



# 地产专题分析报告

宏观经济报告  
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：张馨月（执业 S1130525070016）  
songxuetao@gjzq.com.cn zhangxinyue@gjzq.com.cn

## 地产止跌已通过“金三银四”的考验

开年以来，房地产市场结束了 2025 年的加速下跌，逐渐出现止跌回稳的迹象。重点城市二手房成交持续放量，全国二手房挂牌价环比也收窄到-0.3%，显著好于去年下半年以来每月 1 个百分点以上的跌幅。

然而，面对楼市的回暖，市场整体保持谨慎观望的态度，原因在于自 2021 年 6 月房地产市场进入下行周期以来，每年年底房价跌幅均出现明显收窄，但次年 3-4 月往往会开启新一轮下跌。

目前来看，今年地产“金三银四”的表现基本打消了市场对“年初以来的楼市回暖只是下跌中继”的担忧：

第一，地产政策缺位，但成交加速放量，需求侧延续改善态势。尽管 2026 年全国层面并未出台地产刺激政策，但 26 个重点城市的二手房实时成交套数在去年同期高基数的前提下仍实现了显著增长，3、4 月的同比增速分别为 16%和 30%。

第二，重点城市挂牌量逆季节性回落，供需关系出现边际变化。由于卖家倾向在成交旺季挂牌，3、4 月份通常是年内二手房挂牌量回升较快的时点。但今年“小阳春”期间，二手房挂牌量不升反降。3 月 26 个重点城市二手房挂牌量环比仅小幅回升 0.6%，4 月挂牌量同环比均出现回落。结合“小阳春”期间的成交和挂牌量变化看，当前楼市的现状是“需求延续改善、供给边际收缩”，这与去年同期“需求虽改善、却不足以抵消供给放量”的情况截然不同。

第三，挂牌价降幅再度收窄，成交价率先转正。随着市场的供需平衡出现边际变化，成交议价空间将率先收窄，此时挂牌价虽尚未止跌，但成交议价率的下降将带动成交价环比回升。4 月全国二手房成交价环比由负转正，录得 0.05%，较 3 月环比-0.4%明显改善。

第四，租金价格初步止跌。目前全国租金已较低点反弹 0.2%，而去年同期租金仍在下跌，也表明当时的市场缺乏来自基本面的支撑。

站在全国层面看，楼市已通过“金三银四”的考验，重点城市挂牌量同环比的回落标志着房地产市场的供需平衡正在发生逆转，租金价格的底部反弹也表明楼市止跌有来自基本面的支撑，预计 6-8 月二手房挂牌价环比降幅将收窄至 0 附近。

目前，上海的刚需房和深圳的改善房已率先实现止跌回升，这背后体现了未来房价企稳的两种路径。第一种是由房子消费品属性支撑的价格底部，通常需要看到租金回报率达到合理水平，且租金价格实现止跌，对应的是估值底部的自然企稳，上海刚需房是其中的典型代表。第二种是金融属性回归带来的价格止跌，重点关注后续能否传导至其他核心城市的改善房和“新好房”，尤其是杭州、苏州等含“科”量较高的城市。

### 风险提示

租金超预期回落；宏观经济不及预期；地产政策超预期；海外地缘政治存在不确定性。



## 内容目录

一、地产止跌迹象初现.....	3
二、地产止跌已通过“金三银四”的检验.....	4
三、楼市何时确认价格底部?.....	8
风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1: 26 个重点城市实时成交改善幅度逐渐走阔.....	3
图表 2: 年初以来, 全国二手房挂牌价同环比降幅均收窄.....	4
图表 3: 二、三线城市实时成交套数同比增速好于一线城市.....	5
图表 4: 2021 年以来全国二手房成交面积保持同比增长.....	5
图表 5: 26 个重点城市挂牌量逆季节性回落.....	6
图表 6: 4 月 26 个重点城市二手房挂牌量同比回落.....	6
图表 7: 二手房成交价环比率先转正.....	7
图表 8: 全国租金价格触底回升.....	8



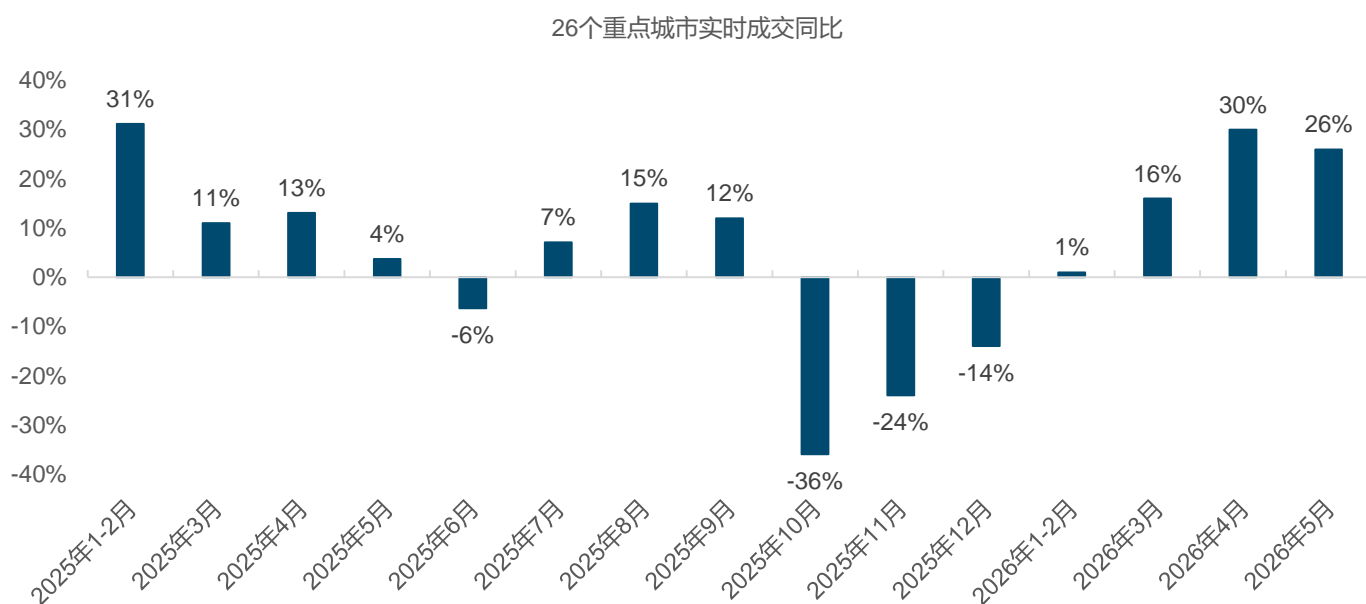
## 一、地产止跌迹象初现

开年以来，房地产市场结束了 2025 年的加速下跌，逐渐出现止跌回稳的迹象。

从量的层面看，1-2 月 26 个重点城市二手房实时成交套数同比增长 1%，结束了 2025 四季度双位数以上的同比下跌。春节过后，重点城市成交同比涨幅逐月走阔，3、4 月增速分别为 16%、30%。“金三银四”结束后，成交延续放量状态，5 月同比仍增长 26%。

从价的层面看，1 月全国二手住宅挂牌价环比降幅收窄至-0.7%，到 2 月降幅进一步收窄至-0.1%。“金三银四”期间，全国房价走势出现反复，3 月环比降幅走阔至-0.6%。4 月以来房价跌幅再度收窄，截至 5 月 10 日挂牌价环比降幅已回到-0.3%，而 2025 年下半年以来全国二手住宅挂牌价的环比降幅始终保持在 1 个百分点以上。

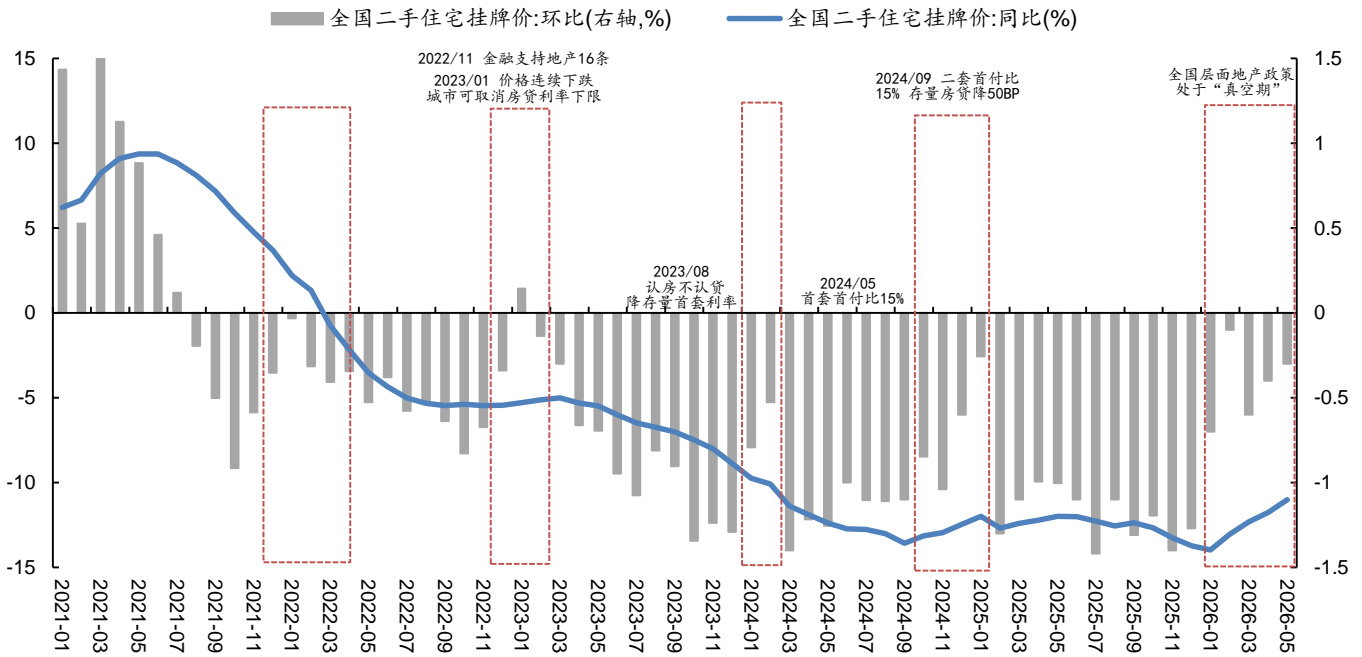
图表1：26 个重点城市实时成交改善幅度逐渐走阔



来源：冰山指数，国金证券研究所（注：5 月为 5 月 1 日至 13 日数据）



图表2：年初以来，全国二手房挂牌价同环比降幅均收窄



来源：冰山指数，国金证券研究所

然而，面对楼市的回暖，市场整体保持谨慎观望的态度，原因在于自2021年6月房地产市场进入下行周期以来，每年年底房价跌幅均出现明显收窄，但次年3-4月往往会开启新一轮下跌。因此，我们在1月29日报告《楼市止跌回稳的前奏》中指出，“金三银四”是检验房地产市场止跌回稳节奏的关键窗口。

## 二、地产止跌已通过“金三银四”的检验

目前来看，今年地产“金三银四”的表现基本打消了市场对“年初以来的楼市回暖只是下跌中继”的担忧：

### 第一，地产政策缺位，但成交加速放量，需求侧延续改善态势。

去年“小阳春”本质是2024年“924”政策刺激的结果。对于高能级城市而言，政策刺激带来的积压需求释放持续性更强，因此去年的“金三”一线城市的二手房成交仍保持较高热度，但进入“银四”已显乏力。对于低能级城市而言，政策刺激仅能支撑楼市回暖1-3个月，到去年“小阳春”时由于政策利好已释放殆尽，二、三线城市的二手房数据相对疲弱。

今年“金三银四”则是估值底部的自然企稳，各能级城市均出现回暖，且持续性更强。

尽管2026年全国层面并未出台地产刺激政策，但26个重点城市的二手房实时成交套数在去年同期高基数的前提下仍实现了显著增长，3、4月的同比增速分别为16%和30%。

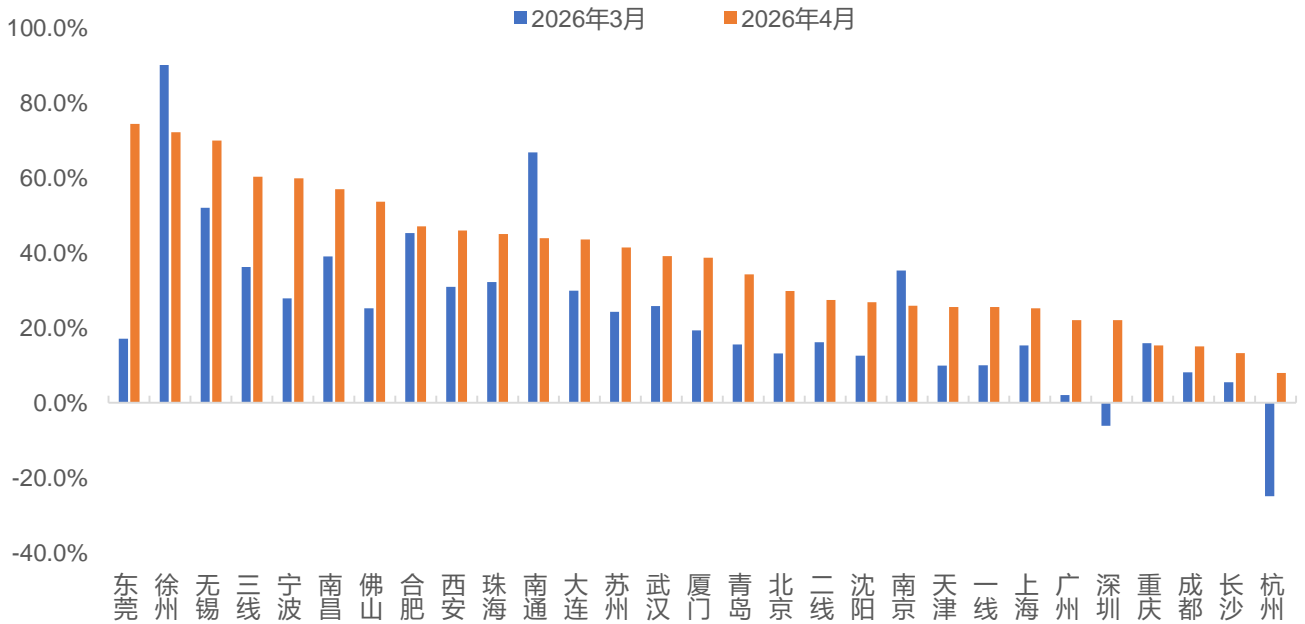
一、二、三线城市4月实时成交套数同比增速分别为25.5%、27.5%、60.4%，均较3月的10.0%、16.2%、36.2%显著提升。其中，同比涨幅靠前的并非北京、上海等一线城市，而是徐州、南通、无锡、合肥、南昌、南京等二三线城市，原因在于去年低能级城市的二手房市场并没有出现“小阳春”，基数更低。

值得注意的是，楼市成交的热度并未随着“小阳春”的结束而消退。截至5月13日，26个重点城市实时成交套数同比涨幅达到26%，这表明二手房市场需求侧的改善仍在延续。

事实上，由于成交结构的变化，全国二手房成交占比自2021年以来逐年提升。因此，在本轮地产下行周期中，二手房的成交面积始终保持正增长，这意味着造成二手房价格持续下跌的原因并非是需求的萎缩，而是来自供给侧的抛压。

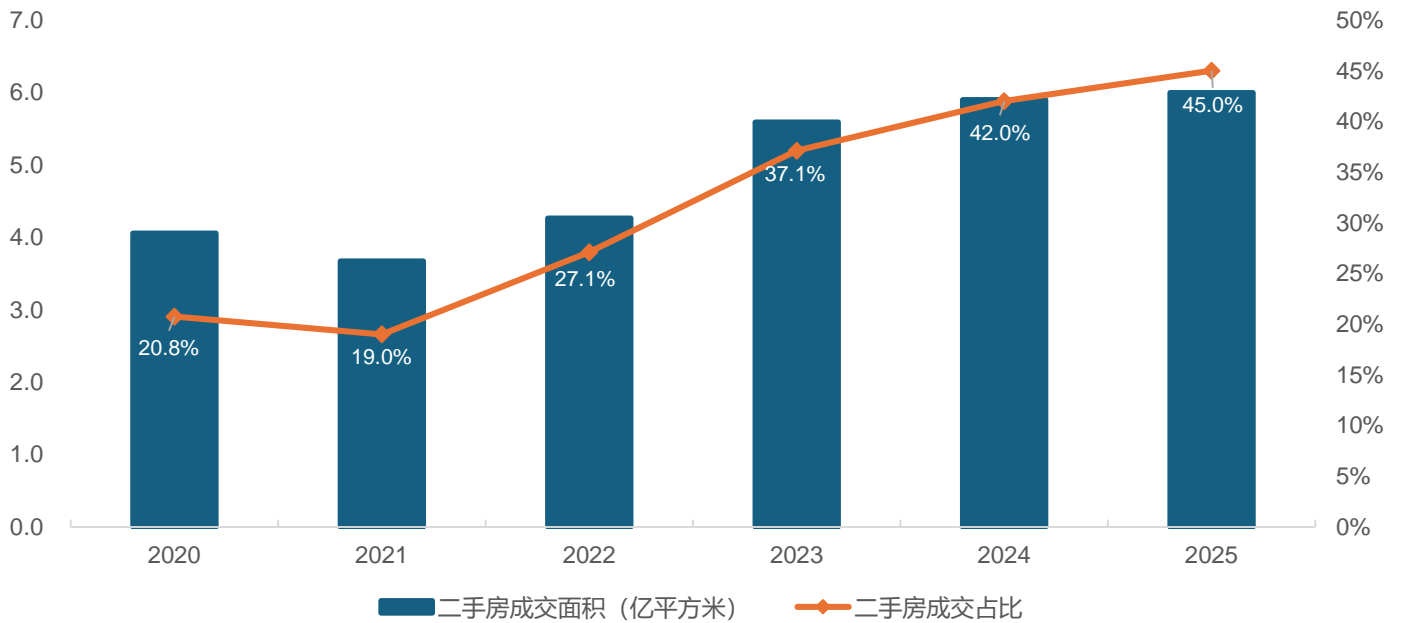


图表3：二、三线城市实时成交套数同比增速好于一线城市



来源：冰山指数，国金证券研究所

图表4：2021年以来全国二手房成交面积保持同比增长



来源：Wind，住建部，贝壳研究院等，国金证券研究所

## 第二，重点城市挂牌量逆季节性回落，供需关系出现边际变化。

2025年“小阳春”结束后，房价开启新一轮下跌的核心原因在于供给侧的抛压过大。2025年“小阳春”期间，26个重点城市二手房挂牌量累计上涨10.1%，涨幅显著高于2021年以来的同期水平。

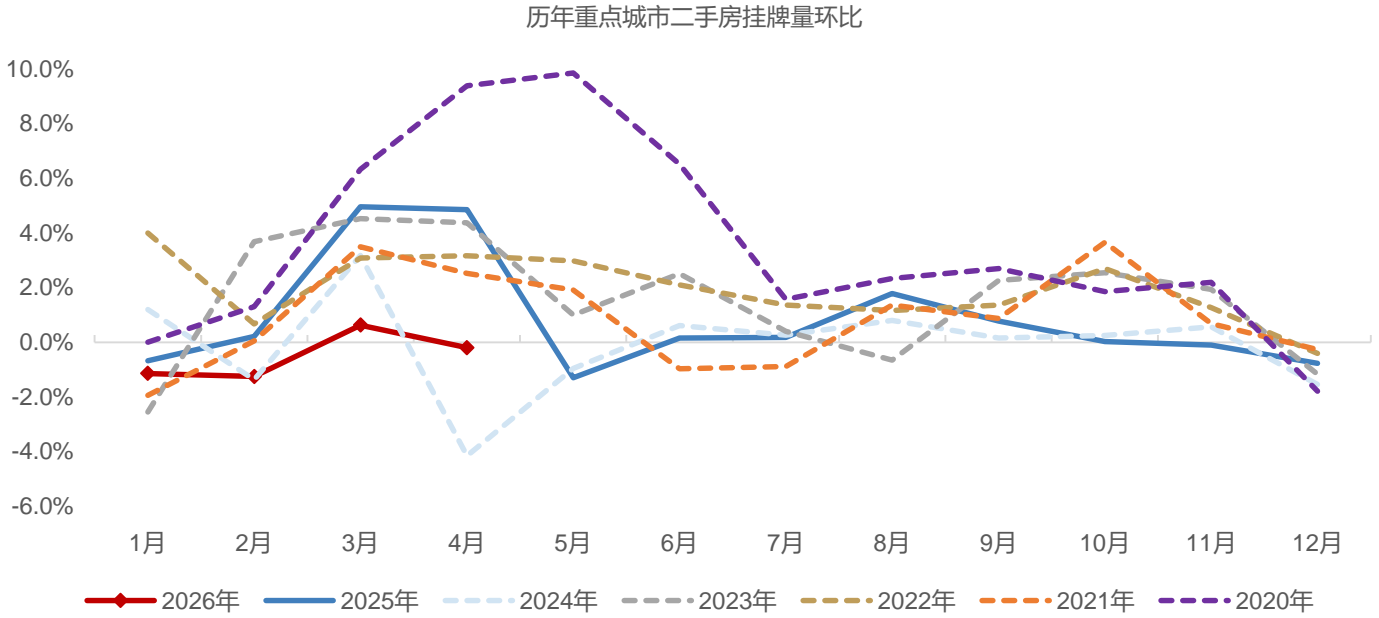
由于卖家倾向在成交旺季挂牌，3、4月份通常是年内二手房挂牌量回升较快的时点。但今年“小阳春”期间，二手房挂牌量不升反降。3月26个重点城市二手房挂牌量环比仅小幅回升0.6%，好于2020年以来的历史同期。

随着成交的改善，4月挂牌量同环比均出现回落。其中，环比增速为-0.2%，好于去年同期的+4.9%，而同比增速为-1.3%，是本轮楼市进入下行周期以来第二次挂牌量同比负增，上一次是“9.24”政策刺激带动的积压需求集中释放（2024年11月至2025年2月）。



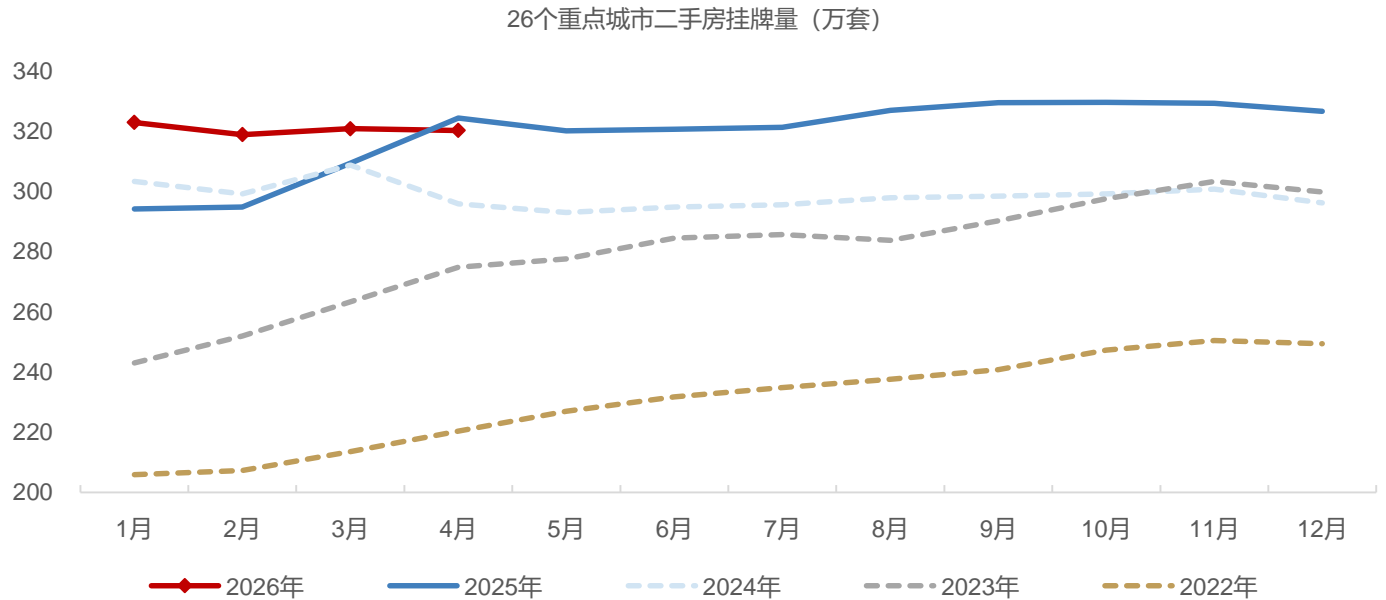
结合“小阳春”期间的成交和挂牌量变化看，当前楼市的现状是“需求延续改善、供给边际收缩”，这与去年同期“需求虽改善、却不足以抵消供给放量”的情况截然不同。供需平衡的转变决定了今年的房价并不具备大幅向下调整的基础，自然也难以复刻去年“下跌中继”的走势。

图表5: 26个重点城市挂牌量逆季节性回落



来源: 冰山指数, 国金证券研究所

图表6: 4月26个重点城市二手房挂牌量同比回落



来源: 冰山指数, 国金证券研究所



### 第三，挂牌价降幅再度收窄，成交价率先转正。

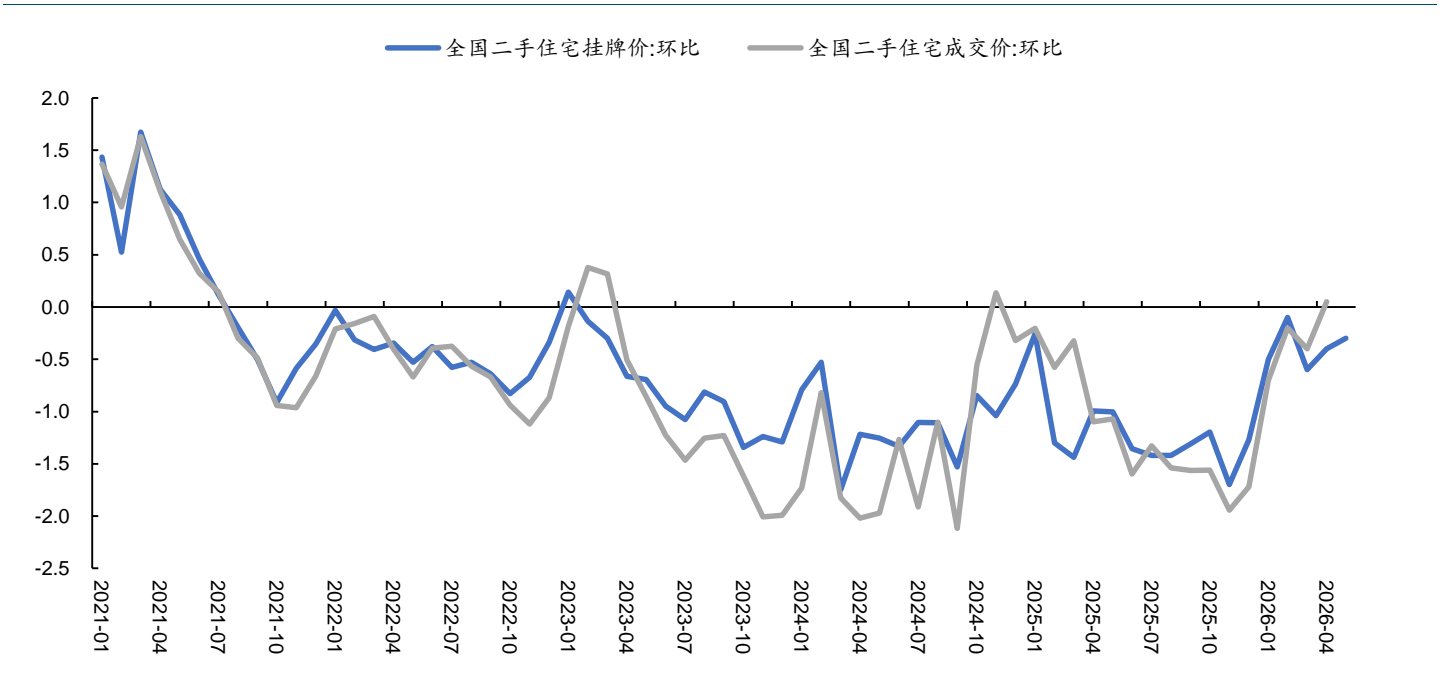
由于3月重点城市挂牌量环比出现小幅回升，当月二手房挂牌价环比降幅走阔至-0.6%，前值为-0.1%。但随着4月以来挂牌量的再度回落，全国挂牌价降幅再度收窄，4月环比录得-0.4%。“小阳春”结束后，房价也并未开启加速下跌，截至5月10日全国二手房挂牌价的月环比录得-0.3%，整体延续了降幅收窄的趋势。

判断房价是否止跌，成交价的环比变化是更好的指标。通常情况下，房地产市场的止跌回稳将经历两个阶段：

第一阶段是止跌初期时，随着市场的供需平衡出现边际变化，成交议价空间将率先收窄，此时挂牌价虽尚未止跌，但成交议价率的下降将带动成交价环比转正。当前的房地产市场正处于这一阶段，4月全国二手房成交价环比由负转正，录得0.05%，较3月环比-0.4%明显改善。

第二阶段是房价企稳时，随着市场供需缺口的扩大，挂牌价环比止跌，叠加议价空间的收缩，成交价出现持续回升。

图表7：二手房成交价环比率先转正



来源：冰山指数，国金证券研究所

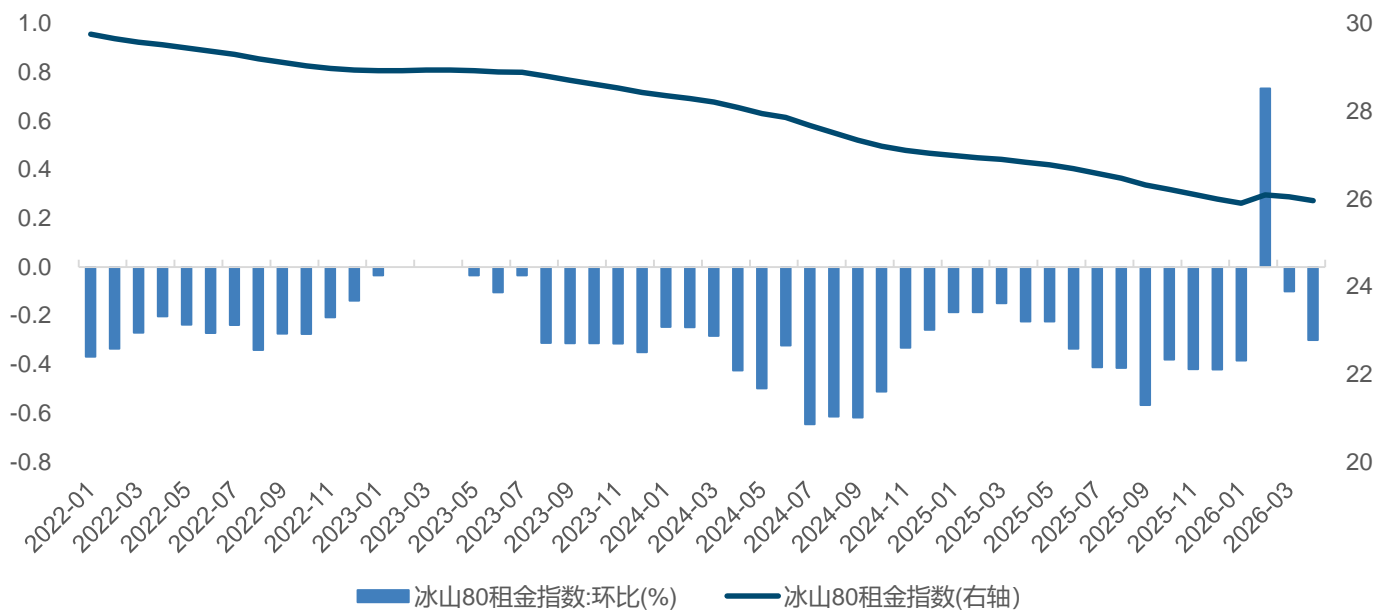
### 第四，租金价格初步止跌。

2026年2月，冰山80城租金价格指数环比+0.7%，为2022年以来的首次转正。尽管3、4月租金价格走势有所反复，环比分别为-0.1%、-0.3%，但仍较1月的阶段性低点反弹0.2%。

相比之下，去年“小阳春”期间，租金价格并未止跌，3、4月累计跌幅达到0.7个百分点，这也意味着当时楼市的止跌缺乏来自基本面的支撑。



图表8：全国租金价格触底回升



来源：冰山指数，国金证券研究所

### 三、楼市何时确认价格底部？

站在全国层面看，楼市已通过“金三银四”的考验，重点城市挂牌量同环比的回落标志着房地产市场的供需平衡正在发生逆转，租金价格的底部反弹也表明楼市止跌有来自基本面的支撑。

往前看，我们认为当重点城市挂牌量的回落态势持续1-2个月，市场有望再次确认价格底部，预计6-8月二手房挂牌价环比降幅将收窄至0附近。全国层面价格的止跌，对应到城市层面则表现为分化，基本面支撑强的城市房价有望率先止跌并小幅回升，而基本面承压的城市房价或仍呈现下跌态势。

目前，上海的刚需房已率先实现止跌回升，其本质是高租息带来的安全边际对房价形成了支撑。从面积看，上海微型户型（<50㎡）和小户型（50-90㎡）房产的价格月涨幅分别达到0.6%、0.3%。其中，微型户型房价自2025年11月触底以来，已连续6个月保持上涨态势。从成交总价看，80-380万的房产价格均已止跌。其中，总价160-250万的房产价格月涨幅达到0.4%。

与此同时，深圳房地产市场的止跌则是另一番景象，改善房价格率先触底回升。其中，180-250㎡的大户型房价月涨幅达到0.7%，144-180㎡的中大户型房价止跌，月环比为0%。相比之下，中户型（90-144㎡）和小户型（50-90㎡）住房尚未止跌，月跌幅分别为-0.1%、-0.3%。

上海和深圳两类不同房产的止跌，也代表了未来房价企稳的两种路径。第一种是由房子消费品属性支撑的价格底部，通常需要看到租金回报率达到合理水平，且租金价格实现止跌，对应的是估值底部的自然企稳，上海刚需房是其中的典型代表。第二种是金融属性回归带来的价格止跌。从城市的角度看，深圳租金回报率相对偏低，二手房挂牌量也尚未回落，基本面对房地产市场止跌的支撑略有逊色。从房产类型看，改善房的租金回报率也低于刚需房，其止跌顺序通常晚于刚需。尽管如此，深圳的改善房近期却实现了逆势止跌，其背后的信号意义在于房子的金融属性可能正在逐渐回归，重点关注后续能否传导至其他核心城市的改善房和“新好房”，尤其是杭州、苏州等含“科”量较高的城市。

### 风险提示

租金超预期回落，可能扰动房价止跌的节奏。

宏观经济不及预期，或影响楼市买卖双方信心，造成房价企稳节奏慢于预期。

地产政策超预期，全国层面若出台刺激政策，可能导致楼市提前实现止跌回稳。

海外地缘政治存在不确定性，或对全球市场造成波动。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究