宽松和财政激励
德国	2000Q3-2006Q1	-6%	高利率重创购房需求，叠加经济疲软、成本上涨与市场信心下降，共同引发房市全面降温。	2010Q1-2022Q2	99%	利率见顶、通胀缓解、住房供给短缺与政策托底共同激发市场信心。	稳定的政策预期、合理的利率环境

资料来源：国务院公报、北方网等、开源证券研究所

3.1、美国：次贷危机后房价复苏，依靠大规模量化宽松和财政救济

美联储在 21 世纪初期采取了扩张性货币政策，资金主要流入了房地产市场，同时金融机构的过度参与进一步加快房地产泡沫，市场高度证券化使美国住房金融体系杠杆增高。2005-2007 年美联储持续加息，联邦基准利率由 2004 年的 1% 提高至 5.25%，刺破房地产泡沫导致贷款断供、房价下跌。2011 Q4 房价指数较 2006 Q1 下降了 30.6%，之后得到了较快修复。在美联储宽松的货币政策和信用托底作用下，美国房价在 2017 年回到了次贷危机前的水平，之后在新冠影响下美联储再度降息，房价在 2022 年 Q3 再创新高。

图14：美国新房销量 2011-2020 年持续增长

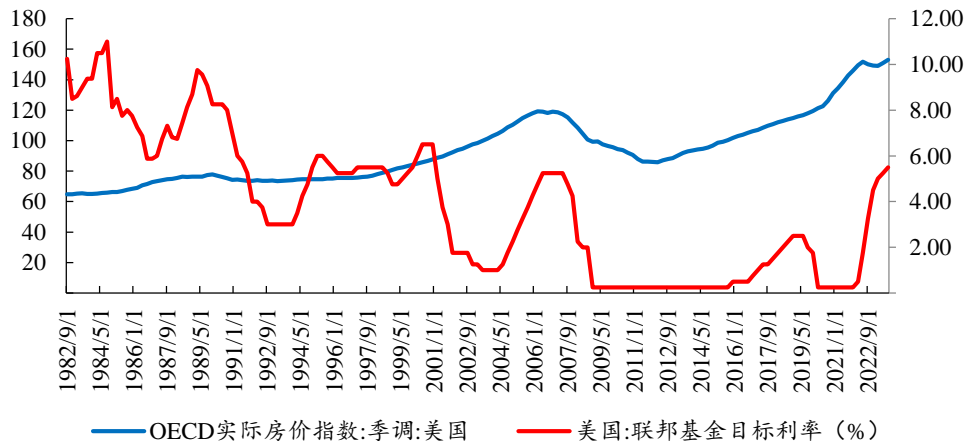


数据来源：Wind、开源证券研究所

美国房地产市场走出次贷危机的影响主要依赖于超大规模量化宽松和财政救济，本质上是将居民与非金融企业部门杠杆通过各种复杂的新型工具转移为政府杠杆。

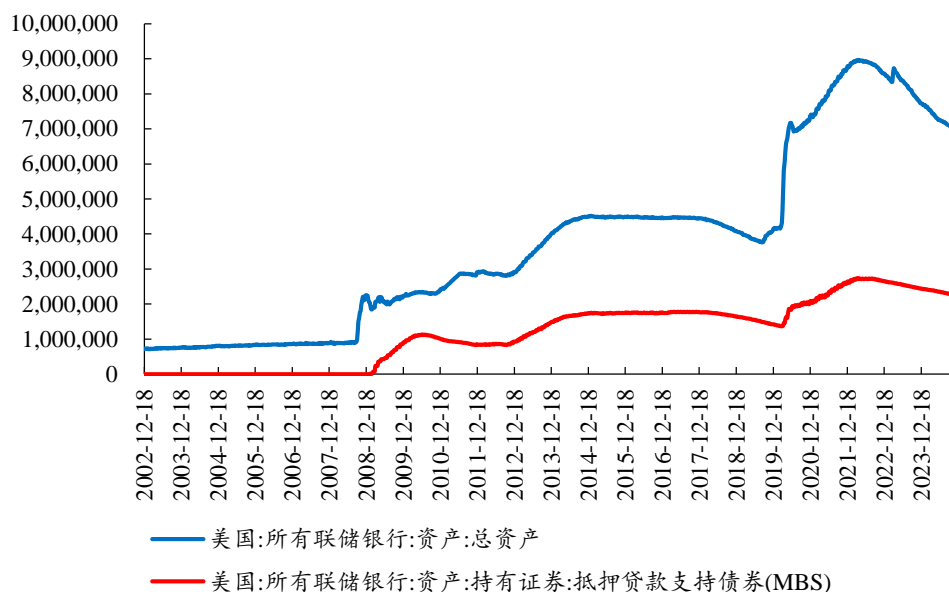
(1) 大幅降低基准利率（从 2007 年 Q2 的 5.25% 降至 2008 年 Q4 的 0.25%，并维持了近 7 年），加大公开市场投放力度，降低再贴现利率等政策手段。(2) 美联储直接购买国债、企业债和 MBS 等证券，越过商业银行，直接注入大量流动性。(3) 加大财政支出，采取了注资金融机构、扩大公共支出、减少税收等财政刺激手段。

图15：美国利率下降有利于房价企稳修复



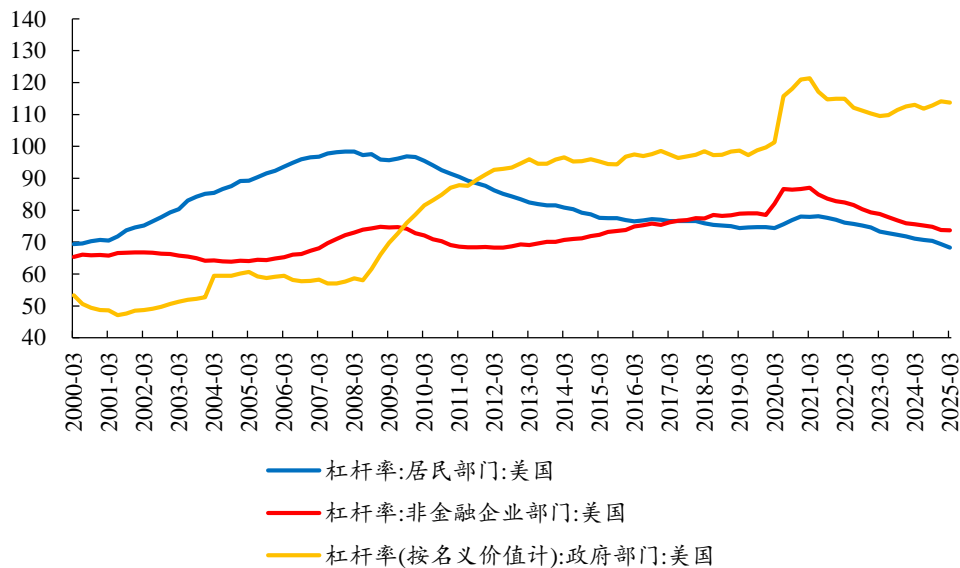
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16: 美联储在次贷危机后大幅扩表, 购买 MBS (百万美元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 美国政府部门杠杆率自次贷危机后大幅增长 (%)



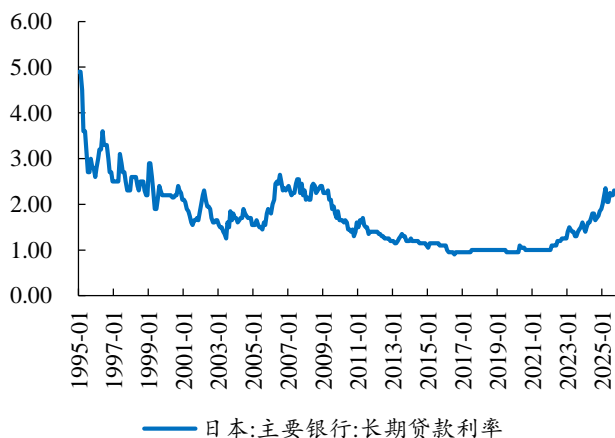
数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、日本: 房地产泡沫破碎后, 房价下跌十余年才得以修复

1985年广场协议后日元汇率大幅升值, 日本政府通过宽松流动性政策连续降息来对冲日元升值, 但宽松的信贷环境也导致了房地产市场泡沫, 土地价格和房屋价格快速上涨。在这种情况下, 日本政府采取紧缩的货币政策, 自1989年开始提高贷款利率, 连续五次加息, 导致企业资金环境迅速恶化, 房地产泡沫破碎。1990年地

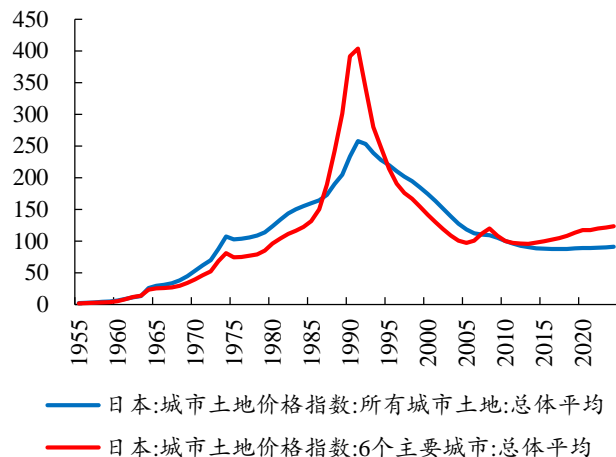
产泡沫破碎后，日本土地价格指数和实际房价指数连续下跌十余年。而日本房价整体企稳重回温和复苏周期，是2012年之后的事情，核心的修复逻辑是首相安倍推动货币宽松、财政宽松和产业经济支持的三支箭政策，特别是推动日本走“财政货币协同”道路，一定程度上加速了日本房价触底反弹。

图18: 日本长期贷款利率长期处于1%左右 (%)



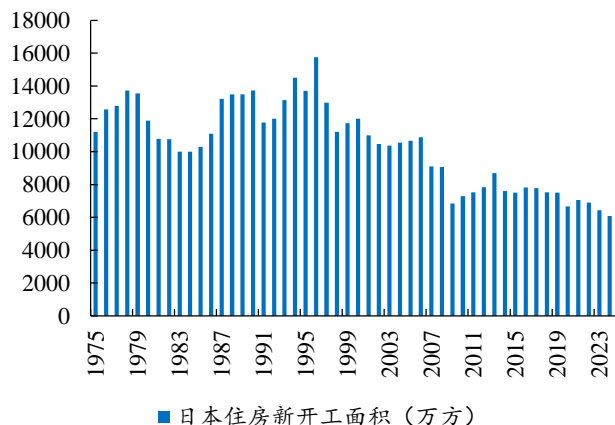
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 日本土地价格指数自1991年来呈下降趋势



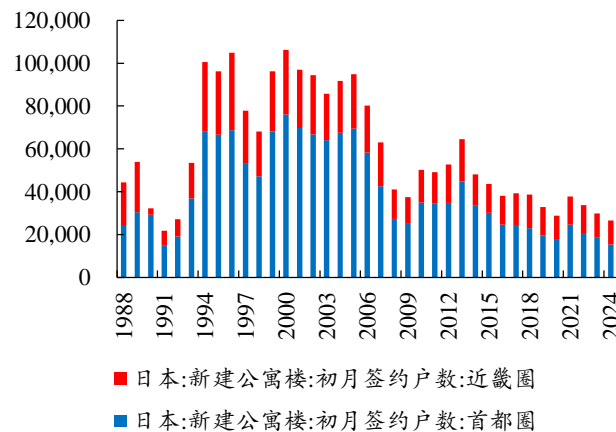
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 日本住房新开工面积自90年代以来呈下跌趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

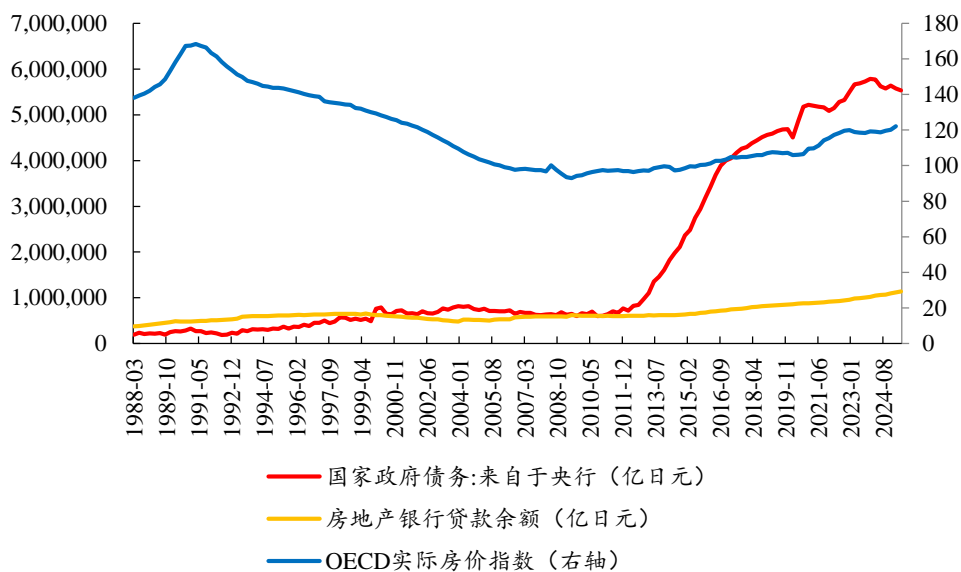
图21: 日本公寓签约户数自90年代以来呈下跌趋势 (户)



数据来源: Wind、开源证券研究所

2012年后日本财政货币协同，央行报表中持有政府的债权大增，银行信贷也得到了宽货币的支持，房价在更高的财政赤字和信贷投放下开始修复，居民的市场预期得到了改善。特别是近两年在经济改善的背景下，日本房价上涨趋势也明显。

图22：2012 年来日本房价在宽松货币政策支持下平稳回升

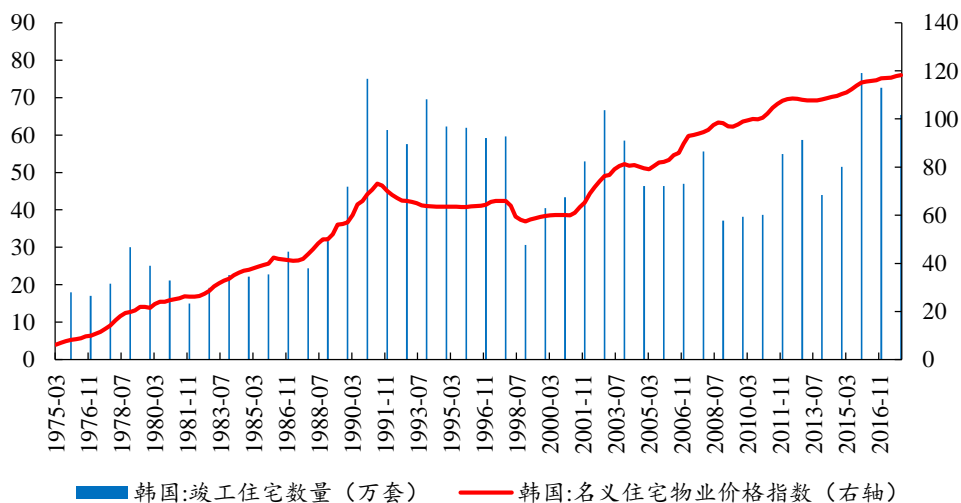


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、韩国：高居民杠杆率及低息环境推动房价走高

韩国1980年以来有两次较为明显的房价下跌区间，第一次是1991年至1998年，韩国自70年代开始制造业升级后，人口增长速度和城市化进程加快，叠加土地私有程度高，住宅供应严重不足，房价一路走高。1988年汉城奥运会之后，城市化进程放缓，人口增速也趋缓，同时政府颁布法令，允许政府可征用私人土地建房，住房供应大幅提升，住房短缺问题得到缓解，供需关系改善，1991年开始房价趋于平稳并逐渐下降。

图23：韩国住宅供应提升后房价回调

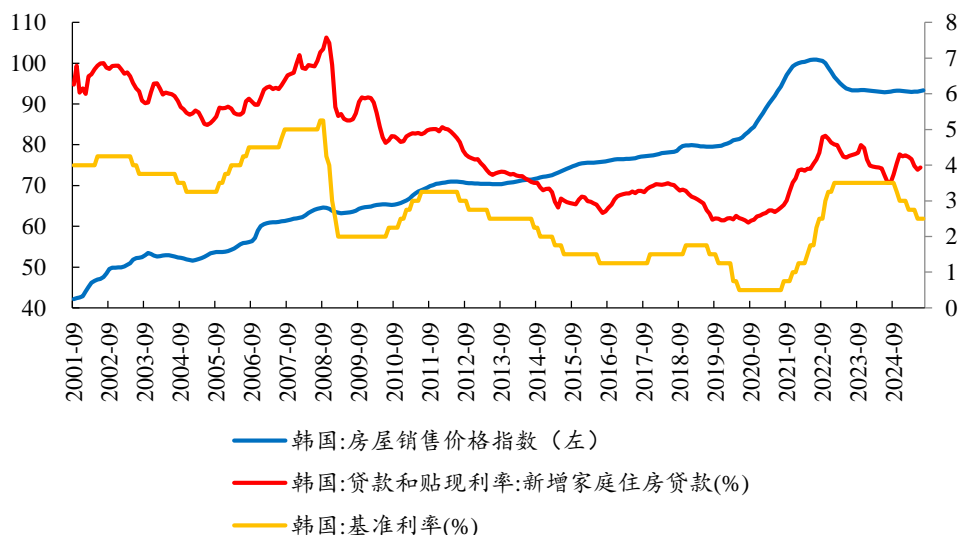


数据来源：Wind、开源证券研究所

1997年亚洲金融危机爆发，经济整体陷入衰退，韩国房价一年内下跌13%，但

之后政府实行宽松地产政策，房价自 2001 年开始明显回升，至 2022 年高点。提振房价的措施包括：(1) 1998 年金融危机后，政府给楼市松绑扶持房地产，基准利率从 2002 年的 4.25% 降至 2005 年 3.25%。(2) 2008 年全球金融危机后，韩国跟随美国实行量化宽松政策，半年内基准利率从 5.25% 降至 2%，并在 2016 年再度降至 1.25%，在 2020 年降至 0.5%，2009-2021 年基准利率均不超 3.25%，新增房贷利率也从 2008 年 7.42% 降至 2020 年最低的 2.39%，低息环境造就了韩国房价持续 12 年的上涨。

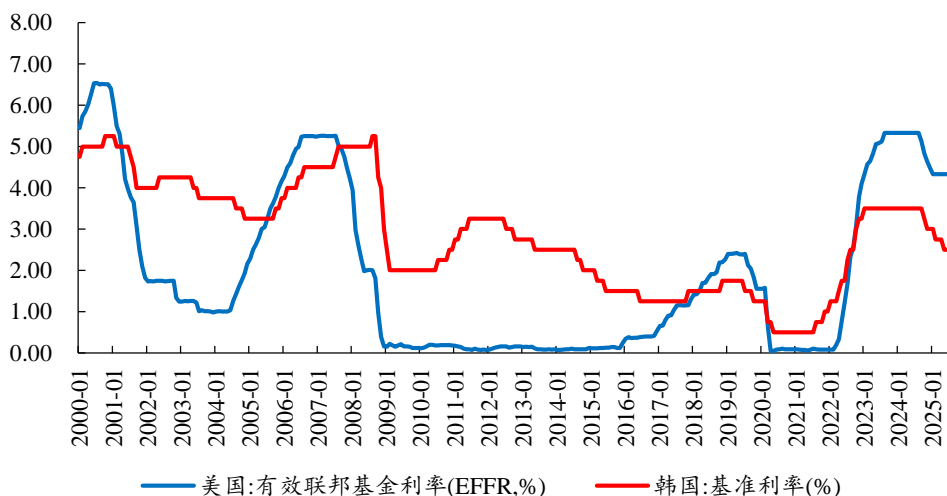
图24：低息环境造就了韩国房价持续 12 年的上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

从 2022 年开始，美联储为了抑制通货膨胀，持续加息，韩国基准利率跟随快速提升，自 2021 年 0.5% 提升至 2023 年 3.5%，购房成本增加，同时低息贷款维持的全租房模式难以持续，房价进入下跌通道。

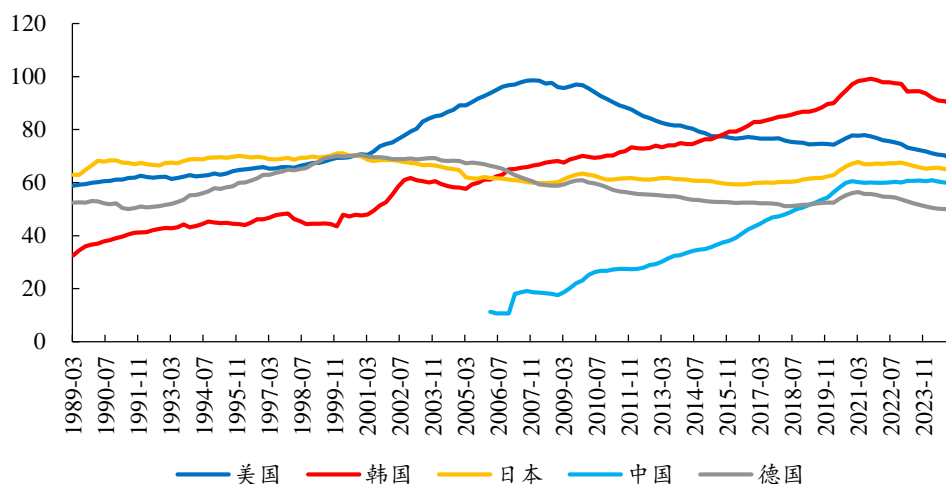
图25：韩国基准利率和美联储 EFR 相关程度较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

韩国 2001 年以来房价的持续上涨，主要原因还是政府为刺激经济，通过降息、放宽信贷等政策鼓励居民加杠杆，短期来看推动了经济增长，但长期来看导致居民债务持续累积。在房价上涨正循环叠加低利率的环境下，更多居民通过加大杠杆购置房产，租客的高额押金抵扣房租也进一步放大杠杆效应。对比全球主流国家，居民杠杆率维持在 70% 左右水平，韩国 2022 年峰值接近 100%，而居民杠杆率高一定程度上容易引发信贷危机，例如 2008 年美国次贷危机。

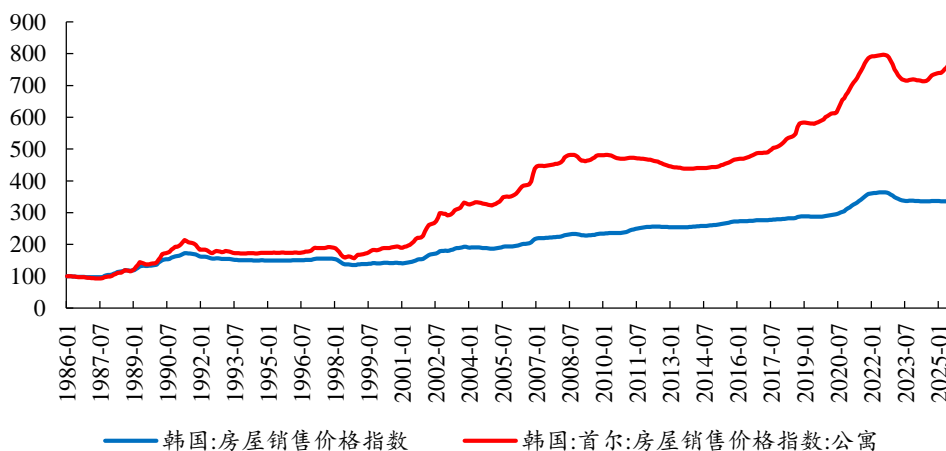
图26：2016 年以来韩国居民杠杆率高于主流国家水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

由于经济发展重心集中在首都首尔都市圈，在核心区域的稀缺性及人口集中效应推动下，韩国区域房价分化也较显著。90 年代以来，首尔房屋价格指数涨幅远超韩国平均水平，2024 年 6 月以来逆势上涨，已经接近历史高位，即使在整体下行环境下，核心区域的核心资产价值依旧稳定。

图27：首尔房屋价格指数涨幅远超韩国平均水平

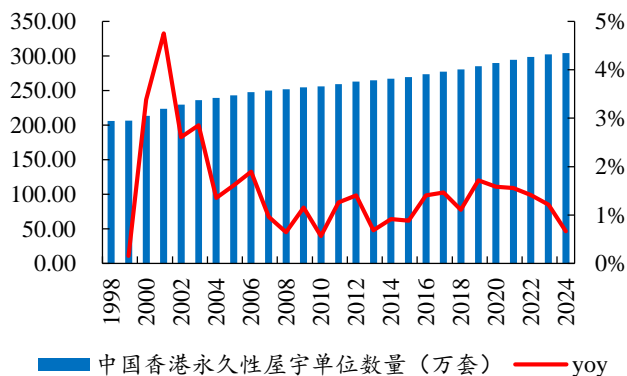


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、中国香港：宽松购房政策、低息环境、供需关系的共同作用

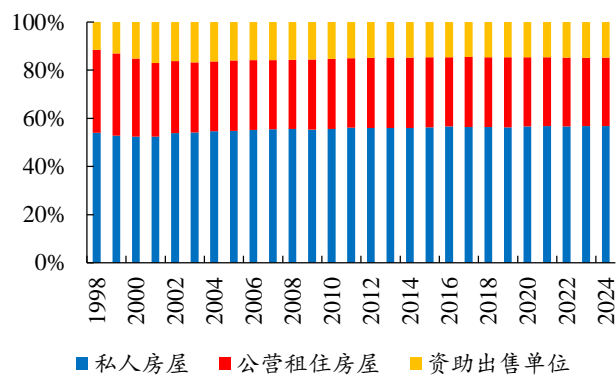
中国香港住宅可以分为三类：私人楼宇、公营租住房屋（简称“公屋”）和资助出售房屋（简称“居屋”），后两者类似中国内地配租型和配售型保障房。截至 2024 年末，中国香港楼宇达 304 万套，2004 年以来基本保持 1% 左右年涨幅。分结构看，私人房屋、公屋和居屋套数占比分别为 57%、28%、15%。

图28：中国香港永久性屋宇数量保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：中国香港永久性屋宇中各类型房屋占比保持稳定

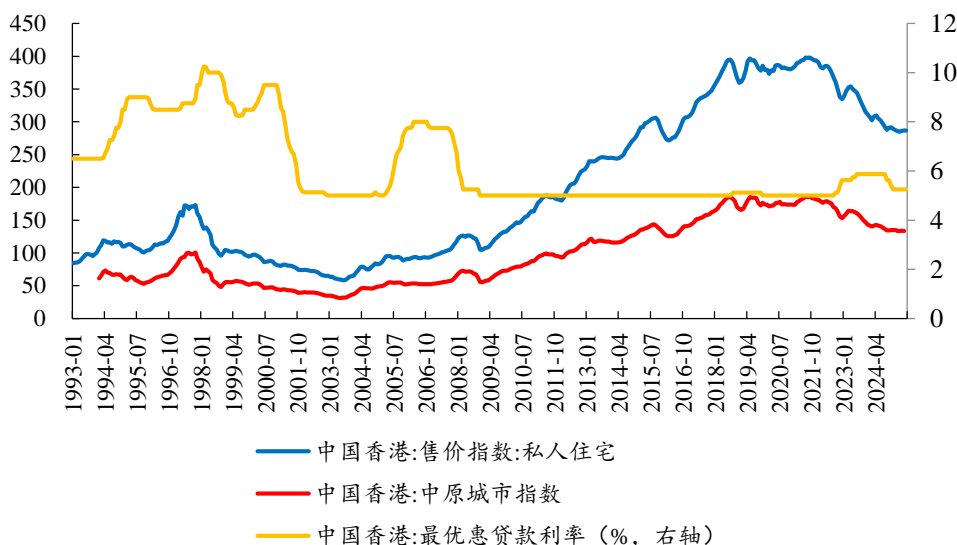


数据来源：Wind、开源证券研究所

中国香港房价也经历了两次明显下行期，第一次是受亚洲金融危机冲击下降，第二次是 2021 年以来受内地市场波及导致的下跌。

1997 年亚洲金融危机后，国际资本大量流出中国香港，股市受波及大幅下跌，银行信贷收紧，市场利率伴随美元上升。政府为应对住房供应不足与房价快速上涨，1997 年提出“八万五计划”，每年新建公营和私营房屋单位不少于 8.5 万套，从供给端抑制房价上涨。两个因素叠加，1997Q3-2003Q3，中国香港住宅价格指数下跌 65%。

图30：1997Q3-2003Q3，中国香港住宅价格指数下跌了 65%



数据来源：Wind、开源证券研究所

中国香港 1998 年后房价修复依赖了多方面的举措：

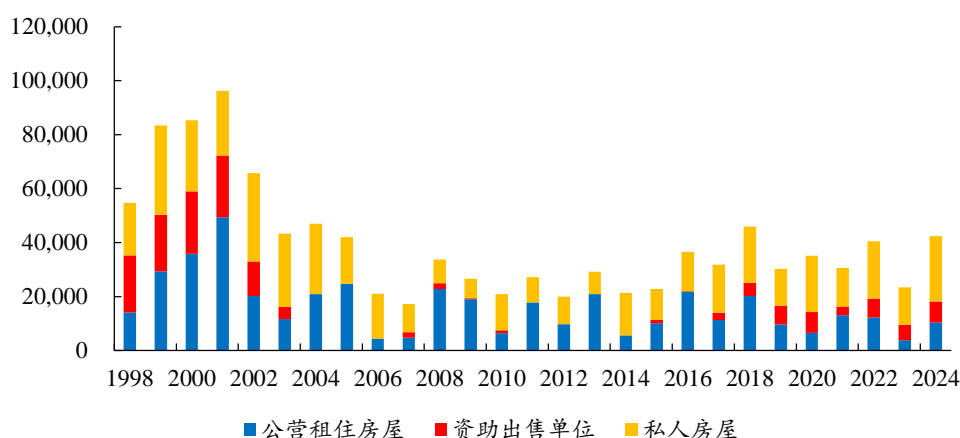
(1) 供应端：1998 年 6 月停止卖地九个月，2002 年政府暂停“八万五”建屋计划，减少住宅供应，政策执行长达十年，导致土地和房屋供应短缺。

(2) 需求端：推出降低首付、延长还款期限、提供低息贷款等政策，降低购房门槛，最优惠贷款利率从 2000 年 9.5% 降至 2003 年 5%。

(3) 经济联动：2003 年签署《更紧密经贸关系安排》，内地居民赴港自由行政策实施后，内地资金涌入中国香港楼市，推动房价回升。

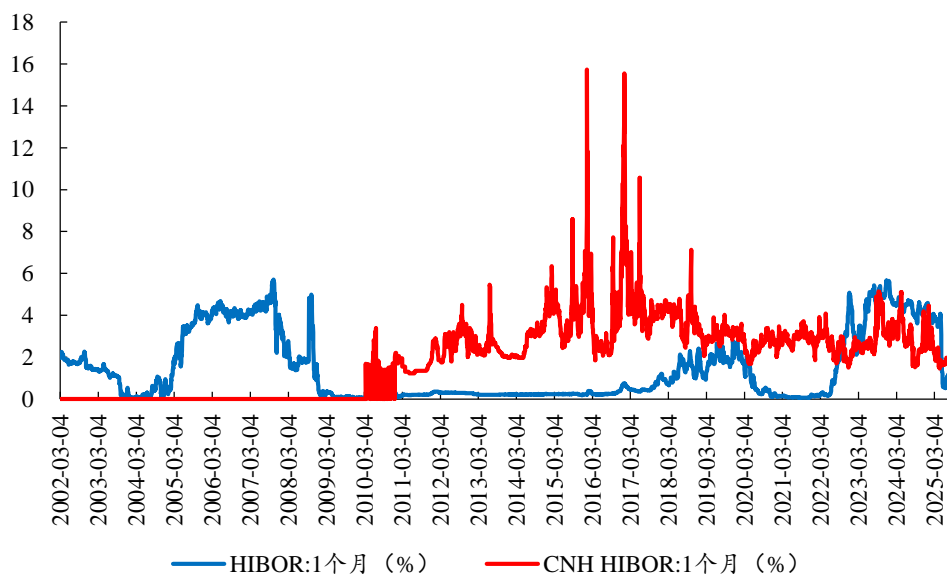
(4) 外部环境：量化宽松政策下全球出现超低息金融环境，市场资金充裕，大量热钱涌入中国香港房地产市场。

图31：2001 年后中国香港新建居住单位数量明显下降（个）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2008 年后中国香港 HIBOR 维持了近 9 年低息状态

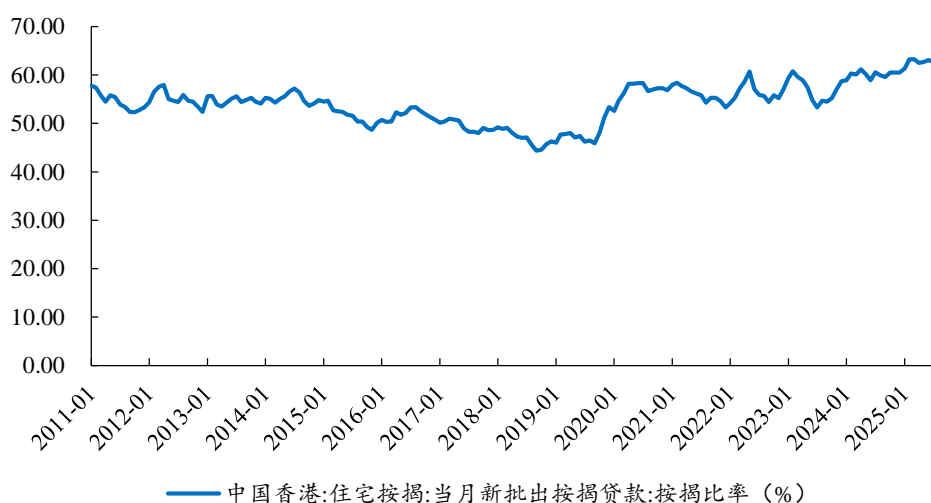


数据来源：Wind、开源证券研究所

2021年以来，中国香港跟随美联储进入加息周期，HIBOR从2021年的约2%大幅升至2023年超过5%，购房成本显著增加。同时中国香港经济高度依赖内地，内地经济增长放缓，间接影响中国香港居民购房信心。

本次下跌周期中国香港应对措施包括“撤辣”和降利率两个方面来刺激。2024年2月撤辣后，中国香港购房的印花税全面减少，非中国香港永居本地买家印花税从30%降至4.25%，2025年2月进一步将400万港元以下住宅印花税降至100港元，但2023-2024年HIBOR较高，2025Q2以来HIBOR大幅降低，实际按揭利率降至1.8%-2%，为近十年最低水平，同时实际按揭比例也接近历史高点位置，中国香港房地产市场有望实现企稳回暖。

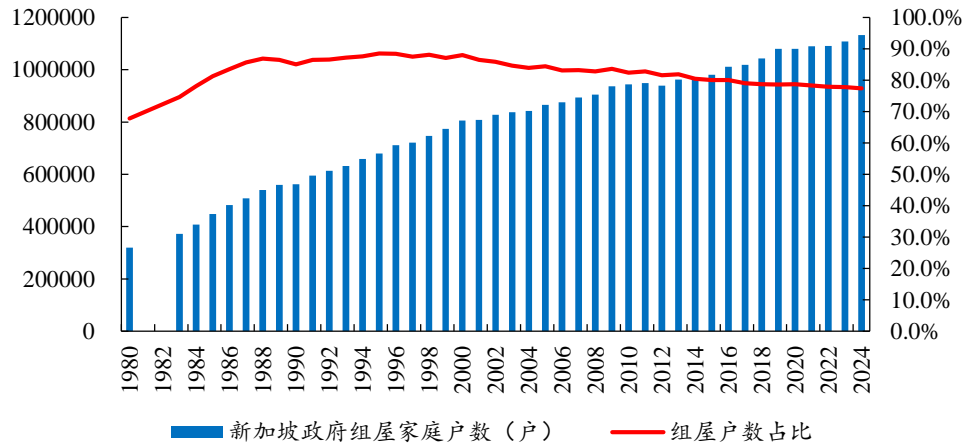
图33：2025年来中国香港实际按揭比例也接近历史高点位置



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5、新加坡：组屋转售市场带来的财富效应推动房价上涨

新加坡的住房制度以政府主导的组屋（HDB）为核心，覆盖约80%的居民，同时保留市场化的私人住宅体系。组屋由建屋发展局统一规划、建设和分配，通过低价配售、公积金贷款和分级补贴保障公民基本居住权，同时通过转售限制、租赁管控等措施抑制投机。新加坡的房屋自有率极高，截至2024年末为90.8%，组屋家庭户数占比77.4%，绝大多数居民居住在公共组屋内。新加坡的组屋建设、运营和管理在财务上得到住房公积金制度的支持，确保了资金的稳定性和可持续性。

图34：新加坡 2024 年组屋户数占比 77.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

1996 年政府为遏制投机推出卖方印花税 (SSD)、限制房贷杠杆至 80% 并增加土地供应, 叠加 1997 年亚洲金融危机, 导致 1996Q2-1998Q4 年房价指数累计下跌 45%。1999Q1-2001Q2, 新加坡经济复苏带动需求回升, 政府暂停土地供应缓解过剩压力, 房地产金融创新激活资本流动, 政策转向释放复苏信号, 回升虽受 2001 年互联网泡沫破裂影响而短暂放缓, 但已奠定此后市场企稳的基础。

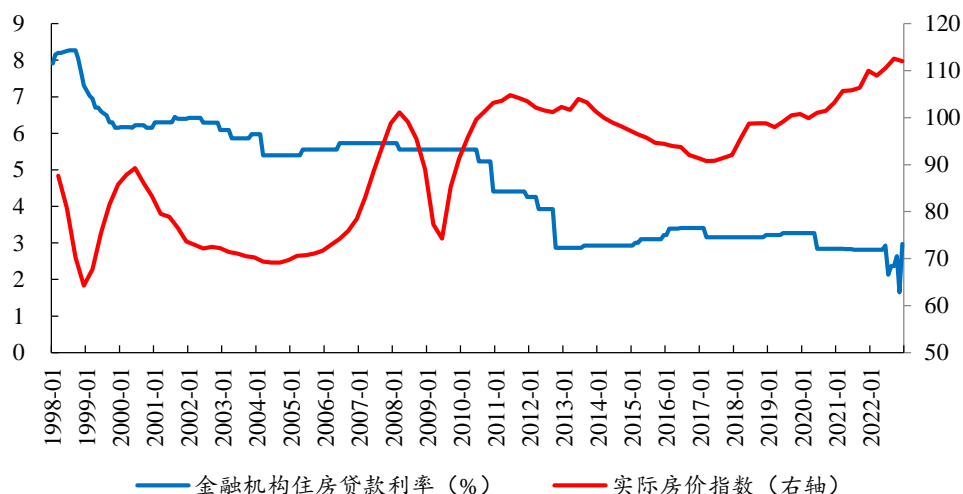
2008 年金融危机后, 新加坡房价短暂下跌, 然后在全球宽松货币环境中迅速回升, 政府为防止房价快速上涨, 抑制投资需求, 采取了一系列严格的限制措施:

(1) 额外买家印花税 (ABSD): 2011 年开始外国买家和非个人实体购买住宅房产需支付 10% ABSD, 新加坡永久居民购买第二套及以上的房产需支付 3% ABSD, 新加坡公民购买第三套及以上需支付 3% ABSD, 此后在 2013 年和 2018 年数次上调额外买家税, 2018 年后外国买家购买住宅房产需支付 20% ABSD。

(2) 卖方印花税 (SSD): 在购买后规定年限内出售房产, 卖家需要支付高额的印花税, 持有年限越短税率越高。增加了短线投机的成本和风险, 使得“炒房”变得无利可图, 有效剔除了市场中的投机泡沫。

(3) 贷款收紧: 金融管理局将房屋贷款的最高贷款与估值比率 (LTV) 逐步下调。金融机构在批准房产贷款时, 必须确保借款人的所有每月债务偿还总额不超过其月收入的 60%。

图35：2012年后新加坡政府出台严格购房措施抑制房价上涨



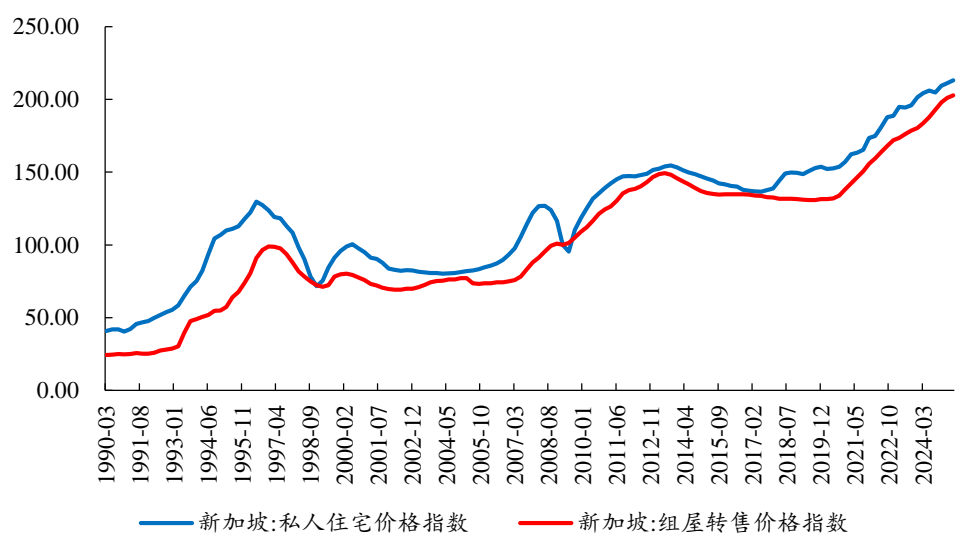
数据来源：Wind、开源证券研究所

2012-2017年降温措施压抑了大量真实的自住和改善型需求,2017年以来新加坡房价上涨的核心引擎是本地强大的“组屋升级需求”,其背后的燃料则是组屋转售市场的繁荣所带来的财富效应,我们认为新加坡2017年以来房价上涨推动因素包括:

(1) 需求集中释放: 刚性购房需求持续存在, 组屋屋主在满足最低居住年限后希望出售组屋, 升级到私人公寓以改善居住环境, 刚需和改善需求均在被压制后陆续释放。

(2) 组屋转售市场价格上涨: 组屋转售市场火热, 转售价格连续多年创下历史新高, 组屋屋主获得溢价收益后转向私人住宅, 形成了强大的需求支撑。

图36：2019年以来组屋转售市场价格快速上涨

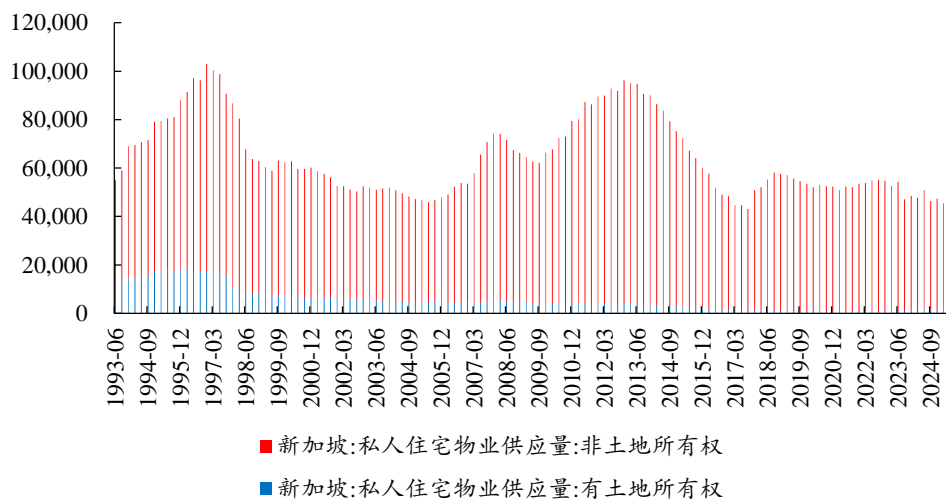


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 低利率环境：住房贷款利率自 2013 年以来维持平稳，不超过 3.5%，为房价上涨营造了低息环境。

(4) 供应减少：政府土地供应逐渐减少，导致新私人住宅项目供应量预期减少，新推出的私宅项目开盘价格上涨，拉高了二手房市场的价格预期。

图37：2017年后新加坡私人住宅供应逐渐减少（套）

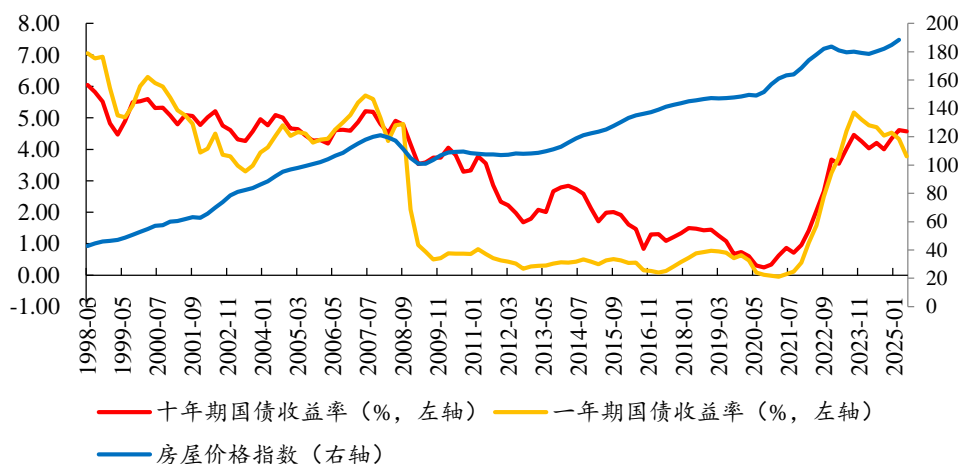


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.6、英国：金融危机后低贷款利率推动房价增长

英国的住房制度以“市场主导+有限保障”为核心特征，形成了公共住房与私人住房并存的双轨体系。公共住房方面，政府通过地方议会和住房协会提供社会住房，但长期政府推行的“购买权”政策导致社会住宅供给锐减，年久失修和分配不公问题突出。私人住房市场则高度金融化，抵押贷款占购房融资的主导地位，房价主要由市场供需决定，政府通过印花税调整、贷款限制等政策间接调控。

图38：2009年以来英国房价呈上涨趋势

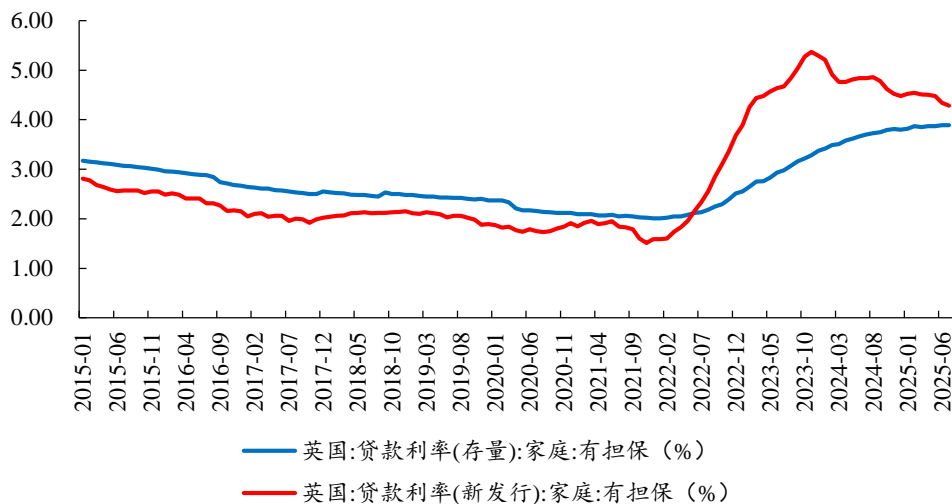


数据来源：Wind、开源证券研究所

2008年起，由全球金融危机引发的信贷紧缩、经济衰退与失业上升冲击购房需求，加之前期房价高估导致泡沫破裂，市场长期低迷，英国房价指数在2008年下滑最高达20%。英国政府面对危机采取低利率与量化宽松释放流动性、政府购房激励政策扶持，以及供需矛盾和国际资金流入共同推动市场修复与扩张后，房价重回增长态势，主要因素包括：

(1) 低利率环境：2008年后英国央行将基准利率降至0.5%的历史低位，并在之后十余年的大部分时间里维持在较低水平。

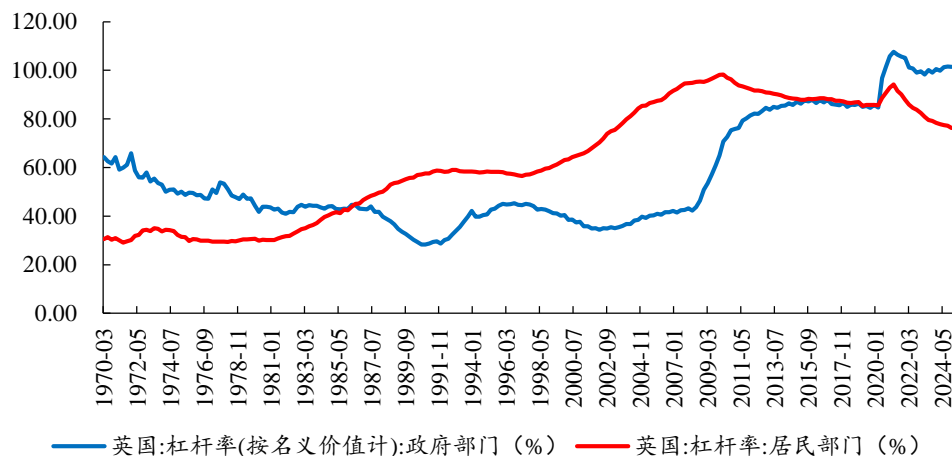
图39：2015-2021年英国家庭贷款利率维持低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 量化宽松：英国央行通过购买大量政府债券等资产向市场注入流动性，推动了资产价格的上涨。

图40：2009年以来英国政府杠杆率大幅提升

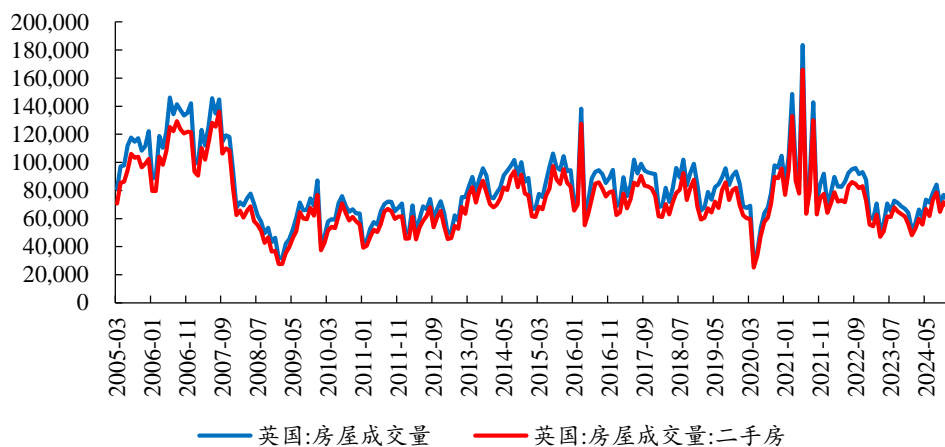


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 住房结构：2007年后英国房屋成交量大幅下降，从月均超14万套降至不

足 5 万套。2008 年金融危机后，人口增长、家庭规模变小、城市化进程以及全球资本对英国房产的投资需求，推动房屋成交量波动上升。

图41：2007-2008 年英国房屋成交量大幅下降（套）



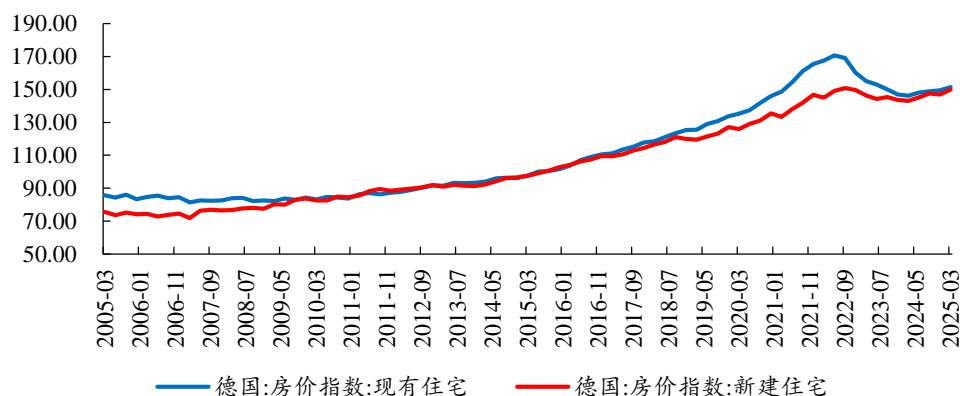
数据来源：Wind、开源证券研究所

(4) 宽松购房政策：2013 年英国政府提供政府免息贷款帮助购房者仅用 5% 的低首付购买新房，降低了首次购房者的入门门槛，释放了大量被压抑的需求，尤其是新建住宅市场。2020 年，英国财政大臣里希苏纳克宣布了一项“印花税假期”政策，将购房印花税的征收门槛临时提高至 50 万英镑，从而免除大多数购房者的印花税，以提振房地产市场，受此影响，2021 年英国房屋成交量明显增长。

3.7、德国：租赁市场发达，房价波动小稳定性高

德国的住房制度以“权属中立”为核心，形成租赁市场主导与有限产权扶持并存的体系，通过社会住房补贴、住房储蓄计划及租金管制维持市场稳定，虽曾长期通过税收减免和利息补贴支持私有住房，但 2006 年后联邦层面购房补贴大幅缩减，转向住房储蓄与养老金计划联动的间接支持。

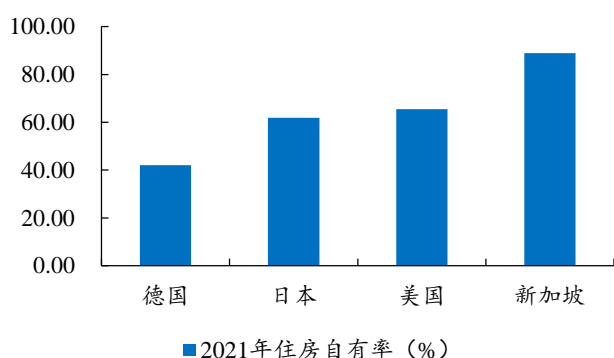
图42：德国 2008 年后房价未受金融危机波及



数据来源：Wind、开源证券研究所

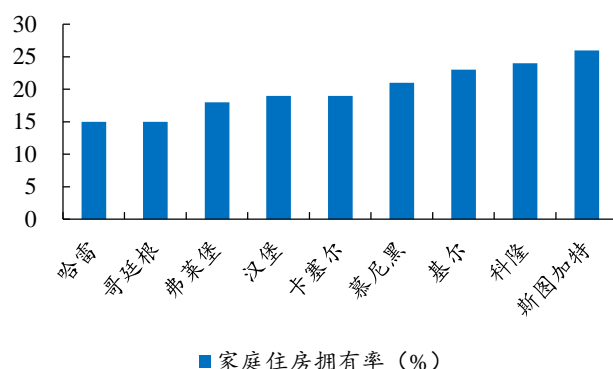
2008年金融危机后，与其他国家房价大跌、大量法拍屋出现相比，德国房地产市场表现出了一定韧性和稳定性。一方面，德国金融体系相对保守，发放房贷非常谨慎，首付比例较高，且以固定利率贷款为主的方式也较难受到央行短期利率波动的影响。另一方面，德国拥有欧洲最成熟、最稳定的租赁市场，德国住房自有率仅42%，超过一半的德国人都是通过租房来解决居住需求，导致德国没有出现严重的房地产泡沫，住房供应增长相对平稳，与人口增长和住房需求基本匹配。但与此同时，2014年以来德国房价快速上涨依然得益于低息贷款环境。在金融危机后，全球低利率环境和德国经济的强劲复苏，反而使得德国房地产成为避险资产，开启了其后十年的上涨周期。

图43：德国2021年住房自有率在发达国家中相对偏低



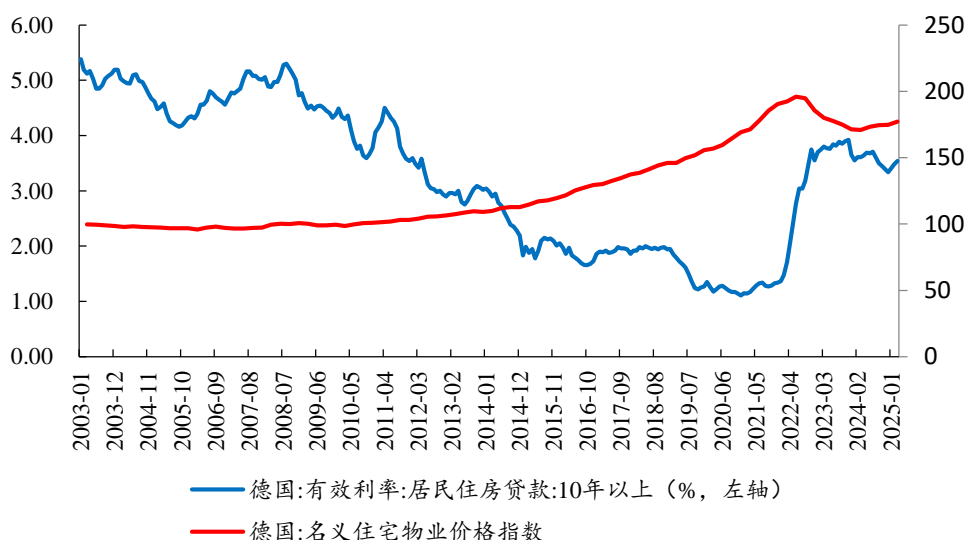
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：德国主要城市2018年住房自有率低

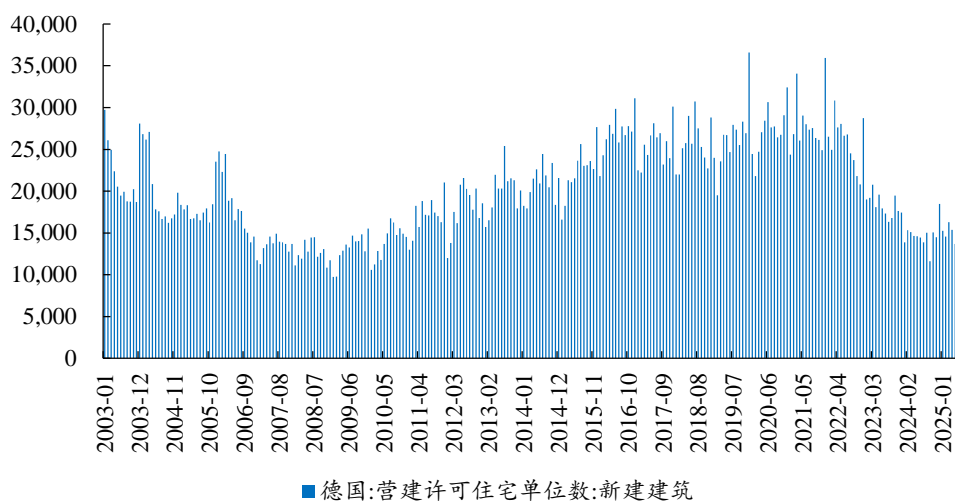


数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：德国2014-2021年低房贷利率推动房价上涨

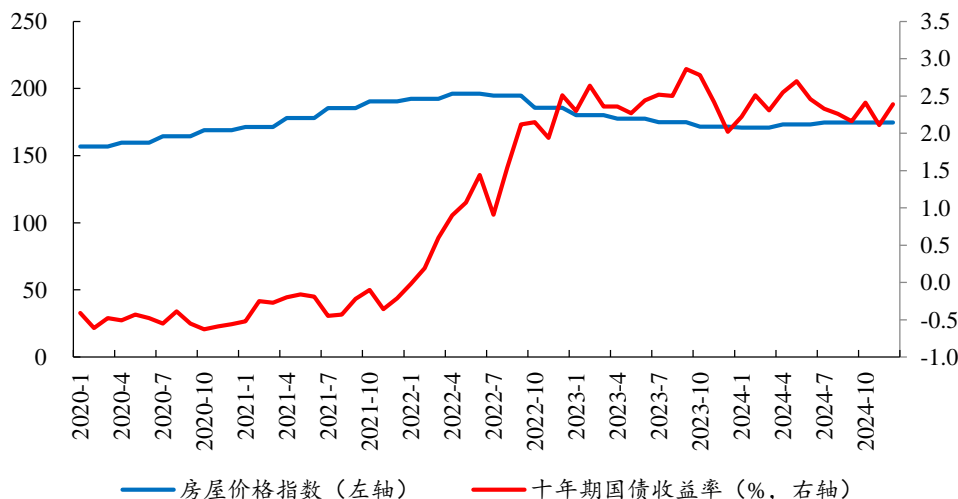


数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：德国 2008-2022 年新建住宅数量随房价而上升（套）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2021Q4-2024Q2 期间，欧洲央行为抑制通胀将基准利率上调，使抵押贷款成本飙升，叠加高通胀削弱居民实际购买力，导致购房者普遍采取“观望”策略，2023 年住宅交易规模同比大幅下降；能源危机引发的经济不确定性进一步压制市场信心，供需错配与金融环境收紧形成共振，最终使房价在通胀调整后连续下跌，期间房屋价格指数最高跌幅达 14%。

图47：2021-2024 年，德国房屋价格指数最高跌幅达 14%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资建议

通过对多个国家/地区的房价及影响因素的研究，我们认为房价的止跌回稳从来不是人口单一因素的作用，而是货币政策、供需关系、经济预期、人口多因素共振的结果。我们认为，适龄购房人口在长周期会影响房价，但中短期看货币政策、供

需关系、经济预期三方面影响或更为显著。推荐标的：(1) 布局城市基本面较好、产品力领先的强信用房企：建发国际集团、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、越秀地产、保利发展；(2) 住宅与商业地产双轮驱动：华润置地、新城控股、龙湖集团；(3) “好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、建发物业、南都物业、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务；(4) 二手房渗透率持续提升，房地产后服务赛道前景广阔：我爱我家、贝壳。

表5：受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的企业

股票代码	公司名称	评级	总市值	归母净利润 (亿元)					P/E			
			(亿人民币)	2025/9/24	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
A 股												
600048.SH	保利发展	买入	916.9	50.0	56.8	65.6	75.1	21.2	16.1	14.0	12.2	
001979.SZ	招商蛇口	买入	871.7	40.4	42.8	49.6	55.4	23.0	20.4	17.6	15.7	
601155.SH	新城控股	买入	355.0	7.5	10.5	15.1	17.6	35.9	33.9	23.6	20.2	
600153.SH	建发股份	买入	305.0	29.5	40.1	45.2	50.6	10.5	7.6	6.7	6.0	
600383.SH	滨江集团	买入	185.1	25.5	29.4	32.7	34.2	10.5	6.3	5.7	5.4	
001914.SZ	招商积余	买入	128.3	8.4	9.2	10.8	12.2	13.3	14.0	11.9	10.5	
000560.SZ	我爱我家	买入	71.1	0.7	1.6	2.7	3.2	97.9	44.4	26.5	22.0	
H 股												
1109.HK	华润置地	买入	1,962.4	255.8	289.9	317.0	349.1	5.8	6.8	6.2	5.6	
0688.HK	中国海外发展	买入	1,386.9	156.4	198.8	215.4	224.9	8.0	7.0	6.4	6.2	
1209.HK	华润万象生活	买入	853.5	36.3	42.7	48.9	55.0	16.8	20.0	17.5	15.5	
0960.HK	龙湖集团	买入	719.3	104.0	68.7	72.6	76.4	6.1	10.5	9.9	9.4	
1908.HK	建发国际集团	买入	366.2	48.0	53.0	57.3	58.6	5.1	6.9	6.4	6.2	
3900.HK	绿城中国	买入	221.3	16.0	33.2	45.4	54.3	13.6	6.7	4.9	4.1	
6049.HK	保利物业	买入	174.4	14.7	15.8	17.2	18.8	10.6	11.0	10.2	9.3	
2869.HK	绿城服务	买入	141.2	7.9	9.2	10.3	11.4	14.3	15.3	13.7	12.4	

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2025 年 9 月 24 日，港元汇率 1 港元=0.91 人民币，所有公司盈利预测均来自开源证券研究所预测）

5、风险提示

- (1) 宏观经济下行：经济下行或将导致收入和购买力下降，购房需求受到冲击。
- (2) 资金到位不及预期：各地工程建设资金不到位，整体建设进度滞后。
- (3) 行业竞争加剧：竞争加剧可能导致价格下行，侵蚀企业利润，行业分化加剧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn