

2026 年房地产行业年度策略——市场逐步探底向稳，龙头房企率先修复

增持（维持）

投资要点

- 房地产市场正进入阶段性修复通道，供需修复与库存去化改善或加速市场企稳。**整体来看，新房销售虽仍处于恢复过程中，但降幅已较前期明显收窄，市场企稳迹象逐步显现。2025年1-11月，全国商品房累计销售面积78702万平方米，同比-7.8%，价格方面，随着供给结构的优化，新房价格同比降幅整体有所收窄。二手房市场通过结构优化实现量稳价调，15城二手房1-11月累计成交面积同比增长1.1%。土地市场呈现“提质缩量”，1-11月300城宅地供应与成交面积同比分别-19.2%、-14.7%，但成交楼面价同比+10.9%，市场呈现结构性修复。综合来看，房地产行业在经历过深度调整后，行业正迈向企稳回暖的关键窗口期。
- 政策协同发力，为房地产市场的“止跌回稳”提供有力支持。**2025年，中央继续强调房地产市场“止跌回稳”目标，通过深化政策工具的运用，持续加大逆周期调节力度，确保房地产市场的稳步回升。供给端政策方面，持续推动存量房盘活和高品质供给的优化，从设计标准的设立到金融支持的落实推进“好房子”建设。需求端则通过金融工具直接惠及购房者，降低购房成本和信贷门槛。地方城市因城施策持续发力，各地通过松绑限购、放宽贷款条件等措施，进一步刺激市场需求，为市场回暖提供助力。我们认为，未来房地产政策或仍以稳预期、防风险为主，通过降低利率、优化信贷、减免税费等激发需求，运用专项债收储土地与存量住房，加快城市更新、改善居住品质，加强资金循环与市场预期稳定，逐步实现房地产发展新模式的过渡。
- 2026年房地产核心指标有望逐步筑底企稳，边际改善：**中性假设下，我们预计(1)2026年新开工面积为5.08亿平方米，同比-14.2%；(2)2026年销售面积为8.35亿平方米，同比-6.4%；销售金额为7.72万亿元，同比-8.7%；(3)2026年竣工面积为4.96亿平方米，同比-17.3%；(4)2026年开发投资总额为7.64万亿元，同比-8.5%。相比2025年，行业核心指标降幅收窄，边际改善。
- 投资建议：**房地产市场正处于调整转型期，2025年政策持续宽松，稳楼市措施逐步落地，局部地区已出现复苏迹象，高能级城市与改善性需求逐步回暖；开发端则继续分化，财务稳健、深耕核心城市的企业更具优势。物业管理行业也在从“规模优先”转向“效益优先”，盈利质量修复可期。经纪与居住服务行业，随着存量房市场兴起，头部平台将继续受益。投资建议：1) 房地产开发：推荐华润置地，招商蛇口，新城控股，建议关注保利发展；2) 物业管理：推荐华润万象生活，绿城服务，建议关注保利物业，招商积余；3) 房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。
- 风险提示：**政策政策效果不及预期；销售与回款不及预期；行业流动性风险加剧。

2025年12月19日

证券分析师 姜好幸
执业证书：S0600525110001
jiahgx@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《楼市成交持续调整，推动新型城市基础设施建设》

2025-07-21

《楼市成交季节性调整，加大闲置存量土储回收力度》

2025-07-15

内容目录

1. 行业回顾	5
1.1. 新房：量价呈现边际改善迹象，供需优化助力库存去化	5
1.2. 二手房：成交量保持温和增长，价格调整趋缓	6
1.3. 土地：供给侧“提质缩量”，核心城市热度较高	8
1.4. 房企：销售承压分化加剧，头部房企更具韧性	9
2. 政策面	11
2.1. 政策体系全面深化：从“止跌回稳”走向“高质量发展”	11
2.2. 政策发力点—收储：从框架到细化，土地收储加速推进	14
2.3. 政策发力点—好房子：适配供需结构调整，为行业发展新抓手	16
3. 2026 年展望	17
3.1. 新开工：土地成交降幅收窄，有望带动新开工逐步改善	17
3.2. 销售：供给侧持续优化，销售量价或缓步企稳	18
3.3. 竣工：政策托底+经营策略转变，竣工降幅或边际趋缓	19
3.4. 开发投资：下行斜率有望放缓，市场逐步回归理性	20
4. 投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 全国商品房累计销售面积及同比增速.....	5
图 2: 全国商品房累计销售金额及同比增速.....	5
图 3: 70 个大中城市新建商品住宅当月同比价格变动.....	5
图 4: 70 个大中城市新建商品住宅当月环比价格变动.....	5
图 5: 全国商品住宅广义库存及去化周期.....	6
图 6: 全国商品住宅狭义库存及去化周期.....	6
图 7: 15 城二手房累计成交面积及同比.....	6
图 8: 70 个大中城市二手住宅当月同比价格变动.....	7
图 9: 70 个大中城市二手住宅当月环比价格变动.....	7
图 10: 30 城二手房存量挂牌套数及价格.....	7
图 11: 30 城二手房新增挂牌套数及价格.....	7
图 12: 30 城二手房存量挂牌面积及去化周期.....	8
图 13: 全国 300 城宅地累计成交量及同比.....	8
图 14: 全国 300 城宅地累计成交楼面均价走势.....	9
图 15: 全国 300 城宅地月度溢价率与流拍率走势.....	9
图 16: 重点城市土地出让金额及平均溢价率.....	9
图 17: 百强房企累计全口径销售金额及同比增速.....	10
图 18: 2024、2025 年 1-11 月 TOP20 房企累计全口径销售金额.....	10
图 19: 2025 年 1-10 月拿地前十房企拿地金额及同比.....	10
图 20: 2025 年 1-10 月拿地前十房企拿地楼面均价及溢价率.....	10
图 21: 房企债券发行总额.....	11
图 22: 房企债券平均利率.....	11
图 23: 房企债券到期时间分布.....	11
图 24: 典型房企债务余额及构成.....	11
图 25: 个人住房公积金贷款利率走势.....	13
图 26: 个人住房贷款加权平均利率走势.....	13
图 27: 各月收购房屋闲置土地专项债券发行金额（截至 9 月 27 日）.....	15
图 28: 上海新房成交套数分面积段占比.....	17
图 29: 300 城宅地成交规划建筑面积同比增速 vs 新开工面积同比增速.....	18
图 30: 2026 年全年房屋新开工面积降幅或延续收窄.....	18
图 31: 中性假设下商品房销售面积情况.....	18
图 32: 2013-2025 年全国商品房销售均价走势.....	19
图 33: 2026 年全年商品房销售金额降幅有望逐步改善.....	19
图 34: 销售指标领先竣工指标约 3 年.....	19
图 35: 2026 年竣工面积回落幅度或逐步收敛.....	19
图 36: 2026 年开发投资金额有望边际改善.....	20
 表 1: 2025 年以来中央政策梳理.....	12
表 2: 十四五、十五五规划对比.....	13
表 3: 典型地方政策梳理.....	14
表 4: 收储相关政策梳理.....	15

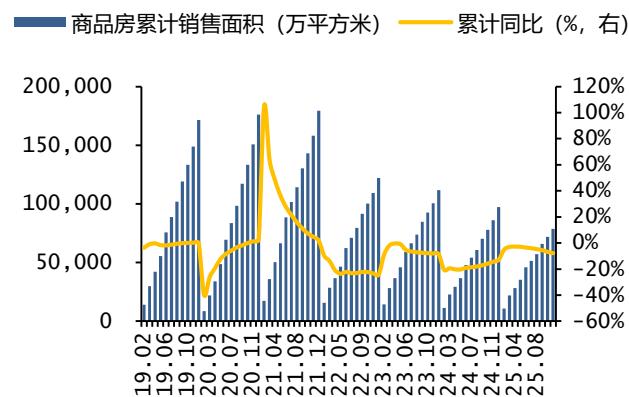
表 5: 好房子相关政策.....	16
表 6: 《住宅项目规范》调整.....	16
表 7: 2017-2026E 房地产行业主要指标及同比增速.....	20

1. 行业回顾

1.1. 新房：量价呈现边际改善迹象，供需优化助力库存去化

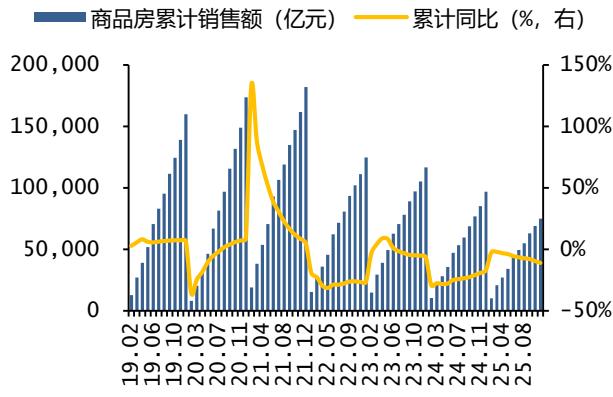
全国商品房销售规模虽仍有待进一步修复，但降幅较2024年全年已有所收窄，市场底部企稳特征逐步强化。根据国家统计局数据，2025年1-11月，全国累计商品房销售面积为78702万平方米（为2021年1-11月峰值时期的49.8%），同比下降7.8%，2024年全年同比下降12.9%；累计商品房销售额为75130亿元，同比下降11.1%，2024年全年同比下降17.1%。受2024年政策驱动的高基数效应影响，四季度商品房销售降幅有所走扩，从单月表现看，11月全国商品房销售面积同比下降17.3%，销售额同比下降25.1%。

图1：全国商品房累计销售面积及同比增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

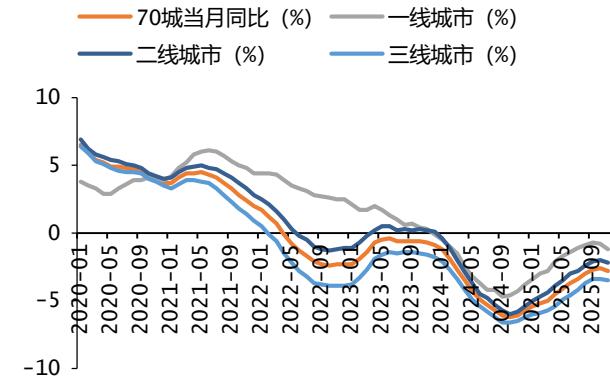
图2：全国商品房累计销售金额及同比增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

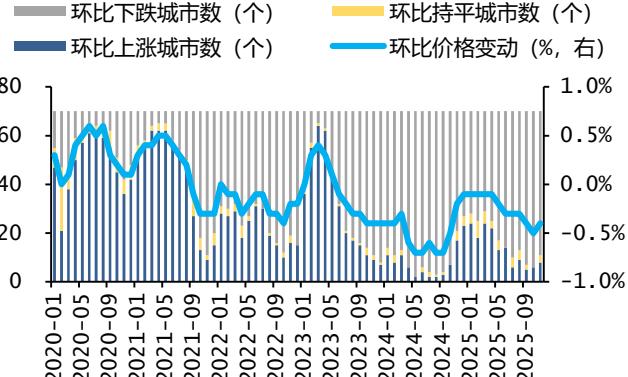
新房价格同比降幅持续收窄。根据国家统计局数据，70个大中城市新建商品住宅销售价格同比降幅自2024年10月以来持续收窄至2025年10月的2.6%，11月略有波动。分城市级别看，一线城市价格环比表现均好于二三线城市，11月一线、二线、三线城市新建商品住宅销售价格同比分别下降1.2%、2.2%、3.5%。

图3：70个大中城市新建商品住宅当月同比价格变动



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

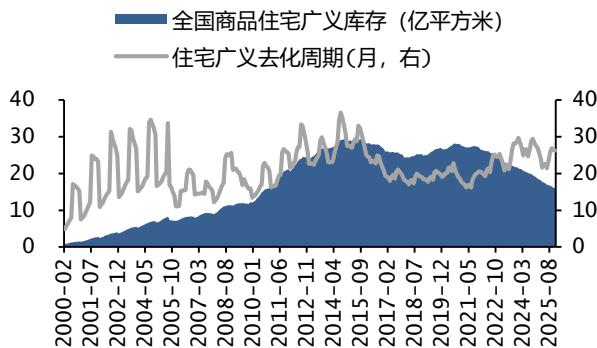
图4：70个大中城市新建商品住宅当月环比价格变动



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

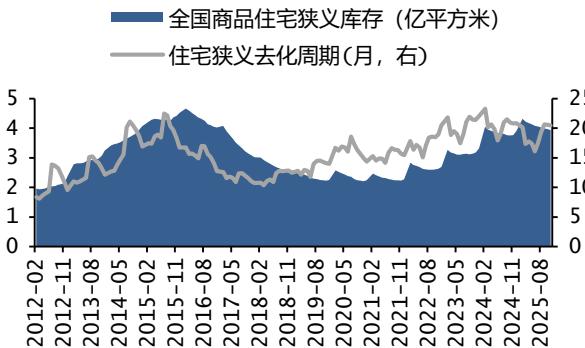
全国商品住宅去库存持续推进，供需关系有所改善。根据国家统计局数据，截至 2025 年 11 月末，全国商品住宅狭义库存（已竣工待售面积）为 3.94 亿平方米，已连续下降 9 个月；狭义库存去化周期为 20.5 个月，同比缩短 0.3 个月。广义库存规模（已开工未售面积）为 15.92 亿平方米，同比下降 16.4%，广义去化周期为 26.2 个月，同比缩短 1.3 个月。总体来看，在行业控制增量、优化存量的基调下，商品住宅库存压力持续缓解，供需逐步向新平衡点调整。

图5：全国商品住宅广义库存及去化周期



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图6：全国商品住宅狭义库存及去化周期

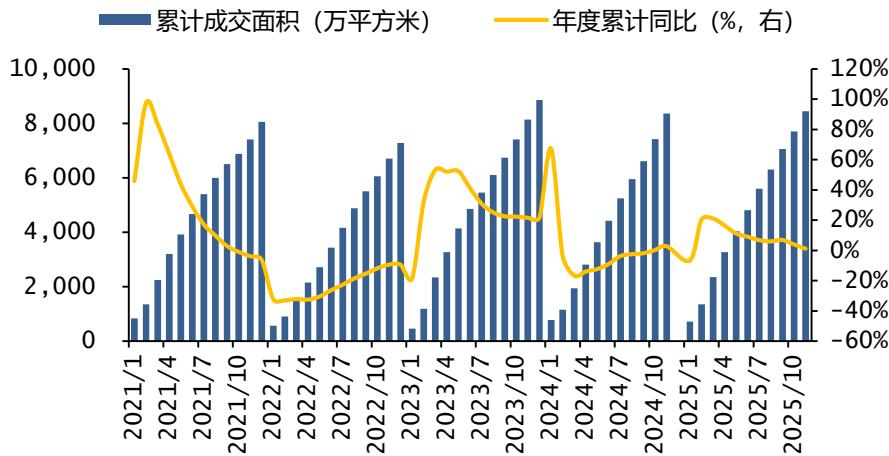


数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.2. 二手房：成交量保持温和增长，价格调整趋缓

15 城二手房累计成交面积同比保持增长。根据各地房管局统计的 15 个城市数据，2025 年 1-11 月二手房累计成交面积为 8447 万平方米，同比增长 1.1%。从 15 城数据来看，一季度受 2024 年末政策效应影响，二手房市场活跃度较高，1-3 月累计成交面积同比增长 21.0%，此后市场进入震荡调整阶段，单月成交面积同比保持个位数波动。10 月、11 月在 2024 年同期基数影响下，同比分别 -20.3%、-21.1%。整体来看，2025 年 15 城二手房市场保持小幅增长，较新房韧性更强。

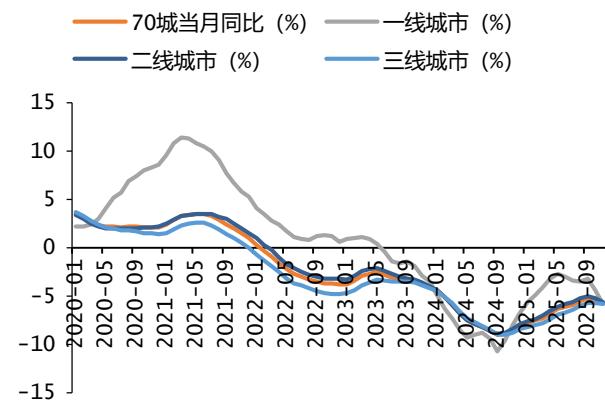
图7：15 城二手房累计成交面积及同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

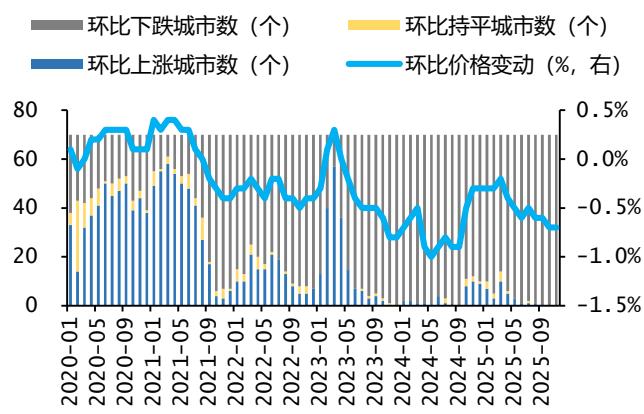
二手房价格同比降幅收窄，环比走势温和调整。根据国家统计局数据，全国 70 个大中城市二手住宅销售价格自 2023 年 5 月以来环比持续调整，但在政策推动下 2024 年四季度至 2025 年一季度期间环比降幅已有所收窄；随后环比走势呈小幅震荡。同比来看，2025 年 1-9 月 70 个大中城市二手住宅销售价格同比降幅持续收窄，四季度以来有所调整，总体保持企稳改善趋势。随着房地产市场向存量时代过渡，价格结构正在重新调整，供需关系的再平衡有望为中长期稳定奠定基础。

图8：70个大中城市二手住宅当月同比价格变动



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

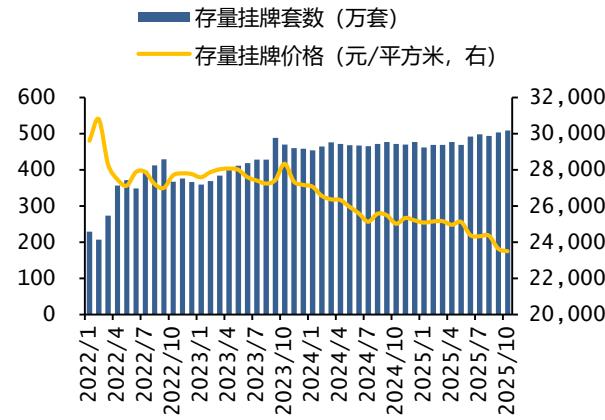
图9：70个大中城市二手住宅当月环比价格变动



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

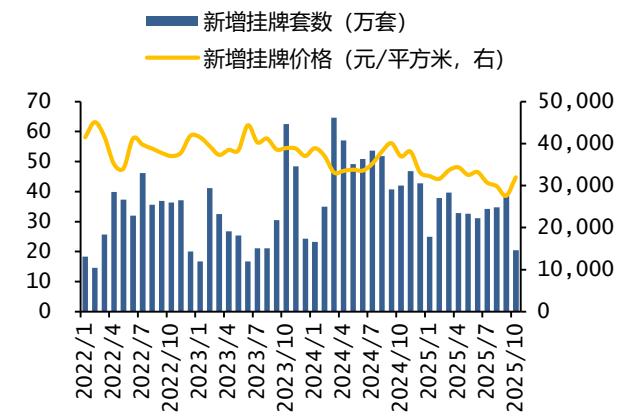
二手房存量挂牌数量维持高位，但新增挂牌有所回落，市场通过结构优化实现量稳价调。根据中指院数据，二手房新增挂牌方面，2025 年 1-10 月，30 城二手房月均新增挂牌量约为 32.7 万套，较 2024 年同期下降 30.1%。存量挂牌方面，截至 2025 年 10 月末，30 城存量挂牌量为 509.5 万套，较年初增长 32.4 万套。从去化周期来看，30 城二手房去化周期自 2024 年 9 月以来持续回落，在 2025 年 6 月开始回升，至 2025 年 10 月末，去化周期为 26.9 个月，库存仍处于有序消化过程中。

图10：30城二手房存量挂牌套数及价格



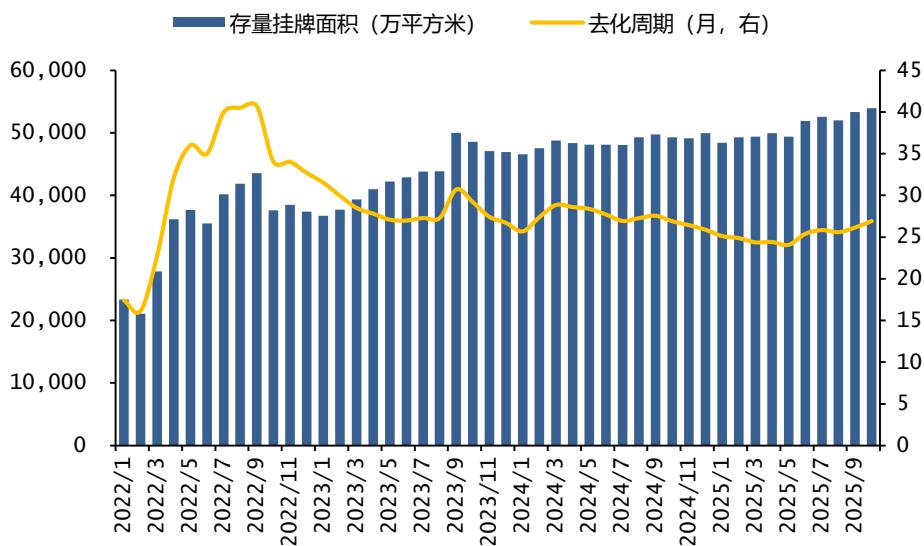
数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

图11：30城二手房新增挂牌套数及价格



数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

图12：30城二手房存量挂牌面积及去化周期

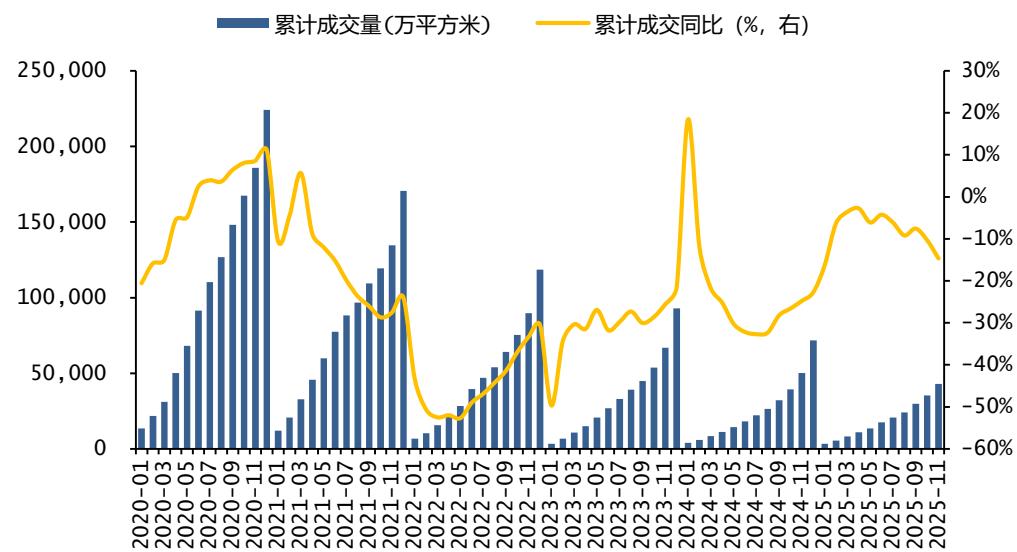


数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

1.3. 土地：供给侧“提质缩量”，核心城市热度较高

土地市场呈现“提质缩量”趋势，供给结构持续优化。根据中指院数据，2025年1-11月全国300城宅地累计供应52212万平方米，同比-19.2%；累计成交42882万平方米，同比-14.7%；累计成交楼面均价为4164元/平方米，同比+10.9%。溢价率方面，2025年一季度土地供给优质，叠加政策带动市场信心有所修复，溢价率较高，二季度以来土地热度由高位回归理性。整体来看，受销售端影响，房企多采取以销定投的拿地策略，聚焦去化较好的核心城市核心地块，成交楼面均价有所提升。

图13：全国300城宅地累计成交量及同比



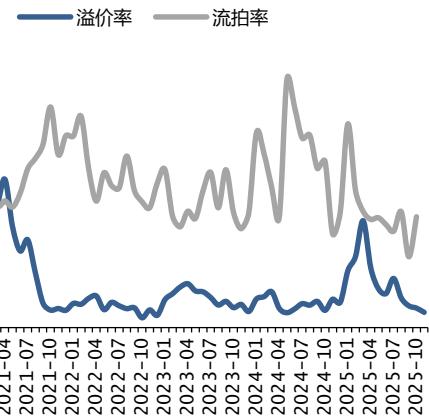
数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

图14：全国300城宅地累计成交楼面均价走势



数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

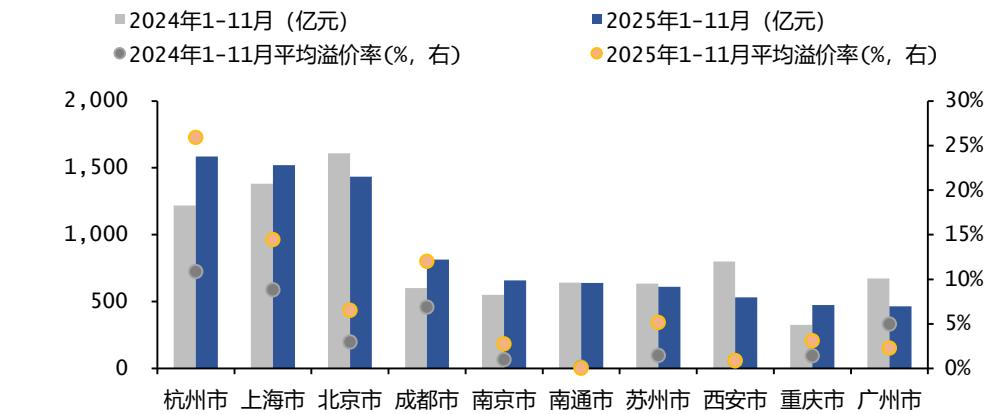
图15：全国300城宅地月度溢价率与流拍率走势



数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

一线及强二线城市土地市场热度更高。根据中指院数据，2025年1-11月，杭州、上海、北京土地出让金位居前三，分别为1585、1521、1434亿元，同比分别+30.0%、+10.1%、-10.8%。溢价率方面，杭州由10.9%升至25.9%，上海、成都溢价率分别升至14.5%与12.0%。整体来看，地方政府调整供地结构，增加核心区域供给，热点城市土地竞拍积极性提升，土地市场呈现结构性修复。

图16：重点城市土地出让金额及平均溢价率

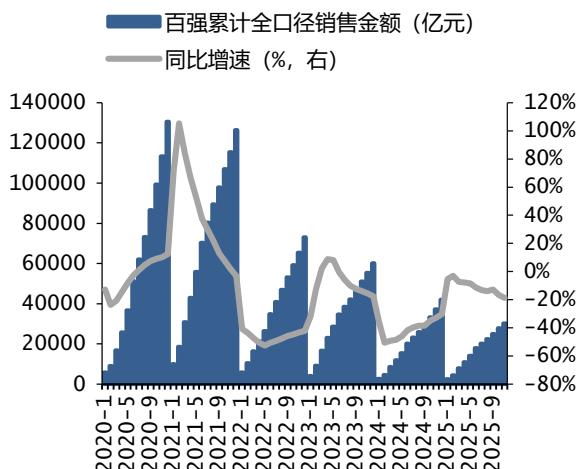


数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

1.4. 房企：销售承压分化加剧，头部房企更具韧性

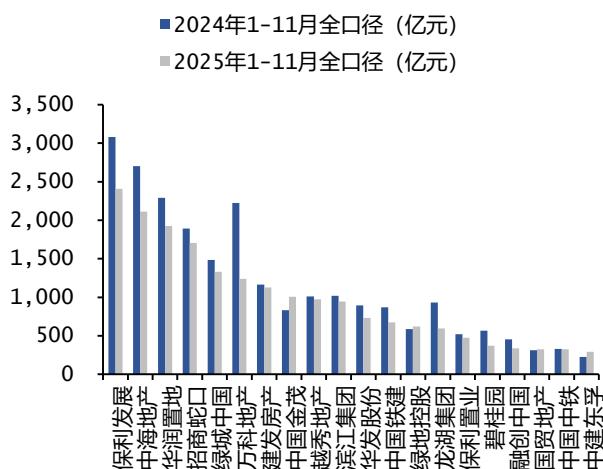
百强房企销售仍处调整期，房企间分化延续。根据克而瑞数据，2025年1-11月，百强房企累计实现全口径销售金额30157亿元，同比下降18.8%，绝对量降至2021年1-11月峰值时期的26.2%。2025年1-2月百强房企销售金额同比小幅下降，3月以来政策效应逐步减弱，同比降幅逐步走扩，10月、11月在高基数效应下降幅有所走扩。房企表现持续分化，2025年1-11月销量前十的房企中，中国金茂同比+21.3%，建发房产、越秀地产同比降幅较小，分别为-3.3%、-3.8%。

图17：百强房企累计全口径销售金额及同比增速



数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

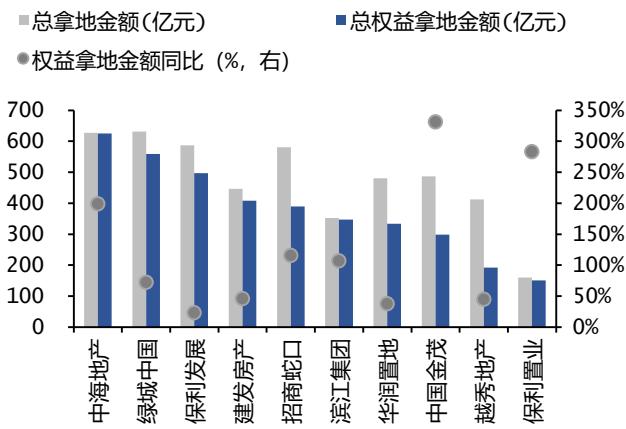
图18：2024、2025年1-11月TOP20房企累计全口径销售金额



数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

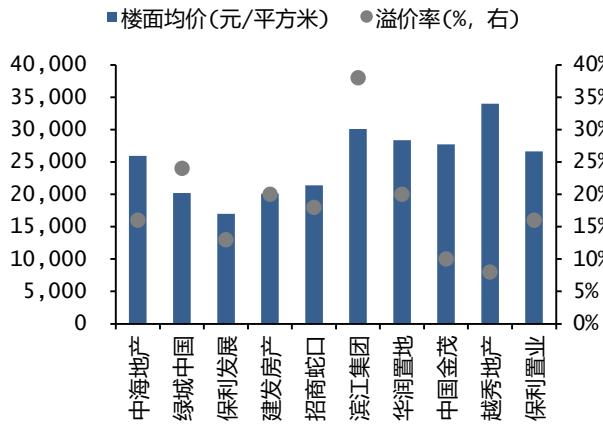
龙头房企拿地优于行业水平，部分房企拿地溢价率较高。2025年1-10月累计权益拿地金额前三的房企分别为中海地产、绿城中国、保利发展，权益拿地金额分别为625、559、497亿元，同比分别+199.0%、+72.6%、+23.0%。溢价率方面，拿地集中的改善型房企溢价率高，2025年1-10月滨江集团、绿城中国的平均溢价率分别为38%、24%。

图19：2025年1-10月拿地前十房企拿地金额及同比



数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

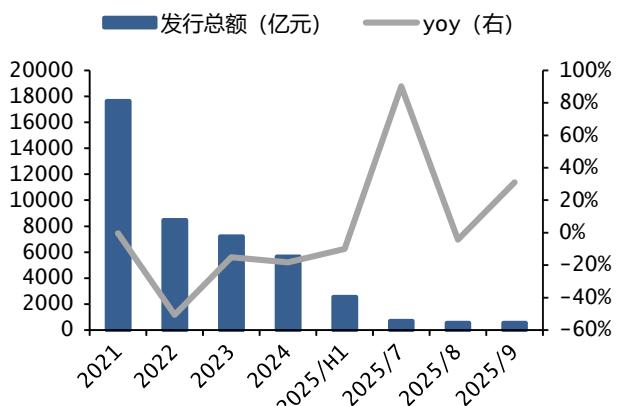
图20：2025年1-10月拿地前十房企拿地楼面均价及溢价率



数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

2025年以来房金融资规模同比转正，利率保持低位水平。2021年以来，房企的债券融资规模持续收缩，至2025年，债券融资规模降幅逐步收窄，并在三季度实现同比由负转正。整体来看，2025年1-9月房企累计发债规模为4370亿元，同比提升3.9%，以央国企发行信用债为主，发行利率处于近五年来低位水平，债券市场情绪与融资信心正在逐步修复。

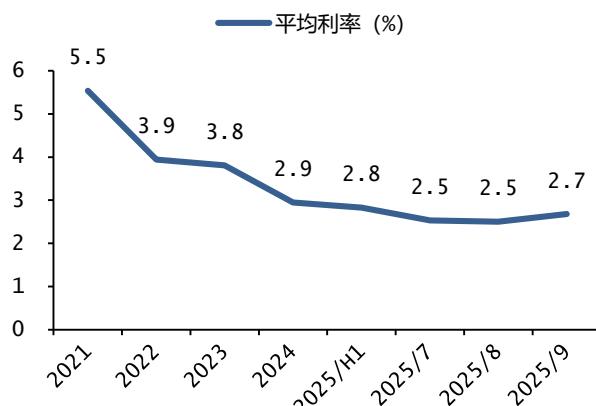
图21：房企债券发行总额



数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

注：7-9月为单月数据

图22：房企债券平均利率

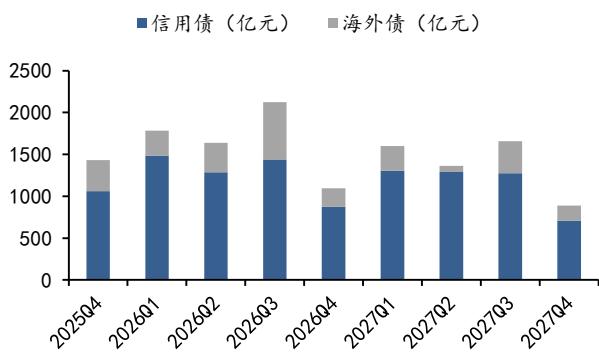


数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

注：7-9月为单月数据

房企流动性改善进程仍在持续，债务规模与结构持续分化。根据中指院数据，截至2025年9月末，房企债券存量约2.14万亿元，其中2026年到期规模为6641亿元，且第三季度单季到期量超过2000亿元，集中兑付压力仍然较大，需要持续通过市场化和政策工具加以化解。在主要房企中，截至2025年9月末，世茂集团、华润置地与保利发展债务余额位居前三，分别约为1046亿元、827亿元和780亿元；其融资结构也存在差异，华润置地和保利发展以信用债为主，而世茂集团海外债占比较高。在当前高存量和大额到期压力下，企业融资能力及政策面的支持仍是关键。

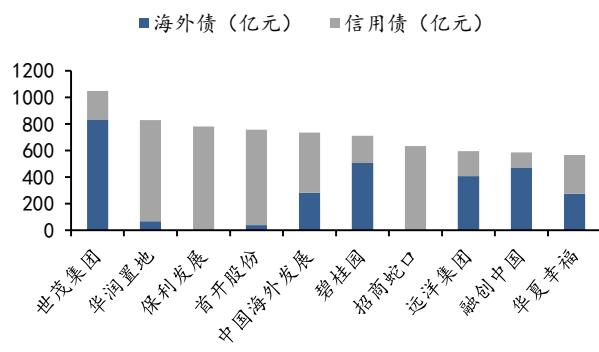
图23：房企债券到期时间分布



数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

注：数据截至2025年9月末

图24：典型房企债务余额及构成



数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

注：数据截至2025年9月末

2. 政策面

2.1. 政策体系全面深化：从“止跌回稳”走向“高质量发展”

2025年，中央在坚持“止跌回稳”总基调的同时，将政策工具向纵深推进，为市场夯实健康和可持续的回稳根基，逐步改善市场预期。

供给端：落实存量盘活，力推“好房子”建设。政策着力于消化存量与优化增量。盘活存量方面，3月政策明确允许专项债支持收购存量商品房，月底住建部发文细化操作流程，标志着收储进入实质性落地阶段。优化增量方面，“好房子”建设被提升至战略高度，从3月政府工作报告阐述、8月国常院系统部署，到10月纳入“十五五”规划，以高品质供给引领新需求。

需求端：降低购房者综合成本，结合城市更新有序释放潜在需求。一方面，通过金融工具直接惠及购房者，3月明确提出降低公积金利率，5月落地执行，5年以上公积金贷款利率降至2.6%，并同步下调LPR，有效减轻了居民的信贷成本。另一方面，区别于以往大规模的增量扩张，本轮政策通过“加力实施城中村和危旧房改造”等城市更新举措，在盘活存量资产、提升居住品质的同时，稳步激发和承接居民的改善性住房需求。

表1：2025年以来中央政策梳理

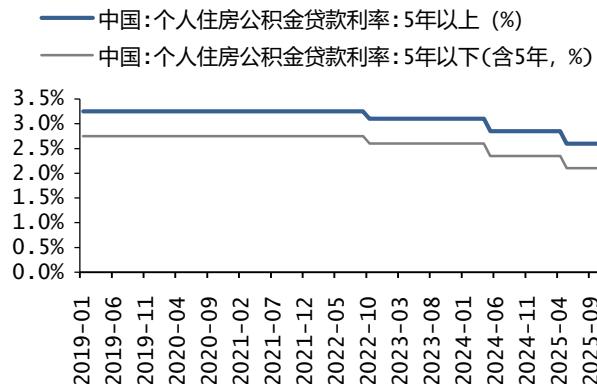
日期	事件	主要内容
3月5日	政府工作报告	持续用力推动房地产市场止跌回稳。加力实施城中村和危旧房改造。推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。拓宽保障性住房资金使用范围。有序搭建相关基础性制度，适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。
4月25日	中央政治局会议	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。
5月7日	中国人民银行	①降准0.5个百分点，释放长期流动性约1万亿元，同步下调政策利率0.1个百分点，带动5年期以上LPR降至3.5%。 ②公积金贷款利率下调0.25个百分点，首套房公积金贷款利率降至2.6%。 ③抵押补充贷款(PSL)利率从2.25%降至2.0%，定向支持政策性银行投放低成本资金，重点覆盖保障房、城市更新等领域。
6月13日	国常会	构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度，要扎实有力推进“好房子”建设，要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产止跌回稳。
7月15日	中央城市工作会议	定调我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。强调以推进城市更新为重要抓手，部署7个方面重点任务，其中强调加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造。
7月30日	中央政治局会议	落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新。
8月28日	中共中央国务院	系统推进“好房子”和完整社区建设，加快构建房地产发展新模式，更好满足群众刚性和多样化改善性住房需求。实施建筑业质量提升行动，支持老旧住房自主更新、原拆原建。
10月23日	十五五规划发布	推动房地产高质量发展。加快构建房地产发展新模式，完善商品房开发、融资、销售等基础制度。优化保障性住房供给，满足城镇工薪群体和各类困难家庭基本住房需求。因城施策增加改善性住房供给。建设安全舒适绿色智慧的“好房子”，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动。建立房屋全生命周期安全管理制度。

数据来源：中国政府网、住建部官网、中国人民银行等，东吴证券研究所

在中央政策持续引导下，2025年居民购房成本进一步降低。央行年内下调一年期、五年期LPR各10BP，公积金贷款利率同步下调0.25个百分点，各地持续放宽二套房首付比例下限，推动存量房贷利率调整落地。央行数据显示，个人住房贷款加权平均利率

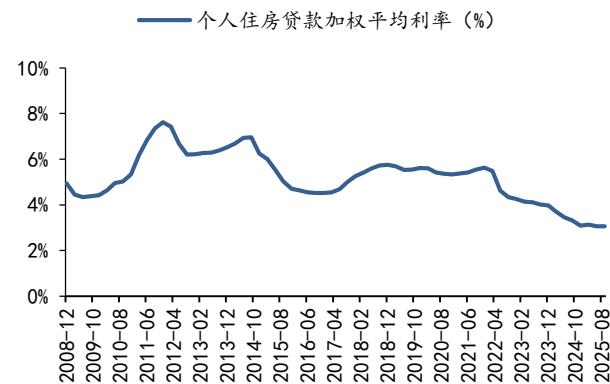
从 2023 年末的 3.97% 降至 2025 年三季度的 3.06%。购房成本与门槛双降，或逐步改善市场预期，带动合理需求释放，助力房地产市场止跌回稳。

图25：个人住房公积金贷款利率走势



数据来源：wind, 东吴证券研究所

图26：个人住房贷款加权平均利率走势



数据来源：wind, 东吴证券研究所

从“十四五”到“十五五”，房地产政策的顶层设计发生了根本性转变，标志着行业进入新发展阶段。“十四五”的核心是“房住不炒”和“平稳健康发展”，着力于推动金融与地产同实体经济的均衡，并通过城市更新和增加保障房来优化结构。“十五五”则将目标提升为“高质量发展”，并首次系统性提出“加快构建房地产发展新模式”。政策重心从单纯的市场调控转向深层次的制度建设与存量盘活，明确要求清理不合理限制性措施以提振消费，同时强调建设“好房子”以满足改善性需求，并通过摸清资产底数、盘活闲置房产来化解风险。

表2：十四五、十五五规划对比

“十四五”表述	“十五五”表述
推动金融、房地产同实体经济均衡发展。 促进住房消费健康发展。	完善促进消费制度机制，清理汽车、住房等消费不合理限制性措施。
深化土地管理制度改革。推进土地、劳动力、资本、技术、数据等要素市场化改革。	全面摸清存量资源资产底数，优化资产负债结构。完善并购、破产、置换等政策，盘活用好低效用地、闲置房产、存量基础设施。完善工商业用地使用权续期法律法规，依法稳妥推进续期工作。
推进以人为核心的新型城镇化。 实施城市更新行动，……，加强城镇老旧小区改造和社区建设。 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。 有效增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给。	赋予省级政府统筹建设用地更大自主权，探索实施建设用地总量按规划期管控模式，实行统筹存量和增量综合供地。 坚持城市内涵式发展，大力实施城市更新，建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市。 推动房地产高质量发展。加快构建房地产发展新模式，完善商品房开发、融资、销售等基础制度。优化保障性住房供给，满足城镇工薪群体和各类困难家庭基本住房需求。因城施策增加改善性住房供给。建设安全舒适绿色智慧的“好房子”，实施房屋品质提升工程和物业服务品质提升行动。建立房屋全生命周期安全管理制度。 提高防范化解重点领域风险能力，统筹推进房地产、地方政府债务、中小金融机构等风险有序化解，严防系统性风险。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

地方从供需两侧落实细节，协同发力助力市场企稳。需求端以松绑限制、降低成本为核心，通过各类政策优化释放刚性与改善性住房需求，同时推出针对性支持举措，适配不同群体置业需求。库存端聚焦低效资产消化，多地通过收购存量房源、利用专项债收储闲置土地等方式，加速市场库存去化。供给端着力推动行业提质转型，优化土地供应机制，强化住房品质管控，引导市场向高质量发展方向演进。多端政策协同发力，持续夯实市场“止跌回稳”基础。

表3：典型地方政策梳理

政策类型	日期	城市	政策内容	核心
需求端	2月7日	重庆	完善个人住房房产税试点政策，不再将市外人员购买普通住宅纳入征税范围。	优化交易税费
	1月27日	苏州	对购买新建商品住房的购房家庭给予50%契税补贴；针对苏州大市范围内需满足“先卖后买”的购房者，给予100%契税补贴。	购房补贴
	3月31日	南京	主推“中介帮卖”模式的住房“以旧换新”，政府提供合同金额1%的补助，企业提供首付款3-5%的优惠，再叠加部分中介佣金优惠，共同加速住房“以旧换新”。	优化住房“以旧换新”
	8月25日	上海	在利率定价机制安排方面不再区分首套住房和二套住房，合理确定每笔商业性个人住房贷款的具体利率水平。	优化信贷政策
	8月8日	北京	符合本市商品住房购买条件的居民家庭，在五环外购买商品住房不限套数。成年单身人士按照居民家庭执行商品住房限购政策。	优化限购
	三季度	广西、河北等地	广西、河北等地，收购项目落地。	收购存量商品房
	三季度	江苏、广东、湖南、山东等多省	江苏、广东、湖南、山东等多省，发行超990亿元专项债券用于收回收购闲置存量土地。	收购闲置存量土地
供给端	8月1日	成都	出台《成都市好住房设计导则（试行）》	优化项目设计规划

数据来源：地方官网、中指研究院等，东吴证券研究所

2.2. 政策发力点一收储：从框架到细化，土地收储加速推进

收储政策在近一年内经历了从框架搭建到工具落地，再到范围扩容的快速演进。2024年上半年，政策重心在于为闲置土地的处置提供灵活性。下半年，政策的核心转向为收储提供资金支持，明确专项债可作为收储土地和存量商品房的资金来源。进入2025年，政策进入细化与深化阶段，各地陆续明确了专项债收储的具体操作细则。

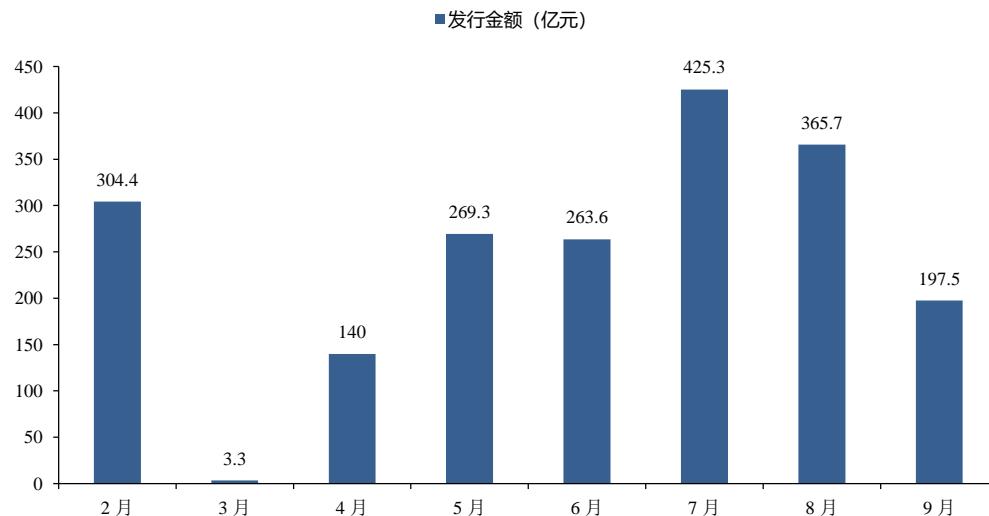
表4：收储相关政策梳理

时间	部门	主要内容
2024年5月	住建部、自然资源部	妥善处置闲置土地、盘活存量土地：①允许企业合理调规；②支持预告登记转让和“带押过户”；③以合理价格收回闲置土地
2024年6月	自然资源部、国家发改委	对如何妥善处置闲置存量房地产用地，提出18条政策措施
2024年10月	财政部	允许专项债券用于土地储备
2024年11月	自然资源部	要求各地加大运用专项债收回收购存量闲置土地力度，同时明确收购存量土地细则
2024年12月	国务院办公厅	明确专项债券可用于收回收购闲置存量土地
2025年1月	财政部	已经明确了专项债管理的相关要求，地方已经可以做了
2025年3月	自然资源部、财政部	明确运用专项债券资金支持土地储备工作的多项细则
2025年3月	中共中央办公厅、国务院办公厅	允许专项债券支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房
2025年5月	中共中央办公厅、国务院办公厅	完善闲置土地使用权收回机制，优化零星用地集中改造、容积率转移或奖励政策。

数据来源：政府官网、中指研究院，东吴证券研究所

土地收储稳步推进，存量商品房收储试点落地。根据中指数据，截至2025年9月末，全国拟收储总用地面积超过2.4亿平方米，总金额超6200亿元，已发行专项债近2000亿元。从地区来看，截至2025年9月末，浙江、广东、重庆拟收储土地金额排名前三，广东、湖南、江苏、安徽已发行（含即将发行）专项债超过200亿元。收储存量商品房方面，受收储门槛、资金成本等约束，推进速度较慢，仅部分城市部分项目完成试点。

图27：各月收购存量闲置土地专项债券发行金额（截至9月27日）



数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

2.3. 政策发力点—好房子：适配供需结构调整，为行业发展新抓手

“好房子”建设正从顶层设计加速落地为具体政策。自年初《政府工作报告》定调后，中央层面密集发声，从政治局会议强调“高品质供给”，到新版规范确立标准，再到金融监管总局要求强化资金支持。这一系列举措标志着围绕“好房子”的政策框架正快速构建，旨在引导行业向高质量发展转型。

表5：好房子相关政策

日期	事件	主要内容
3月5日	政府工作报告	“好房子”建设被写入，成为房地产发展新模式的重要内容
4月25日	中央政治局会议	强调“加大高品质住房供给”
5月1日	新版《住宅项目规范》实施	对“好房子”建设标准进行规范
5月7日	金融监管总局新闻发布会	提出“强化对高品质住房的资金供给”；同时提出加快完善与房地产新模式适配的融资制度（含开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法）
6月13日	国常会	强调“扎实推进‘好房子’建设”，将其纳入城市更新机制（老/旧房子将按“好房子”标准改造）；同时强调“稳中求进、先立后破”，推进土地/金融/税收/销售/住房保障等基础性制度

数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

表6：《住宅项目规范》调整

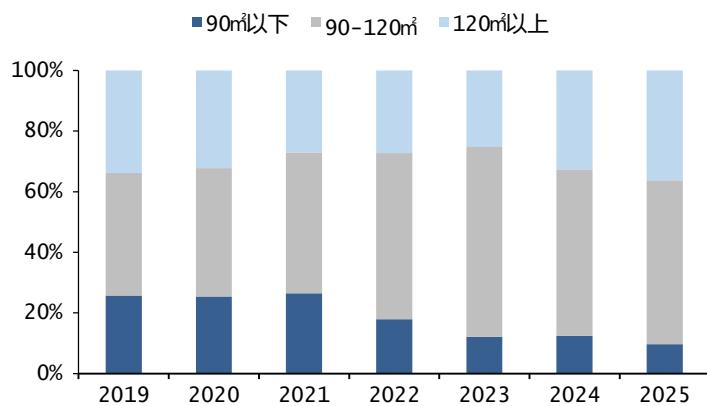
调整要点	具体内容
建筑空间与功能升级	1. 新建住宅建筑层高要求“不低于3米”，卧室和起居室净高不低于2.6米，均较此前标准提高了20厘米；
	2. 4层及以上住宅强制设置电梯（原为7层），12层及以上每单元至少配置2台电梯，并对轿厢尺寸作出了明确要求；
	3. 明确门户和卫生间门净宽，并要求预留无障碍改造的条件。
居住环境与健康性能改善	1. 卧室分户墙及分户楼板两侧房间之间隔声 $\geq 50\text{db}$ ，此前为 $\geq 45\text{db}$ ；
	2. 卧室、起居室楼板的计权标准化撞击声声级不应大于 65db ，此前为宜小于 75db ；
	3. 每套住宅应至少有一个卧室或起居室能满足日照标准（大寒日 ≥ 2 小时，冬至日 ≥ 1 小时），此前仅要求至少有一个居住空间能获得冬季日照；
	4. 夏热冬冷地区的住宅建筑应设供暖、空调设施或预留安装位置，此前仅要求根据当地能源情况等因素确定。
安全防护与适老化设计	1. 栏杆净高不应低于1.20米，较此前标准提高了0.1米，并明确栏杆竖向杆间的净距不应大于0.11米；
	2. 每个住宅单元至少应有1个无障碍公共出入口，此前仅要求七层及以上住宅配备；
	3. 卫生间需预留扶手安装条件等。
绿色节能与智能化	1. 公共移动通信信号应能覆盖至住宅建筑的公共空间和电梯轿厢内（旧规未明确）；
	2. 每户预埋 ≥ 2 根光缆，支持千兆网络（旧规未明确）；

	3. 新建住宅项目的智能化系统设备用房和室外地下智能化系统管道应与住宅项目同步建设（旧规未明确）等。
--	--

数据来源：中国房地产业协会，东吴证券研究所

改善型住宅需求持续走强，大面积户型成交占比稳步提升。从 2025 年以来上海新房成交结构来看，大户型成交比重抬升。根据中指院数据，年初截至 2025 年 12 月 13 日，上海新房 120 平方米以上户型成交套数占比超三分之一，而 2021 年全年的占比不到 30%，居民对更高品质、更大尺度空间的偏好持续加深。在“好房子”建设加速落地的大背景下，改善型产品的竞争力与去化效率有望进一步强化。

图28：上海新房成交套数分面积段占比



数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

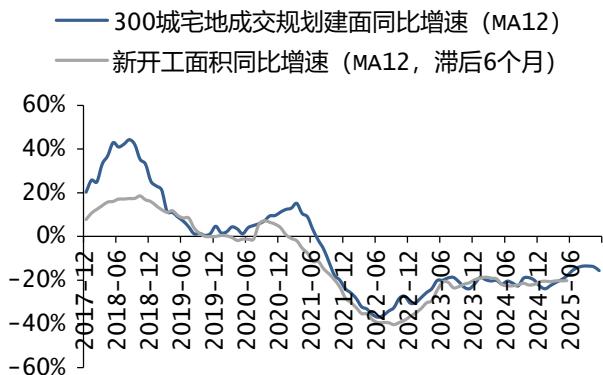
注：2025 年成交套数占比为 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 13 日数据

3. 2026 年展望

3.1. 新开工：土地成交降幅收窄，有望带动新开工逐步改善

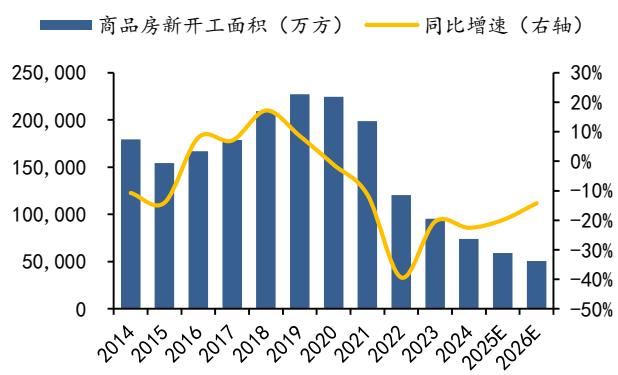
我们预计 2026 年新开工面积 5.08 亿平方米，同比-14.2%，相较 2025 年降幅收窄。新开工面积主要受土地成交量和房企开工节奏影响。拟合全国 300 城宅地土地成交规划建筑面积同比增速和新开工面积同比增速，新开工滞后土地成交 6 个月左右，二者同比增速拐点和趋势基本相同。土地成交是房屋新开工的领先指标，2025 年以来土地成交同比降幅持续收窄，新开工面积或随之逐步改善。房企当前拿地策略多为以销定投，开工节奏则主要受市场整体销售情况影响。中性假设下，我们预计 2025 年新开工面积为 5.92 亿平方米，同比-19.9%；2026 年新开工面积为 5.08 亿平方米，同比-14.2%。

图29: 300 城宅地成交规划建筑面积同比增速 vs 新开工面积同比增速



数据来源：国家统计局、中指研究院，东吴证券研究所

图30：2026 年全年房屋新开工面积降幅或延续收窄

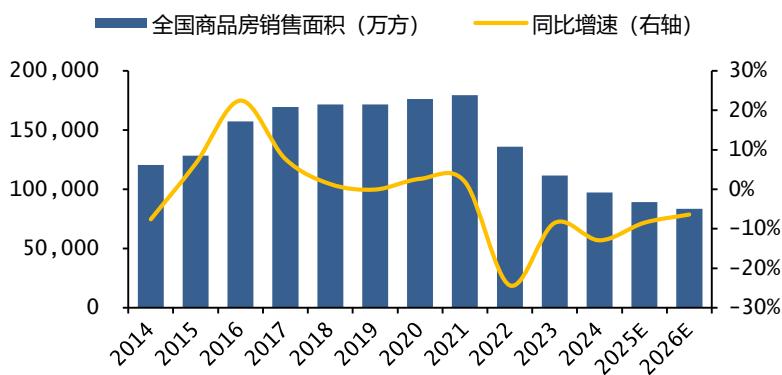


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3.2. 销售：供给侧持续优化，销售量价或缓步企稳

我们预计 2026 年销售面积为 8.35 亿平方米，同比-6.4%，销售价量逐步企稳。新房销售面积主要来自两方面：1) 当年新推项目销售面积；2) 滚存项目去化面积。2025 年以来，土地供给“提质缩量”，房企拿地聚焦核心区域，新推项目去化率或维持相对稳定水平。参考中指院历史的新推去化率及滚存去化率，中性假设下，我们预计 2025 年新推去化率和滚存去化率分别为 47% 和 9%，2026 年新推去化率和滚存去化率分别为 50% 和 9%，则 2025 年销售面积为 8.92 亿平方米，同比-8.5%；2026 年销售面积为 8.35 亿平方米，同比-6.4%。

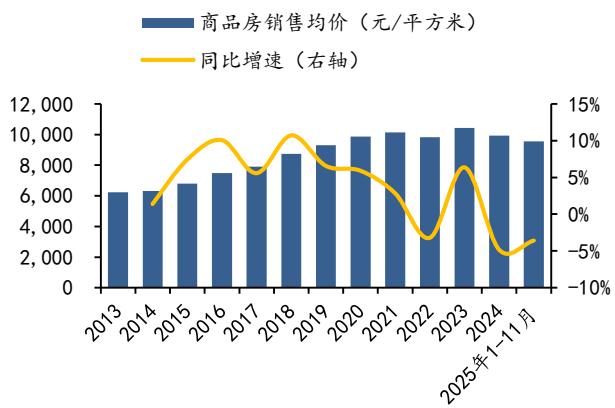
图31：中性假设下商品房销售面积情况



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

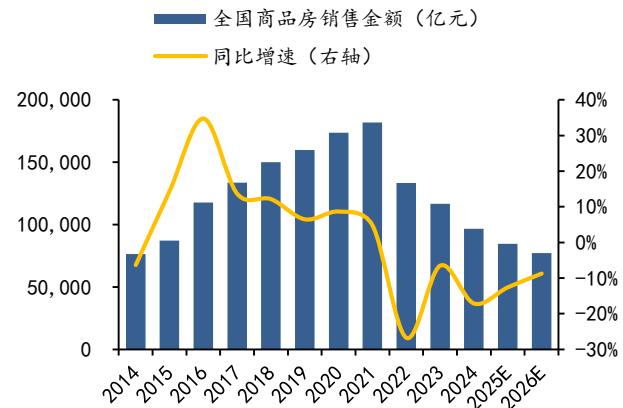
随着政策支持持续发力与市场预期逐步修复，商品房销售整体降幅明显收窄，市场边际企稳迹象逐步增强。核心城市及核心区域新房项目价格韧性较强，呈现结构性修复态势；非核心区域市场调整节奏放缓，整体行业正朝着温和复苏方向演进。中性假设下，我们预计 2025 年全国商品房销售金额为 8.46 万亿元，同比-12.6%；2026 年全国商品房销售金额为 7.72 万亿元，同比-8.7%。

图32：2013-2025年全国商品房销售均价走势



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图33：2026年全年商品房销售金额降幅有望逐步改善



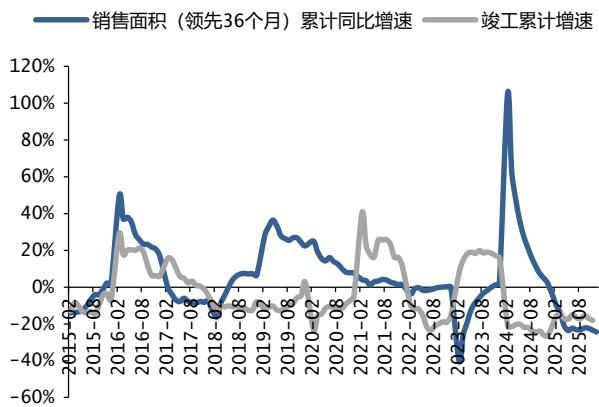
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3.3. 竣工：政策托底+经营策略转变，竣工降幅或边际趋缓

我们预计 2026 年竣工面积为 4.96 亿平方米，同比-17.3%，相比 2025 年边际改善。

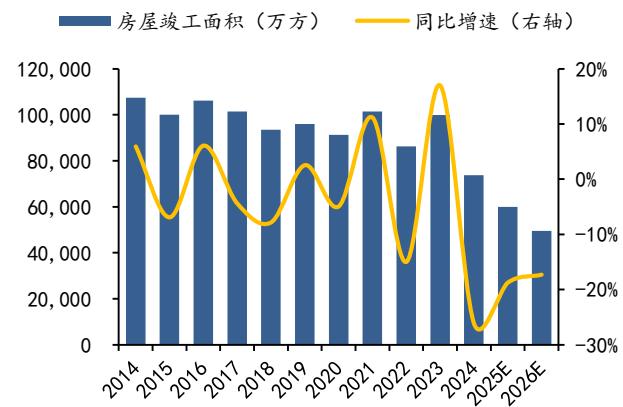
销售一般领先竣工 2-3 年，随着销售面积在 2023-2024 年持续下行，竣工面积仍处于调整区间，但在保交楼政策托底叠加房企经营策略转变的带动下，降幅或逐步收窄。中性假设下，我们预计 2025 年竣工面积为 5.99 亿平方米，同比-18.7%；2026 年竣工面积为 4.96 亿平方米，同比 -17.3%。

图34：销售指标领先竣工指标约3年



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图35：2026年竣工面积回落幅度或逐步收敛

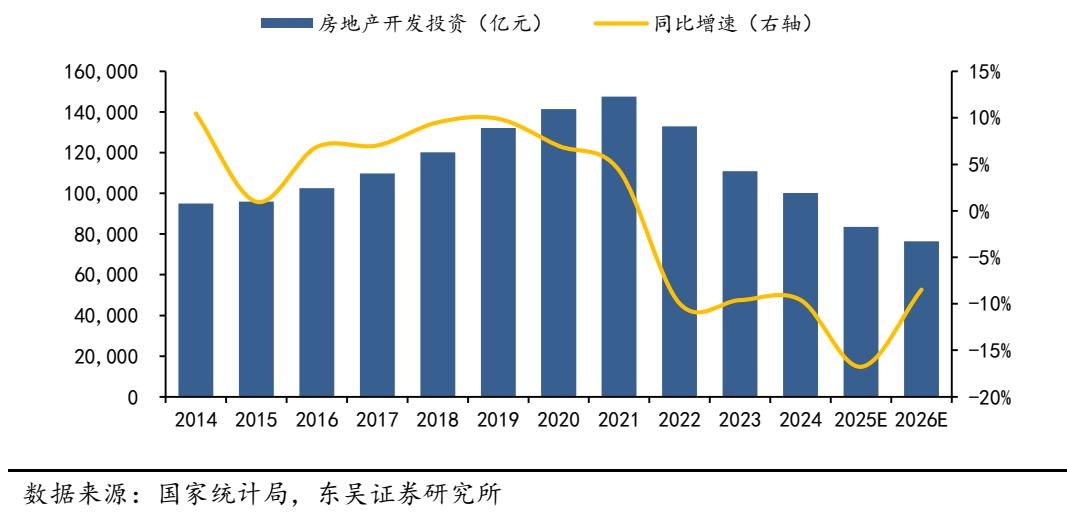


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3.4. 开发投资：下行斜率有望放缓，市场逐步回归理性

我们预计 2026 年开发投资金额为 7.64 万亿元，同比-8.5%，投资预期逐步回暖。房地产开发投资主要包括土地购置费用和开发施工投资费用。根据之前各指标的预测，中性假设下，我们预计 2025 年开发投资总额为 8.35 万亿元，同比-16.8%；2026 年开发投资总额为 7.64 万亿元，同比-8.5%。

图36：2026年开发投资金额有望边际改善



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

表7：2017-2026E 房地产行业主要指标及同比增速

	商品房新 开工面积 (万方)	商品房销 售面积 (万方)	商品房销 售金额 (亿元)	房屋竣工 面积 (万 方)	房地产开 发投资 (亿元)	同比增速 (yoy)
2017 年	178654	7.0%	169408	7.7%	133701	13.7%
2018 年	209342	17.2%	171654	1.3%	149973	12.2%
2019 年	227154	8.5%	171558	-0.1%	159725	6.5%
2020 年	224433	-1.2%	176086	2.6%	173613	8.7%
2021 年	198895	-11.4%	179433	1.9%	181930	4.8%
2022 年	120587	-39.4%	135837	-24.3%	133308	-26.7%
2023 年	95376	-20.9%	111735	-8.5%	116622	-6.5%
2024 年	73893	-22.5%	97385	-12.9%	96750	-17.1%
2025E	59194	-19.9%	89153	-8.5%	84586	-12.6%
2026E	50778	-14.2%	83461	-6.4%	77206	-8.7%

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

4. 投资建议

房地产市场正处于调整转型期，2025 年政策持续宽松，稳楼市措施逐步落地，局部地区已出现复苏迹象，高能级城市与改善性需求逐步回暖；开发端则继续分化，财务稳

健、深耕核心城市的企业更具优势。物业管理行业也在从“规模优先”转向“效益优先”，盈利质量修复可期。经纪与居住服务行业，随着存量房市场兴起，头部平台将继续受益。投资建议：1) 房地产开发：推荐华润置地，招商蛇口，新城控股，建议关注保利发展；2) 物业管理：推荐华润万象生活，绿城服务，建议关注保利物业，招商积余；3) 房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。

5. 风险提示

(1) **政策效果不及预期。**若后续政策宽松力度或节奏弱于预期，地方执行效果不及市场判断，可能导致购房信心修复延后，销售回暖斜率放缓，从而影响行业整体修复进度。

(2) **销售与回款不及预期。**若宏观经济增速不及预期或居民收入预期偏弱，购房观望情绪可能加重，导致销售规模继续承压。核心城市修复不足可能拖累全国销售与回款节奏，进而影响房企经营稳定性和行业企稳进程。

(3) **行业流动性风险加剧。**在融资恢复有限、偿债压力较高的背景下，若销售回款偏弱，房企资金链紧张可能加剧，局部风险有外溢可能。流动性恶化可能影响项目交付和市场信心，进而延缓行业信用修复。

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提供。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>