行业评级：看好（维持）

证券研究报告|行业专题报告

房地产

2026年1月13日

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

寒夜破晓，曙光渐近

--2026年房地产投资策略

证券分析师

邓力

SAC：S1350525070006

dengli@jzsec.com

陈颖

SAC：S1350525110002

chenying02@huayuanstock.com

请务必仔细阅读正文之后的评级说明和重要声明

报告要点

- **现状分析：**当前中国房地产市场正处于结构性调整阶段，整体特征表现为“量价齐跌、库存及投资压力仍存”。2025年，全国新房成交延续22年以来的调整趋势，70城新房二手房价格同环比持续下跌，价格端仍在底部震荡。库存方面，新房和二手房库存去化压力仍在增加，其中新房库存虽略有回落，但在成交持续偏弱的背景下，全国平均去化周期仍维持高位，库存压力依旧突出。投资端，房企整体延续谨慎态度，拿地意愿偏弱，新开工面积持续下降，房地产开发投资降幅仍在扩大。

- **政策复盘：**回顾2021年及之前的历史周期，房地产需求走弱多由政策收紧引发，因此政策放松往往能迅速带来成交与房价反弹，刺激效果明显。但本轮周期中，2022-2024年多轮宽松政策均未带来持续修复，核心原因或在于需求端已自然“见顶”：城镇化率升至接近快速提升区间的上沿、人口增速转负，新增需求放缓；同时居民与房企杠杆已处高位，信用扩张空间有限，导致政策刺激效果相对有限。这意味着本轮调整并非传统“政策收紧-政策放松”周期，而是需求自然回落与资产负债表约束共同导致。展望未来，行业复苏或需同时满足政策进一步发力与需求自然筑底，政策方向或将从传统宽松转向利率下行、房贷贴息、存量房收储及城市更新等结构性工具。

- **行业展望：**我们认为，2026年，三大趋势值得期待：**1）房地产调整周期有望进入尾声：**参考全球68次房地产危机的历史经验，样本历史平均跌幅35%，平均调整时间6年，当前我国实际房价调整的长度与深度均已相对充分。更重要的是，2006-2021年中国房地产的上行周期中实际房价涨幅与同期实际人均GDP增速基本匹配，显示房地产价格上涨与经济扩张相协调，整体风险或低于普遍认知。**2）“好房子”趋势：**当前房地产行业政策导向已完成从“住有所居”向“住有宜居”的根本性转变。中央层面自2023年起高频强调建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”，政策推动和供需结构的升级意味着后续高品质住宅市场或将迎来较大的发展空间。**3）香港楼市复苏延续：**考虑美联储降息周期、“供平过租”激发的刚性及投资需求释放，以及人口回流提供的刚性需求等多重积极因素支撑，预计2026年香港一手私人住宅市场成交量与成交价格或将进一步回升。

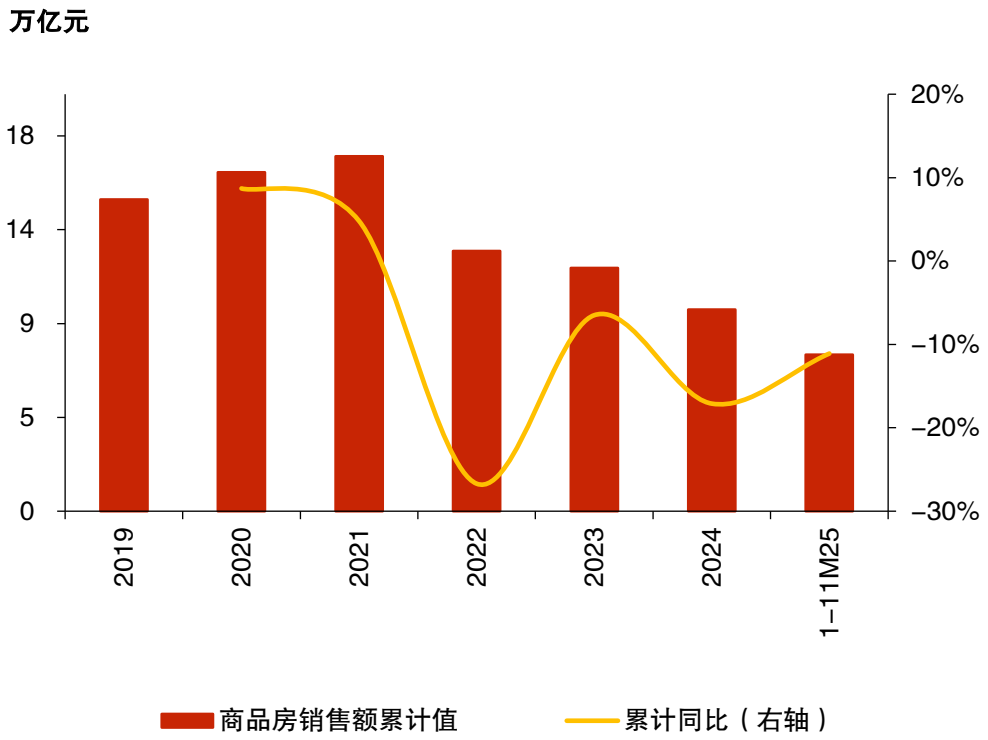
- **风险提示：**政策波动风险，行业基本面修复不及预期的风险，房企经营与流动性风险，第三方数据偏差风险。

主要内容

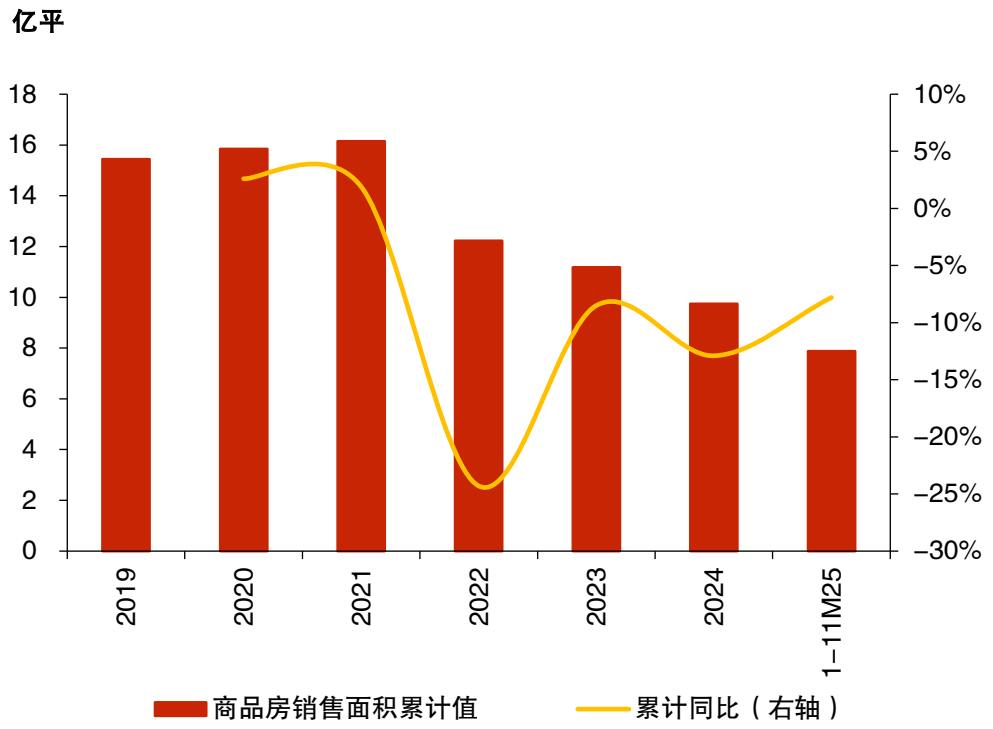
1. 现状分析：量价已深度调整，静待拐点
2. 政策复盘：基本面与政策面有望共振
3. 行业展望：2026年三大趋势值得期待
4. 投资建议：寒夜破晓，曙光渐近
5. 风险提示

成交：新房成交已深度调整，降幅正逐步收窄

图：全国商品房销售金额及同比



图：全国商品房销售面积及同比

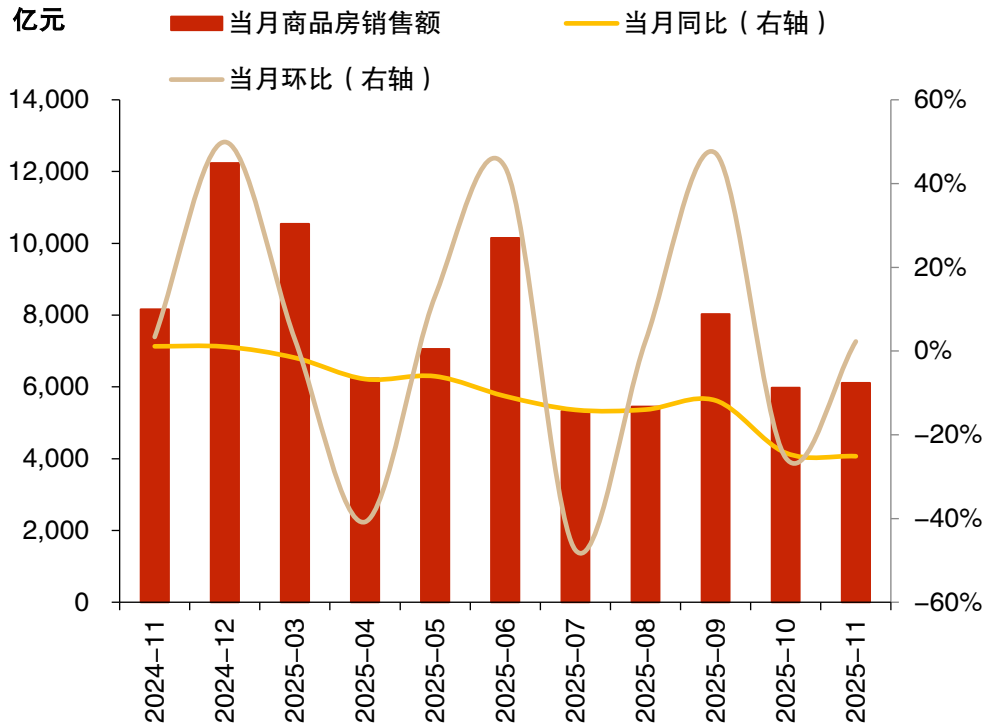


- **新房市场虽仍处于调整区间，但整体降幅正在收窄。**根据国家统计局的数据，2025年1-11月，全国商品房销售金额为7.5万亿元，同比-11.1%，降幅较2024全年收窄6.0pct。全国商品房销售面积为7.9亿平，同比-7.8%，降幅较2024全年收窄5.1pct。

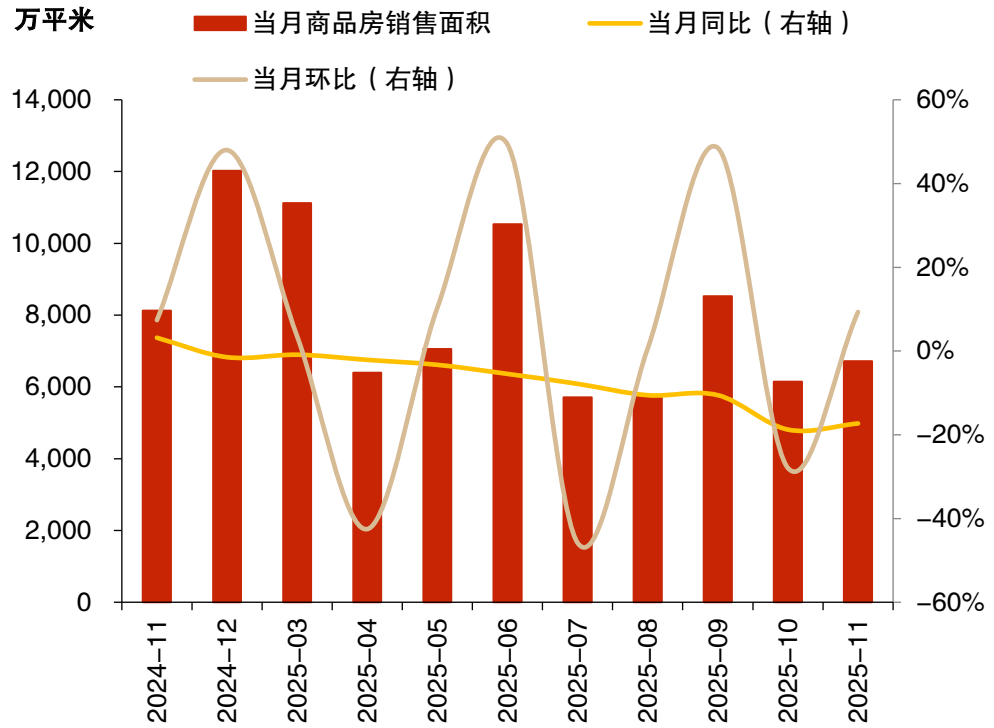
资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

成交：新房成交已深度调整，降幅正逐步收窄

图：全国商品房销售额（按月）



图：全国商品房销售面积（按月）

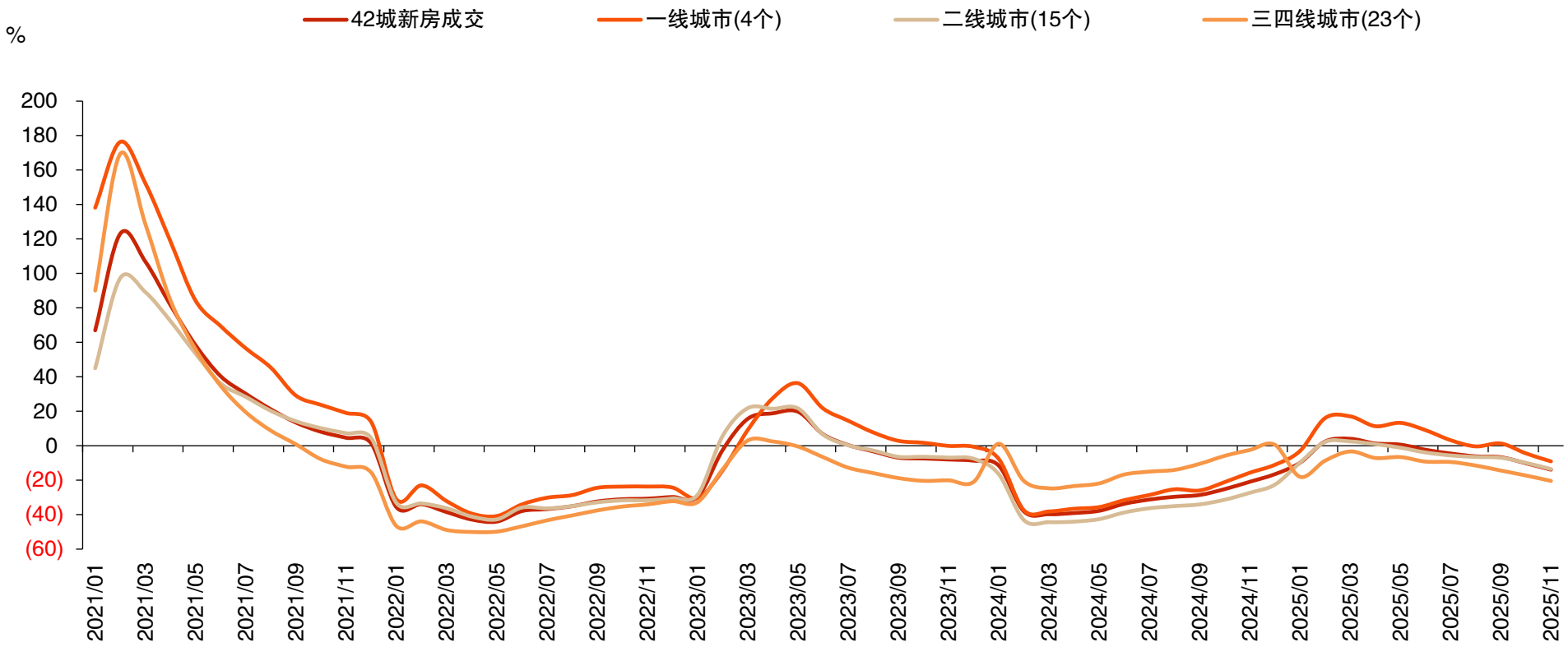


- 按月来看，2025年11月，全国商品房销售金额/面积同比分别-25%/-17%，环比分别+2.3%/+9.3%，显示新房市场近期有所改善。此外，以MA12个月口径计算，11月的商品房销售金额和销售面积较历史高点已分别回落47%和52%，反映出整体销售水平已深度调整。

资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

成交：新房成交整体仍承压，一线城市韧性更足

图：重点42城新房成交面积累计同比变化



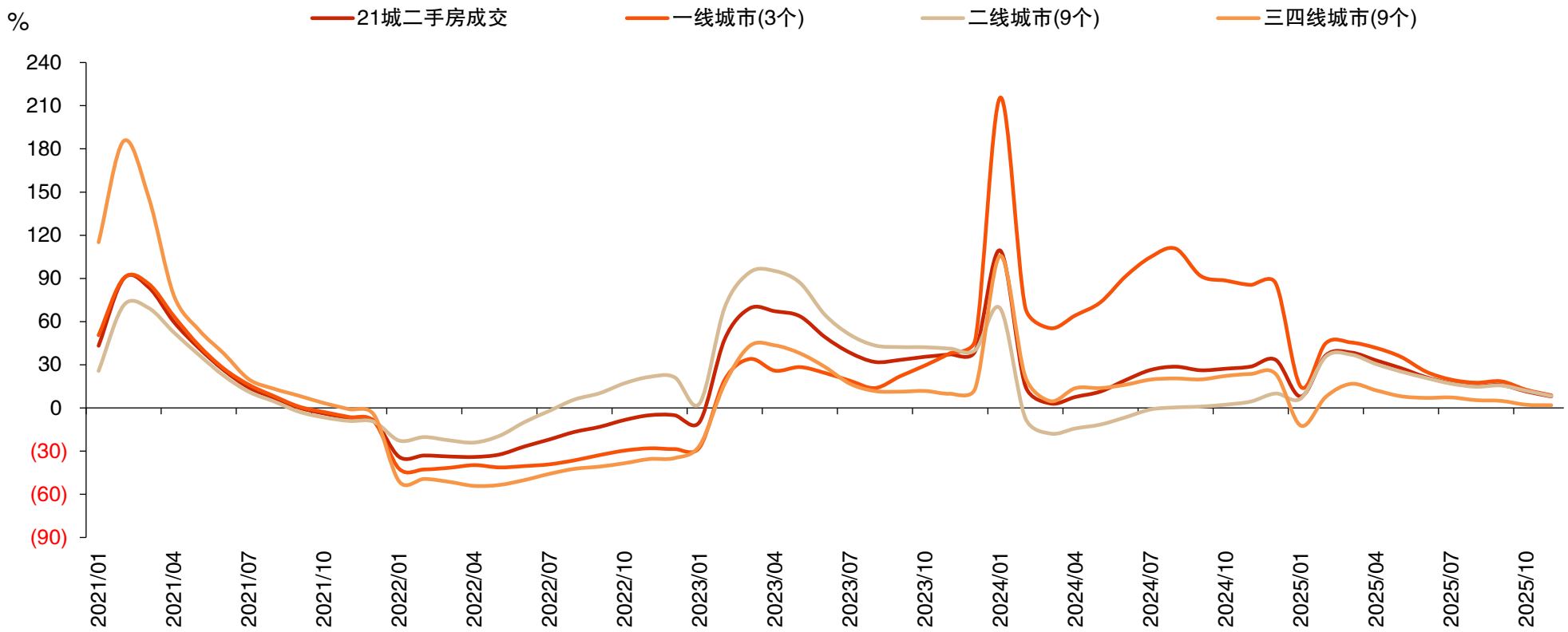
- 2025年初至今（截至11月28日），我们重点跟踪的42个城市新房成交面积累计同比下降13.9%。分能级来看，一线城市表现出更强韧性，成交面积累计同比下降9.1%，二线和三四线城市分别累计下降13.5%、20.4%，显示出市场修复节奏在不同城市层级间存在分化。

注：一线城市包括北京、上海、广州、深圳共4个城市；二线城市包括杭州、武汉、成都、青岛、苏州、福州、厦门、无锡、东莞、济南、大连、佛山、宁波、温州、南宁共15个城市；三四线城市包括泉州、扬州、惠州、嘉兴、韶关、江阴、金华、柳州、绍兴、江门、莆田、肇庆、泰安、芜湖、宝鸡、舟山、池州、清远、衢州、荆门、吉安、茂名、广安共23个城市，下同。

资料来源：Wind，华源证券研究所

成交：二手房成交表现相对亮眼

图：重点21城二手房成交面积累计同比变化

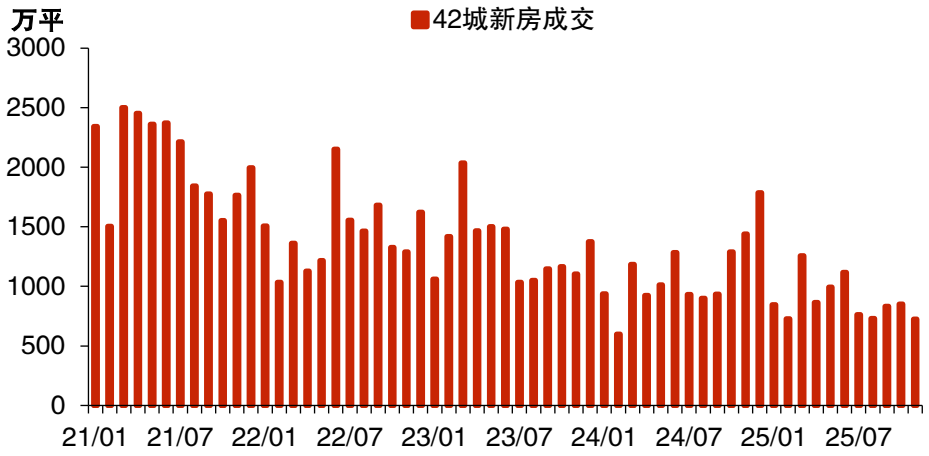


- 2025年初至今（截至11月28日），我们重点跟踪的21城二手房成交面积累计同比+8.0%，相较于新房，二手房成交表现相对亮眼，其中一线、二线、三四线城市二手房成交面积累计同比+8.8%、+8.2%、+1.9%。

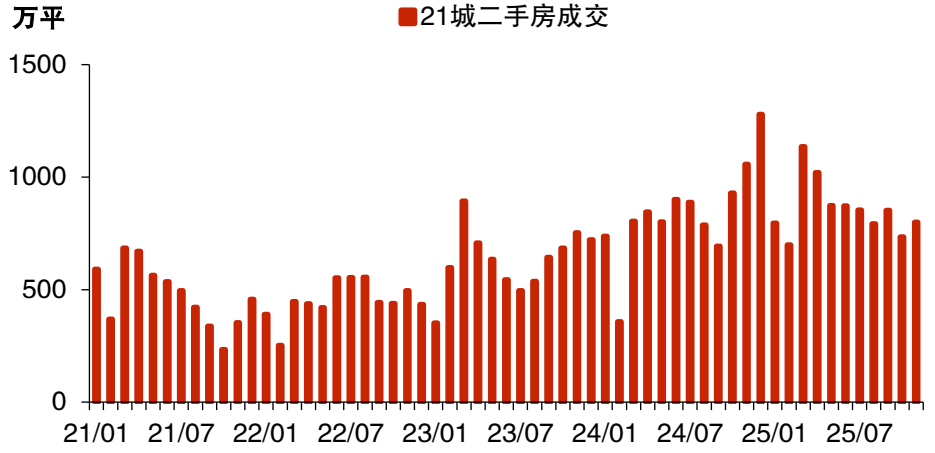
注：一线城市包括北京、上海、深圳共3个城市；二线城市包括杭州、成都、青岛、苏州、厦门、东莞、南宁、大连、佛山共9个城市；三四线城市包括扬州、金华、江门、宝鸡、池州、清远、衢州、渭南、资阳共9个城市，下同。
资料来源：Wind，华源证券研究所

成交：新房成交面积下降、二手房成交面积上升

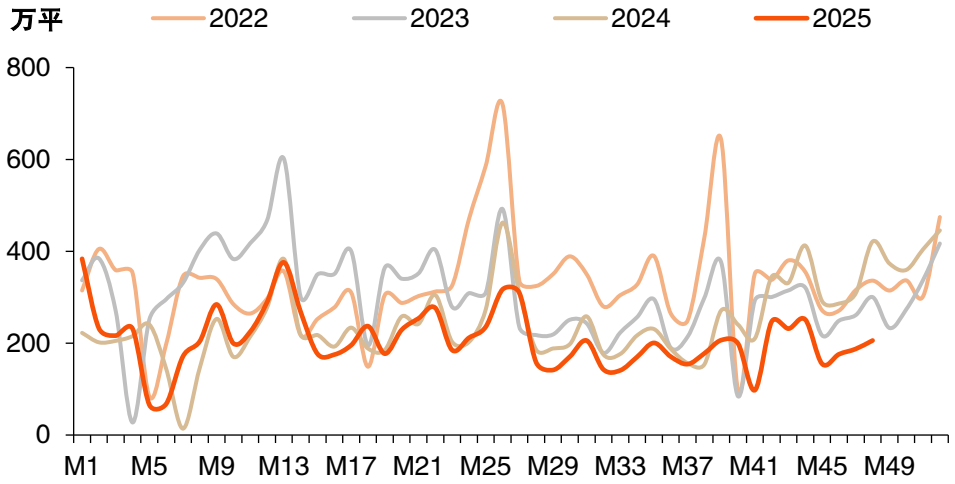
图：重点42城月度新房成交面积



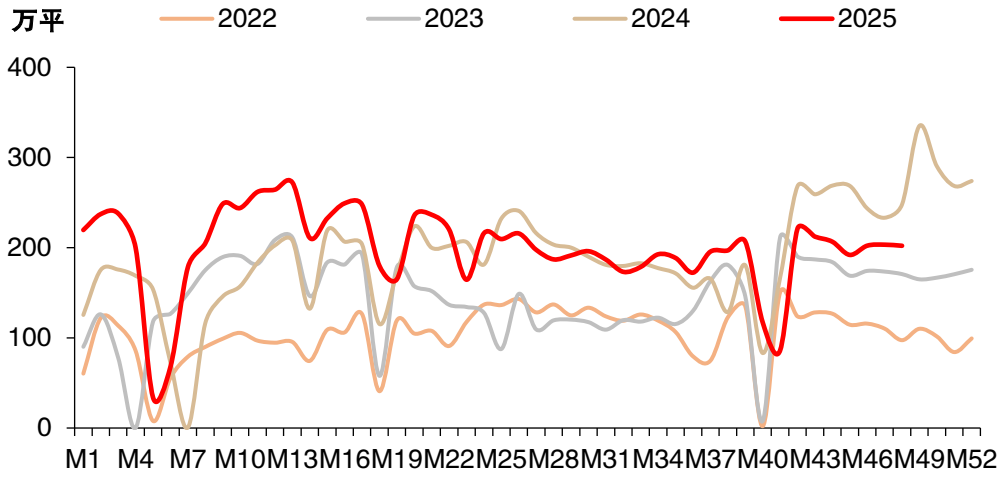
图：重点21城月度二手房成交面积



图：42城单周新房成交面积



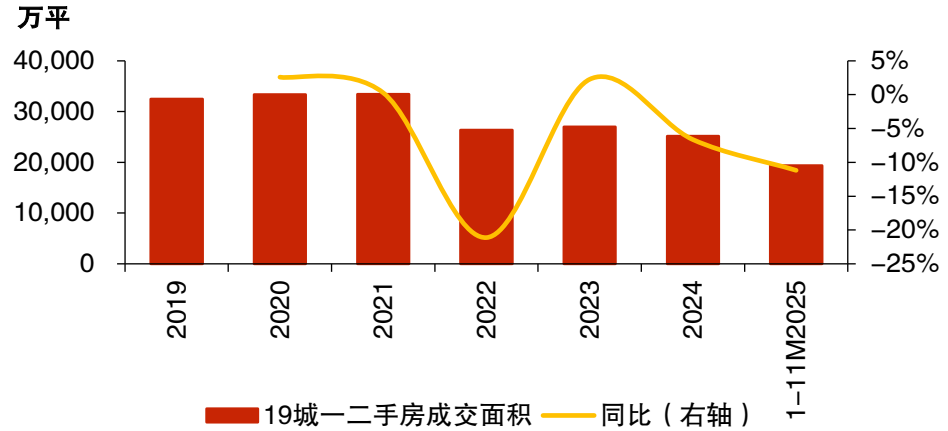
图：21城单周二手房成交面积



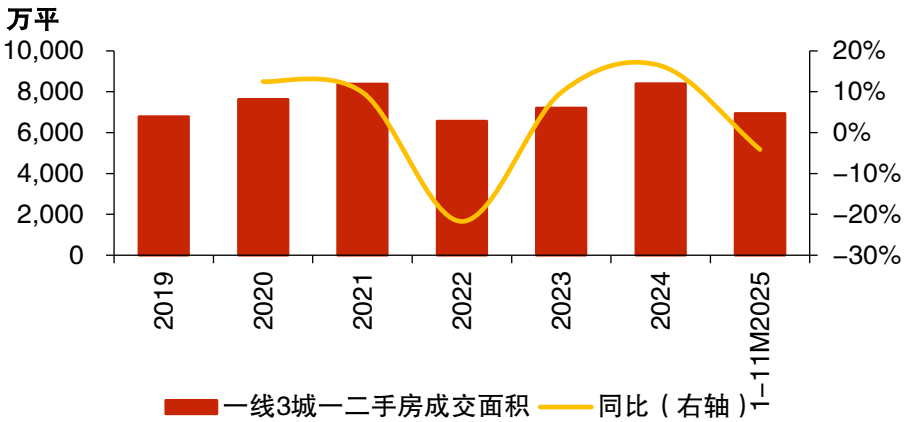
资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

成交：市场格局进一步分化

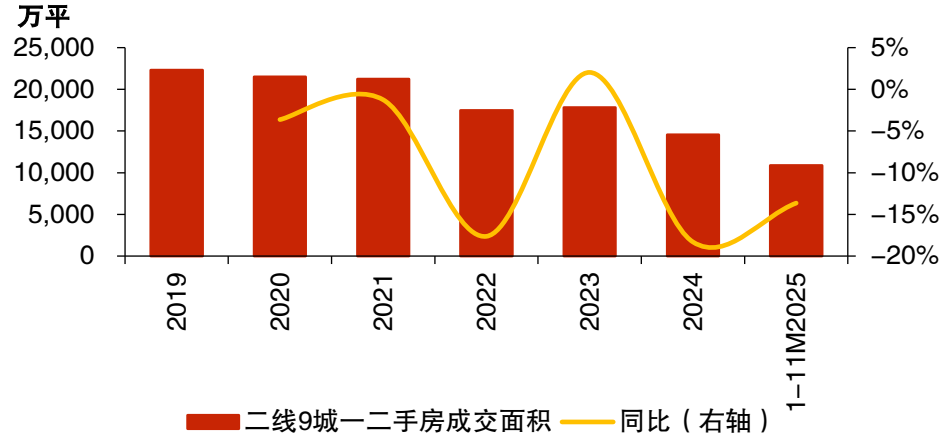
图：19城一二手房成交面积



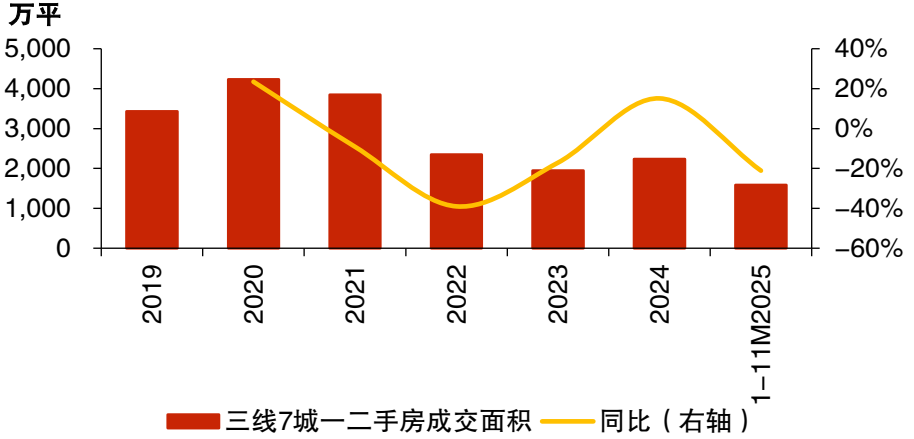
图：一线3城一二手房成交面积



图：二线9城一二手房成交面积



图：三线7城一二手房成交面积

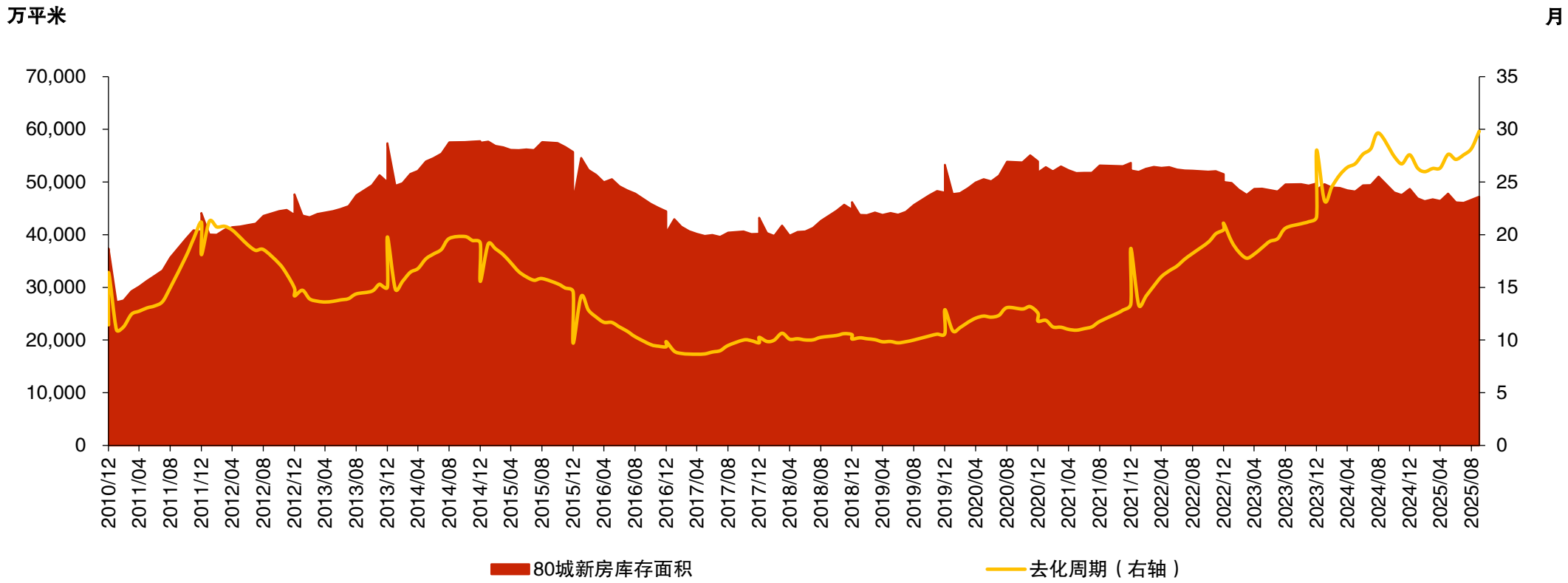


- **核心城市在整体调整期中展现出明显的需求韧性。**2025年初至今（截至11月28日），19个重点城市的一二手房总成交面积累计同比-11.2%，表明整体市场仍有压力。从结构来看，一线城市总成交面积累计同比-4.1%，降幅显著小于二线城市（-13.6%）和三线城市（-21.1%）。

注：以上一线城市分别为北京、上海、深圳；二线城市分别为杭州、成都、青岛、苏州、厦门、东莞、南宁、大连、佛山；三线城市分别为扬州、金华、江门、宝鸡、池州、清远、衢州。
资料来源：Wind，华源证券研究所

库存：绝对库存小幅回落，但去化周期有所拉长

图：80城新房库存面积和去化周期



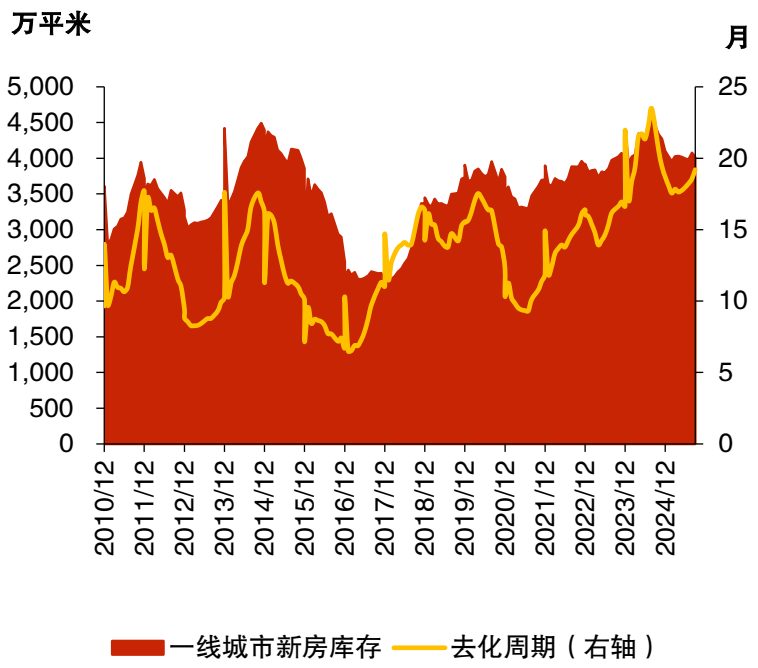
- **新房库存小幅回落，去化周期仍受成交下行拖累。**根据克而瑞的统计，截至2025年10月末，全国80城新房库存面积为4.7亿平米，较2024年末下降1%，对应MA12个月的去化周期为29.8个月，较2024年末拉长3.1个月。尽管新房库存总量小幅回落，但由于成交表现疲软，去化周期有所拉长。

注：80城包括上海、北京、广州、深圳、杭州、重庆、天津、武汉、成都、南宁、南京、青岛、长沙、兰州、呼和浩特、宁波、大连、郑州、沈阳、厦门、济南、昆明、南昌、贵阳、太原、西安、哈尔滨、合肥、福州、长春、石家庄、徐州、常州、温州、东莞、泉州、嘉兴、洛阳、烟台、金华、苏州、宜昌、中山、惠州、佛山、南通、唐山、乌鲁木齐、常德、岳阳、芜湖、茂名、株洲、无锡、珠海、九江、日照、银川、马鞍山、荆门、张家口、滁州、清远、海口、舟山、西宁、丹东、淮南、北海、蚌埠、江阴、张家港、晋江、汕头、三明、宜兴、常熟、钦州、太仓、建德，下同。

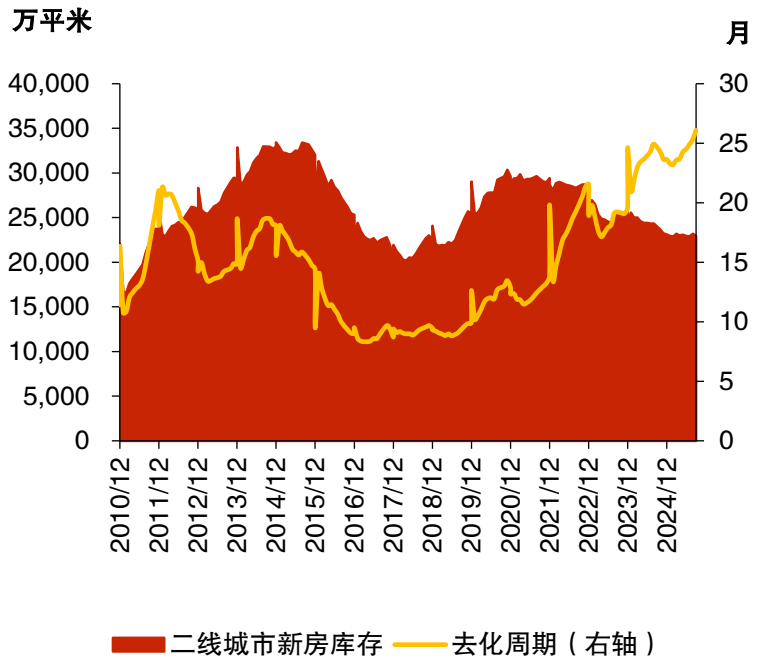
资料来源：克而瑞，华源证券研究所

库存：高能级城市去化相对稳定，低能级城市去库存压力较大

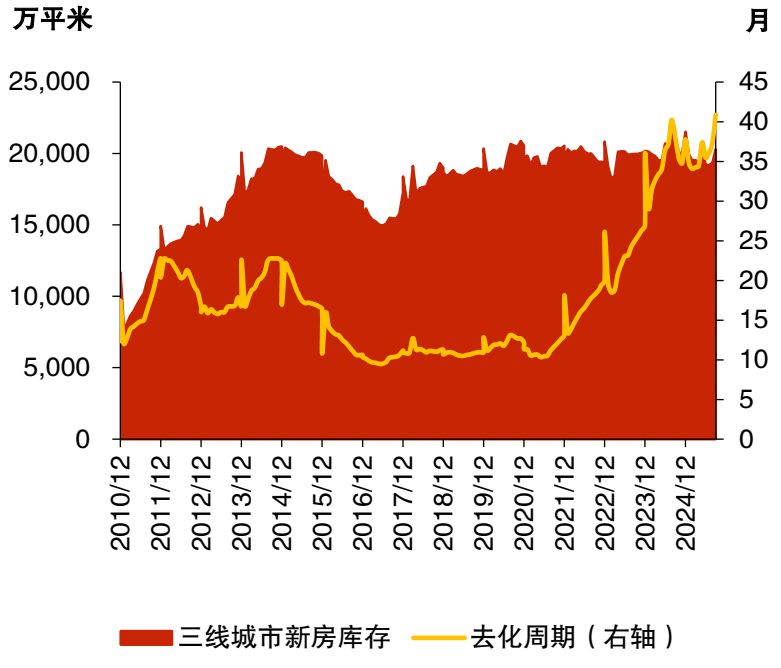
图：一线城市新房库存面积和去化周期



图：二线城市新房库存面积和去化周期



图：三线城市新房库存面积和去化周期

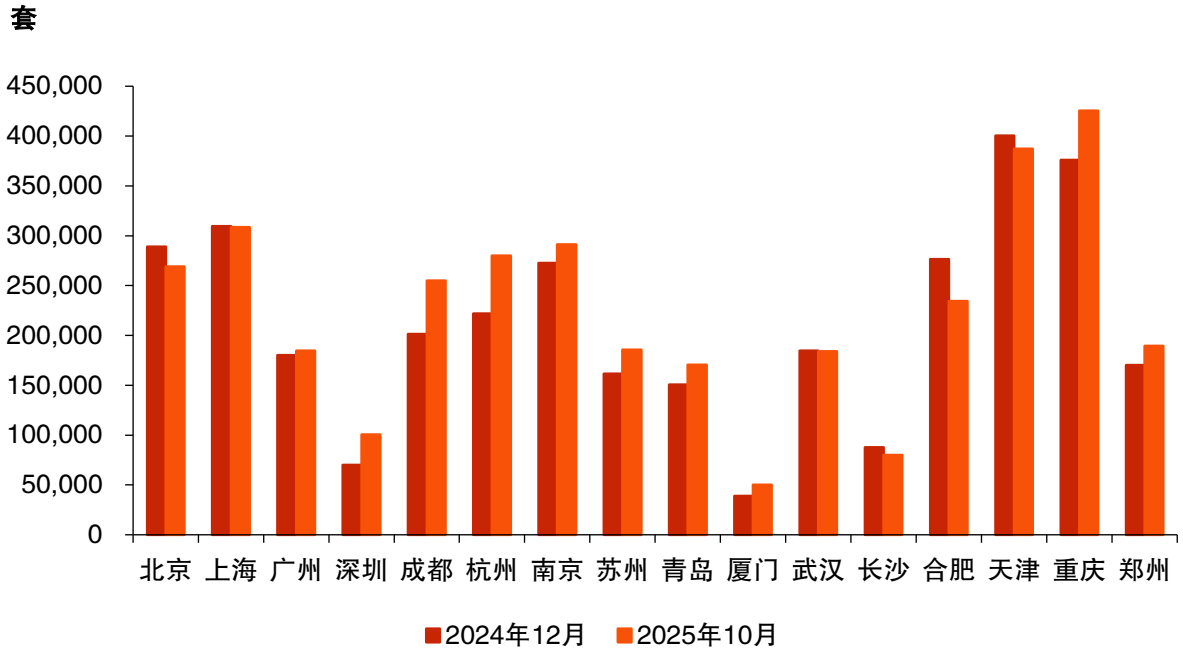


- 截至2025年10月末，一线、二线、三线城市新房库存面积分别为0.4、2.3、2.0亿平米，分别较2024年末-6.1%、-1.4%、+1.4%，对应去化周期分别为19.2、26.1、40.9个月，分别较2024年末-0.2、+2.4、+6.1个月。整体来看，一线城市去化周期维持稳定，二线、三线城市则面临较大的去库存压力，去化周期均有所拉长，反映出市场信心和需求韧性仍存在明显的区域分化。

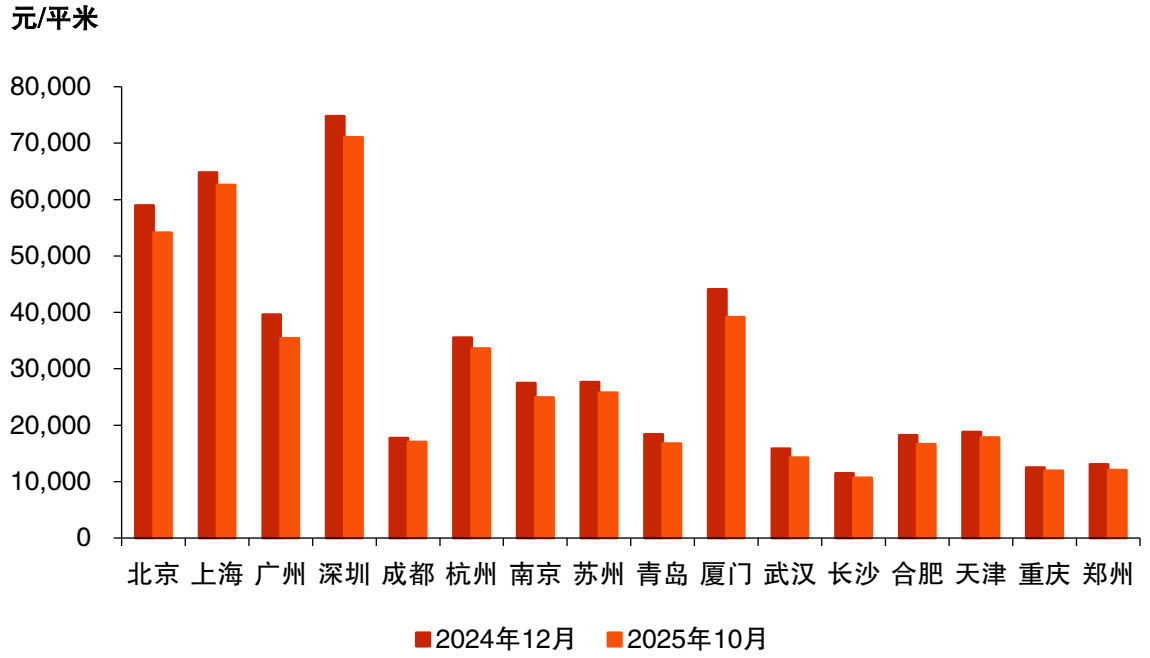
资料来源：克而瑞，华源证券研究所

库存：二手房挂牌量持续上升，挂牌价继续回落

图：16城存量二手房挂牌量



图：16城存量二手房挂牌价

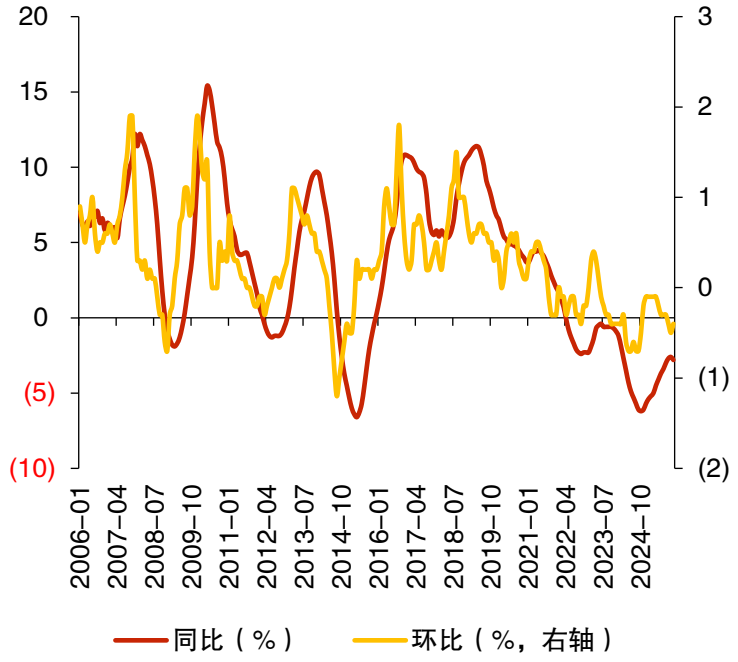


- 根据中指院的统计，截至2025年10月末，我们重点跟踪的16个城市的存量二手房挂牌套数较2024年末上升6.0%，其中一线4城的二手房挂牌量较2024年末上升1.6%，二线12城的二手房挂牌量较2024年末上升7.5%。
- 价格层面，截至2025年10月末，重点16城的二手房挂牌均价较2024年末平均下跌6.6%。分城市来看，厦门、广州、武汉、南京及青岛的挂牌价调整幅度居前，跌幅分别达11.3%、10.6%、9.8%、9.2%、9.2%。
- 我们认为，当前二手房市场仍面临一定的调整压力。一方面，业主出售意愿持续增强，推高市场存量；另一方面，大部分购房者仍处于观望状态，需求尚未有效恢复。

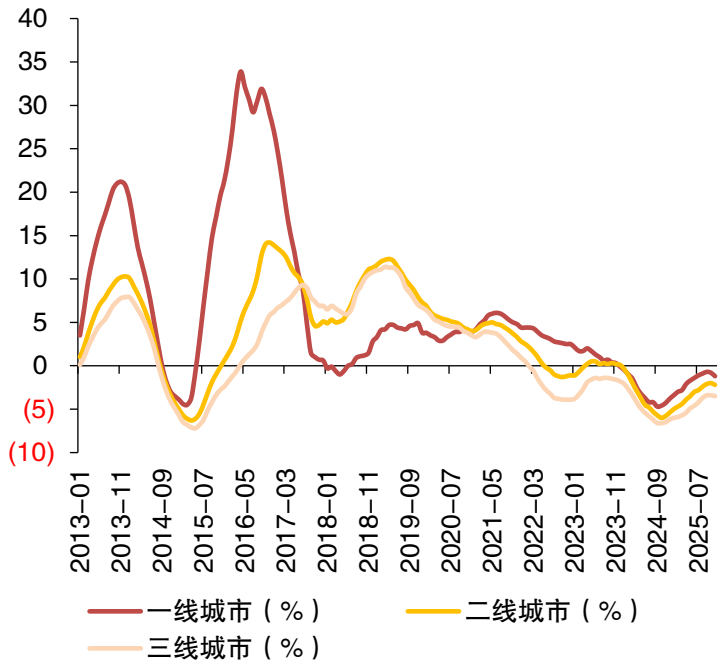
资料来源：中指院，华源证券研究所

房价：新房价格仍处于探底阶段

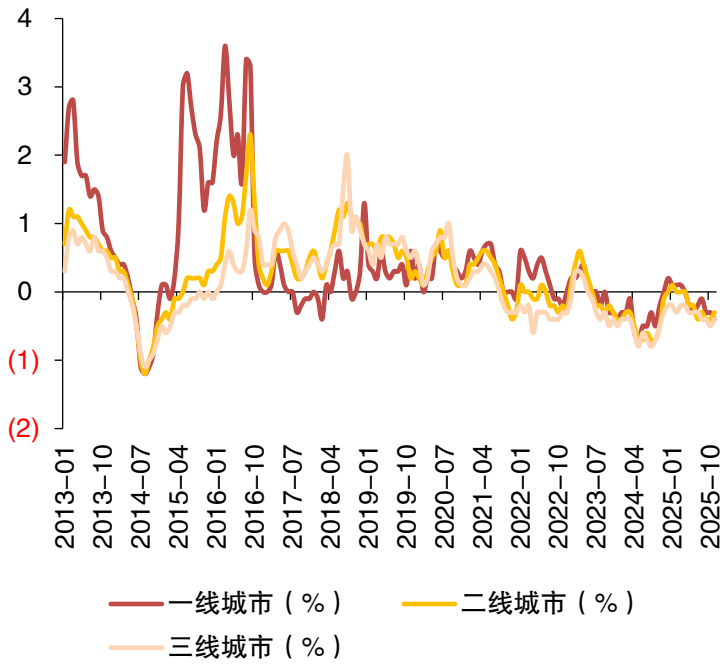
图：70城新建商品住宅价格指数同环比



图：70城新建商品住宅价格指数同比（分城市能级）



图：70城新建商品住宅价格指数环比（分城市能级）

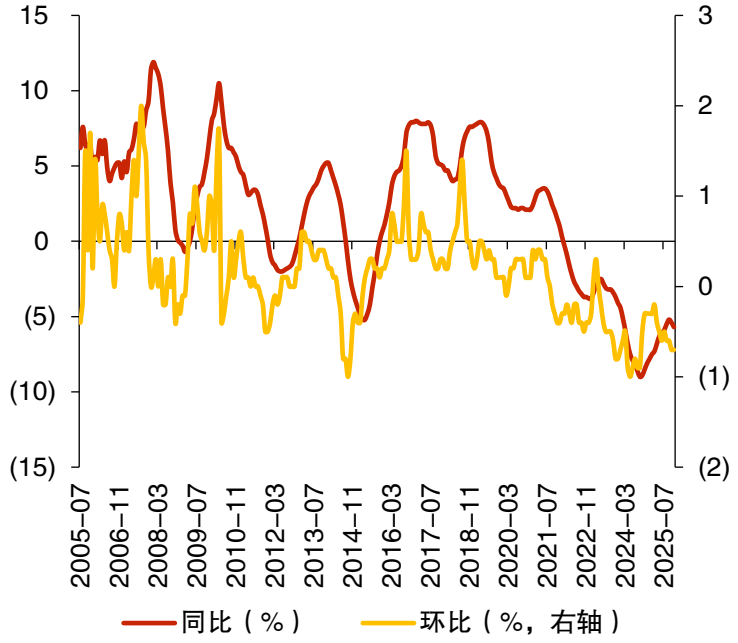


- **新房价格延续调整趋势**。2025年11月，70城新房价格指数同比下降2.8%，降幅较10月走阔0.2个百分点；环比下降0.4%，降幅较10月收窄0.1个百分点。分城市能级看，2025年11月，一线、二线、三线城市新房价格同比分别下降1.2%、2.2%、3.5%，环比分别下降0.4%、0.3%、0.4%。

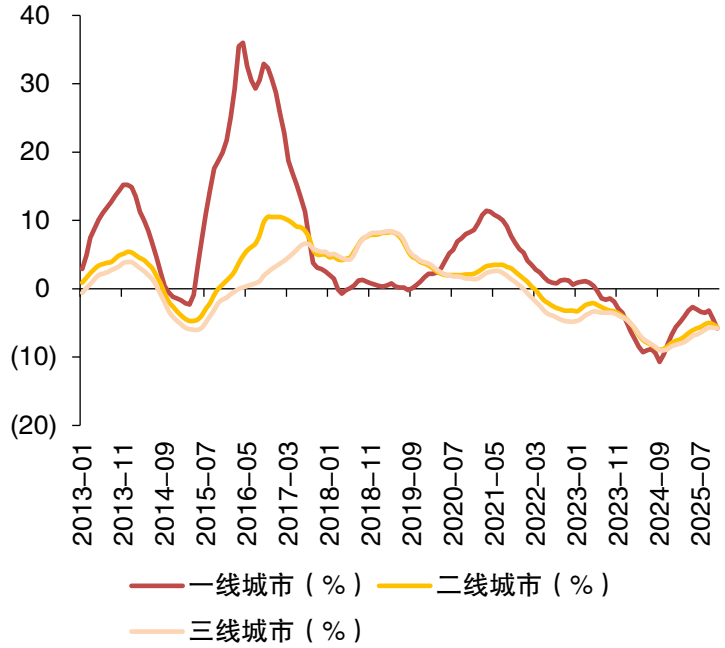
资料来源：国家统计局，华源证券研究所

房价：二手房价格继续承压

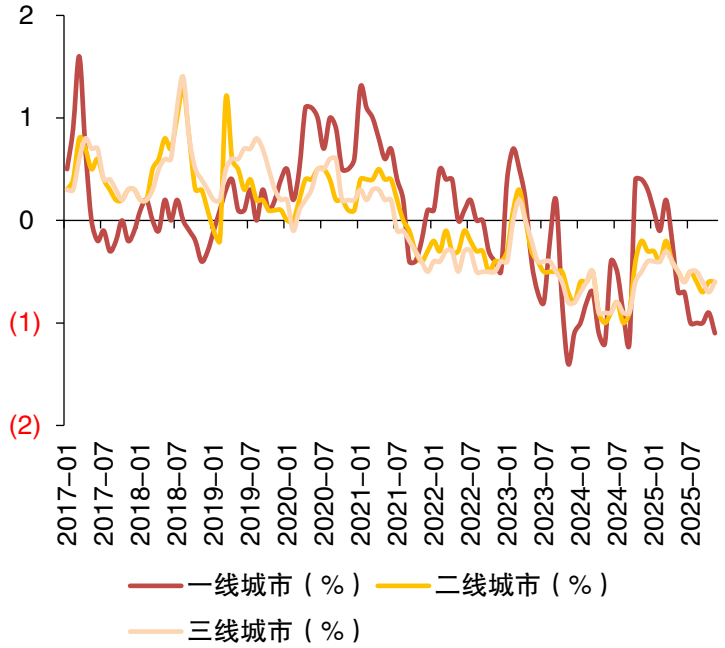
图：70城二手住宅价格指数同环比



图：70城二手住宅价格指数同比（按城市能级划分）



图：70城二手住宅价格指数环比（按城市能级划分）

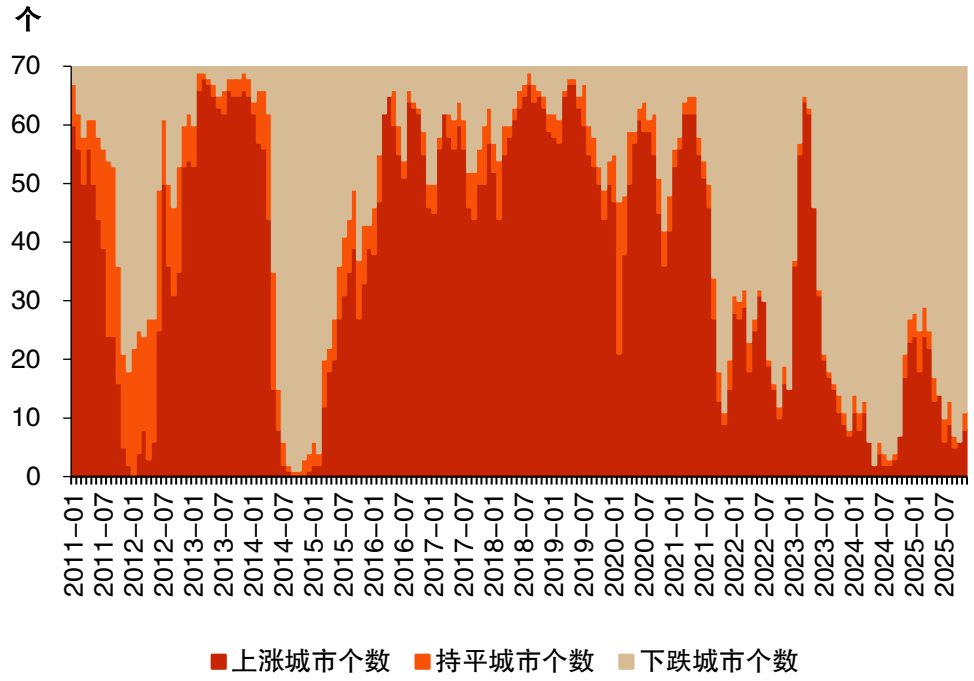


- **二手房价格继续调整且同比跌幅扩大。**2025年11月，70城二手房价格指数同比下降5.7%，跌幅较10月走阔0.3个百分点；环比下降0.7%，环比已连续下滑31个月。分城市能级看，一线、二线、三线城市二手房价格同比分别下降5.8%、5.6%、5.8%，较10月分别走阔1.4、0.4、0.1个百分点；环比分别下降1.1%、0.6%、0.6%，其中一线城市环比降幅较二三线城市更大。

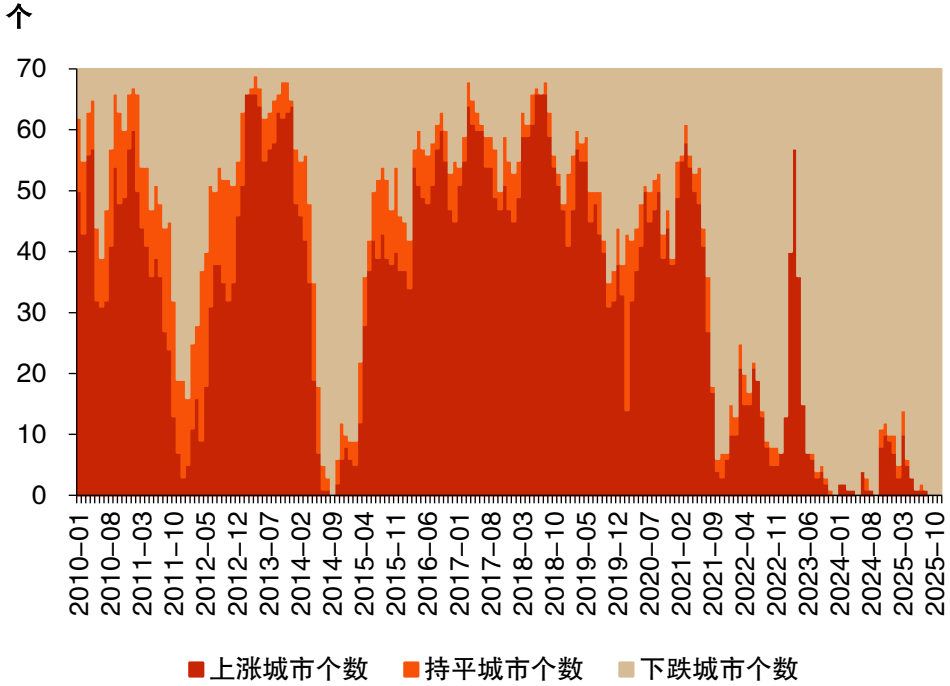
资料来源：国家统计局，华源证券研究所

房价：新房及二手房下跌城市数持续增加

图：70城新建商品住宅价格指数当月环比上涨、持平及下跌城市个数



图：70城二手住宅价格指数当月环比上涨、持平及下跌城市个数

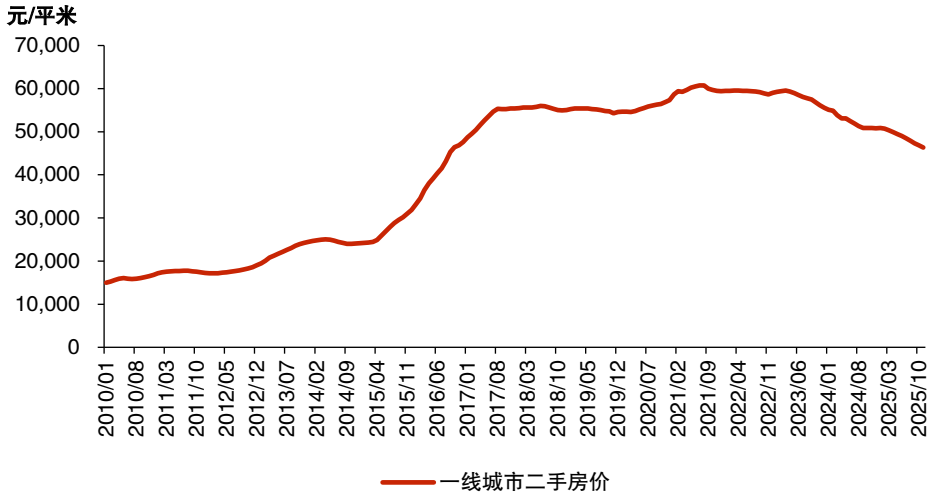


- **新房二手房价下跌城市持续增加。**2025年11月，70城新房价格环比上涨的城市为8个，相较于2024年12月减少15个；环比下跌的城市则增加至59个。2025年1-11月，新房价格环比下行的城市数量仍在扩大，市场修复的广度尚未形成。
- 2025年11月，70城二手房价格环比下跌城市数量为70个，相较2024年末增加了10个。自2025年4月以来，二手房价格环比下跌的城市个数持续增加，表明二手房价格的调整已具普遍性，市场信心亟待修复。

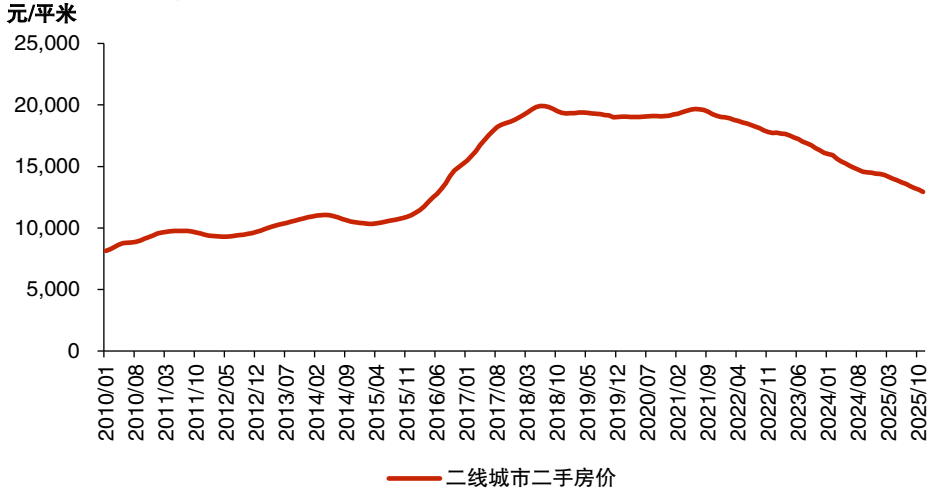
资料来源：国家统计局，华源证券研究所

房价：各能级城市二手房价格已处于历史的相对低位

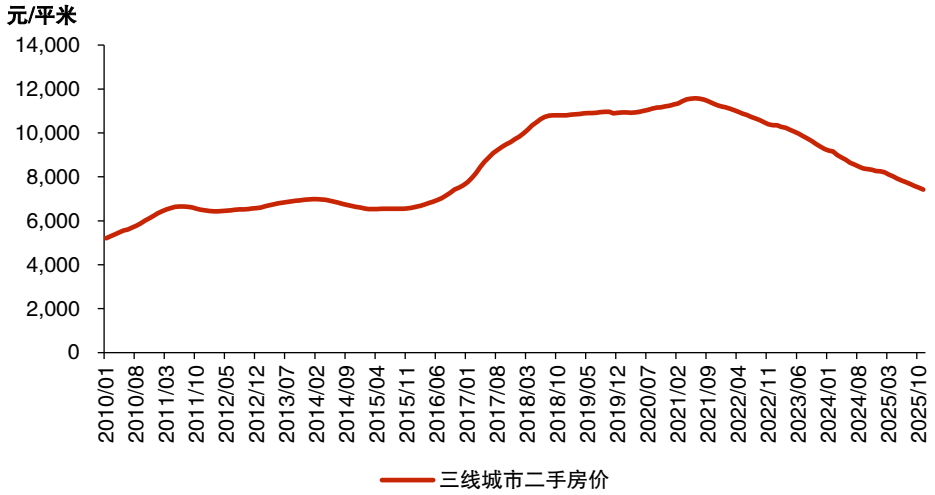
图：一线城市房价



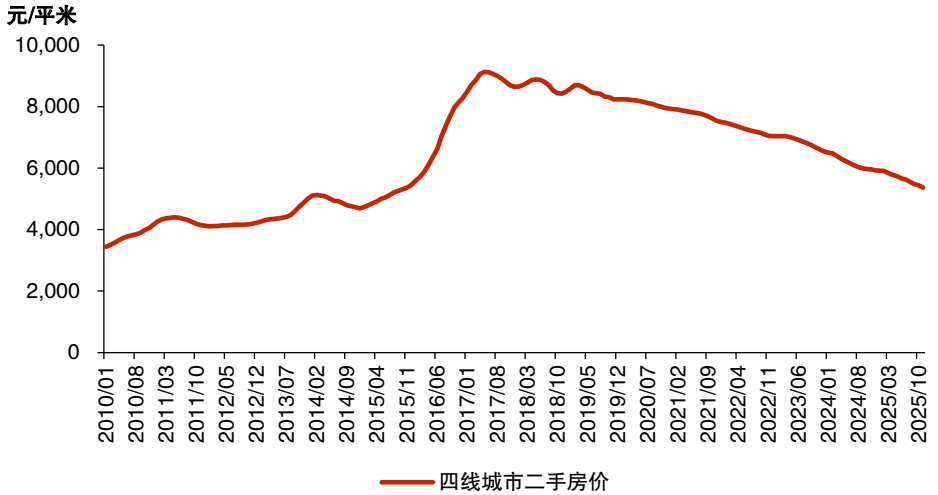
图：二线城市房价



图：三线城市房价



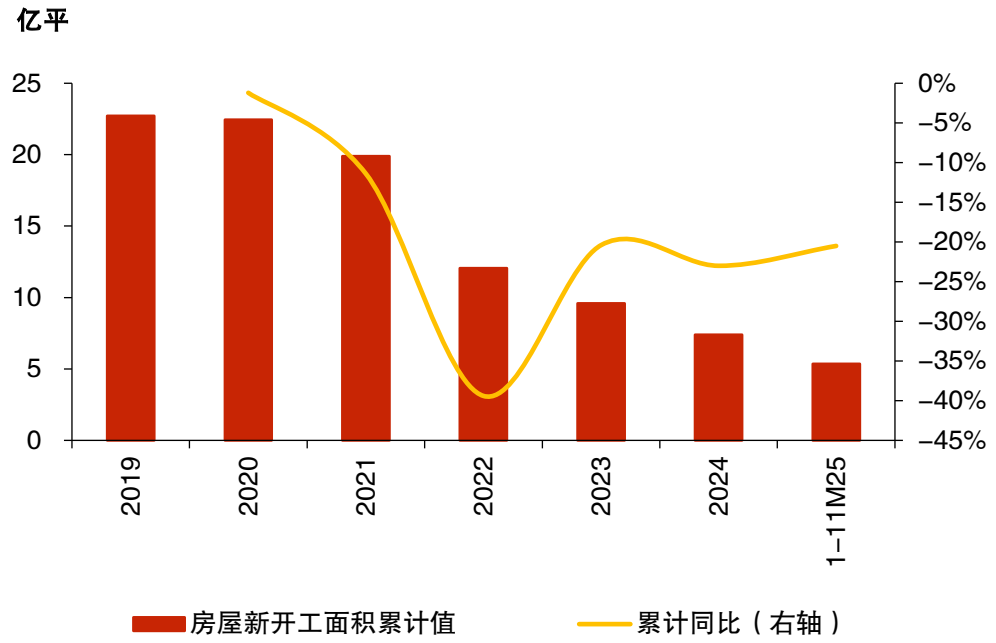
图：四线城市房价



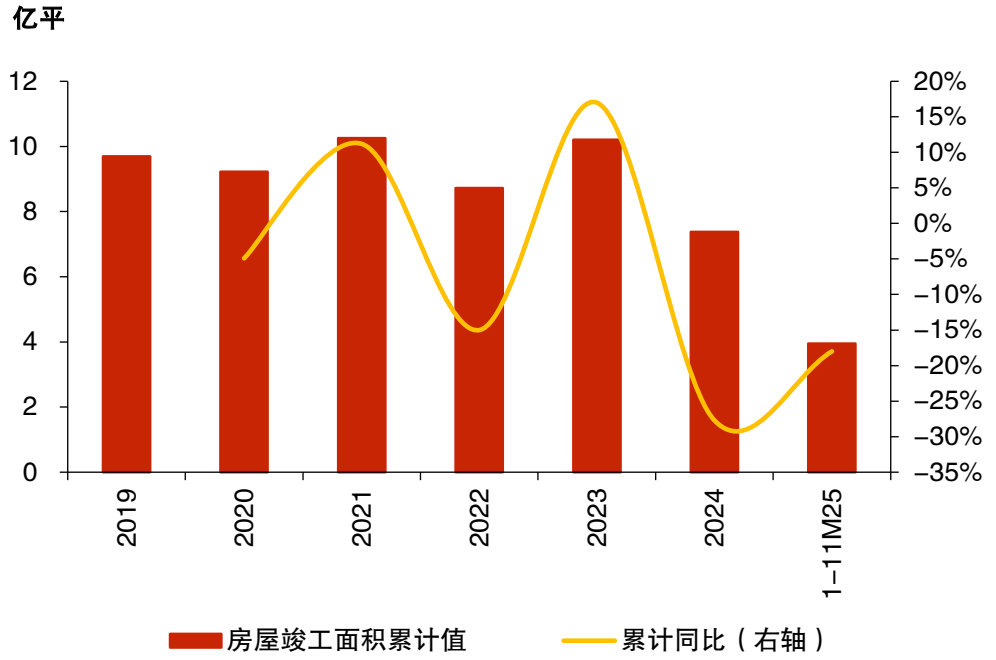
注：趋势动物口径：一线城市：北京、广州、上海、深圳、香港；二线城市：长春、长沙、成都、大连、东莞、佛山、福州、贵阳、哈尔滨、海口、杭州、合肥、济南、昆明、兰州、南昌、南京、南宁、宁波、青岛、三亚、沈阳、石家庄、苏州、太原、天津、温州、乌鲁木齐、武汉、西安、厦门、徐州、银川、郑州、重庆、珠海；三线城市：包头、保定、北海、常德、常州、大理、丹东、鄂州、防城港、赣州、桂林、呼和浩特、湖州、淮安、惠州、济宁、嘉兴、江门、金华、九江、临沂、柳州、洛阳、马鞍山、绵阳、南充、南通、清远、衢州、泉州、上饶、绍兴、台州、唐山、天水、威海、潍坊、无锡、芜湖、襄阳、烟台、盐城、宜昌、岳阳、湛江、张家口、漳州、镇江、中山、株洲、淄博；四线城市：安庆、宝鸡、澄迈、赤峰、达州、德阳、广元、邯郸、汉中、菏泽、黄石、吉安、吉林、开封、廊坊、攀枝花、遂宁、泰安、咸阳、新乡、许昌、雅安、宜宾、周口、晋中
资料来源：趋势动物，华源证券研究所

投资：房企投资情绪仍相对审慎

图：全国房屋新开工面积累计值



图：全国房屋竣工面积累计值

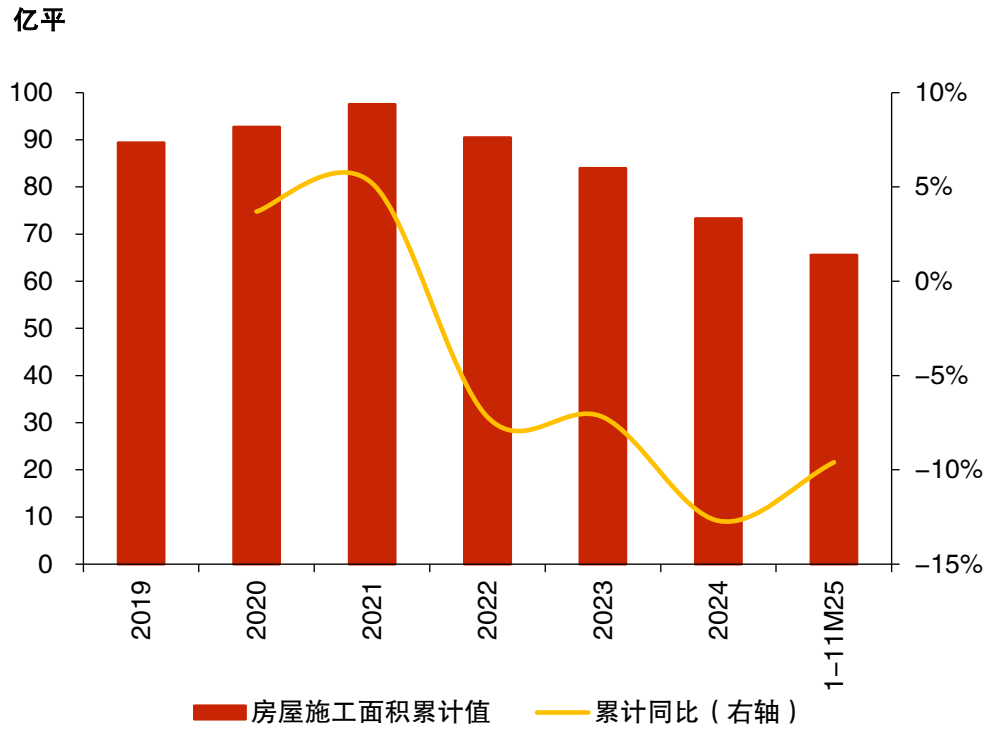


- 2025年1-11月，全国房屋新开工面积为5.4亿平方米，同比下降20.5%；施工面积65.6亿平方米，同比下降9.6%；竣工面积3.9亿平方米，同比下降18.0%。其中，新开工和竣工数据虽仍为负增长，但较2024年全年降幅已有所收窄（分别改善2.5和9.7个百分点），其中开工端的改善主要得益于土地收储与城市更新的加速推进，而竣工端的表现则是前期（2023年）商品房销售面积降幅收窄的滞后反映。

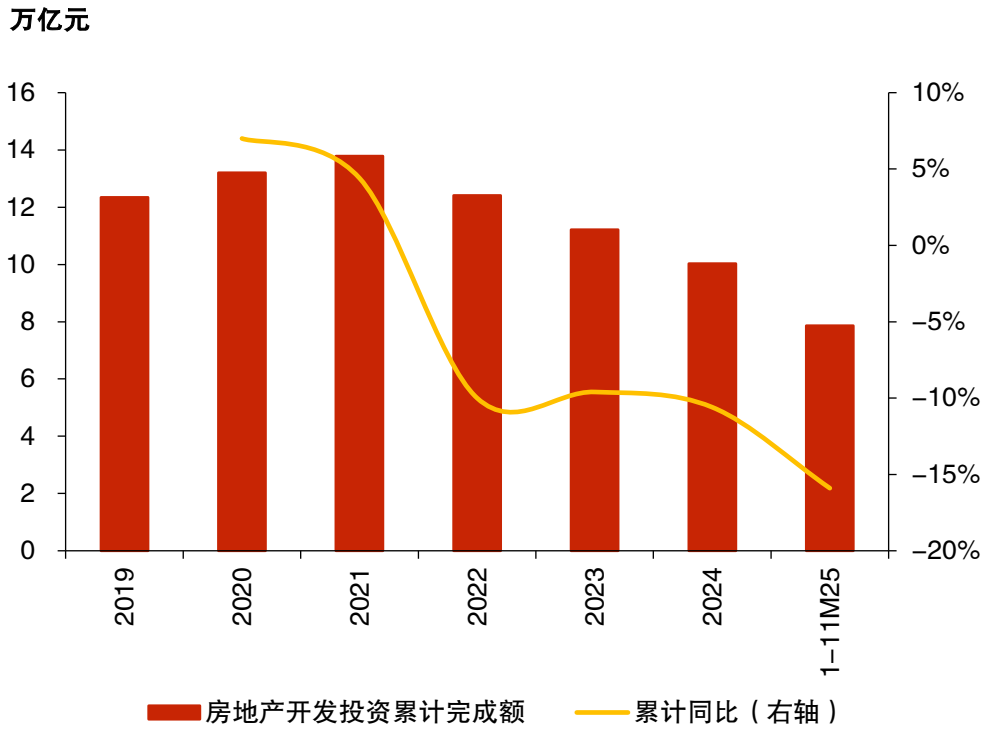
资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

投资：房企投资情绪仍相对审慎

图：全国房屋施工面积累计值



图：全国房地产开发投资累计完成额



- 根据统计局的数据，2025年1-11月，全国房地产开发投资累计完成7.9万亿元，同比下降15.9%，降幅较2024年全年扩大5.3个百分点，显示出房企在投资端的持续收缩态势。
- 整体来看，在当前市场需求未见显著回暖的背景下，房企在拿地、新开工等投资环节仍偏向保守，预计投资端在短期内难以出现明显回暖，开发投资的持续收缩或将是当前宏观经济面临的主要挑战之一，其拐点或仍取决于销售市场的持续企稳和房企现金流状况的根本修复。

资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

预测：2026年房地产销售、投资、开工、竣工

图：2026年全国房地产投资预测汇总

同比(%)	投资端					销售端		
	新开工面积	竣工面积	施工面积	土地购置费	投资额	销售额	销售面积	销售均价
2013	13.5	2.0	16.1	11.6	19.8	26.3	17.3	7.7
2014	-10.7	5.9	9.2	29.3	10.5	-6.3	-7.6	1.4
2015	-14.0	-6.9	1.3	1.2	1.0	14.4	6.5	7.4
2016	8.1	6.1	3.2	6.2	6.9	34.8	22.5	10.1
2017	7.0	-4.4	3.0	23.4	7.0	13.7	7.7	5.6
2018	17.2	-7.8	5.2	57.0	9.5	12.2	1.3	10.7
2019	8.5	2.6	8.7	14.5	9.9	6.5	-0.1	6.6
2020	-1.2	-4.9	3.7	6.7	7.0	8.7	2.6	5.9
2021	-11.4	11.2	5.2	-2.1	4.4	4.8	1.9	2.8
2022	-39.4	-15.0	-7.2	-5.7	-10.0	-26.7	-24.3	-3.2
2023	-20.4	17.0	-7.2	-5.5	-9.6	-6.5	-8.5	6.4
2024	-23.0	-27.7	-12.7	-8.7	-10.6	-17.1	-12.9	-4.8
2025E	-18.0	-16.7	-9.8	-10.3	-14.0	-10.9	-8.2	-3.0
2026E	-5.7	-15.6	-8.6	-1.8	-8.1	-9.3	-6.5	-3.0

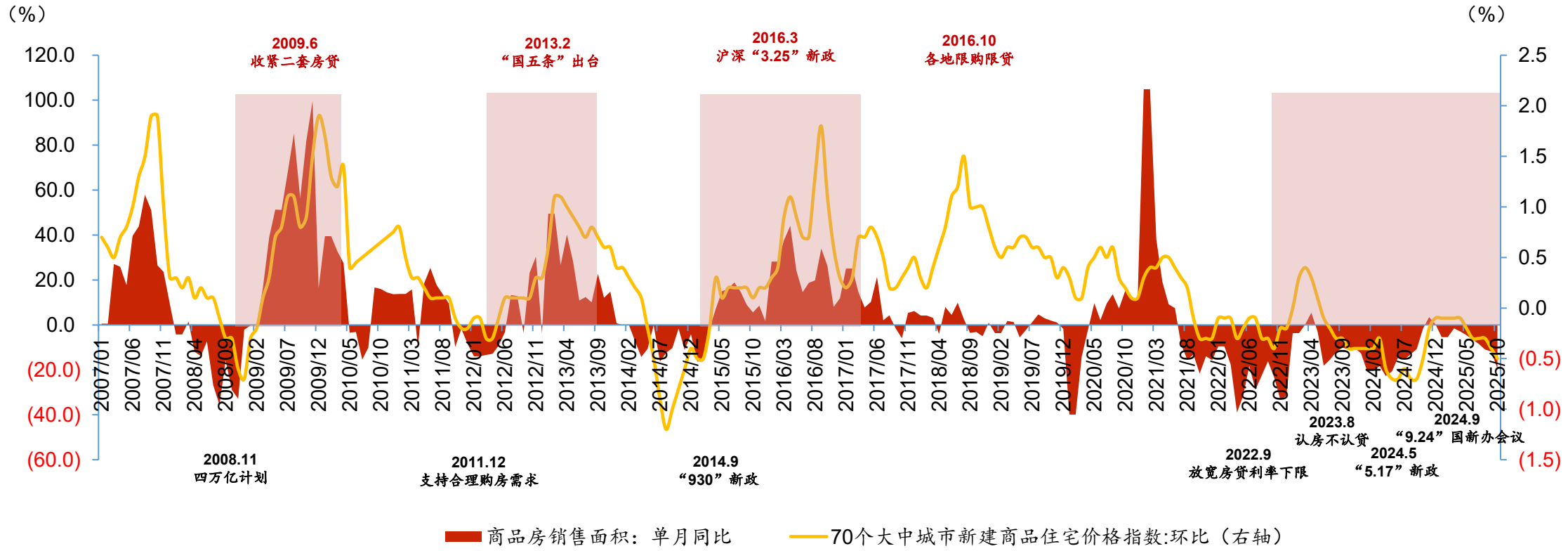
资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

主要内容

1. 现状分析：量价已深度调整，静待拐点
2. 政策复盘：基本面与政策面有望共振
3. 行业展望：2026年三大趋势值得期待
4. 投资建议：寒夜破晓，曙光渐近
5. 风险提示

长周期：本轮地产周期中，政策效果相对有限

图：复盘过往几轮房地产周期政策放松后地产量价走势

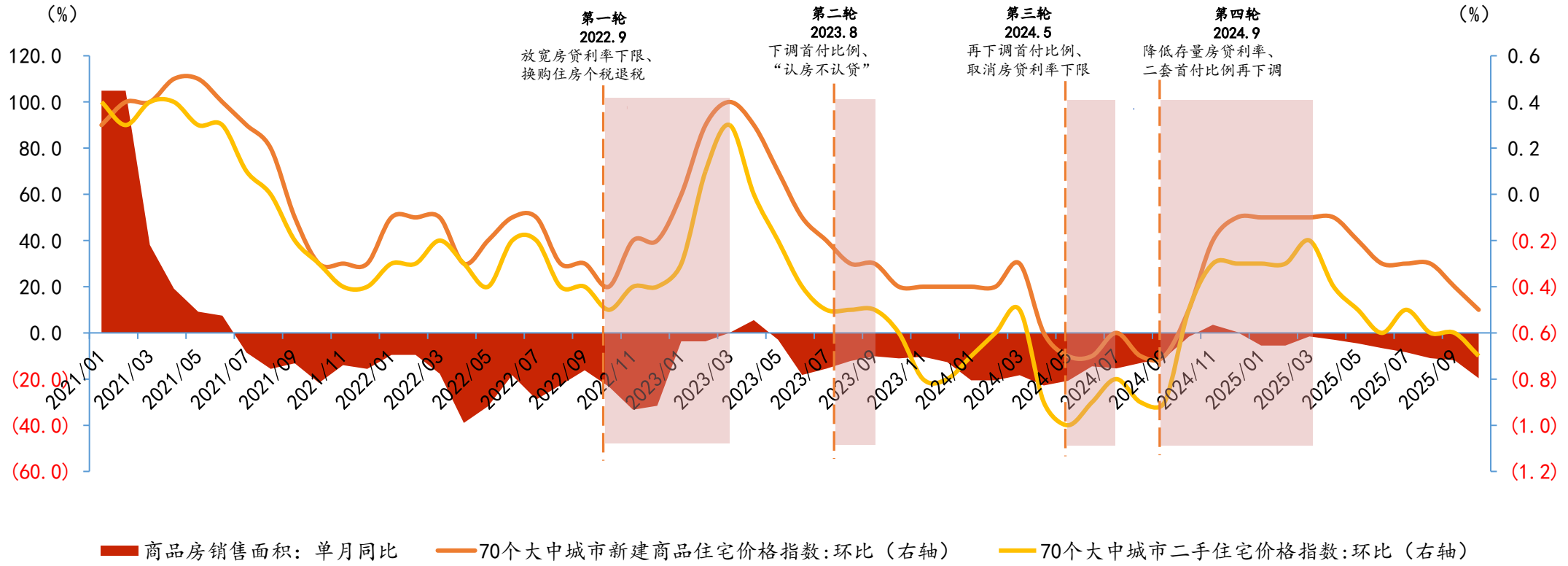


- 复盘过往几轮房地产周期，政策放松后效果明显，量价反弹显著；其中，08年11月、11年12月、14年9月的三轮政策出台后，商品房销售面积单月同比从阶段性低点的-35.7%、-14.0%、-16.3%修复至+99.6%、+49.5%、+44.1%；70城商品住宅价格环比从阶段性低点的-0.7%、-0.3%、-1.2%修复至+1.9%、+1.1%、+1.8%。
- 本轮周期中，政策放松后，效果相对有限，并且持续性不足；其中，22年9月、23年8月、24年5月、24年9月的这四轮政策出台后，商品房销售面积单月同比从阶段性低点的-33.3%、-18.2%、-20.7%、-10.8%修复至+5.5%、-10.1%、-10.8%、+3.5%；70城商品住宅价格环比从阶段性低点的-0.4%、-0.4%、-0.7%、-0.7%修复至+0.4%、-0.3%、-0.6%、-0.1%。

资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

小周期：复盘21年以来政策周期，市场反弹力度和持续性有限

图：复盘21年以来政策周期中的地产量价走势

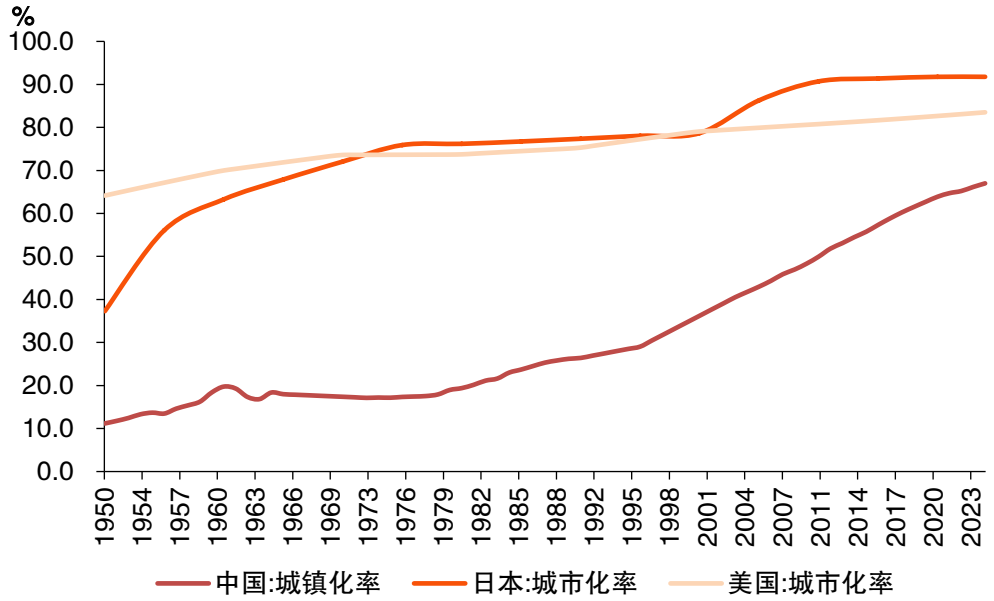


- 我们复盘本轮周期中，21年以来四次标志性的地产支持政策周期：
- 第一次（2022/9/30）：央行等：2022年6-8月房价连续下降城市可放宽首套房贷款利率下限；财政部等：23年底前居民换购住房个税退税优惠；
- 第二次（2023/8/31）：央行、金融监管总局：全国首套首付不低于20%、二套不低于30%；北上广深陆续明确“认房不认贷”；
- 第三次（2024/5/17）：央行、金融监管总局：首套房首付不低于15%、二套不低于25%；取消首套、二套房贷利率下限。设立3000亿保障房住房再贷款；
- 第四次（2024/9/24）：“9.24”国新办会议，存量房贷利率下降，二套首付比下调。“9.26”政治局会议，首提“房地产止跌回稳”。

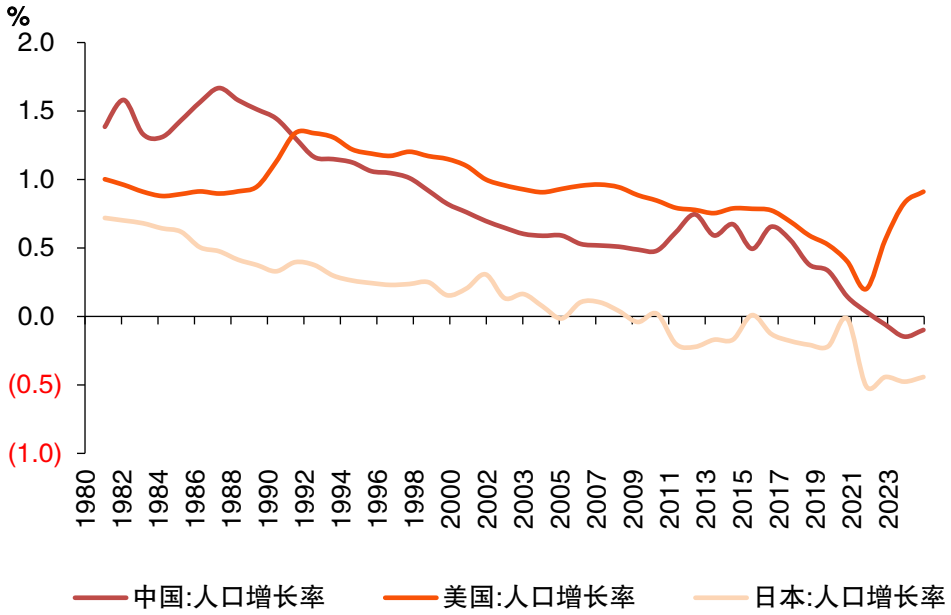
资料来源：Wind，国家统计局，政府官网，华源证券研究所

地产总量数据逐步趋于饱和，或是本轮周期走弱的主要因素

图：城镇化率



图：人口增速

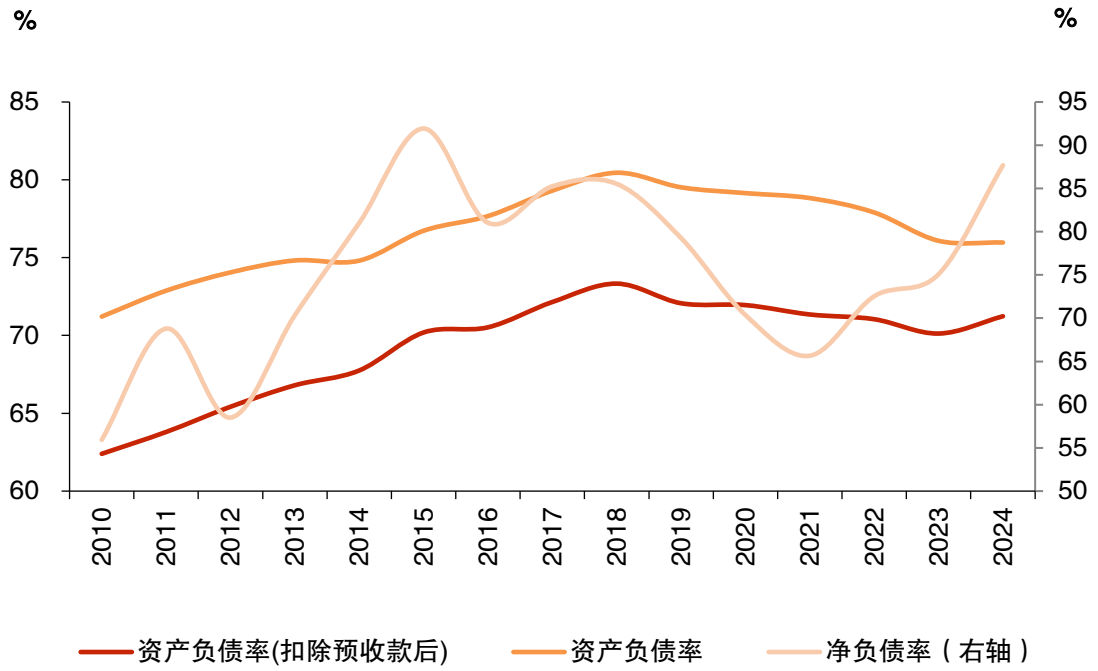


- 从以往的房地产小周期可以看到，需求走弱多源于政策收紧，因此在政策随后的放松刺激下，恢复效果通常较为显著。而在本轮周期中，我们认为需求下行主要并非来自政策压制，而是需求自然“见顶”。2021年以来一系列收缩性政策在一定程度上前置了需求回落的节奏，使地产销售、投资等总量指标提前触顶，表明本轮调整并非传统的“政策收紧—需求回落”逻辑，而是行业自身进入存量化阶段、叠加经济转型压力共同作用的结果。
- 也正因如此，2022年以来的政策宽松虽力度较大，但刺激效果均弱于历史周期，难以形成趋势性反转。截至2024年末，中国城镇化率已达67%，虽然与发达国家相比仍有提升空间，但已接近城镇化快速提升区间（30%-70%）上沿，我国城镇化的边际提升速度或将趋于放缓。同时，2022年中国人口增长率首次转为负值（-0.06%），房地产长期需求或将逐步走弱。

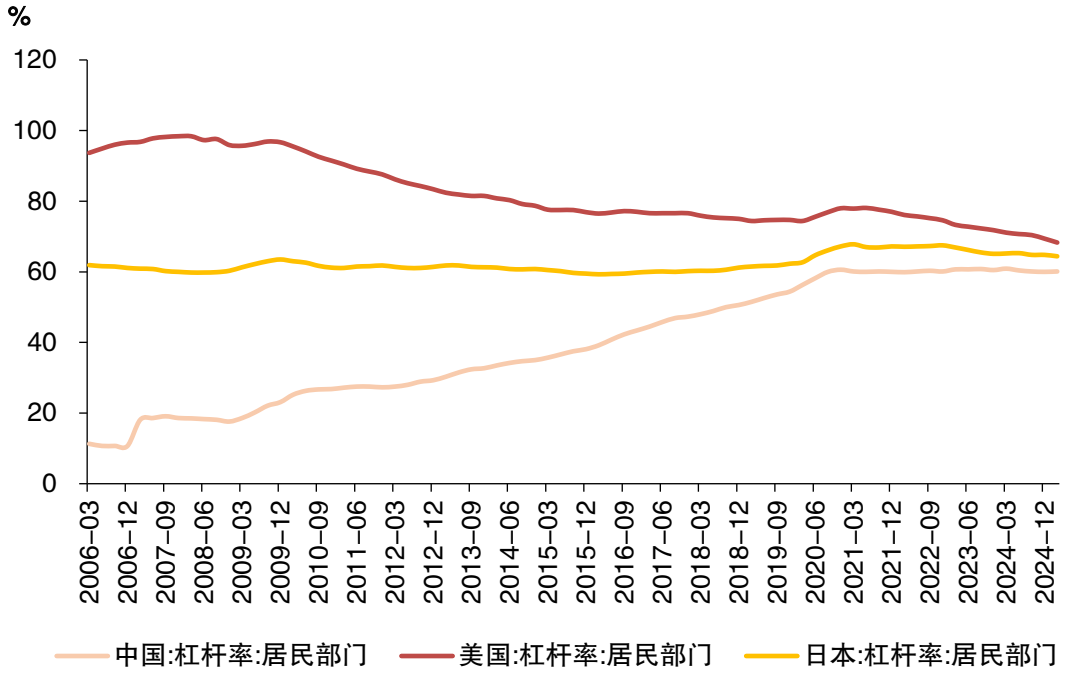
资料来源：Wind，国家统计局，日本统计局，联合国经济和社会事务部，华源证券研究所

企业和居民部门杠杆率攀升，或是本轮周期走弱的触发因素

图：房地产板块资产负债率、剔预收款资产负债率、净负债率



图：居民部门杠杆率

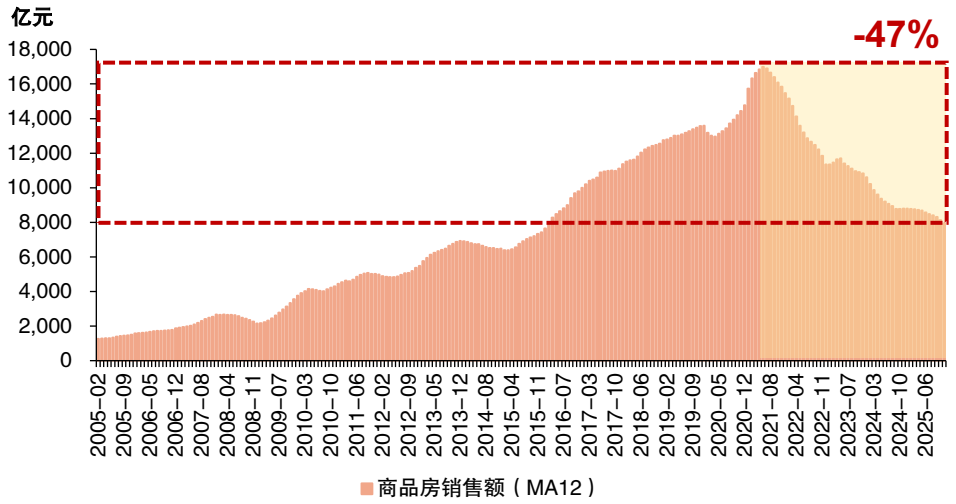


- 如前文所述，本轮周期走弱更多来自于需求自然“见顶”，2020-2021年期间一系列关于信贷收缩的政策前置了这一过程，从居民与企业部门的资产负债表状况看，需求自然“见顶”已有明显迹象：1）房地产企业部门杠杆率在2018年前经历快速上升，并在随后出现回落，房地产及上下游链条的融资能力与扩张动力明显下降，进一步削弱了行业的信用扩张基础。2）居民杠杆率已快速攀升并接近发达国家的水平，边际加杠杆空间有限，改善性与投资性住房需求均受到约束。
- 综合来看，本轮地产调整的触发因素不同于过去政策主导型周期，而是由“需求自然见顶+宏观转型+资产负债表约束”共同驱动，因此我们认为，后续行业复苏或需要同时满足政策转向和需求自然筑底两个条件。

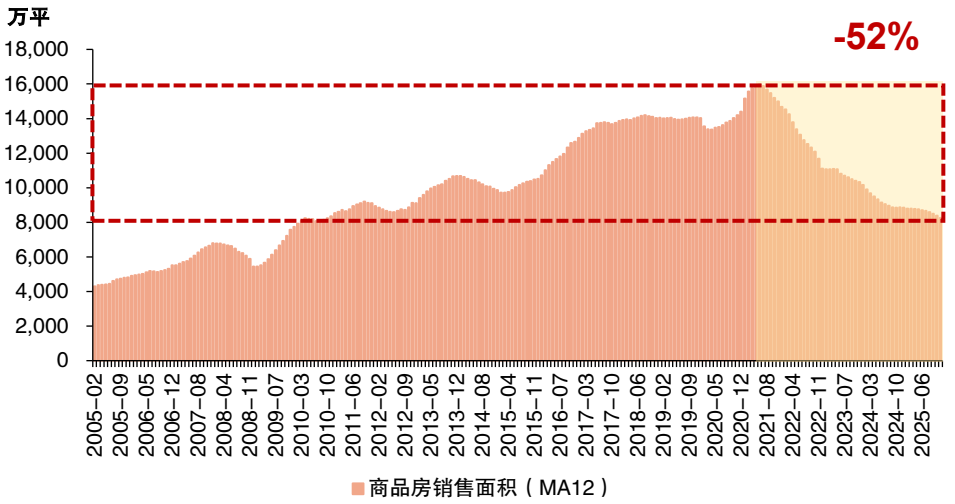
资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

量：拿地、新开工、销售均已深度调整

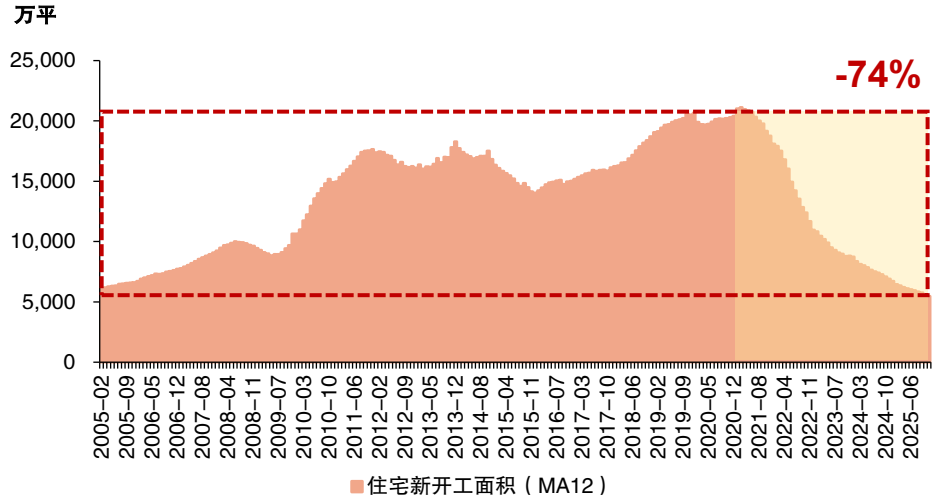
图：目前商品房销售额较21年峰值下降47%



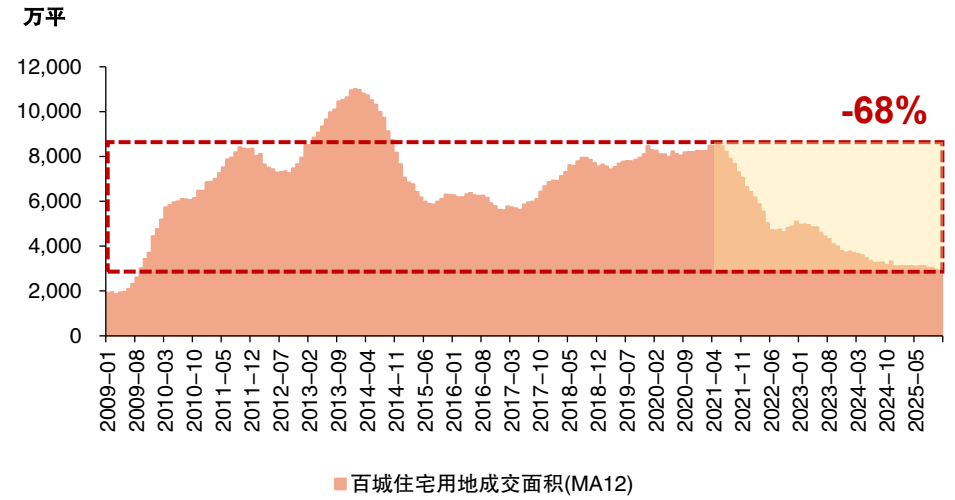
图：目前商品房销售面积较21年峰值下降52%



图：目前房屋新开工面积较21年峰值下降74%



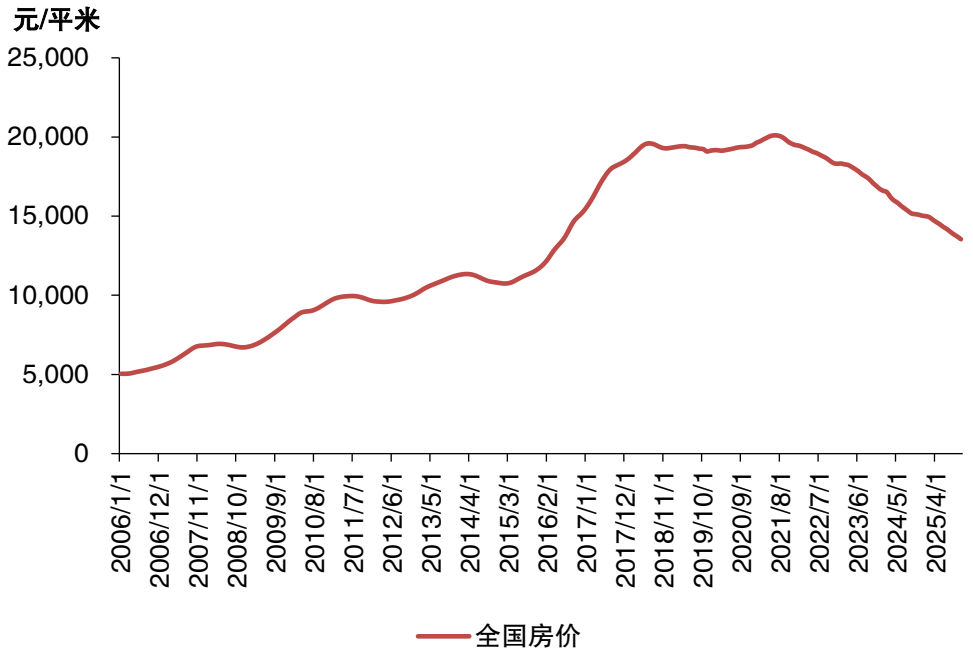
图：目前100大中城市宅地成交面积较21年阶段高点下降68%



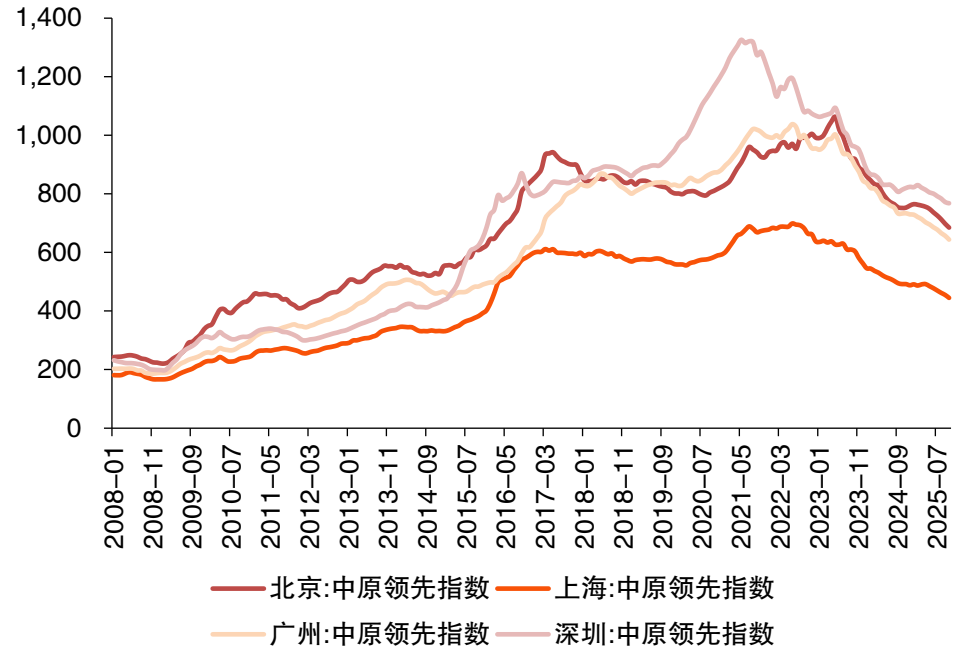
资料来源：Wind，中指院，华源证券研究所

价：近期核心城市二手房价格加速调整

图：全国二手房价格走势



图：中原二手房领先指数（一线城市）

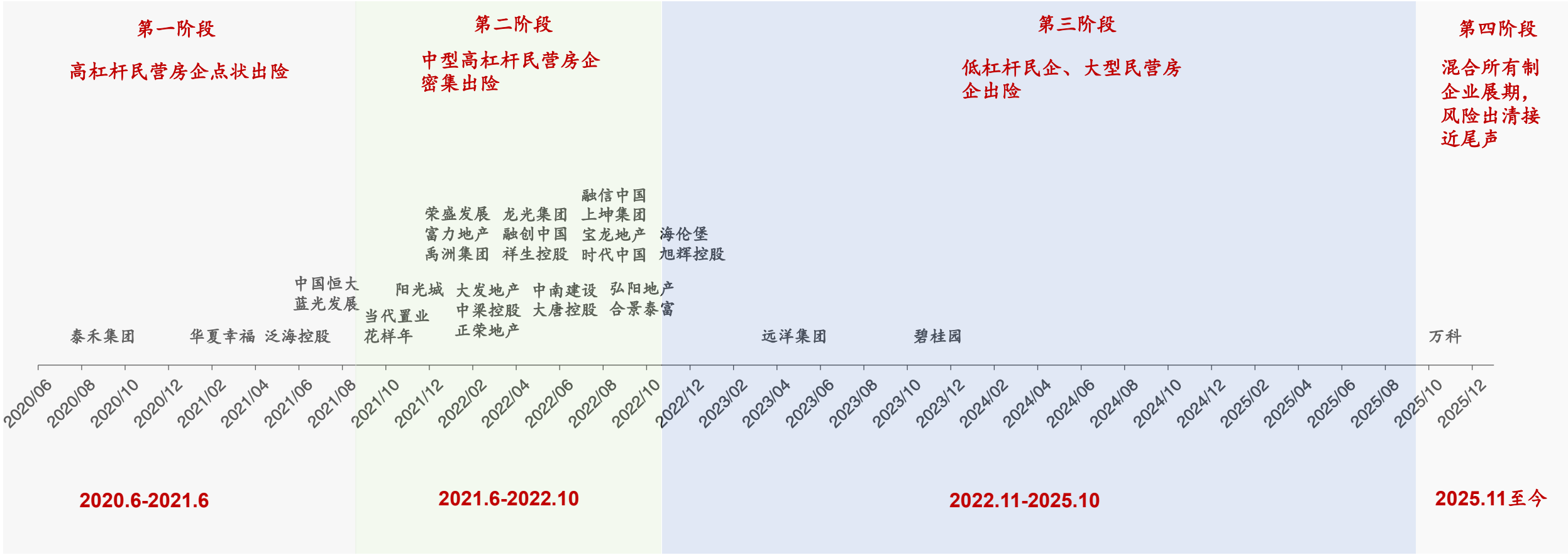


- 根据中原二手房领先指数的数据，截至2025年10月末，北京、上海、广州、深圳的二手房房价自触达历史峰值以来的累计跌幅分别为-36%、-36%、-38%、-42%。在2025年8-9月北上深出台放松政策后，本轮核心城市房价下跌的节奏并未放缓，反而跌幅加速走阔，北上广深于2025年8-10月的房价月环比下跌幅度均值分别为1.9%、1.8%、1.7%、1.0%，相较于2025年1-7月的平均值，北京和上海的月环比跌幅走阔幅度较大，均达到1.3个百分点。
- 尽管过去两年随着房价下行，我国房地产在居民资产配置中的比重有所降低，但其绝对值与欧美发达国家相比仍然相对偏高，较高的房产配置结构意味着，当前房价下行时，我国居民资产负债表的收缩程度（即财富缩水程度）也相对偏高。

资料来源：Wind，趋势动物，中原地产，《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》等，华源证券研究所

企业：预计行业出清已近尾声，格局有望进一步优化

图：预计房企违约/展期已经接近尾声



资料来源：各公司公告，财联社等，华源证券研究所

政策：供需双向发力，未来优化空间仍存

图：政策梳理与展望

已有政策

政策基调已发生根本性转变，从长期以来的“房住不炒”正式转向“促进房地产市场止跌回稳”，并持续得到强调。

需求端：为应对市场调整，需求侧支持政策的放松力度已达历史相对宽松的水平。具体而言，涉及居民购房成本和购房门槛的关键指标，包括房贷利率、交易税费、最低首付比例等均已降至历史最低水平，同时多数城市全面解除限购。我们认为当前需求端政策局限性在于，在居民收入预期偏弱和资产负债表修复的背景下，常规需求端刺激政策所能带来的边际提振效果已非常有限。市场企稳的关键已不再依赖政策的边际放松，而转向居民购房信心修复与宏观经济的好转。

供给端：重点已由过去保障房企运营，转向“防范化解系统性金融风险”与“去库存”的双目标。一方面，中央形成了以“金融16条”、“三支箭”以及项目融资“白名单”机制为核心的房企融资支持体系，确保优质项目竣工交付和房企资金链的适度恢复。另一方面，政策积极配合地方政府或国有企业，通过收储存量商品房用于保障性住房，以缓解市场供给压力并优化存量结构。**我们认为当前供给侧政策的主要局限性在于，**这些政策更多集中于风险隔离与存量资产消化，短期内难以从根本上解决新的土地出让和房企投资意愿不足的问题。另一方面，地方政府在收储过程中若定价过低，或将导致房企出售意愿不足，进而影响收储进展。

潜在政策

降息：政府或对货币政策进一步精细化，采取结构性降息措施，针对首套房、改善型需求或特定高库存城市进行差异化房贷利率引导。此外，中央政府可能通过财政贴息方式实现“隐形降息”，具有可行性高、能够精准定向释放需求的优势。

限制政策解除：核心城市进一步缩短社保年限或扩大不限购区域。

城市更新：城市更新、城中村改造和“好房子”建设或是房地产新发展模式下长期有效的重要来源，此类需求不仅提供增量市场空间，也是优化居住品质、推动行业高质量发展的重要结合点。

存量房收储机制升级：建立更具可持续性的全国性收储资金机制，同时对于收储定价机制进一步优化。

资料来源：政府官网等，华源证券研究所

政策：部分城市限购限贷或有望迎进一步优化

表：目前一线城市限购限贷政策

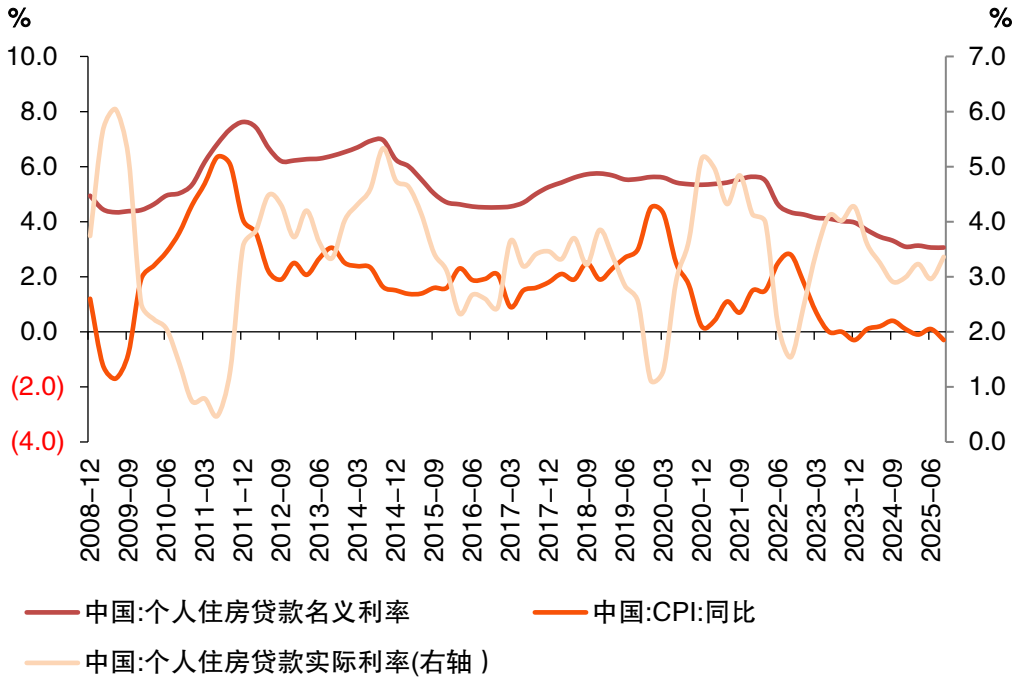
城市	限购区域	非户籍居民于限购区域的购房条件	商业贷款政策
北京	五环内/五环外	五环内：2年社保/个税 五环外：1年社保/个税	首套：首付≥15%，利率3.05% 二套：首付≥20%，不再区分首套和二套住房利率
上海	外环内/外环外	外环内：3年社保/个税 外环外：1年社保/个税	首套：首付≥15%，利率3.05% 二套：核心区首付≥25%、非核心区首付≥20%，不再区分首套和二套住房利率
深圳	福田区、南山区、宝安新安街道	1年社保/个税	首套：首付≥15%，利率3.05% 二套：首付≥20%，利率3.05%

- 过去几年，我国的房地产限购限贷政策放松严格按照“三四线→二线→一线”的梯度有序推进。其中，一线城市作为全国楼市的“风向标”，其政策调整具有较强的信号意义。在一线城市中，广州率先全面取消限购，随后北京、上海、深圳紧跟步伐，采取了差异化、精准化的松绑策略（如缩短社保年限、放宽非核心区域限购等）。作为全国市场的晴雨表，一线城市调控政策迎来实质性转向释放了积极的信号。未来，若这些城市的房地产市场复苏不及预期，其限购限贷政策或有望迎来进一步优化。

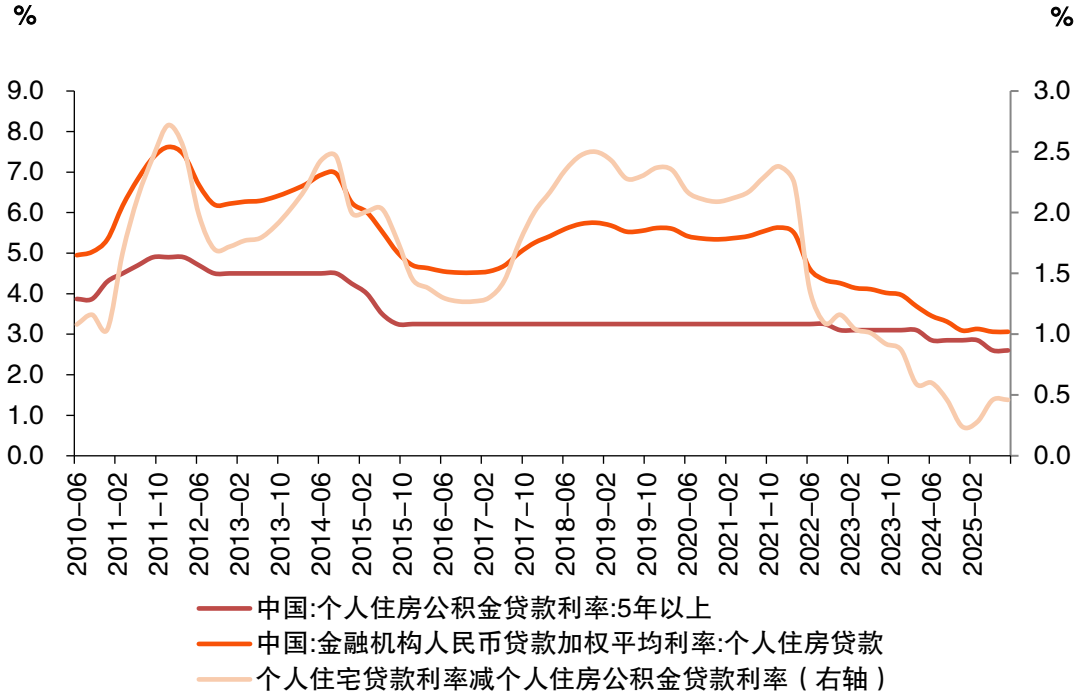
注：上海的非核心区为嘉定、宝山、奉贤、青浦、金山、临港、松江
资料来源：地方政府官网，新华网，第一财经等，华源证券研究所

政策展望：预计房贷利率仍有下降空间

图：个人住房贷款利率



图：商贷按揭利率和公积金利率的对比

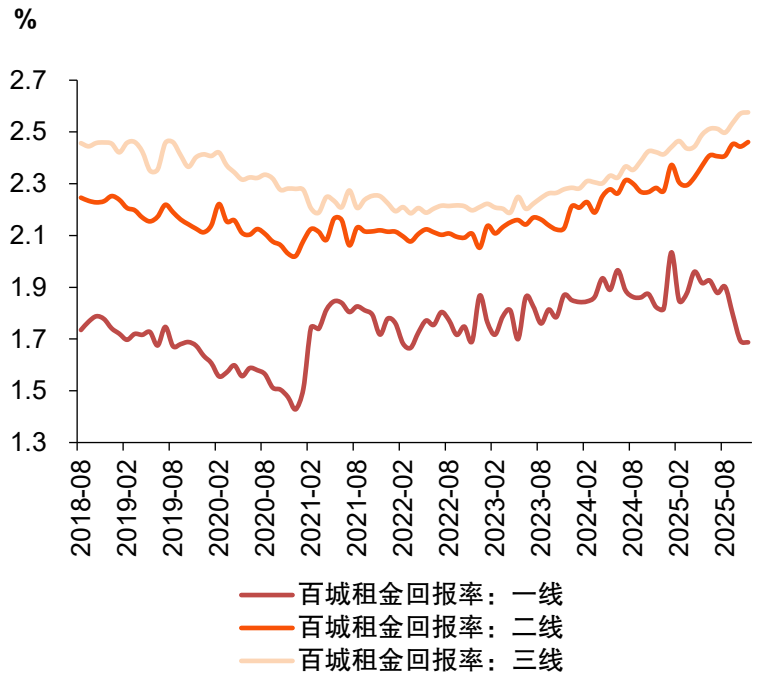


- 截至2025年9月末，我国住房贷款利率已降至低位，其中5年期以上LPR为3.50%，部分城市商业贷款利率甚至已达3.06%，首套房公积金贷款利率降至2.60%。尽管名义利率较低，但衡量实际购房成本的个人房贷实际利率在2025年第三季度末仍为3.36%，相比上一轮周期低点（2016年Q1末的2.33%），仍存在103BP的下行空间。考虑2025年适度宽松的货币政策导向，以及央行、金融监管总局、证监会等在5月7日国新办发布会上已明确下调政策利率和公积金贷款利率，这些积极信号预示着后续商贷和公积金利率有望继续下行，以进一步减轻居民的购房成本，支持房地产市场平稳发展。

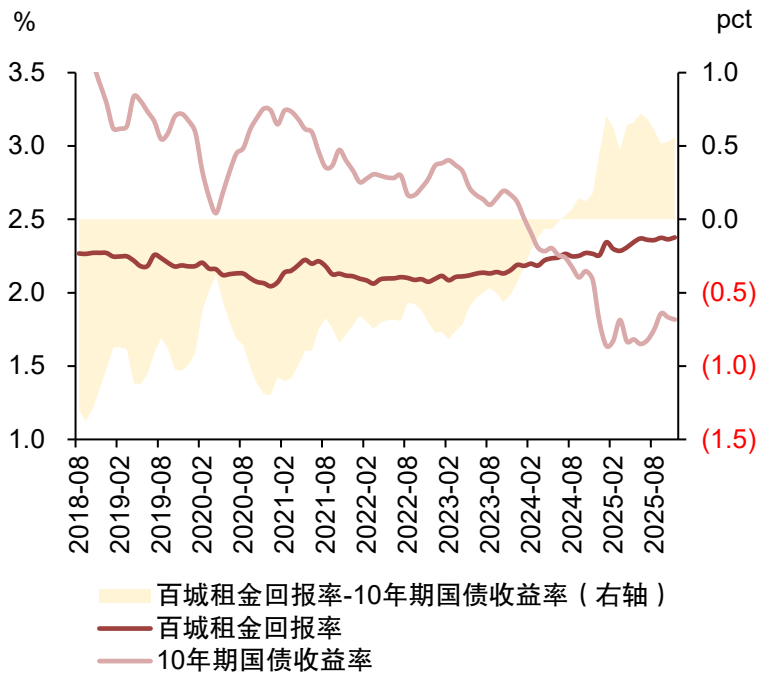
资料来源：国家统计局，央行，华源证券研究所

政策展望：预计房贷利率仍有下降空间

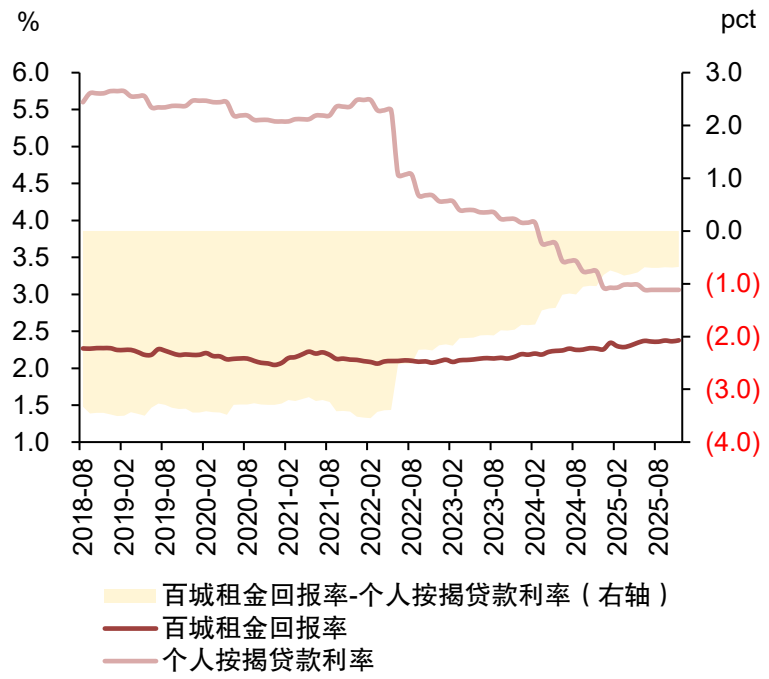
图：百城租金回报率（分能级）



图：百城租金回报率与10年期国债收益率利差



图：百城租金回报率与个人按揭贷款利差



- 随着近年房价的下行，我国房地产市场的租金回报率正在持续改善。自2023年2月以来，全国百城租金回报率不断提升，截至2025年11月末已达2.38%。与此同时，作为无风险收益代表的10年期国债收益率正快速下行，在这两项利率出现背离趋势的背景下，关键的投资信号出现：百城租金回报率与10年期国债收益率的差值已在2024年7月由负转正。这一转正具有重要的市场意义，它整体表明：房地产作为一种配置资产，其相对于国债的投资吸引力正在逐步显现，配置价值已经出现。
- 与此同时，我们观察到百城租金回报率和个人按揭贷款利率的利差已从2018年8月的-3.33pct收窄至2025年11月的-0.68pct，为该数据有史以来的最小利差。

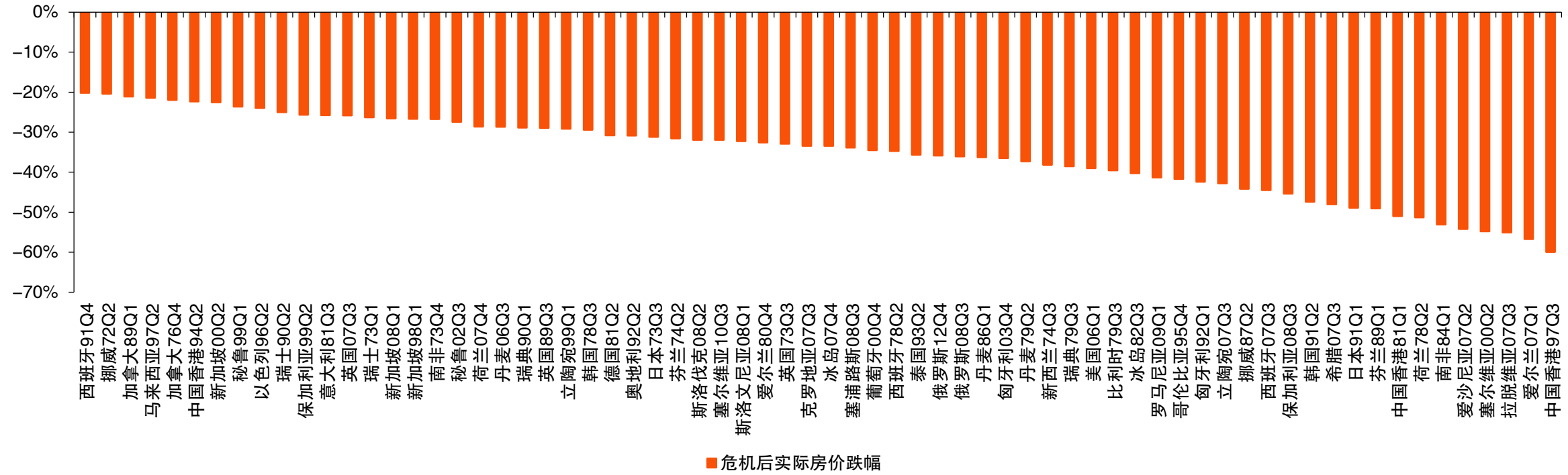
资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

主要内容

1. 现状分析：量价已深度调整，静待拐点
2. 政策复盘：基本面与政策面有望共振
3. 行业展望：2026年三大趋势值得期待
4. 投资建议：寒夜破晓，曙光渐近
5. 风险提示

趋势一：复盘全球经济体地产周期，预计我国地产调整已近尾声

图：历次全球房地产危机实际房价跌幅

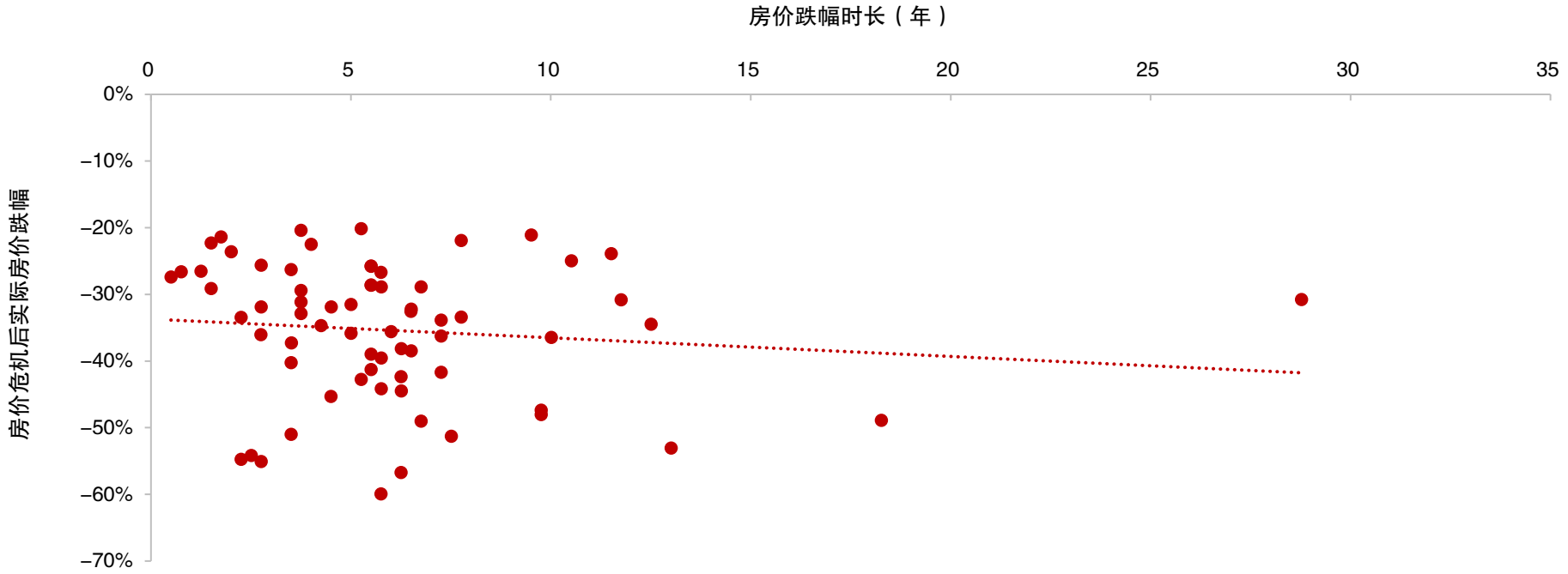


- **历届危机的下跌幅度：**我们对57个连续有数据的全球经济体的房价进行复盘，结果表明，全球40个经济体历史上曾发生过房地产危机（定义为实际房价回撤幅度达到20%以上），累计观察到68次房地产危机。**68次房地产危机的实际房价平均跌幅为35%，中位数跌幅为33%；**如果放大到30%以上的中型危机，平均跌幅41%，中位数39%；如果再放大到40%以上（不含）的大型危机，平均跌幅49%，中位数49%。

资料来源：国际结算银行，华源证券研究所

趋势一：复盘全球经济体地产周期，预计我国地产调整已近尾声

图：历次全球房地产危机的真实房价跌幅与跌幅时长

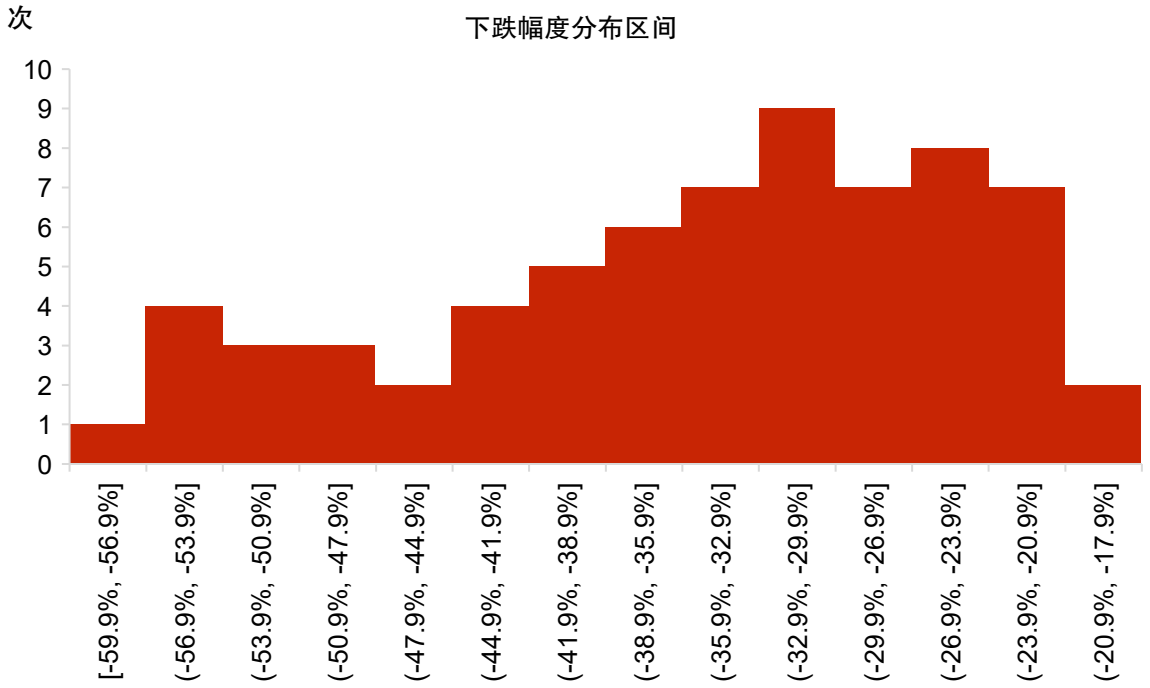


- **历届危机下跌长度：68次地产危机中，平均下跌持续时间为6年，中位数为5.5年。**下跌时长超过7年的17次，占比25%，超过10年的8次，占比12%，超过15年的2次，占比3%，仅有日本和德国经历了超过15年的超长期下跌，但这两个极端案例均与特殊国情和结构性因素紧密相关。
- 我国核心一二线城市房价的见顶时点接近2021年中，若以2021年6月作为本轮调整周期的起点，我国房地产价格已调整约4.5年，对比全球房地产周期中较为典型的下行时长（约5.5–6.5年），我国整体房价调整进程或已步入周期后半段。

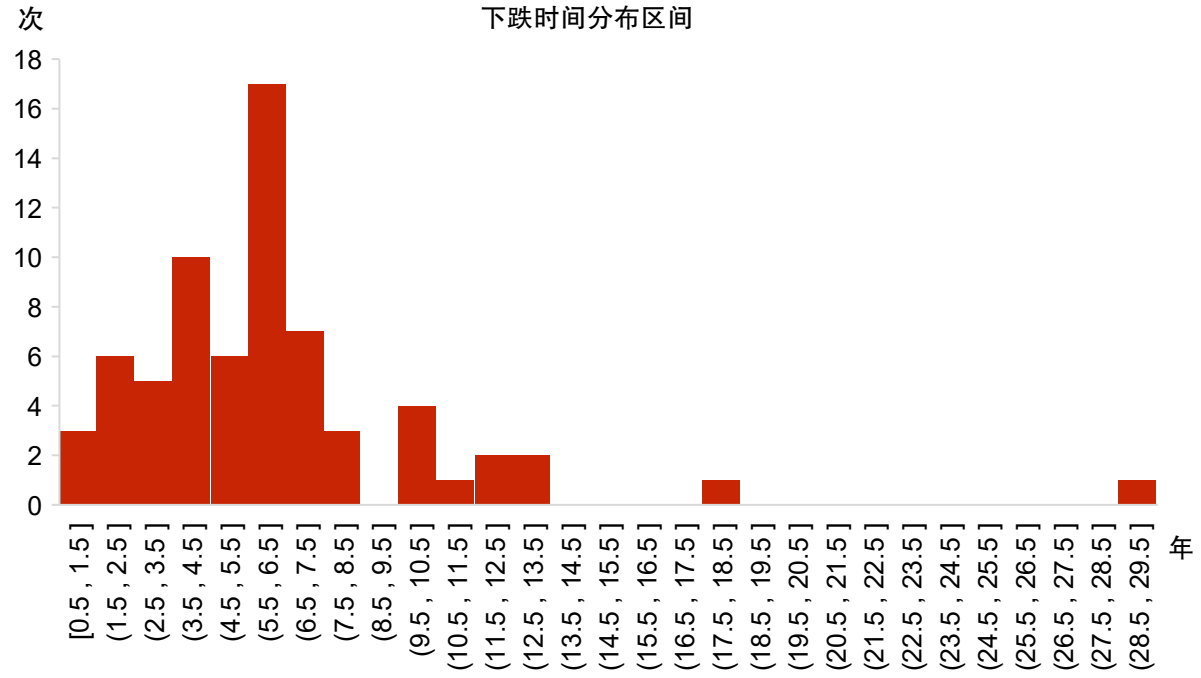
资料来源：国际结算银行，华源证券研究所

趋势一：复盘全球经济体地产周期，预计我国地产调整已近尾声

图：历次全球房地产危机下跌幅度分布区间



图：历次全球房地产危机的真实房价跌幅时长分布

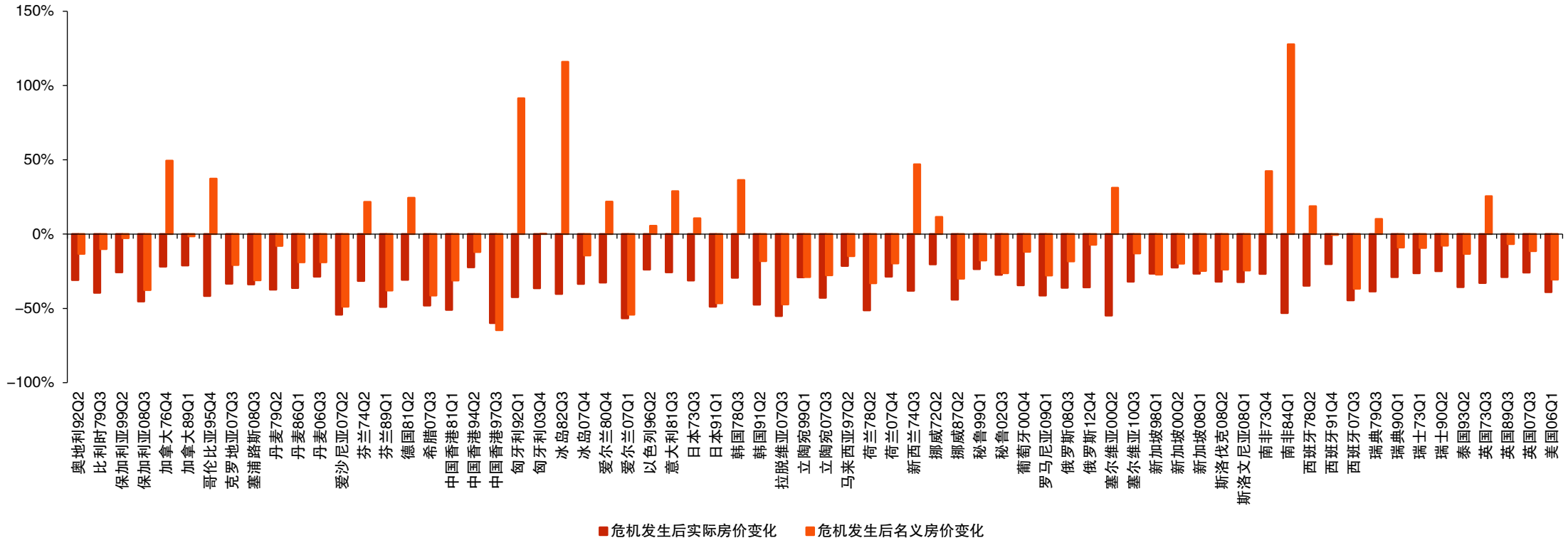


- **从分布区间来看，**
- **下跌幅度：**历史数据显示，房价跌幅集中出现的最大概率区间位于30%至33%之间。
- **下跌长度：**历史数据显示，房价下跌持续时间最大概率集中在5.5年至6.5年的区间。

资料来源：国际结算银行，华源证券研究所

趋势一：复盘全球经济体地产周期，预计我国地产调整已近尾声

图：历次全球房地产危机的实际房价跌幅与名义房价变化

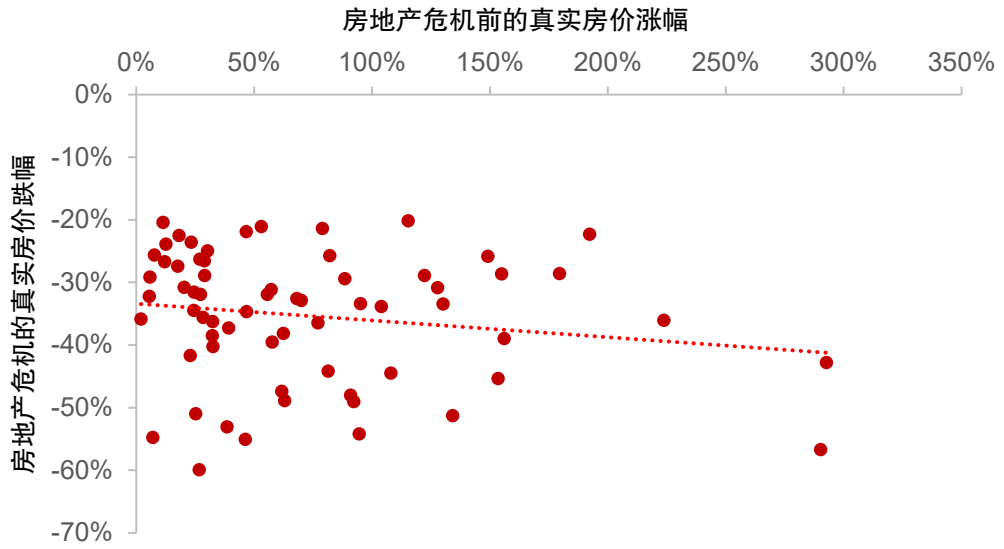


- **名义房价与通胀影响：**在68次房地产危机中，名义房价出现下跌的占比为70.6%（48次），其平均跌幅为22.9%。然而，仍有29.4%（20次）的危机事件在调整期内名义房价保持上涨。这表明若通胀水平较高的情况下，部分经济体实现了按本国货币计价的房地产价格的快速企稳，这种修复模式虽然使得房产持有者在名义上“体感”损失不那么明显，但实质上是以牺牲本币的实际购买力为代价，资产的实际价值在调整期内仍然显著走弱。

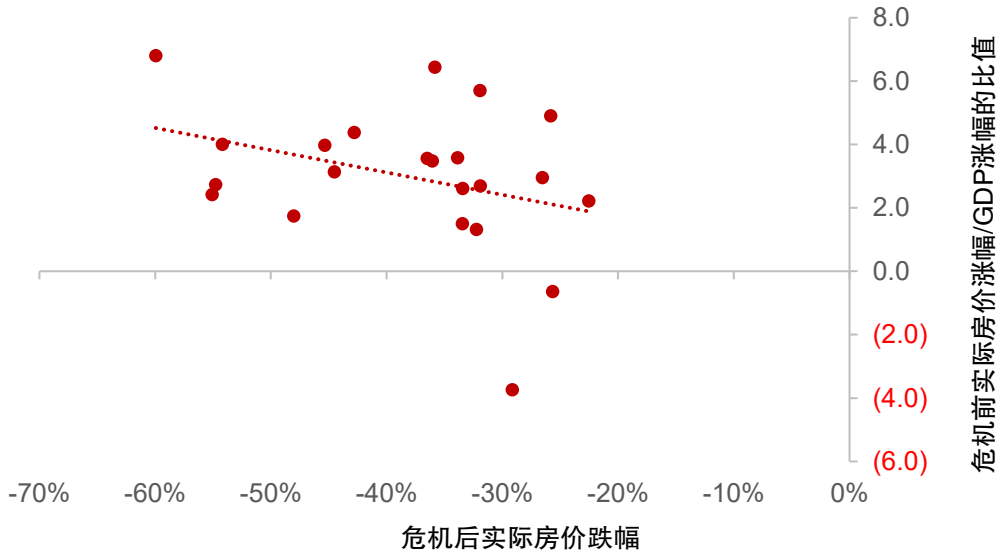
资料来源：国际结算银行，华源证券研究所

趋势一：复盘全球经济体地产周期，预计我国地产调整已近尾声

图：历次全球房地产危机前后实际房价涨幅与跌幅



图：历次全球房地产危机前“PE”与危机后实际房价跌幅



- **历届房地产危机的启示：**我们可以将房产价格视作反映一国经济基本面的“国家级蓝筹股”，在经济过热时会催生房价过度上涨，在经济回落时则会通过市场共识寻求价格底部。因此，长期而言，房价围绕着国家的GDP增长中枢波动，过程中价格涨幅会出现过高和低谷。通过总结历次全球房地产危机的经验，我们发现了以下规律：
- **1）前期房价累计涨幅：**危机发生前实际房价的累计涨幅与危机发生后实际房价的跌幅存在一定的正向变动关系，这意味着，在危机发生前房价累计上涨幅度越大的经济体，危机发生后所面临的实际房价回调深度也相对越深。
- **2）长期锚定关系：**危机前实际房价累计涨幅与同期实际GDP涨幅的比值，即房地产价格相对于经济基本面的“过程估值”（PE）。我们发现，危机发生前实际房价累计涨幅与GDP累计涨幅的比值具有重要预警意义，该比值（可视为反映房价与基本面增速脱离程度的估值指标）越大，表明房价涨幅越大，后续面临的实际房价回调幅度也将越大。

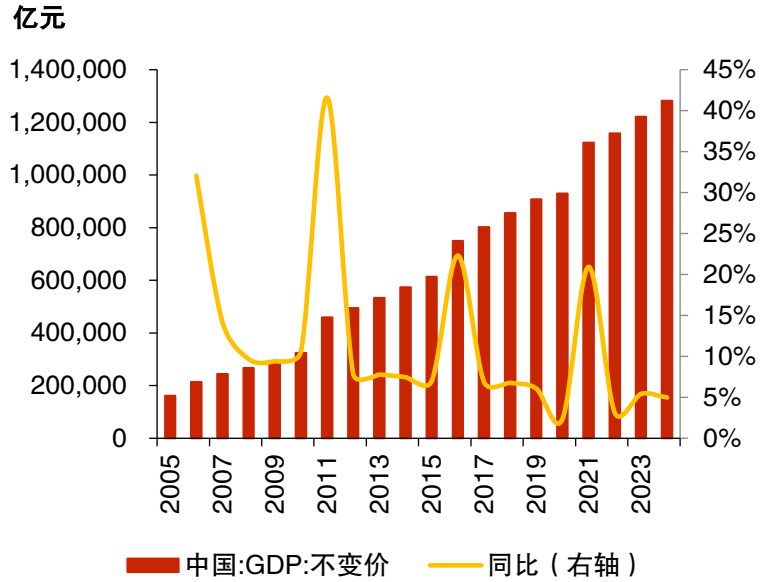
资料来源：国际结算银行，华源证券研究所

趋势一：复盘全球经济体地产周期，预计我国地产调整已近尾声

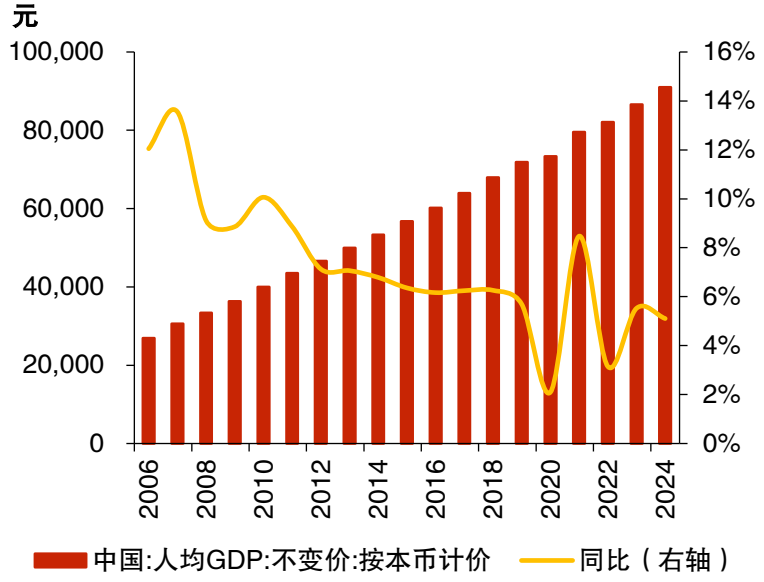
图：全国二手房实际价格（剔除通胀影响后）



图：中国实际GDP



图：中国人均实际GDP

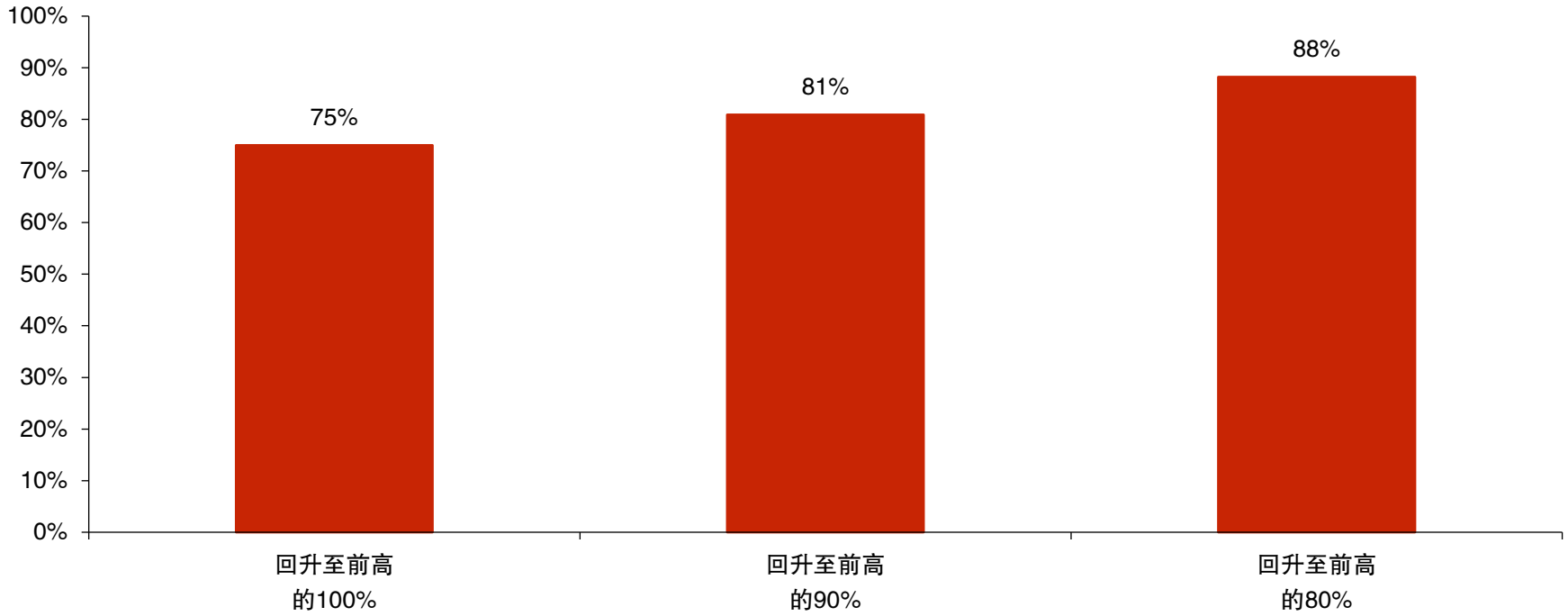


- 根据趋势动物的数据，2006年1月至2021年6月，中国名义二手房价格最大涨幅约299%，剔除通胀影响后的实际二手房价格涨幅为177%（对应上涨区间为2006年1月至2018年6月）。中国实际GDP由2006年的21.4万亿元快速增长至2021年的112.4万亿元，累计涨幅高达425%；若考虑人均GDP口径，同期区间涨幅为195%。两者对比可见，虽然这轮房价涨幅明显，但全国人均GDP增长幅度跟全国实际房价涨幅几乎匹配。这意味着中国房价在过去十余年的上涨虽然迅速，但整体并未显著偏离经济体量扩张的轨道。
- 换言之，从“房价涨幅相对GDP区间涨幅”这一更宏观、结构性的视角看，尽管中国房地产行业当下处于调整期，但其整体风险或低于普遍认知，长期修复基础仍然存在。

资料来源：国家统计局，世界银行，趋势动物，华源证券研究所

趋势一：复盘全球经济体地产周期，预计我国地产调整已近尾声

图：历次全球房地产危机恢复至前高的概率

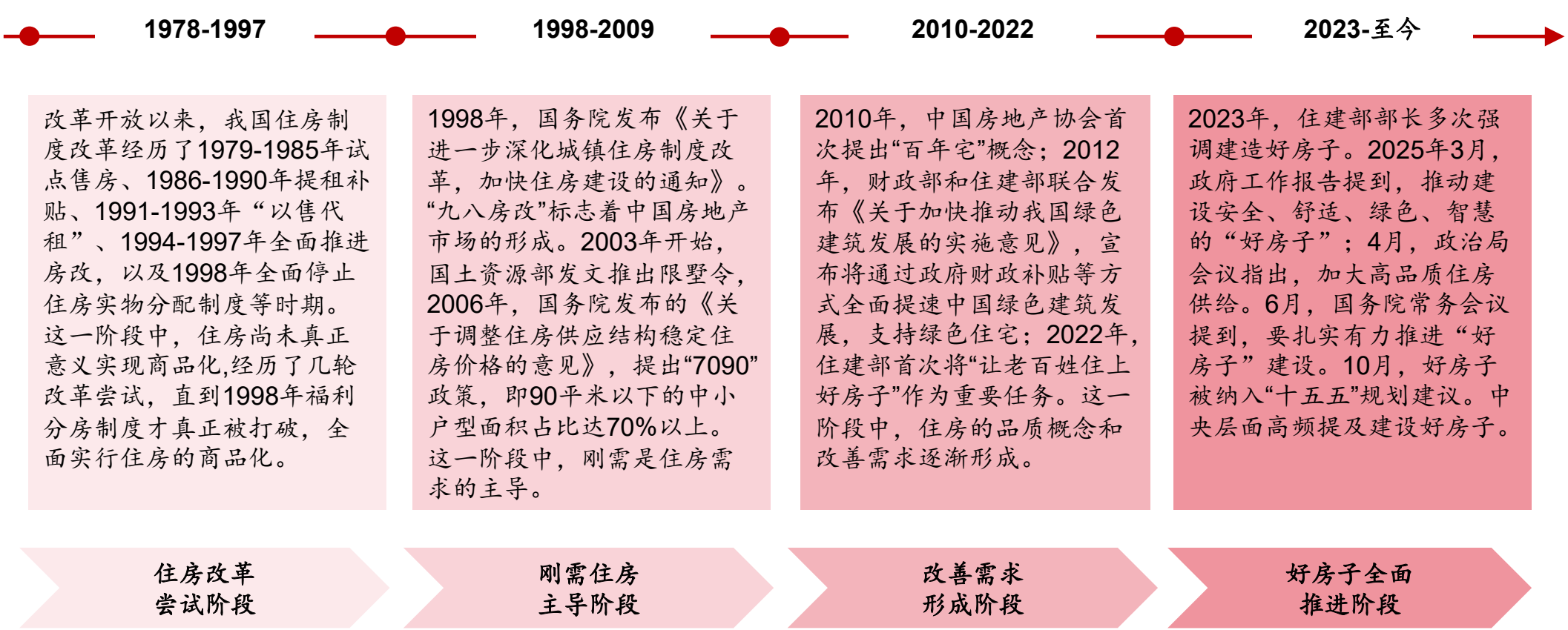


- **危机后修复情况：**历史数据显示，危机后的修复结果具有不确定性，但多数经济体最终能够完全修复：在统计的全球68次房地产危机事件中，75%（51次）的概率完全修复至前期高点，81%（55次）的概率修复至前期高点的90%，88%（60次）的概率修复到前期高点的80%，平均修复到前高的时间是8年。

资料来源：国际结算银行，华源证券研究所

趋势二：“好房子”创造住房领域新赛道

图：我国住房发展阶段



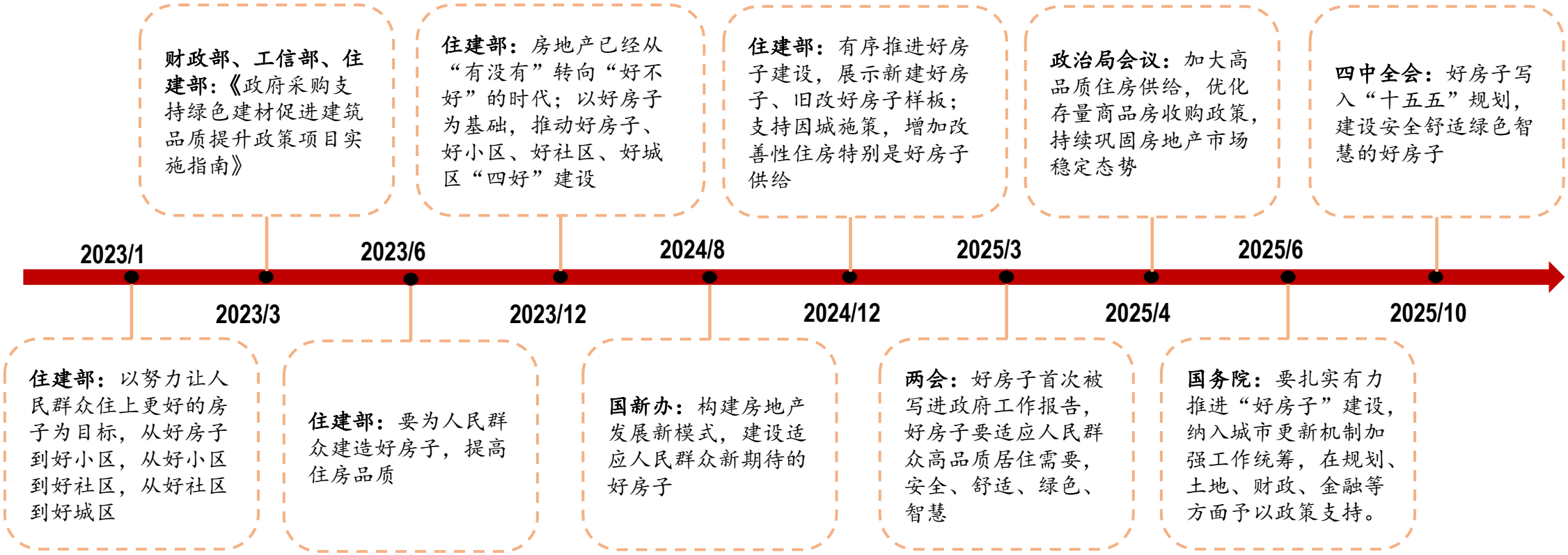
从政策导向来看，我国房地产行业政策导向从“住有所居”向着“住有宜居”转变：

- 1）住房改革尝试阶段（1978-1997年）；2）刚需住房主导阶段（1998-2009年）；
- 3）改善需求形成阶段（2010-2022年）；4）好房子全面推进阶段（2023年以后）。

资料来源：国务院，住建部，财政部等，华源证券研究所

趋势二：“好房子”创造住房领域新赛道

图：2023年以来，中央层面对于“好房子”高频提及

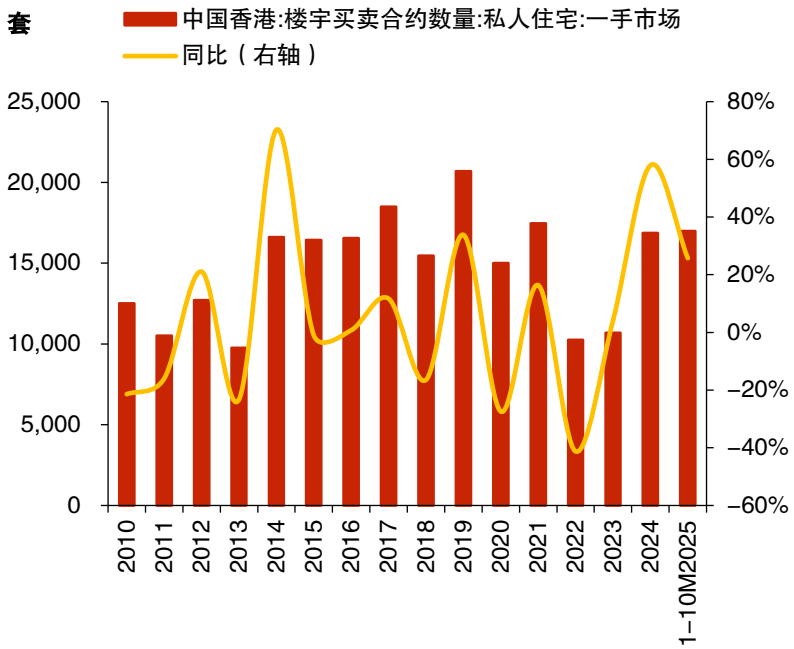


- **2025年以来，中央层面高频提及建设好房子，在政策导向和供需结构变化的契机之下，高品质住宅或将迎来发展浪潮。**
- 3月5日，政府工作报告提到，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。3月9日，住建部部长倪虹表示，房地产企业、建筑企业，应当看到建设好房子是产业转型发展的新赛道。4月15日，国务院总理李强指出，要进一步释放市场潜力，着力推动“好房子”建设。4月25日，政治局会议指出，加大高品质住房供给。6月13日，国务院常务会议提到，要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持。

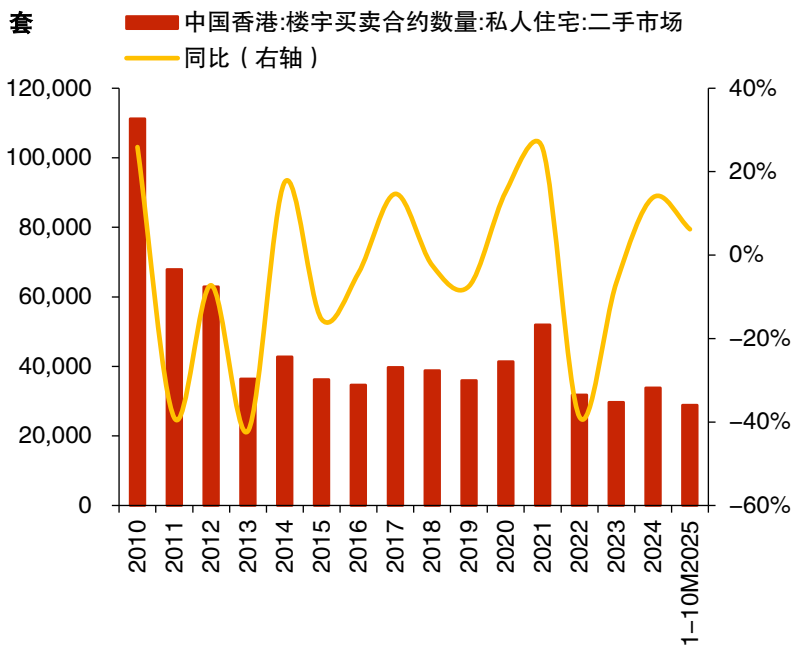
资料来源：人民政府网、财政部、新华社等，华源证券研究所

趋势三：香港楼市复苏趋势延续，港资发展商有望迎来价值重估

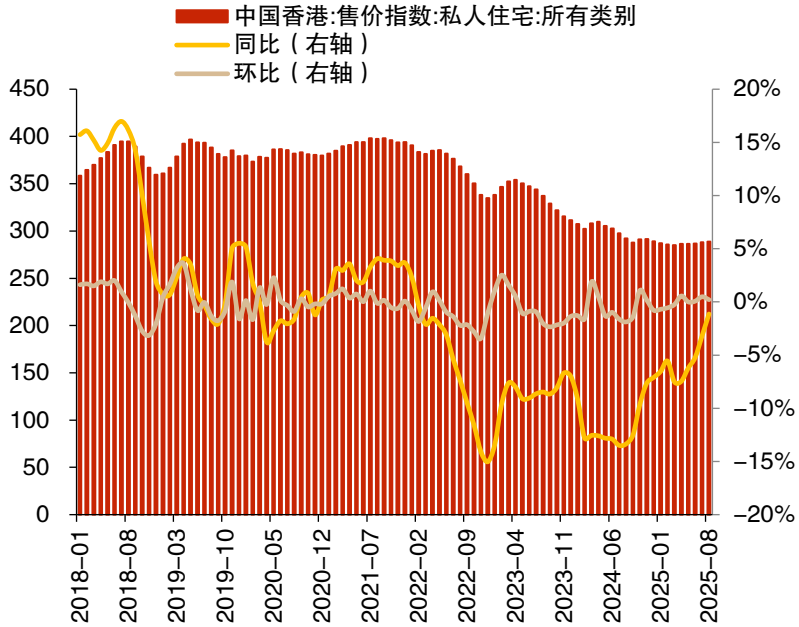
图：中国香港一手私人住宅成交量（按年）



图：中国香港二手私人住宅成交量(按年)



图：中国香港私人住宅售价指数



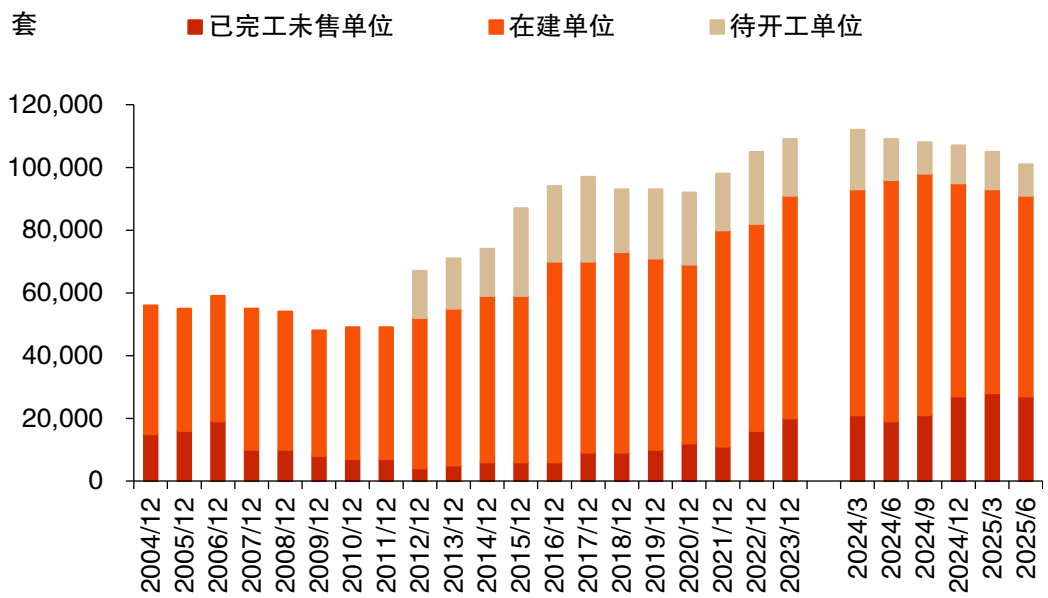
香港楼市现状:

- **成交规模稳步回升**：2024年全面“撤辣”后，香港私人住宅市场的复苏势头延续至2025年。根据中原地产数据，2025年1-10月，香港一手/二手私人住宅成交量分别同比+26%/+19%，成交量分别创2020/2022年以来的同期新高。
- **房价出现企稳信号**：2025年10月，香港私人住宅售价指数同比+1.1%，房价同比于2025年9月结束了此前连续43个月的持续下跌，环比+0.41%，环比已连续7个月上涨。

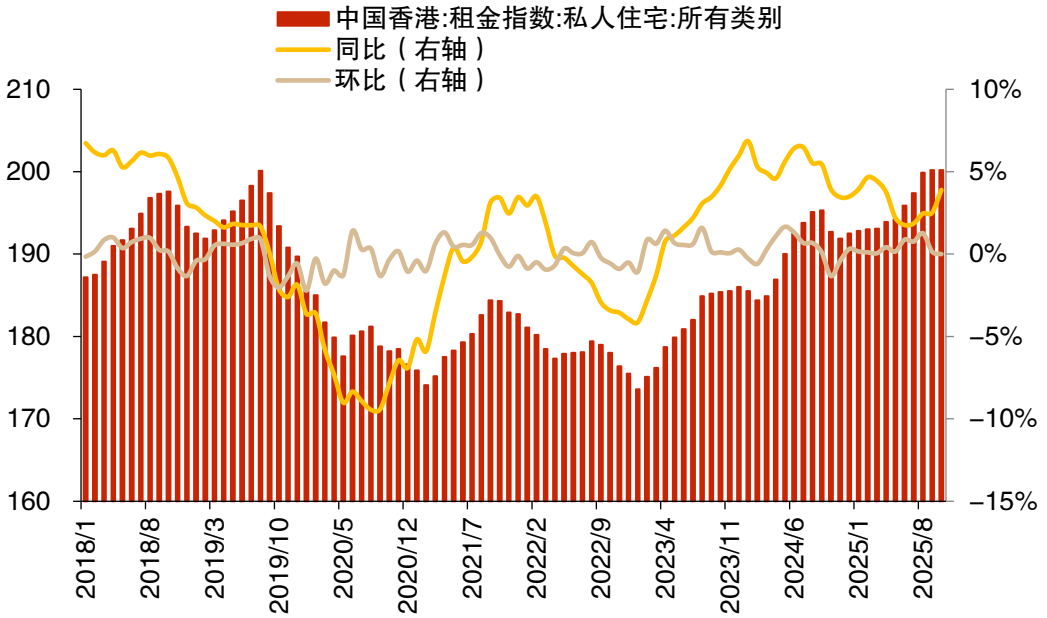
资料来源：中原地产，香港差饷物业估价署，华源证券研究所

趋势三：香港楼市复苏趋势延续，港资发展商有望迎来价值重估

图：中国香港一手私人住宅库存



图：中国香港私人住宅租金指数



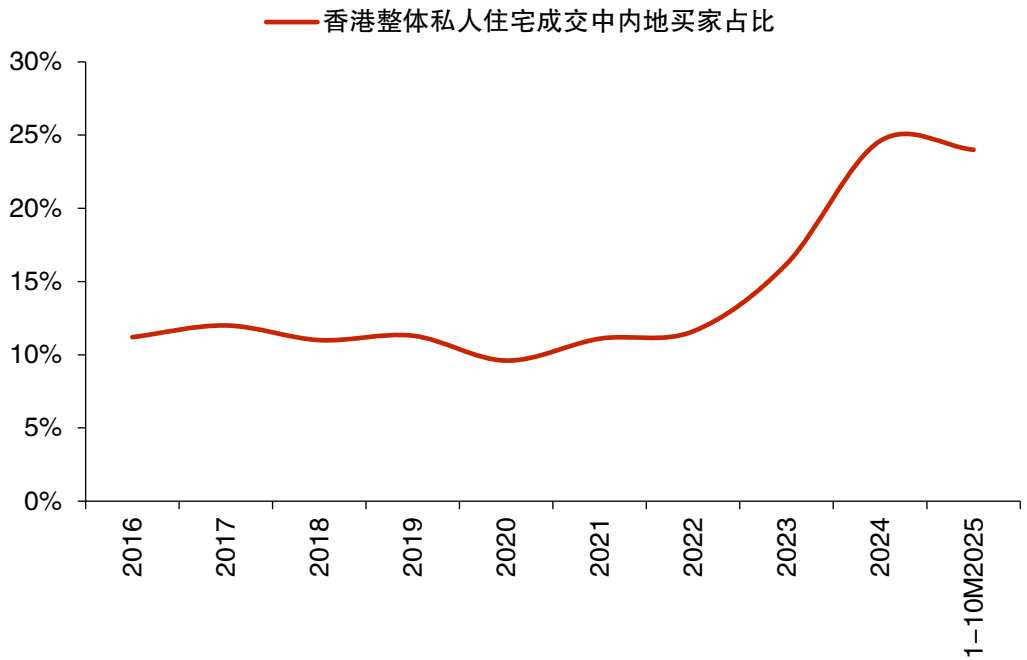
香港楼市现状：

- **库存去化压力边际改善：**截至2025年Q2末，一手私人住宅已完工未售及在建库存较2024Q3末的历史峰值下降7%，对应MA12个月的销售去化周期为65.3个月，较2024Q3末下降了20.1个月。
- **租赁市场景气度持续上升：**2025年10月，香港私人住宅租金指数为200.2，同比+3.89%，环比持平，租金水平创历史新高，反映租赁需求相对强劲。

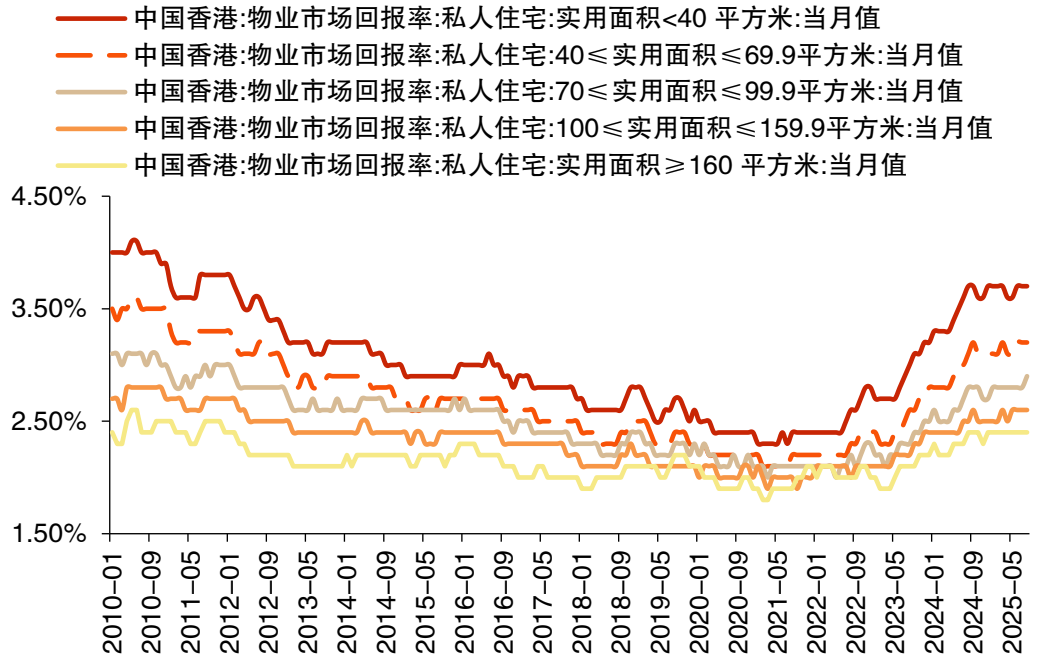
资料来源：香港差饷物业估价署，香港房屋局，华源证券研究所

趋势三：香港楼市复苏趋势延续，港资发展商有望迎来价值重估

图：中国香港整体私人住宅中内地买家的登记比例



图：中国香港私人住宅租金回报率



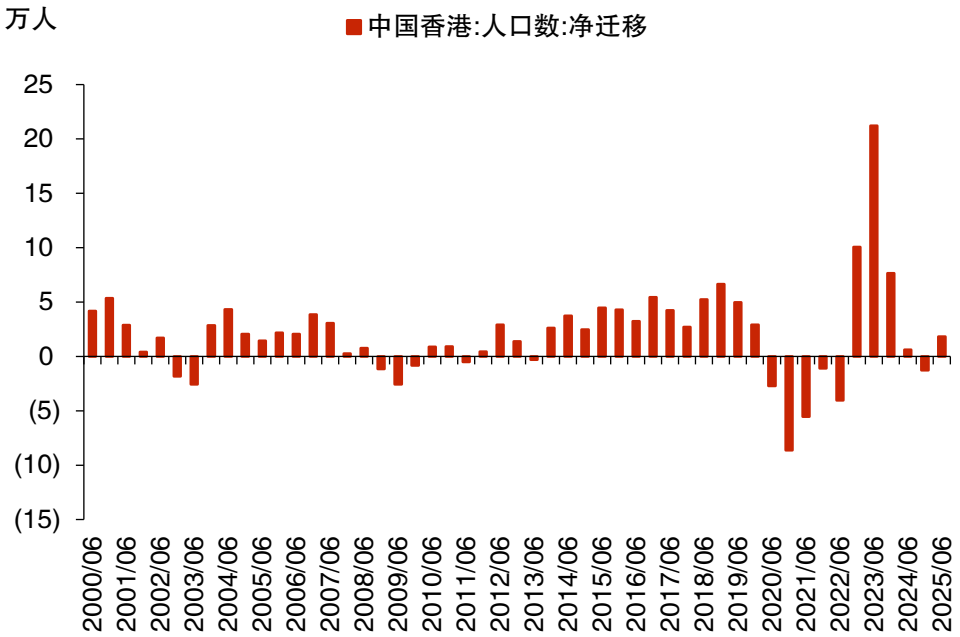
推动香港楼市复苏因素：

- **1）政策全面刺激：**包括全面“撤辣”、放宽按揭及优化投资移民计划等，进一步刺激需求入市，2025年1-10月内地买家占香港私人住宅总成交的比例达24%，较2022全年提升12.4pct。
- **2）“供平过租”：**2025年1-9月，香港小户型私人住宅租金回报率约3.7%，持续高于H按封顶息率（3.25%-3.50%），推动“租转买”及“买楼收租”需求释放。

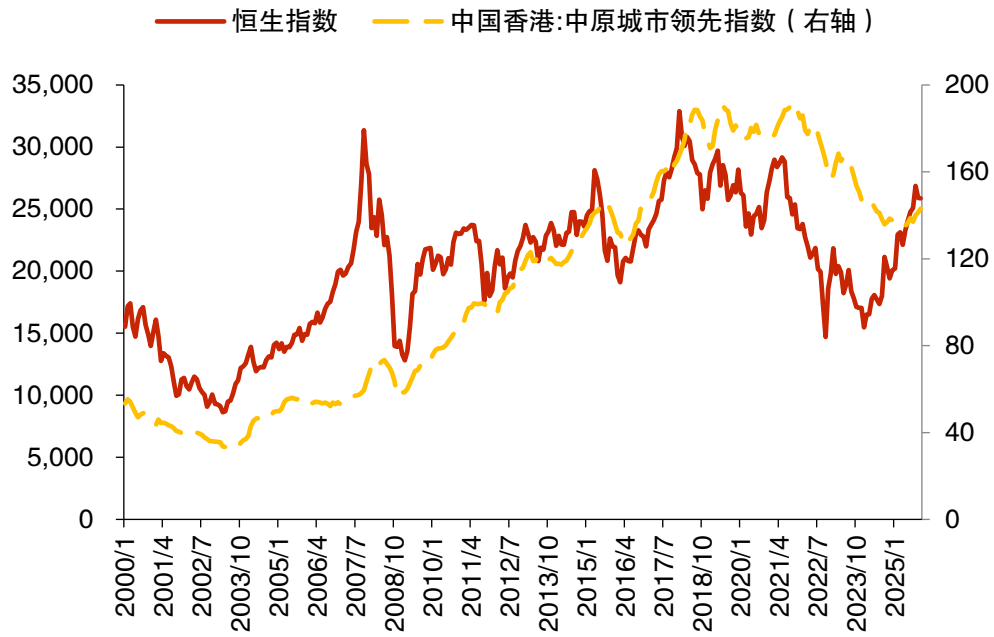
资料来源：香港差饷物业估价署，中原地产，华源证券研究所

趋势三：香港楼市复苏趋势延续，港资发展商有望迎来价值重估

图：中国香港净迁徙人口数



图：恒生指数和中国香港中原城市领先指数



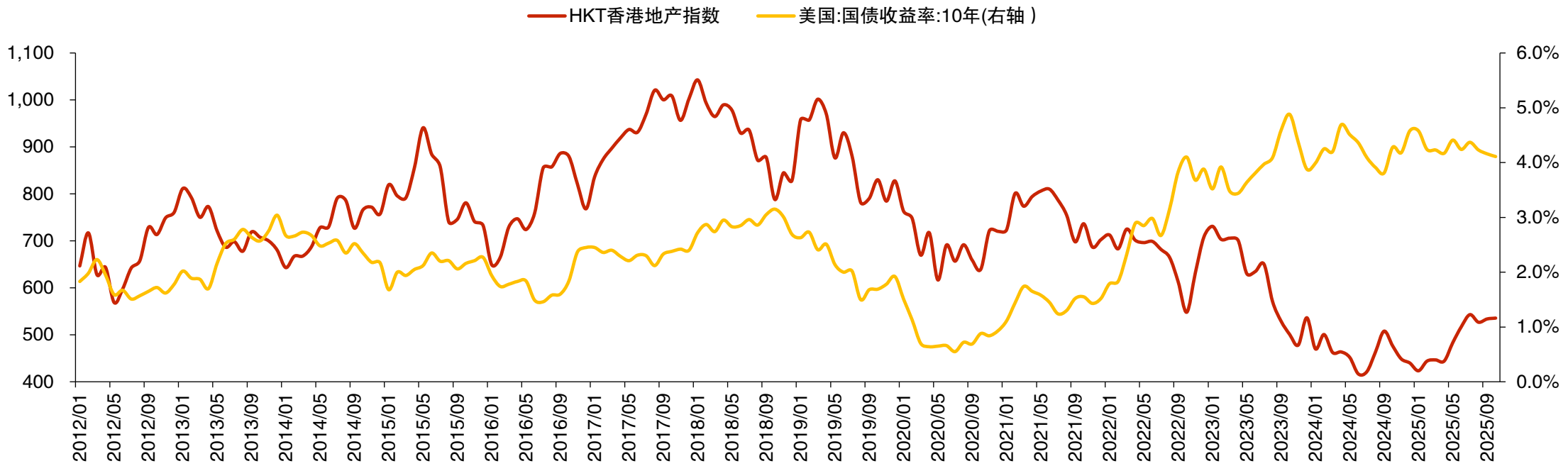
推动香港楼市复苏因素：

- **3）人口回流：**自2022年底各项揽人才政策推出以来，香港人口迎来回流。截至2025年8月，已有超23万名人才通过各项人才计划抵港，带动居住需求持续修复。
- **4）股市财富效应外溢：**恒生指数2025年1-10月上涨29%，历史上恒生指数走势与香港房价之间存在一定的正相关性（相关系数+0.76），股市财富效应外溢有助于带动楼市复苏。

资料来源：Wind，香港政府统计处，中原地产，华源证券研究所

趋势三：香港楼市复苏趋势延续，港资发展商有望迎来价值重估

图：HKT香港地产指数与美国10年期国债收益率



- 香港住宅市场自2021年9月房价触顶以来，经历了长达43个月的调整期，至2025年3月录得阶段性低点，累计最大回撤约28%。从调整的时间与幅度来看，本轮下行周期已相对充分。自2025年初以来，在多项利好因素共同驱动下，香港楼市逐步企稳回暖，成交量与房价均出现边际改善迹象。展望2026年，尽管当前香港一手私人住宅库存仍处历史相对高位，但在库存去化压力持续缓解的背景下，叠加多项需求端宏观与结构性支撑因素——包括美联储降息周期可能带来的按揭利率下行空间、“供平过租”推动的“租转买”及投资需求释放，以及人口回流所带来的刚性需求支撑——我们判断香港住宅市场量价企稳的趋势仍有望延续，成交规模与房价有望进一步回升。

- 2025年1-10月，HKT香港地产指数已累计上涨22%，涨幅略低于同期恒生指数的29%，但在估值端层面，截至2025年11月26日，HKT香港地产指数对应的市净率仅0.40倍，处于该数据有史以来的17.3%分位值，显著低于其长期中位数0.62倍，估值仍具备进一步修复的空间。考虑香港楼市基本面温和复苏、美联储降息周期重启等积极因素，我们认为港资发展商后续有望迎来估值与盈利的双重修复。

注：HKT 香港地产指数的 Wind 代码为 H11142
资料来源：Wind，华源证券研究所

主要内容

1. 现状分析：量价已深度调整，静待拐点
2. 政策复盘：基本面与政策面有望共振
3. 行业展望：2026年三大趋势值得期待
4. 投资建议：寒夜破晓，曙光渐近
5. 风险提示

投资建议：寒夜破晓，曙光渐近

- 我们认为，房地产作为中国家庭重要的资产配置和投资方向，稳住房价对畅通经济内循环有着重要意义，政策端有望进一步发力。2025年以来，中央层面高频提及建设好房子，在政策导向和供需结构变化的契机之下，高品质住宅或将迎来发展浪潮。此外，在多重利好因素的共同推动下，香港私人住宅市场情绪已逐步修复，我们认为港资发展商有望迎来新一轮价值重估。
- 建议关注：1）地产开发：华润置地、建发国际集团、招商蛇口、滨江集团；2）二手房中介：贝壳；3）地产转型：衢州发展；4）港资发展商：恒基地产、嘉里建设、新鸿基地产。5）物业管理：招商积余、绿城服务、华润万象生活。

主要内容

1. 现状分析：量价已深度调整，静待拐点
2. 政策复盘：基本面与政策面有望共振
3. 行业展望：2026年三大趋势值得期待
4. 投资建议：寒夜破晓，曙光渐近
5. 风险提示

风险提示：

- **房地产政策波动风险：**房地产相关的货币、财政政策及因城施策的调控取向仍存在一定不确定性。在房地产发展新模式的总体框架下，住房制度、土地制度、金融支持及财税政策等基础性制度仍存在进一步调整和优化的可能，相关政策变化或节奏调整，可能对行业运行及房企经营产生阶段性扰动。
- **行业修复不及预期的风险：**自2024年9月以来，多项政策协同发力推动房地产市场量价边际改善，但若宏观经济修复力度不足、居民预期修复偏慢，或已出台政策的传导与落地效果不及预期，房地产基本面的修复幅度及持续性仍存在不及预期的风险。
- **房企经营与流动性风险：**在行业基本面修复不及预期的情形下，部分房企仍可能面临销售回款承压、融资困难等问题，资金链压力短期内或难以有效缓解，进而对其持续经营能力及项目推进产生不利影响。
- **第三方数据偏差风险：**本文引用的部分数据来自第三方机构，受统计口径或方法差异影响，相关数据可能与实际情况存在偏差。

评级说明和重要声明

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

评级说明和重要声明

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%～20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%～+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。

華源証券

HUAYUAN SECURITIES