

房地产行业专题

香港楼市复苏的复盘、展望与借鉴

优于大市

核心观点

长周期视角下 2025 年香港楼市复盘。2025 年香港私人住宅成交量+21%，为 2013 年以来的第二高水平，连续两年规模上涨；价格指数自 3 月确认底部后连续三个季度企稳回升，较底部回升 4.8%，全年+3.3%；租金指数全年+4.3%，已超过 2019 年达到历史新高。**本轮复苏呈典型的“量在价先”**，成交量处于历史高分位，价格较 2021 年 9 月的历史高点仍有大约 25%的回撤，目前大约在 2016 年第三季度的位置水平。

比较 1997–2003 和 2021–2025 两轮下跌周期，前者属于“**资产泡沫破裂+本地金融危机**”，为极端信用收缩情形，后者属于对“**估值回调+宏观利率变化**”的反应。由于下跌原因的不同，两者回撤时间、跌幅、冲击力等方面均有差异，前者回撤周期 69 个月，跌幅达 66%，后者回撤周期 42 个月，跌幅达 28%。

2021–2025 下跌周期显然更加温和，且目前复苏周期“**政策+利率+需求+内地红利**”的共振幅度小于 2003 年，**我们预计中期内香港房地产市场的复苏将不会复制 2003–2008 年的修复幅度**，判断本轮修复短期是否可以持续则需密切关注后续宏观环境和利率变化的不确定性。

2025 年香港楼市何故止跌回稳。需求端政策放松：可以概括为在高利率与价格下行压力下，以“**撤辣+按揭松绑+人才优惠+精准减税**”为主的需求端放松。核心目标是通过减少交易成本及释放优惠，托底刚需与新来港人才的置业预期。

租金回报率反超房贷利率：香港私人住宅租金已回到甚至超过 2019 年高点，推动租金回报率显著修复，5 月 HIBOR 大幅下降导致香港房贷利率走低，租金回报率大于房贷利率带来了成交放量与房价止跌，是本轮香港楼市企稳的主传导链条。

人口流入和收入提升带来需求托底：截至 2025 上半年香港常住人口增速已环比转正，人才计划有效逆转了三年净流出趋势，2024 年和 2025 上半年香港私人住宅成交中，内地买家购买占比分别为 25%、24%，远远高于 2021–2023 年的占比。自 2023 年末，香港家庭月收入中位数保持在 3 万港元左右，较 2021–2022 年提升约 10%，收入提升也带来了需求托底的保障。

对内地的借鉴意义。本轮内地房地产下跌的原因可以概括为“**长期需求拐点+短期信用收缩**”双击供需两端，并在预期恶化和负向反馈中被不断放大，所以和香港两轮下跌周期不同的是，**本轮内地房地产下跌将是漫长的，但跌幅大概率不会复制 1997–2003 香港下跌周期。**我们可以借鉴香港止跌回稳的经验：1) 当前内地已基本没有“**限购、限贷**”等限制性政策，但在**税费的减免上仍有较大空间**；2) 当前在利率传导的通畅性仍有较大空间，核心城市租金收益率和按揭利率相差较大，且呈“**租售价格双降但售价跌幅更快**”的格局；3) 短期的供给收紧对楼市的影响具有滞后性，长期来看需加快“**保障房+商品房**”双轨制建设；4) **长周期地产的拐点，除短期政策和供需预期的短期变化外，还需匹配居民的偿付能力和经济发展。**

风险提示：宏观环境下行，房贷利率上行，需求萎缩、政策收紧等变化带来的风险。

行业研究 · 行业专题

房地产

优于大市 · 维持

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《统计局 2025 年 1–12 月房地产数据点评–2025 年以基本面下行落幕，关注 2026 年初地产积极信号》——2026-01-23

《统计局 2025 年 1–11 月房地产数据点评–销售量价持续下行，投融资指标加速下跌》——2025-12-16

《数据背后的地产行业图景–关注非热门城市的新房供需新格局》——2025-12-08

《统计局 2025 年 1–10 月房地产数据点评–地产基本面趋势下行，高基数影响逐渐显现》——2025-11-15

《房地产行业 2026 年度投资策略–止跌之路：收入、预期、外力》——2025-11-05

内容目录

长周期视角下 2025 年香港楼市复盘	5
2025 年香港楼市概况	5
当前香港楼市的量价水平处于历史上的多少分位?	6
2021-2025 和 1997-2003 两轮下跌周期的比较	8
从 2003-2008 复苏看后市表现	12
2025 年香港楼市何故止跌回稳	12
需求端政策放松	13
租金回报率反超房贷利率	13
人口流入和收入提升带来需求托底	16
对内地的借鉴意义	18
对比香港, 当前内地楼市调整到了哪一步	18
如何借鉴香港楼市止跌回稳的经验	20
风险提示	21

图表目录

图 1: 2025 年香港一手住宅成交量 (单位: 套)	5
图 2: 2025 年香港二手住宅成交量 (单位: 套)	5
图 3: 2025 年香港私人住宅售价指数	6
图 4: 2025 年香港住宅租金指数	6
图 5: 2025 年香港私人住宅售价指数 (分面积)	6
图 6: 2025 年香港住宅租金指数 (分面积)	6
图 7: 香港住宅楼宇买卖合约数量	7
图 8: 香港历年一手房交易数量 (套)	7
图 9: 香港历年二手房交易数量 (套)	7
图 10: 历史香港私人住宅售价指数	8
图 11: 历史香港住宅租金指数	8
图 12: 两轮下跌周期住宅价格跌幅和时间的比较	9
图 13: 两轮下跌周期租金跌幅和时间的比较	9
图 14: 过渡时期香港土地供应 (公顷)	9
图 15: 香港住户数目变化情况 (万户)	9
图 16: 香港 1991-1996 年房贷利率和最优贷款利率	10
图 17: 香港 1989-1996 年通胀率和存款利率	10
图 18: 1997-2003 周期前后香港 GDP 现价同比	10
图 19: 1997-2003 周期前后香港失业率	10
图 20: 2009-2019 香港住宅售价指数和租金指数	11
图 21: 2009-2019 香港住宅空置率	11
图 22: 2021-2025 周期前后最优惠利率	11
图 23: 2021-2025 周期前后银行同业拆息定价	11
图 24: 2021-2025 周期前后香港 GDP 现价同比	12
图 25: 2021-2025 周期前后香港失业率	12
图 26: 2003-2008 香港住宅售价指数和租金指数	12
图 27: 2003-2008 香港住宅空置率	12
图 28: 香港 40 平以下私人住宅租金回报率 (%)	14
图 29: 香港 40-70 平私人住宅租金回报率 (%)	14
图 30: 香港 70-100 平私人住宅租金回报率 (%)	14
图 31: 香港 100-160 平私人住宅租金回报率 (%)	14
图 32: 香港 160 平以上私人住宅租金回报率 (%)	14
图 33: 香港 100-160 平私人住宅租金回报率 (%)	15
图 34: 香港 160 平以上私人住宅租金回报率 (%)	15
图 35: 香港房贷利率变化	15
图 36: 香港 40 平以下私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)	15
图 37: 香港 40-70 平私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)	16

图 38: 香港 70-100 平私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)	16
图 39: 香港 100-160 平私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)	16
图 40: 香港 160 平以上私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)	16
图 41: 香港总人口数及同比	17
图 42: 香港常住人口数及同比	17
图 43: 香港私人住宅成交中内地买家的占比	17
图 44: 香港家庭月收入中位数	18
图 45: 香港名义薪金指数	18
图 46: 全国二手房价价格 (单位: 元/平方米)	18
图 47: 上海二手房价价格 (单位: 元/平方米)	18
图 48: 深圳二手房价价格 (单位: 元/平方米)	19
图 49: 北京二手房价价格 (单位: 元/平方米)	19
图 50: 全国历年人口及出生率变化	19
图 51: 北京历年人口及出生率变化	19
图 52: 上海历年人口及出生率变化	20
图 53: 深圳历年出生率	20
图 54: 新增个人住房贷款加权平均利率	20
图 55: 上海二手房租金指数及租金回报率	20
图 56: 深圳二手房租金指数及租金回报率	21
图 57: 北京二手房租金指数及租金回报率	21

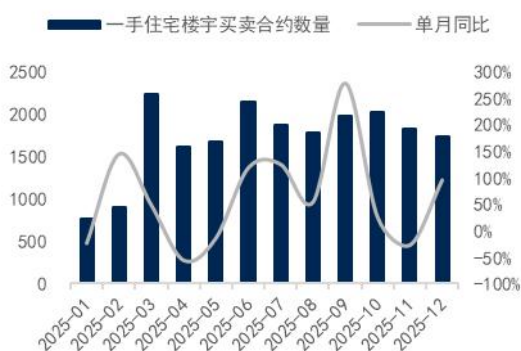
长周期视角下 2025 年香港楼市复盘

2025 年香港楼市止跌回稳，在复盘 2025 年香港楼市表现的同时，我们更加关心当前香港楼市在历史上处于多少分位，企稳能否持续，并且试图通过比较不同周期，判断在这个时点的香港楼市到底是下跌中继还是新一轮的牛市起点。

2025 年香港楼市概况

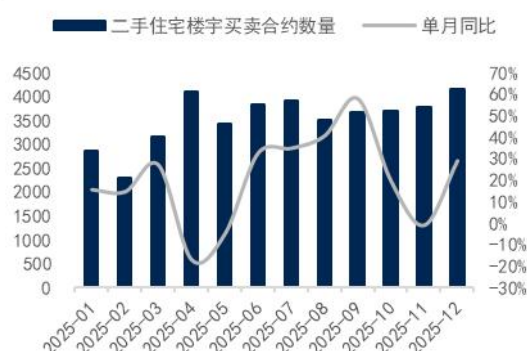
一手住宅方面，2025 年香港共成交 20540 套，同比增长 21%；二手住宅方面，2025 年香港共成交 42292 套，同比增长 17%。2025 年香港一二手住宅总共成交超 6 万套，为 2013 年以来的第二高水平。

图1：2025 年香港一手住宅成交量（单位：套）



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图2：2025 年香港二手住宅成交量（单位：套）



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

如果说 2023 年是香港楼市成交量的冰点，2024 年是香港楼市成交价的冰点，那么 2025 年就是香港楼市触底回稳的一年。在 2025 年 3 月确认价格底部后，香港私人住宅售价指数连续三个季度企稳回升，截至年末价格较最低点回升 4.8%，2025 全年同比增长 3.3%。

和价格指数走势不完全相同的是，香港私人住宅租金指数自 2022 年末持续走高，2025 全年同比增长 4.3%，已超过 2019 年达到历史新高。

图3: 2025 年香港私人住宅售价指数



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

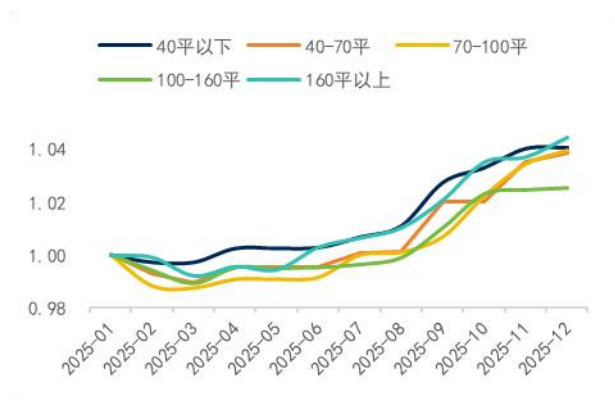
图4: 2025 年香港住宅租金指数



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

按面积段来看, 2025 年小户型住宅的价格修复更加明显, 中大户型住宅修复速度偏慢, 但中大户型住宅租金涨幅较大。2025 全年 40 平以下、40-70 平、70-100 平、100-160 平、160 平以上的租金指数分别上涨 3.5%、4.3%、3.7%、5.1%、2.7%; 售价指数分别上涨 4.1%、2.9%、2.6%、1.0%、2.9%。

图5: 2025 年香港私人住宅售价指数 (分面积)



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图6: 2025 年香港住宅租金指数 (分面积)

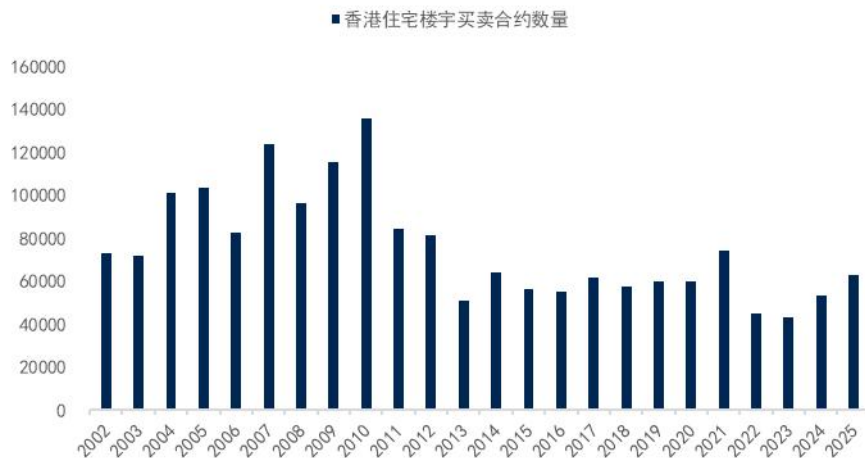


资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

当前香港楼市的量价水平处于历史上的多少分位?

继 2024 年之后, 香港一二手住宅成交量连续第二年放量回升。一手住宅成交量创六年新高, 二手住宅成交量创四年新高。在“量”的维度上, 2025 年是放量显著的一年, 成交量处于历史高分位, 且呈现典型的量在价先。

图7：香港住宅楼宇买卖合约数量



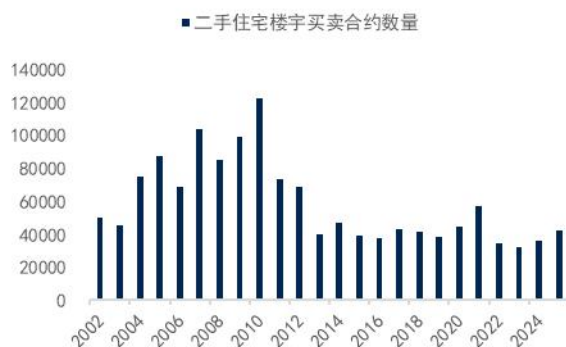
资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图8：香港历年一手房交易数量（套）



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图9：香港历年二手房交易数量（套）



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

虽然香港楼市价格 2025 年企稳回升，但仍远未达到前期高点，当前香港楼市的价格水平约较 2021 年 9 月的历史高点仍有大约 25% 的回撤，目前大约在 2016 年第三季度的位置水平。

而当前香港租金水平已达到历史新高，目前已超过上轮回撤前（2019 年 8 月）的高点 0.3%。

图10: 历史香港私人住宅售价指数



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图11: 历史香港住宅租金指数



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

2021-2025 和 1997-2003 两轮下跌周期的比较

1997 - 2003 周期与 2021 - 2025 周期是过去 40 余年香港楼市中仅有的两轮时间长、级别大的下跌周期，但在回撤时间、跌幅、下跌原因、冲击力等不同方面均有或大或小的差异，2021-2025 下跌周期显然更加温和。

回撤时间：

1997-2003 周期的住宅价格从 1997 年 10 月的高点调整了 69 个月于 2003 年 7 月见底；截至目前，2021-2025 周期的住宅价格从 2021 年 9 月的高点调整了 42 个月于 2025 年 3 月见底。

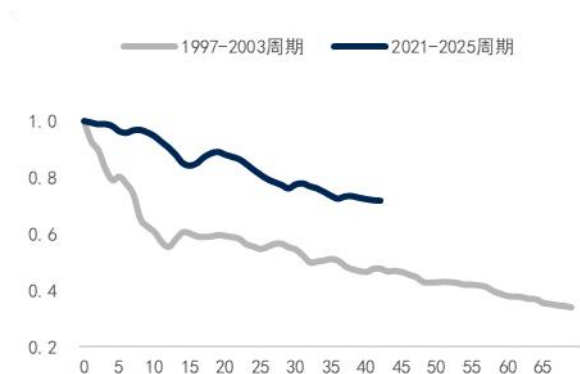
租金价格亦有类似，1997-2003 周期的住宅租金价格从 1997 年 10 月的高点调整了 72 个月见底；截至目前，2021-2025 周期的住宅租金价格提前从 2019 年 8 月的高点调整了 41 个月于 2023 年 1 月见底，**在本轮调整中，租金价格的调整时间及见底时间均领先房价 24 个月左右。**

跌幅：

1997-2003 周期的住宅价格在 69 个月内下跌 66% 后触底，在长时间的下跌过程中出现了少量以一个季度为周期的价格小幅企稳；截至目前，2021-2025 周期的住宅价格在 42 个月内下跌 28% 后触底。

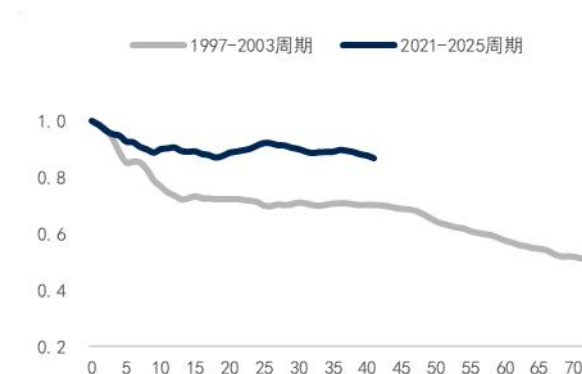
租金价格跌幅较房价温和许多，1997-2003 周期的住宅租金价格在 72 个月内下跌了 49% 后触底，同样在长时间的下跌过程中出现了少量以一个季度为周期的价格小幅企稳；截至目前，2021-2025 周期的住宅租金价格在 41 个月内下跌 13% 后触底。

图12: 两轮下跌周期住宅价格跌幅和时间的比较



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图13: 两轮下跌周期租金跌幅和时间的比较



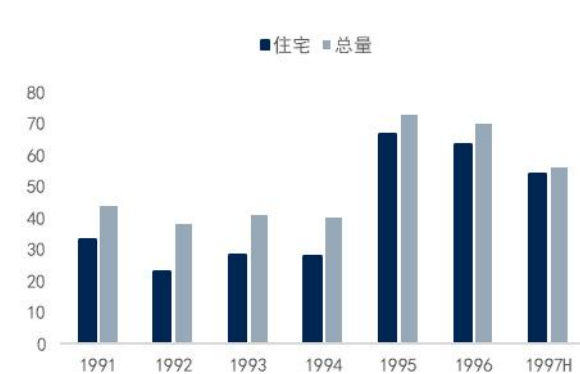
资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

下跌原因:

自香港实行联系汇率以来, 香港于 1989 至 1994 年多次随着美元降息, 导致通胀率大幅上升, 1989 至 1992 年香港通胀率年均高达 10.35%。通胀率和利率的巨大差距使得大量资金流入地产, 大幅推高地产价格。

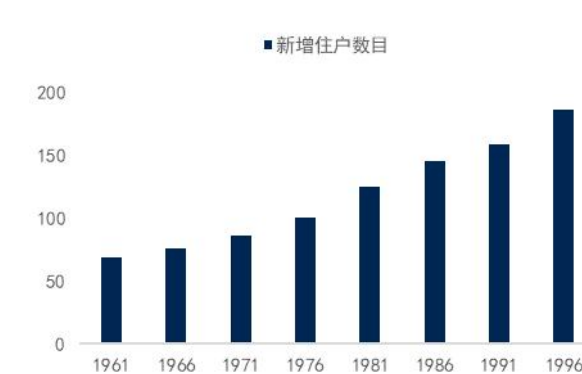
自 1985 年香港进入过渡时期以后, 期间香港政府每年卖地不得超过 50 公顷, 随后续有所放宽, 但这项规定对香港的土地供应产剩了深远影响。至 1994 年, 香港土地供应已明显短缺, 供需严重失衡导致了房价的上涨及“泡沫”的形成。这一期间政府未住抓住时机及时增加土地供应和公屋建设, 导致房价的上涨及“泡沫”的形成。

图14: 过渡时期香港土地供应 (公顷)



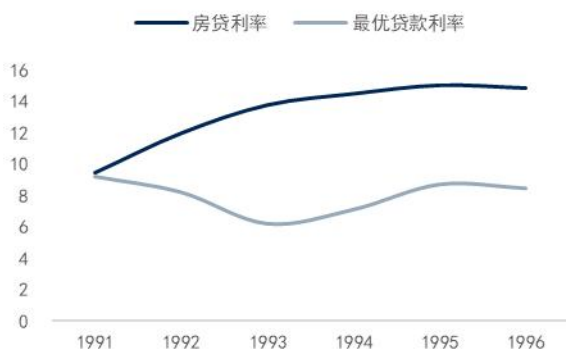
资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

图15: 香港住户数目变化情况 (万户)



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

图16: 香港 1991-1996 年房贷利率和最优贷款利率



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

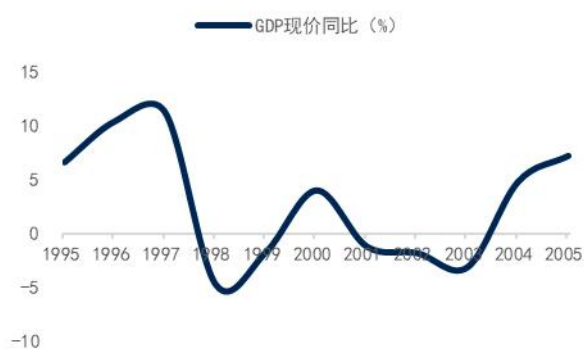
图17: 香港 1989-1996 年通胀率和存款利率



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

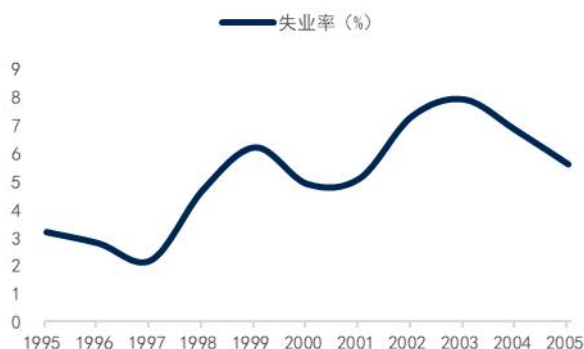
1997-2003 下跌周期属于“资产泡沫破裂+本地金融危机”，为极端信用收缩情形。在宏观环境上，1997-2003 周期的楼市调整与 GDP 由两位数高增速瞬间转入连续负增长、失业率从约 2.2% 飙升至 7.9% 高度同步。当金融危机带来经济整体收缩时，在银行高息和资产负财富效应下，香港消费、投资急速萎缩，居民和企业财务状况普遍恶化，债务偿还更加困难，高房价泡沫破裂。

图18: 1997-2003 周期前后香港 GDP 现价同比



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

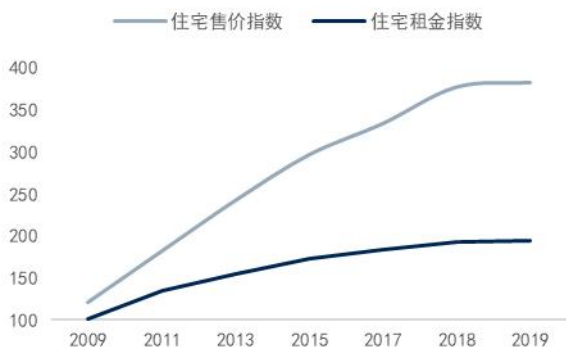
图19: 1997-2003 周期前后香港失业率



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

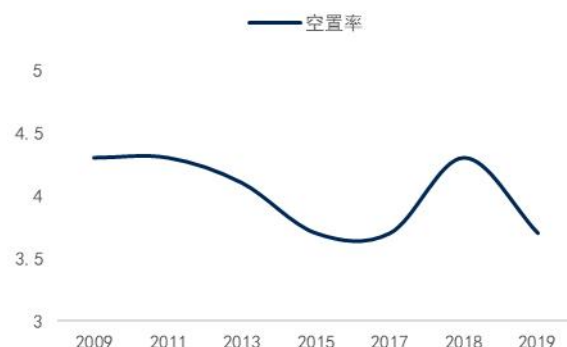
在 2009 年之后的十年中，香港地产进入大幅上涨阶段。至 2019 年，私人住宅售价指数上涨 211%，租金指数上涨 92%；写字楼售价指数上涨 209%，租金指数上涨 86%。在这一阶段，由于市场供求关系严重失衡，导致各类住宅物业价格急速上涨，相继创下历史新高，成为社会舆论关注的焦点，香港地产市场仍然是寡头垄断格局，大型地产商仍在囤积大量土地储备，这些土地开发程序复杂且漫长，一定程度上拖慢了香港土地供应的步伐。

图20: 2009–2019 香港住宅售价指数和租金指数



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图21: 2009–2019 香港住宅空置率



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

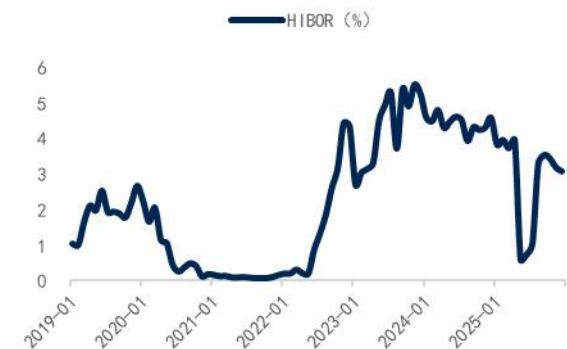
2022 年由于美国开始加息，香港 HIBOR 与最优惠利率进入上行通道，按揭成本同步走高，对投资和改善性需求形成实质打压，香港楼市随着宏观利率的变化开始同步下行。

图22: 2021–2025 周期前后最优惠利率



资料来源: 香港金融管理局、国信证券经济研究所整理

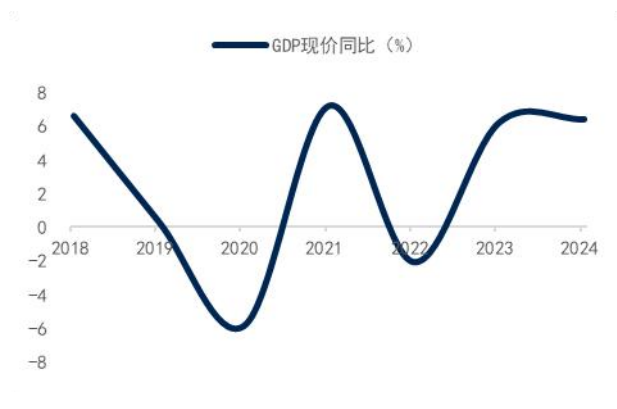
图23: 2021–2025 周期前后银行同业拆息定价



资料来源: 香港金融管理局、国信证券经济研究所整理

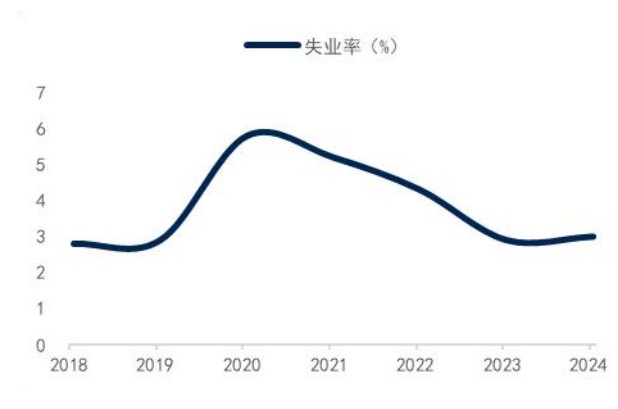
2021–2025 下跌周期则是在在本地 GDP 仍维持正增长区间的情形下展开，且失业率在 2020 年疫情后并未随着房地产市场的下跌而持续走高，所以与 1997–2003 下跌周期有所区别的是，2021–2025 下跌周期更多的是对“估值回调+宏观利率变化”的反应。

图24: 2021-2025 周期前后香港 GDP 现价同比



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

图25: 2021-2025 周期前后香港失业率

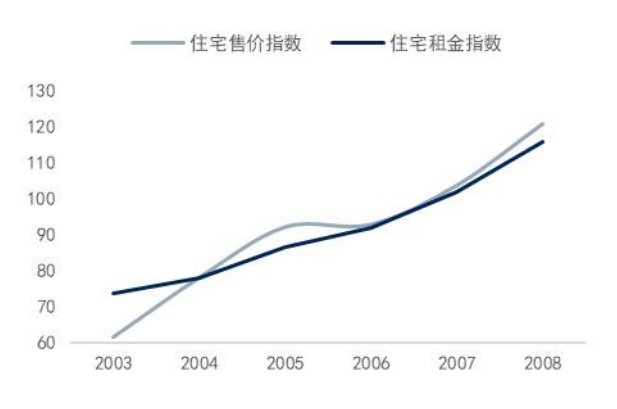


资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

从 2003-2008 复苏看后市表现

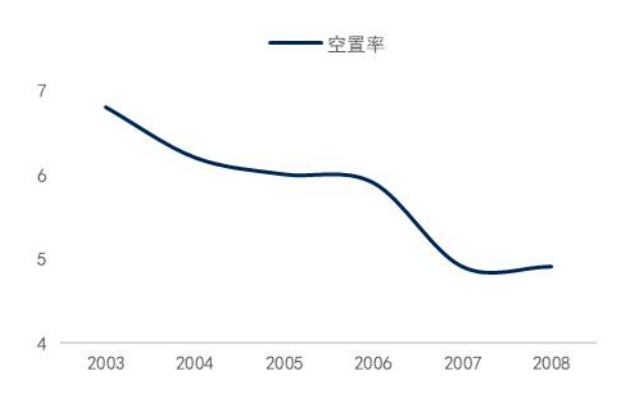
经过多年调整后, 香港房地产市场于 2003 年见底, 并于 2003-2008 年出现恢复性上涨, 且暂未回到 1997 年高点水平。2003 年香港地区签署《更紧密经贸关系安排》, 并实施内地居民赴港自由行政策, 且配合政府的住房宽松政策, 2003 至 2008 年, 香港各类物业的价格和租金开始恢复性上涨, 至 2008 年住宅、零售、写字楼价格分别上涨一倍、一倍、两倍左右, 但较 1997 年前后的高峰位置亦有差距。2008 年私人住宅售价指数较 2003 年上升 95.6%, 较 1997 年下降 26.1%; 私人住宅租金指数较 2003 年上升 57.2%, 较 1997 年下降 14.0%。

图26: 2003-2008 香港住宅售价指数和租金指数



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图27: 2003-2008 香港住宅空置率



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

而由于 2021-2025 下跌周期显然更加温和, 且当前复苏周期“政策+利率+需求+内地红利”的共振幅度小于 2003 年, 我们预计中期内香港房地产市场的复苏将不会复制 2003-2008 年的修复幅度。值得注意的是, 因为 2021-2025 年的下跌是“估值回调+宏观利率变化”所导致, 后续需要密切观察宏观环境和利率变化的不确定性, 从而判断本轮修复短期是否可以持续。

2025 年香港楼市何故止跌回稳

需求端政策放松

2021-2025 楼市下跌周期中，香港楼市政策的基调可以概括为：**在高利率与价格下行压力下，以“撤辣+按揭松绑+人才优惠+精准减税”为主的需求端放松**。核心目标是通过减少交易成本及释放优惠，托底刚需与新来港人才的置业预期。

从节奏上看，楼市下跌初期（2021-2023 年）为“减辣+按揭微松”的过渡期，而后期（2024-2025 年）为“全面撤辣+系统性放宽按揭+精准减税”，**整体从“高税+严贷+限购”切换为“低税+高杠杆+零限购”的开放格局**。

税费方面：1) 2023 年 10 月，BSD/NRSD 从 15% 降至 7.5%，SSD 锁定期从 3 年缩短到 2 年，“减辣但仍辣”；2) 2024 年 2 月，SSD/BSD/NRSD 一次性全部取消，仅保留 AVD（100 港元 - 4.25%），香港重新进入“零辣招”时代。

（注：BSD 为买家印花税、NRSD 为新住宅印花税，主要起到内地城市类似于限购、差别化契税的功能；SSD 为额外印花税，主要起到内地城市类似于限售的功能。）

按揭方面：1) 2022 年 9 月开始下调压力测试；2) 2023 年 7 月提高部分价位自住楼按揭成数；3) 自用小于 3000 万可做 7 成，非自用、非住宅普遍提高成数，暂停+200bp 压力测试，开发贷融资比率恢复至 60%；4) 2024 年 10 月，所有住宅与非住宅按揭成数上限统一 70%，供款与入息比率统一 50%，不再区分首套和是否自用。

限购方面：香港本无“套数限购”，而是靠 BSD/NRSD 差异化税率+按揭规则管理非本地和多套需求，2024 年 2 月撤辣后，这套差异化工具被彻底废除——税制与按揭两端再无“身份/套数差别”，实质进入“零限购+零辣招+统一杠杆”状态。

其他方面：1) 2024 年 3 月，新 CIES（资本投资者入境计划）重启并多轮优化，放开高端住宅作为合资格资产（3000 - 5000 万）、设定 1000 - 1500 万计入上限，引导高净值投资者入市；2) 2025 年 3 月，400 万以下物业印花税统一 100 港元，精确扶持刚需和小户型。

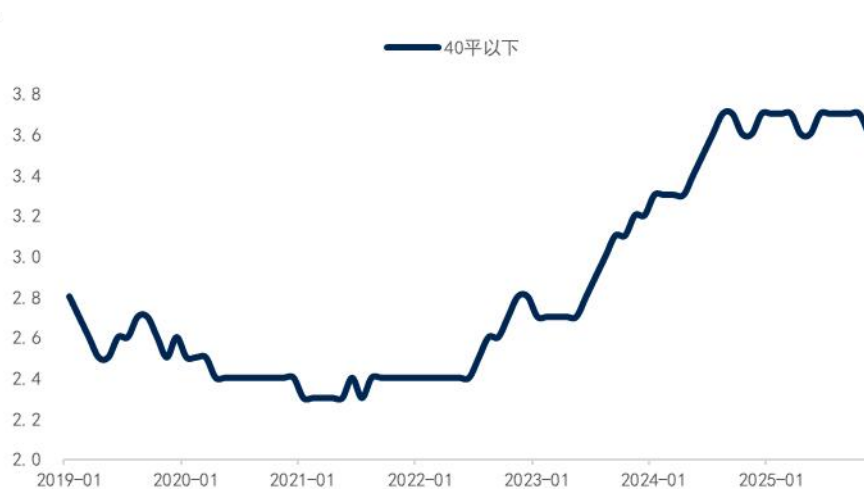
值得注意的是，在需求端政策放松初期时，香港住宅价格指数仍由 2021 年 9 月的高位下跌约 20%，而成交量则在关键政策时点前后呈现出“量稳价跌”的特征，**说明政策的过渡更多是减速下行，而非扭转趋势**。后期全面政策转向后，“租金走高+购房成本降低”带来的资产回报正收益成为了香港楼市复苏的关键。

租金回报率反超房贷利率

香港房贷利率主要与 HIBOR、最优贷款利率挂钩，其中以 HIBOR 定价的按揭贷款占极高比重。简单来说，**香港房贷利率取（HIBOR+1.3%）和（最优贷款利率-1.75%）的最低值，所以当 HIBOR 下行时，购房者会充分受益**。

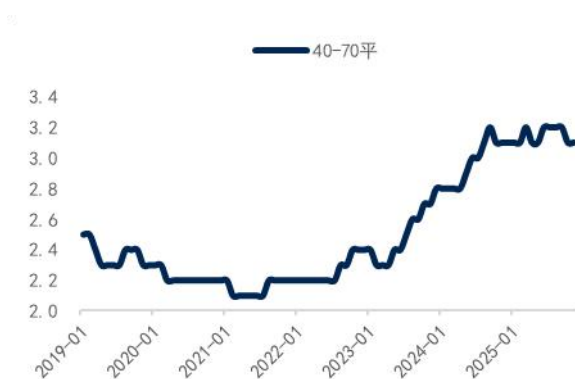
香港私人住宅租金在 2023 - 2025 年连续三年上升，租金指数已回到甚至超过 2019 年高点，推动租金回报率显著修复。2025 年香港 40 平以下、40-70 平、70-100 平、100-160 平、160 平以上私人住宅的租金回报率分别稳定在 3.7%、3.2%、2.8%、2.6%、2.4% 左右。

图28: 香港 40 平以下私人住宅租金回报率 (%)



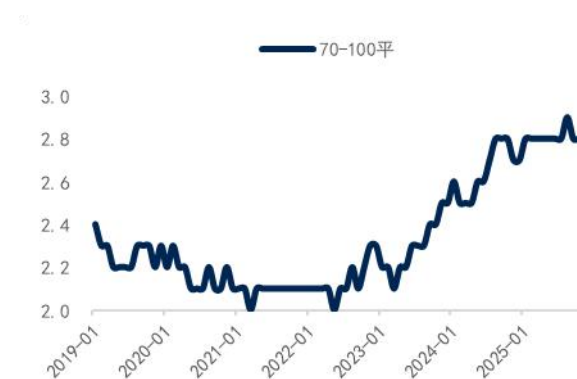
资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图29: 香港 40-70 平私人住宅租金回报率 (%)



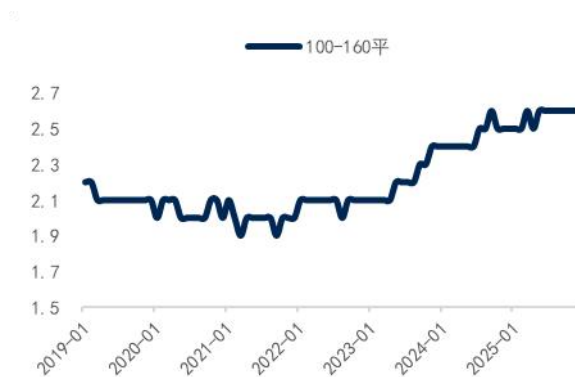
资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图30: 香港 70-100 平私人住宅租金回报率 (%)



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图31: 香港 100-160 平私人住宅租金回报率 (%)



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图32: 香港 160 平以上私人住宅租金回报率 (%)



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

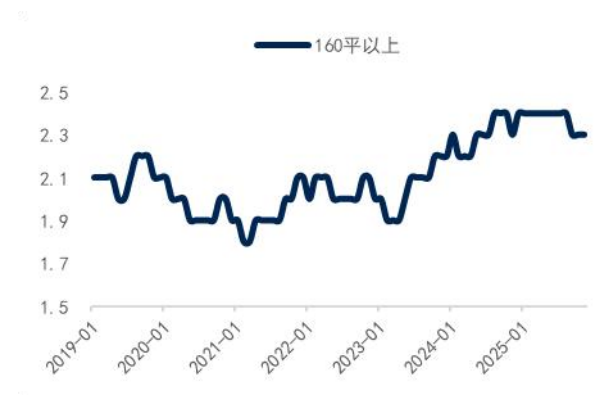
2025 年 5 月，HIBOR 大幅下降导致香港房贷利率走低，使得租金回报率超过按揭利率。利率下行带来月供下降，使得租金回报率大于房贷利率从而带来成交放量与房价止跌，是本轮香港楼市企稳的主要传导链条。

图33: 香港 100-160 平私人住宅租金回报率 (%)



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图34: 香港 160 平以上私人住宅租金回报率 (%)



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

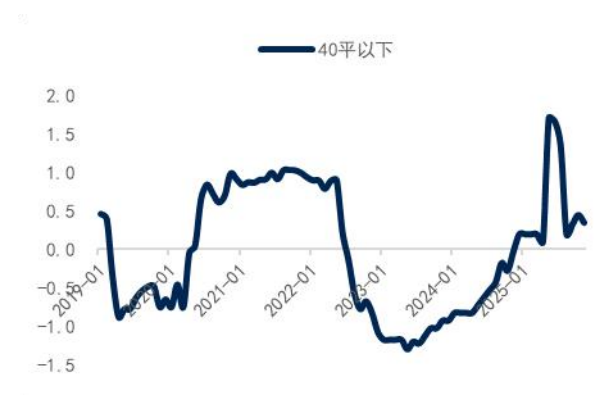
2025 年 5 月 HIBOR 大幅降低至 0.59% 时，当时香港 40 平以下、40-70 平、70-100 平、100-160 平、160 平以上私人住宅的租金回报率分别比房贷利率高 1.7%、1.2%、0.9%、0.7%、0.5%；截至年末两者的对比分别是 0.4%、-0.1%、-0.4%、-0.6%、-0.9%，小户型租金回报率显著高于整体均值。

图35: 香港房贷利率变化



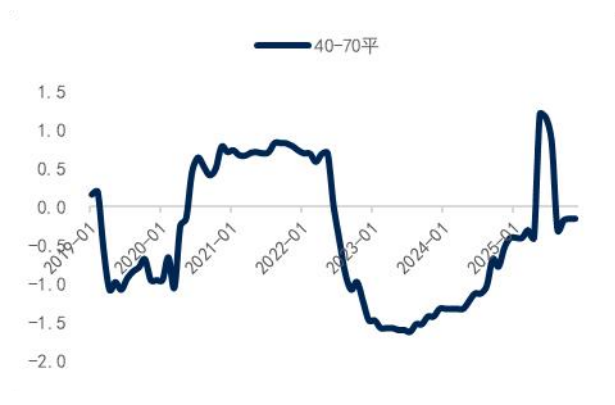
资料来源：香港金融管理局、国信证券经济研究所整理

图36: 香港 40 平以下私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)



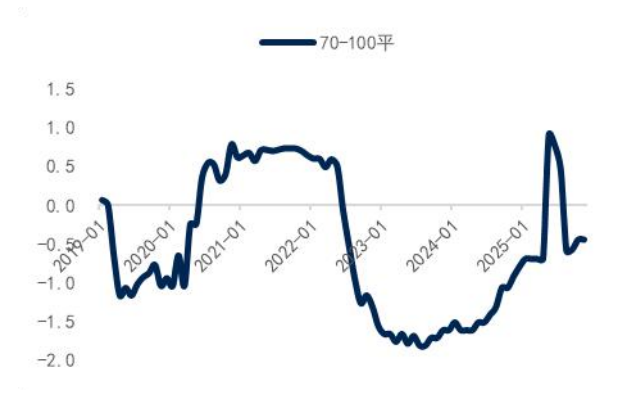
资料来源：香港金融管理局、香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图37: 香港 40-70 平私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)



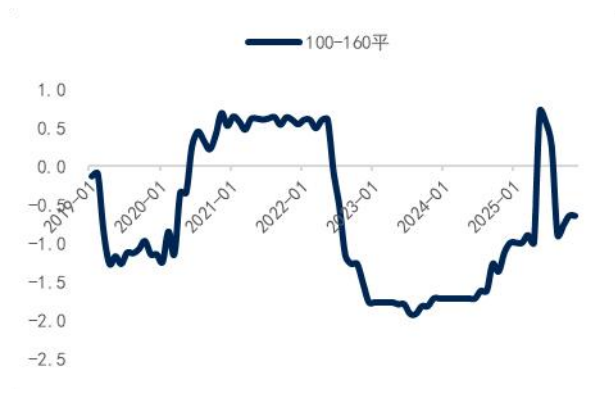
资料来源: 香港金融管理局、香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图38: 香港 70-100 平私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)



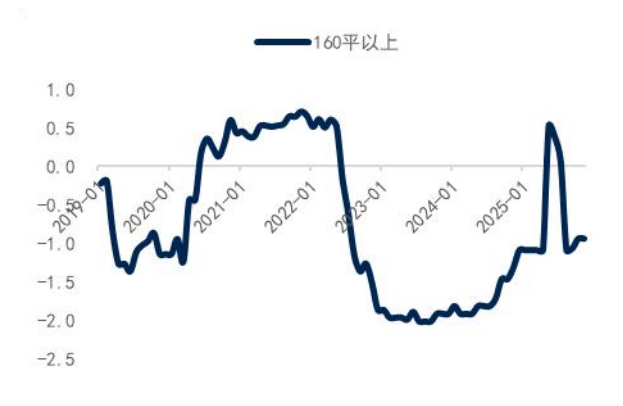
资料来源: 香港金融管理局、香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图39: 香港 100-160 平私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)



资料来源: 香港金融管理局、香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图40: 香港 160 平以上私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)



资料来源: 香港金融管理局、香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

人口流入和收入提升带来需求托底

常住人口的变化也是香港楼市涨跌的先行指标之一。2020 - 2022 年香港常住人口累计净流出约 15 万人，是房价下跌的重要背景之一。

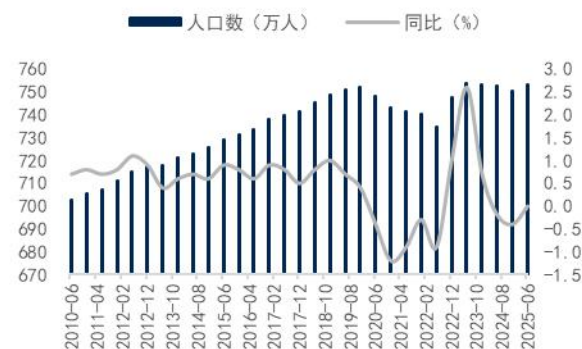
2022 年底起，香港推出“高才”、“优才”等一揽子人才计划，截至 2025 年底，各项人才计划累计收到逾 57 万宗申请，批出近 40 万宗。**截至 2025 上半年香港常住人口增速已环比转正**，人才计划有效逆转了三年净流出趋势，形成实质性、持续性的新增居住人口，是楼市需求企稳的“底层变量”。

图41: 香港总人口数及同比



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

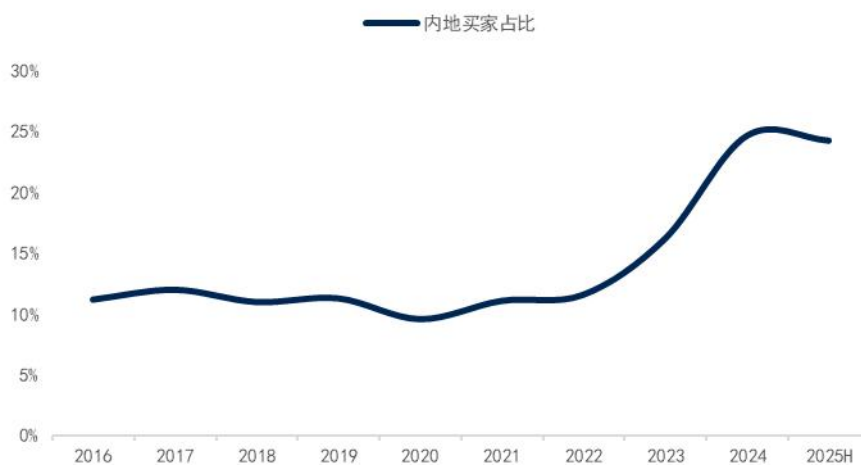
图42: 香港常住人口数及同比



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

人才计划并非单纯增加“人数”，更关键的是引入了高收入、高学历、高消费能力的人群，在人才计划和需求端政策放松的双重加持下，根据中原地产统计，2024年和2025上半年香港私人住宅成交中，内地买家购买占比分别为25%、24%，远远高于2021-2023年的占比。

图43: 香港私人住宅成交中内地买家的占比



资料来源: 中原地产、国信证券经济研究所整理

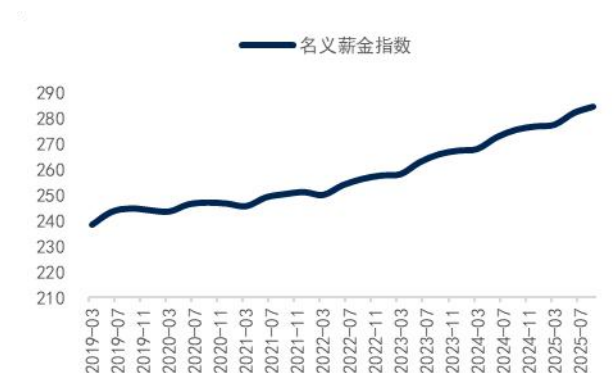
收入和收入预期是房价影响因素之一，根据国内外历史周期和现有数据，它们虽然并非房价变化的单一或优先驱动，但收入和对未来预期的稳步提升是释放需求的基石。自2023年末，香港家庭月收入中位数保持在3万港元左右，较2021-2022年提升约10%，收入提升也带来了需求托底的保障。

图44: 香港家庭月收入中位数



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

图45: 香港名义薪金指数



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

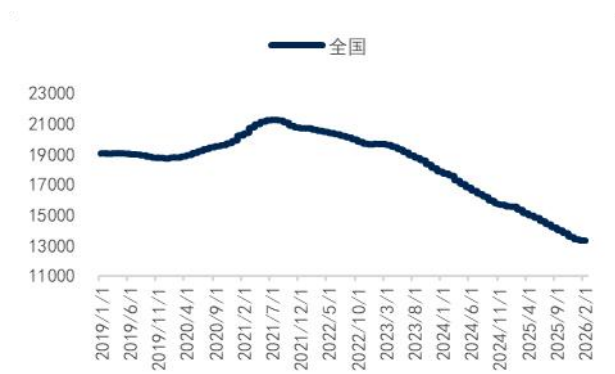
对内地的借鉴意义

对比香港，当前内地楼市调整到了哪一步

根据冰山指数，当前全国房价较 2021 年最高点跌幅 38%，核心城市北京、上海、深圳跌幅分别为 29%、33%、37%。根据下跌周期来看，本轮全国层面已下跌约 55 个月，核心城市北京、上海、深圳分别下跌 33、55、59 个月。

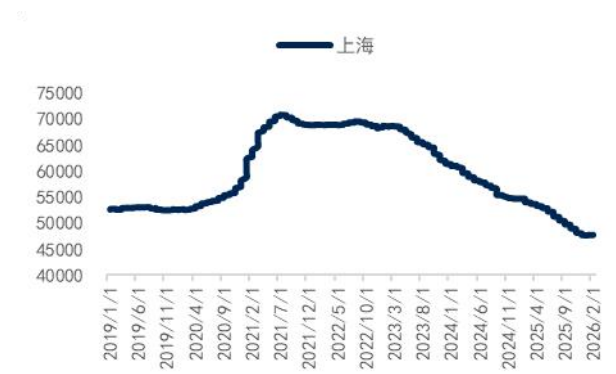
对比香港楼市两轮下跌周期，本轮内地楼市调整时长已经超越香港 2021-2025 下跌周期，接近香港 1997-2003 下跌周期；调整幅度已经超越香港 2021-2025 下跌周期，远未接近香港 1997-2003 下跌周期。

图46: 全国二手房价价格（单位：元/平方米）



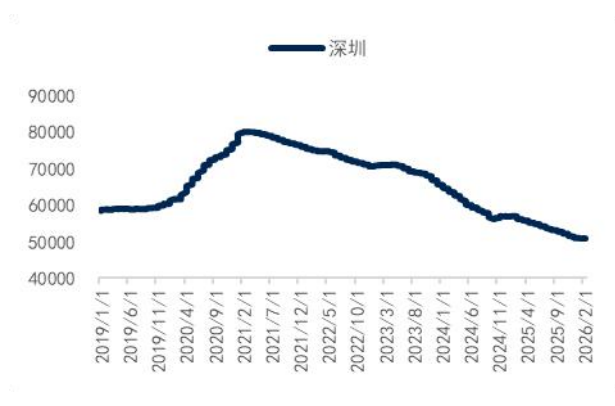
资料来源: 冰山指数、国信证券经济研究所整理

图47: 上海二手房价价格（单位：元/平方米）



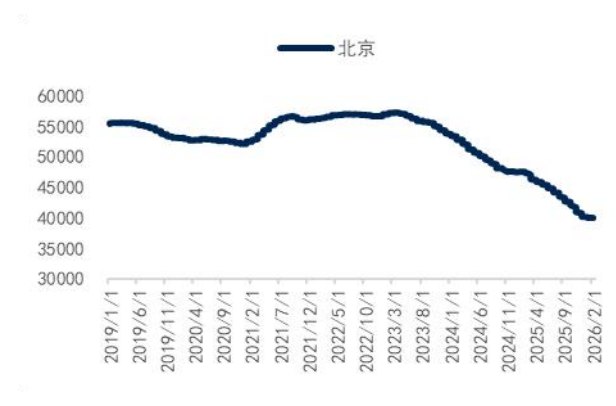
资料来源: 冰山指数、国信证券经济研究所整理

图48: 深圳二手房价格（单位：元/平方米）



资料来源：冰山指数、国信证券经济研究所整理

图49: 北京二手房价格（单位：元/平方米）



资料来源：冰山指数、国信证券经济研究所整理

中国人口在 2022 年已经进入负增长，60 岁及以上人口占比在 2010-2022 年间从提升 7pct 至约 20%，步入老龄化，未来新增需求的中枢明显下移，房地产从“增量时代”转入“存量博弈”，区域上人口与产业进一步向东南沿海和少数核心城市集中，低线城市购房需求长期承压。

图50: 全国历年人口及出生率变化



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图51: 北京历年人口及出生率变化



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图52: 上海历年人口及出生率变化



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图53: 深圳历年出生率



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

本轮内地房地产下跌的原因可以概括为“长期需求拐点+短期信用收缩”双击供需两端，并在预期恶化和负向反馈中被不断放大，所以和香港两轮下跌周期不同的是，本轮内地房地产下跌将是漫长的，但跌幅大概率不会复制1997-2003香港下跌周期。

如何借鉴香港楼市止跌回稳的经验

一、香港在需求端政策放松初期时，仍呈现出“量稳价跌”的特征，说明政策的过渡更多是减速下行，而非扭转趋势。后期全面政策转向后，“租金走高+购房成本降低”带来的资产回报正收益成为了香港楼市复苏的关键。当前内地已基本没有“限购、限贷”等限制性政策，但当前在税费的减免上仍有较大空间；

二、租金回报率超过按揭利率是本轮香港楼市复苏的主要传导链条，当前内地五年期LPR为3.5%，已经三个季度未有调整，2025年新增个人住房贷款加权平均利率未3.06%，利率传导的通畅性仍有较大空间，同时根据中原地产数据，核心城市北京、上海、深圳二手房平均租金收益率分别为1.6%、1.8%、1.9%，随在不断提高但仍和按揭利率相差1.1-1.5pct，且和香港不同的是，核心城市二手房租金指数仍未止跌，当前呈“租售价格双降但售价跌幅更快”的格局；

图54: 新增个人住房贷款加权平均利率



资料来源: 中国人民银行、国信证券经济研究所整理

图55: 上海二手房租金指数及租金回报率



资料来源: 中原地产、国信证券经济研究所整理

图56: 深圳二手房租金指数及租金回报率



资料来源：中原地产、国信证券经济研究所整理

图57: 北京二手房租金指数及租金回报率



资料来源：中原地产、国信证券经济研究所整理

三、根据历史经验，短期的供给收紧对楼市的影响具有滞后性，长期来看需加快“保障房+商品房”双轨制建设，寻求房地产发展的新模式；

四、通过复盘香港，我们认为判断长周期地产的拐点，不能仅仅观察短期政策和供需预期的短期变化，还需要观察居民的偿付能力和经济发展的匹配程度。

风险提示

- 1) 美联储降息的不确定性导致香港按揭利率重新走高的风险；
- 2) 香港库存压力过大导致中短期供需失衡的风险；
- 3) 宏观经济下行导致需求萎缩的风险；
- 4) 需求端政策收紧的风险；
- 5) 客观环境不同导致香港经验对内地失效的风险。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032