



宏观专题分析报告

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

上海楼市为何先止跌？哪些城市有望止跌？

当全国房地产市场仍处于止跌回稳初期时，上海率先实现了二手房的量价齐升，基本进入底部右侧区间。从量的层面看，“金三银四”结束后上海单日网签量仍创下近5年新高，剔除春节扰动后，月度网签量已连续6个月保持在2万套荣枯线以上。从价的层面看，3月、4月上海二手房成交价环比涨幅分别为0.8%、0.9%，成交价较低点已反弹1.8%。从止跌节奏看，上海的“老破小”率先实现止跌回升，“高端改善”5月以来也出现企稳迹象，“天地”两端房产领跑。

作为率先跨越地产拐点的城市样本，上海房价止跌回稳的驱动因素可以拆解为以下几点：

一是需求企稳。2025年上海的新房和二手房成交面积之和较2024年已实现微幅回升，这意味着上海楼市的调整压力主要来自供给侧，不必担忧需求萎缩的扰动。

二是供给收缩。上海二手房挂牌量在2025年4月见顶，此后保持快速回落，节奏上领先北京、广州半年左右。

三是估值合理且租金止跌。2026年上海的租金回报率整体处于1.6%-2.7%的区间水平，均值约为2.0%，并未显著低于国际一线城市的净租金回报率水平。此外，3月以来上海租金价格持续反弹，这意味着上海房产的PE处于底部且EPS拐头向上。

四是政策刺激。2月下旬上海出台“沪七条”，其中提高公积金贷款额度上限的政策对于稳定楼市发挥了重要作用。当前上海二手房成交总价的中位数整体保持在260-280万元之间，将公积金贷款额度上限提高至240万元本质是对购房者的贴息。此外，上海收储政策也提振了低总价房产的信心，目前该政策已扩围至全部中心城区。

参考上海房地产市场止跌回稳的驱动因素，我们从成交量、挂牌价、挂牌量、议价率、租金价格五个维度对25个重点城市的楼市止跌进度打分。

评分结果显示，上海和苏州楼市止跌进度领先全国，五维止跌综合评分分别为87.5和72.0。从价格走势看，苏州也基本实现了挂牌价和成交价的止跌回升，结合其房地产市场的整体情况，我们认为止跌的态势持续性较强。

其次是天津、北京、珠海、深圳、宁波、无锡、徐州、大连等城市，五维止跌综合评分基本在50-70分的区间。其中，多数已出现成交价和挂牌价的底部反弹，尽管房价仍处于震荡磨底阶段，但整体已接近止跌。

整体看，我们认为在全国楼市走向止跌回稳的过程中，上述城市房价有望率先企稳。

风险提示

租金超预期回落、地产政策不及预期、地产或股市超预期波动。



一、上海楼市止跌的驱动因素

当全国房地产市场仍处于止跌回稳初期时，上海率先实现了二手房的量价齐升，基本进入底部右侧区间。

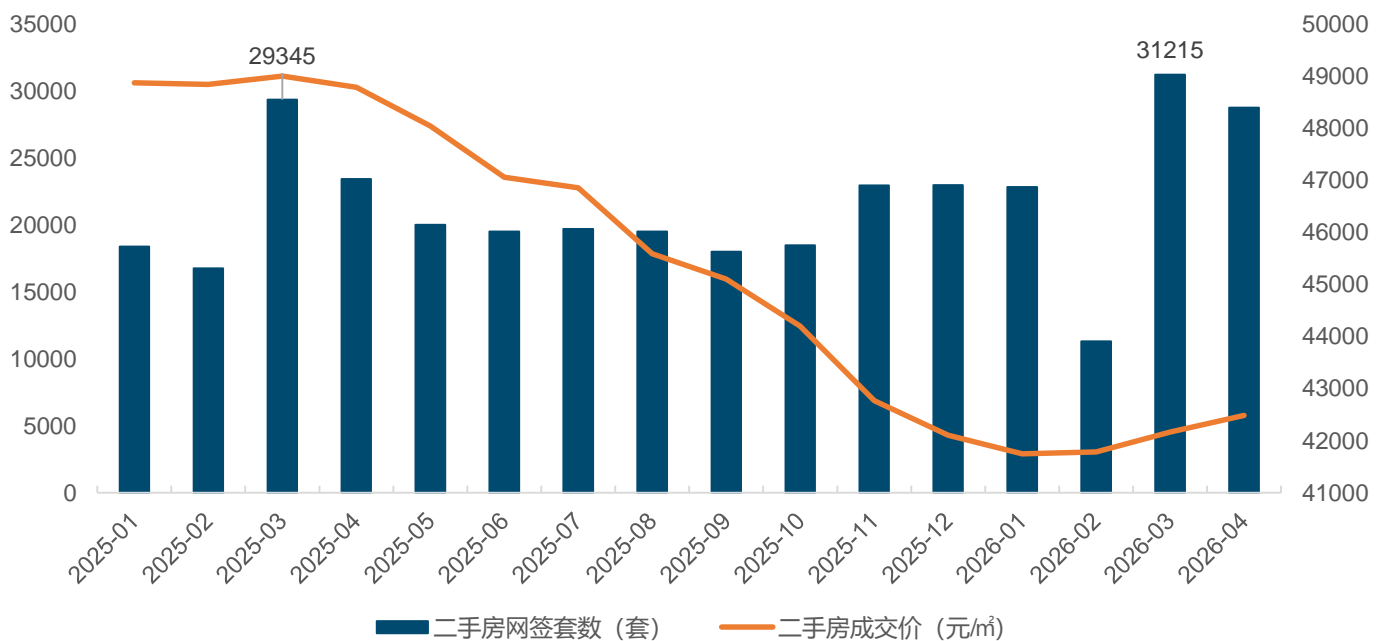
从“量”的层面看，2026年3月上海二手房网签套数突破3.1万套，创下过去5年以来的历史新高，同比增长6.3%。

我们在3月27日的报告《从小阳春成色看楼市止跌持续性》中指出，受春节错位影响，今年“小阳春”的启动时点更晚，但后劲更足。4月上海二手房网签套数约2.9万套，同比涨幅走阔至22.7%。其中，4月11日上海单日网签量达到1632套，为2022年以来单日成交的最高水平。

5月以来，上海楼市的热度仍在延续。5月10日上海单日网签量创下1664套的记录，再创21年8月至今二手房最高单日网签记录，这表明上海二手房“量”的回暖并非“昙花一现”。事实上，上海的二手房网签量自2025年11月以来，已连续6个月¹保持在2万套的荣枯线以上，预计5月网签量将达到2.7万套。

从“价”的层面看，统计局公布的70个大中城市房价变动情况显示，上海3、4月二手房价格环比上涨0.4%、0.7%，涨幅较2月增加0.2、0.5个百分点。根据冰山指数，3月、4月上海二手房成交价环比涨幅分别为0.8%、0.9%，延续了年初以来的止跌回升态势，目前成交价较低点已反弹2.1%。

图表1：上海二手房成交量价齐升



来源：冰山指数，国金证券研究所

从止跌节奏看，上海的“老破小”率先实现止跌回升，“高端改善”5月以来也出现企稳迹象，“天地”两端房产领跑。

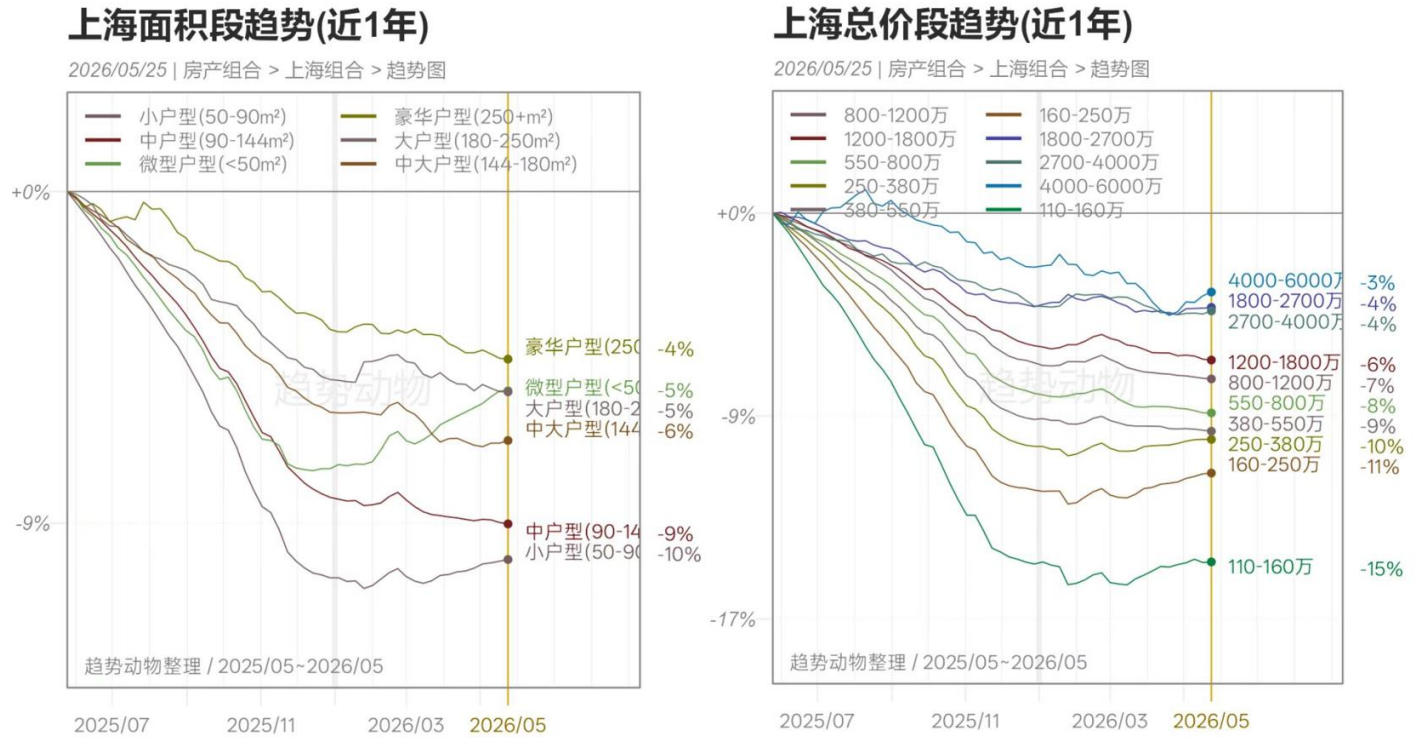
按照成交面积划分，上海小户型（<50 m²）房价已于2025年11月止跌，此后延续回升态势，率先进入拐点右侧。到2026年1月小户型（50-90 m²）房价也实现止跌回升。5月以来，上海中大户型（144-180 m²）和大户型（180-250 m²）也出现止跌迹象，月涨幅分别为0.1%和0%。

按成交总价划分，上海二手房成交的主力阶段（110-380万）率先止跌，近期豪宅（1800-6000万）房价也出现不同程度的上涨。

¹ 按除春节假期以外的成交量折算，2月网签量相当于2.2万套左右的水平。

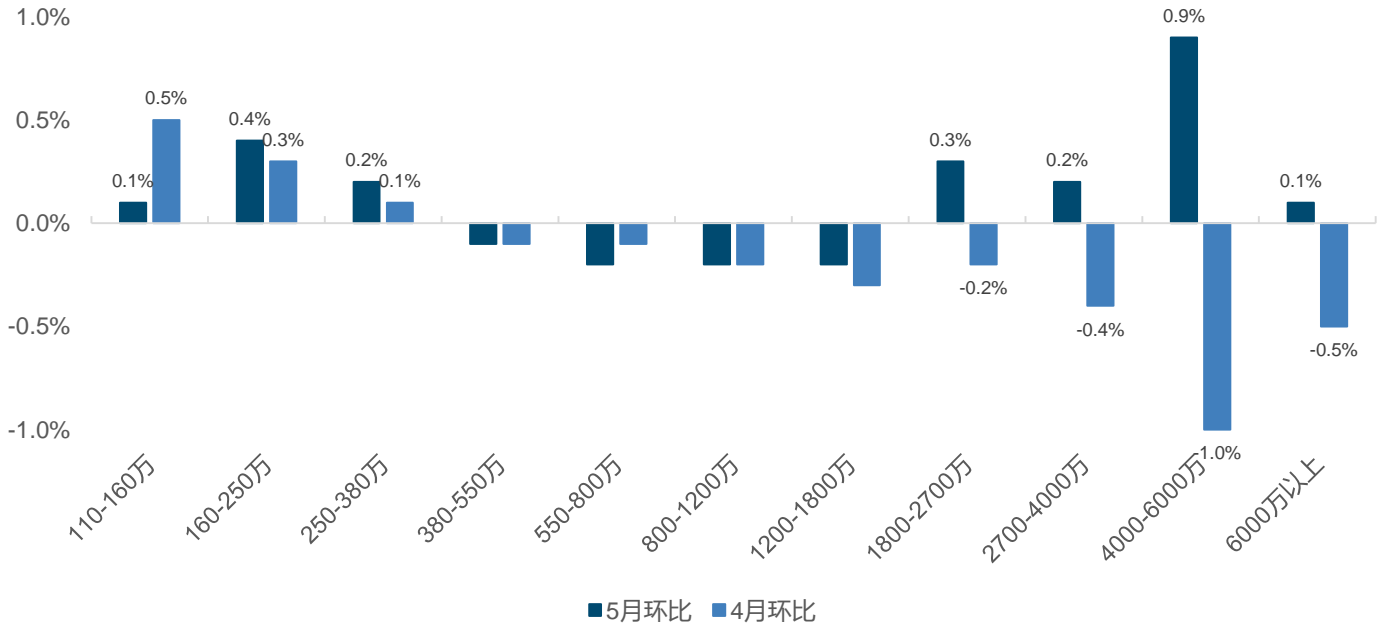


图表2：上海各面积段和总价段房价趋势



来源：趋势动物，国金证券研究所

图表3：上海各总价段4、5月房价环比变化



来源：趋势动物，国金证券研究所

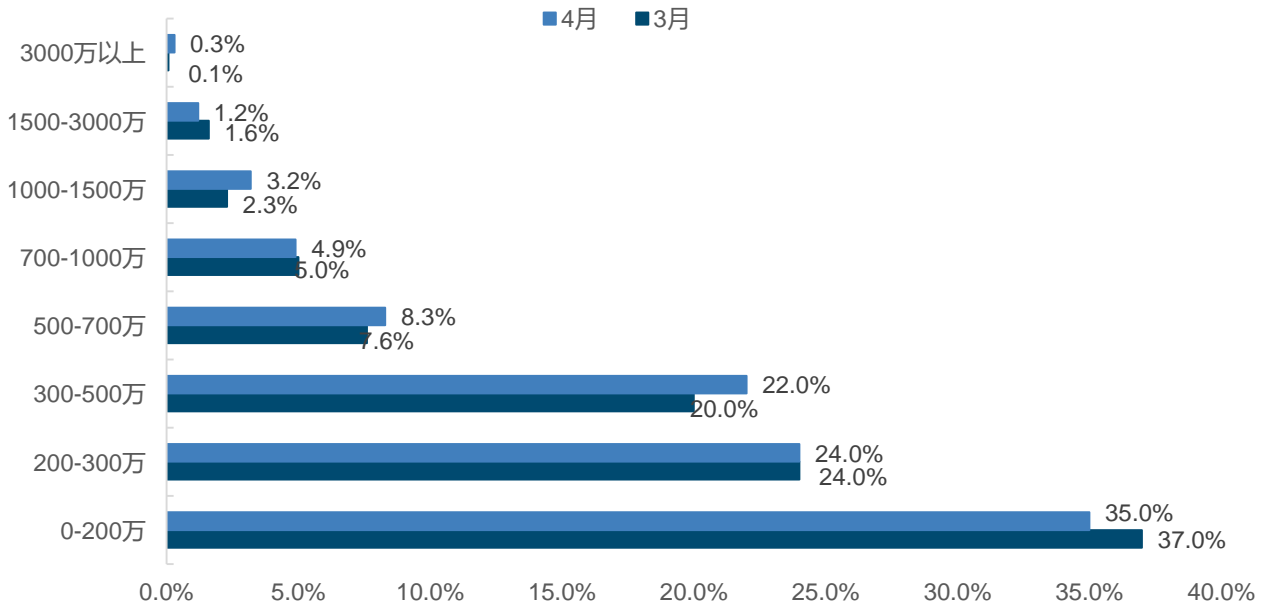
从成交结构看，上海楼市的止跌正逐渐由“老破小”向“改善房”过渡。4月上海二手房成交结构持续优化，300万以下的成交套数占比由3月的61%降至59%，300-500万成交占比提升2个百分点达到22%，500万以上的改善房成交占比由16.6%增长至17.9%。

随着中高端需求的回归，4月上海二手房成交总价的中位数提升至258万元，环比增长6.6%。这意味着当前上海楼市



既不缺需求，也不缺购买力，预期和信心是影响房价走势的关键。而信心的回归恰恰源自于“老破小”的止跌稳住了板块价格的下限，代表板块上限的改善房价格止跌只不过是水到渠成。

图表4：上海二手房成交结构变化



来源：冰山指数，国金证券研究所

作为率先跨越地产拐点的城市样本，上海房价止跌回稳的驱动因素可以拆解为以下几点：

一是需求企稳。

2025年上海的新房和二手房成交面积之和较2024年已实现微幅回升，这意味着上海楼市的调整压力主要来自供给侧，不必担忧需求萎缩的扰动。今年1-4月，上海新房和二手房成交面积之和同比增长3.3%，涨幅较2025年0.003%走阔。这意味着价格逐渐企稳带动了部分观望刚需的释放，从而形成正向的止跌循环。

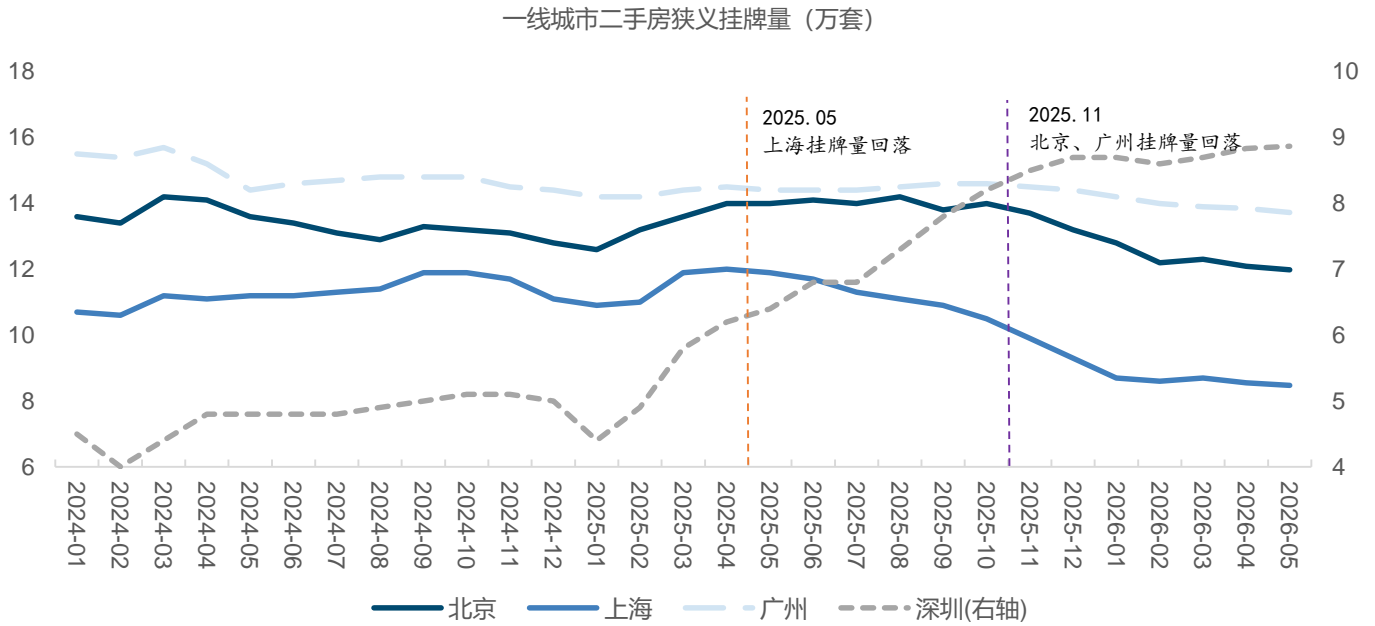
二是供给收缩。

上海二手房挂牌量在2025年4月见顶，此后保持快速回落，而北京、广州的挂牌量直到2025年11月才开始出现明显下降，深圳则尚未出现挂牌回落的迹象。截至5月27日，上海二手房狭义挂牌量已降至8.5万套，较高点减少3.5万套。5月一线城市二手房狭义挂牌量较高点减少4.2万套，同环比降幅分别为-7.8%、-0.6%，已回到2023年10月的水平。

供给收缩的直接结果是买卖双方议价空间的收窄，这也带动了上海二手房成交价的反弹速度快于挂牌价。5月上海成交议价率为7.1%，较前值收窄0.3个百分点，显著好于26重点城市10%的中位数水平。从价格走势看，上海二手房成交价较底部反弹2.1%，而挂牌价则较底部反弹1.3%。

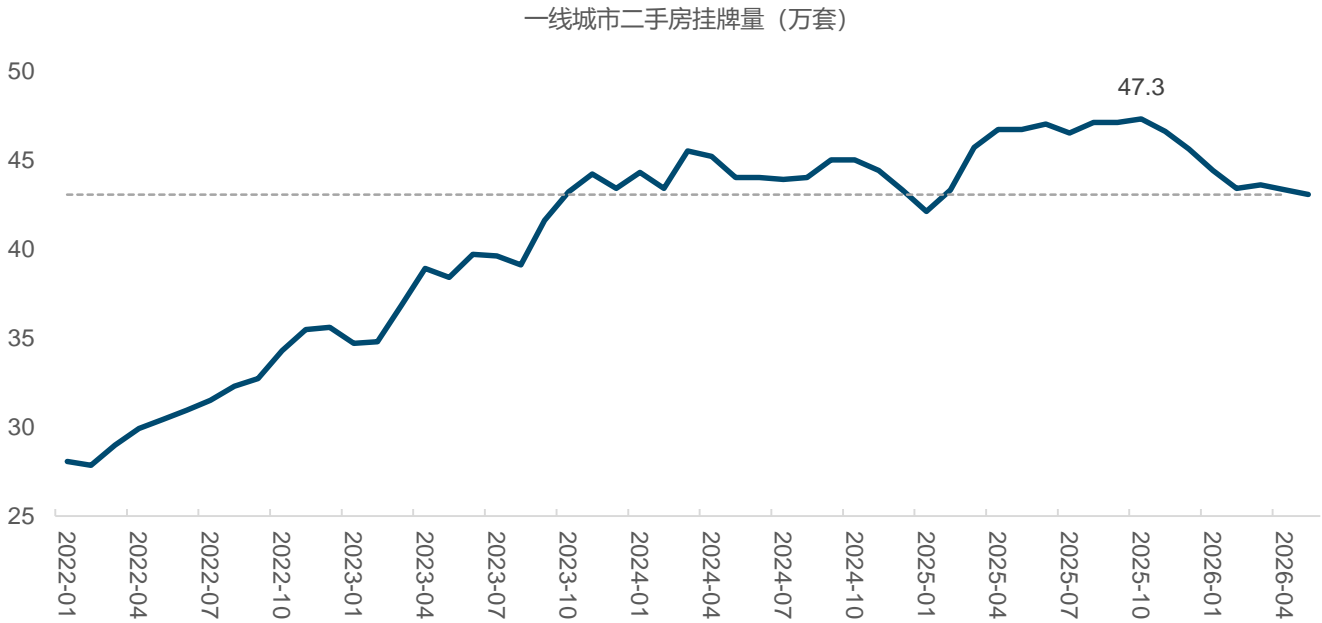


图表5: 上海二手房挂牌量的回落早于其他一线城市



来源: 冰山指数, 国金证券研究所

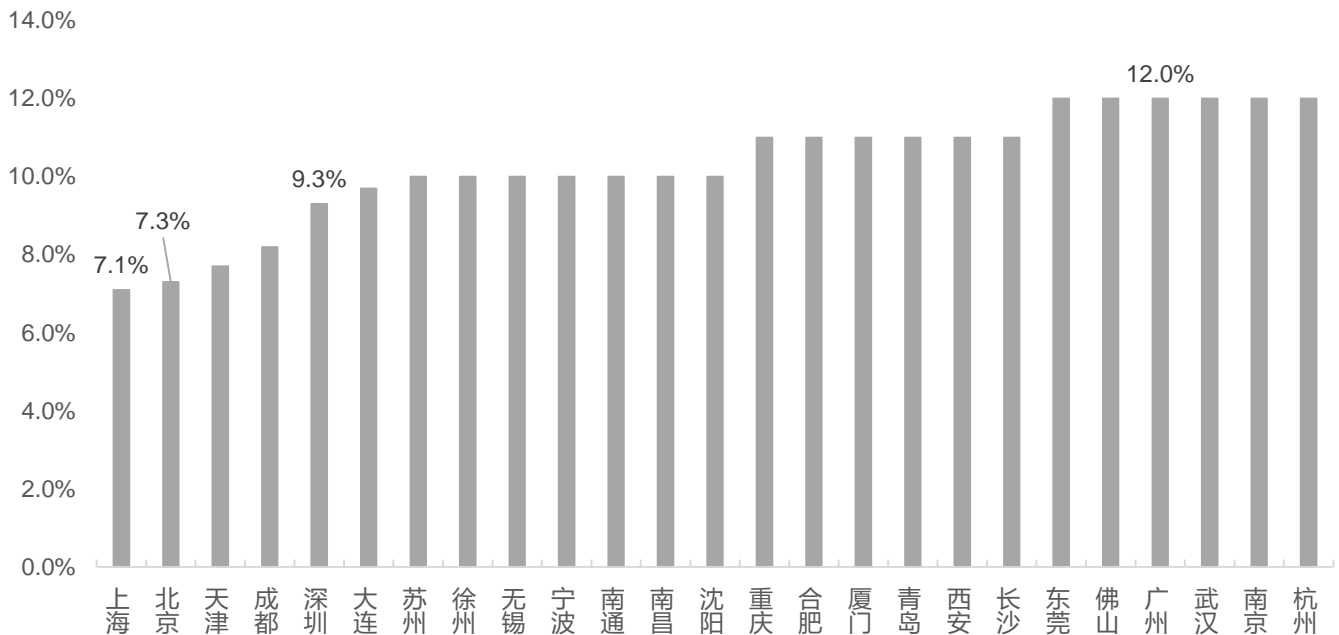
图表6: 一线城市狭义二手房挂牌量已降至2023年10月的水平



来源: 冰山指数, 国金证券研究所



图表7: 重点城市二手房成交议价率



来源: 冰山指数, 国金证券研究所

三是估值合理，租金止跌。

以租金回报率为“锚”，当前上海房子的估值已基本回归合理水平。2026年上海的租金回报率整体处于1.6%-2.7%的区间水平，均值约为2.0%。我们在3月27日的报告《房地产市场政策底已现》指出，从国际比较看，全球主要城市的净租金回报率也基本处在1.5%-2.5%的区间，多数城市名义租金回报率较高的原因是其持有成本通常超1个百分点。因此，

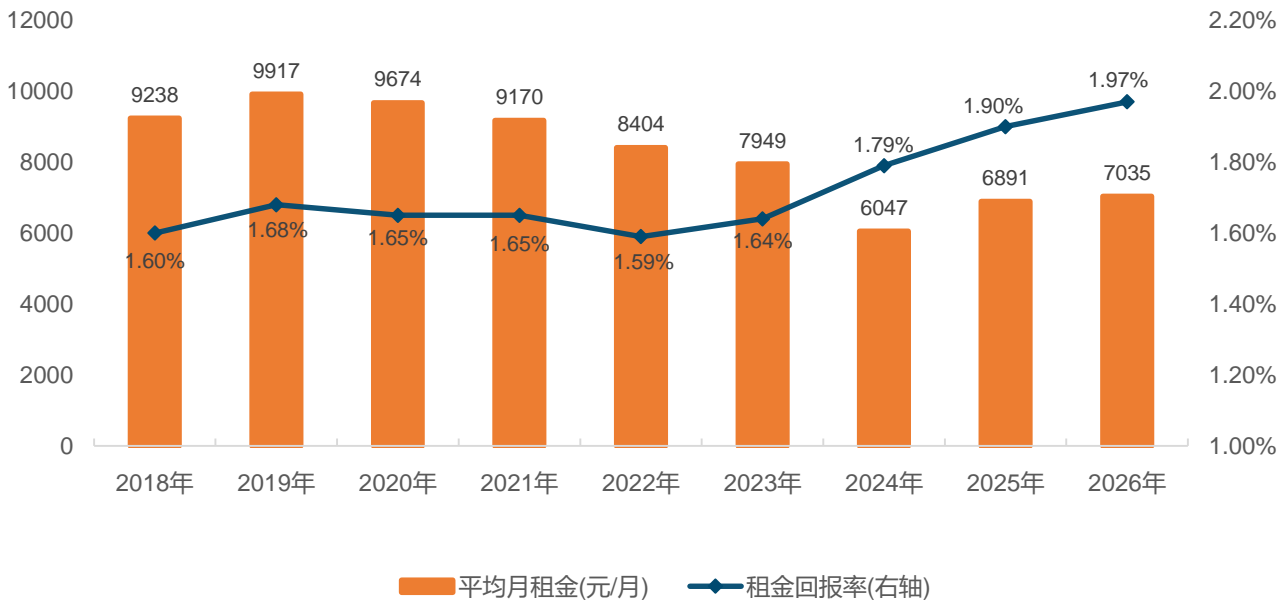
值得注意的是，上海的租金回报率存在明显分层。外环内的“老破小”租金回报率约为2.0%-3.0%，但次新房的租金回报率仅有1.6%-1.8%。更重要的是，租金回报率的分布和二手房成交分布并不对称，由于租息更低的次新房自住比例更高，实际在市场中流通交易的二手房租金回报率高于上海平均的2.0%。

根据贝壳研究院统计，上海134个热点板块平均租金回报率已达2.38%，其中有16个板块租金回报率超过3%，有86个板块租金回报率在2%-3%之间，仅32个板块租金回报率低于2%。

将房地产类比股票，租金回报率是房子的PE，租金价格是房子的EPS。如果代表EPS的租金持续下跌，即使房子的估值已处于底部区间，其价格也可能出现超跌。反之，如果代表EPS的租金企稳，即使代表估值的租金回报率并未见底，房价也可能出现反弹。2026年3月以来，一线城市租金价格均止跌回升。其中，北京、上海、广州、深圳的月租金较底部分别反弹3.7%、2.1%、2.2%、2.2%。



图表8: 上海租金价格和租金回报率走势



来源: 一房一万, 国金证券研究所

图表9: 上海不同类型二手住宅租金回报率

房屋类型	内环以内	内中环间	中外环间	外郊环间	郊环以外
老公房	2.33%	2.68%	2.96%	2.72%	3.46%
早期商品房	2.02%	2.26%	2.60%	2.46%	2.49%
中期商品房	1.71%	1.77%	1.75%	1.98%	1.97%
近期商品房	1.74%	1.68%	1.64%	1.82%	1.83%
动迁房	1.89%	1.96%	2.04%	2.29%	2.25%

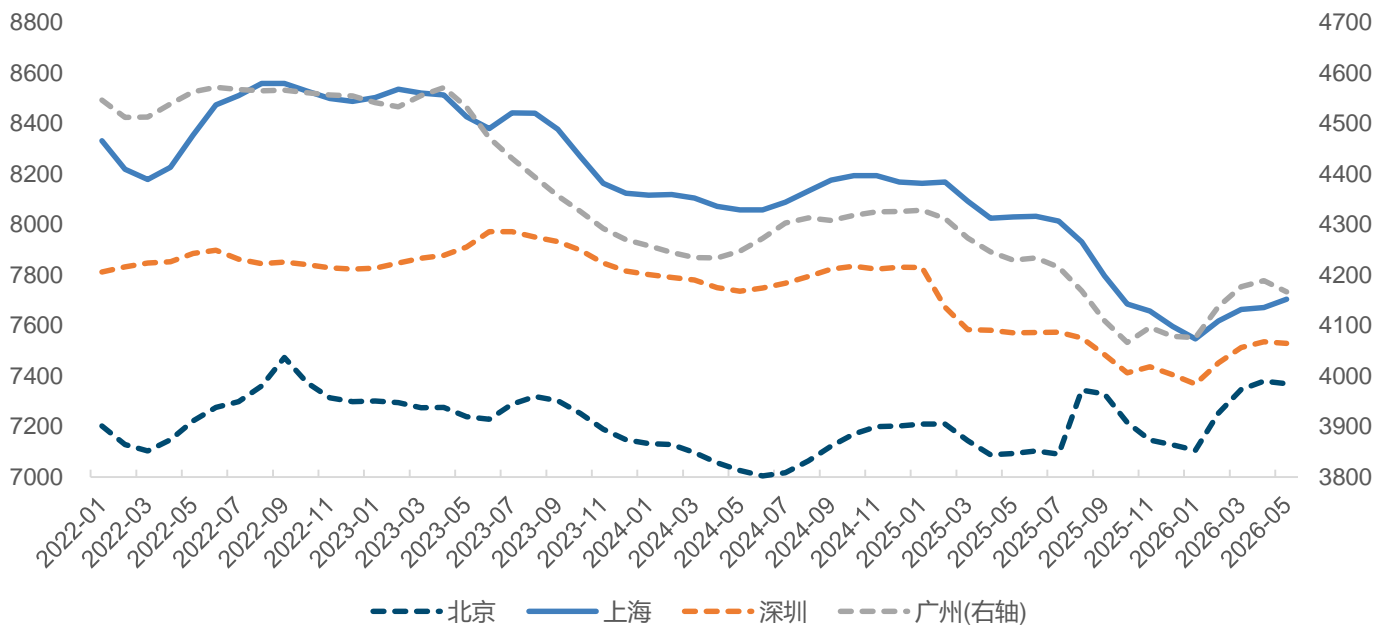
老破小

次新房

来源: 一房一万, 国金证券研究所



图表10：一线城市租金价格走势（元/月）



来源：趋势动物，国金证券研究所

当市场仍处于拐点左侧时，消费品属性是主导房产价格的核心因素，作为楼市“地资产”的代表，“老破小”往往能凭借高租息的属性率先企稳。相比之下，代表“中腰部”资产的次新房由于租金回报率偏低，其自身的消费品属性尚不足以支撑价格企稳，金融属性也弱于代表“天资产”的豪宅，其止跌回稳通常要等待信心的回归。

因此，我们在 2025 年 10 月 24 日的报告《房地产市场何时迎来“最后一跌”？》中指出，对于不同类型的房产，企稳顺序预计是新好房 > 老破小 > 改善房 > 老现房。目前，上海的“老破小”已基本实现止跌，市场的热度正逐渐向改善房传导。

四是政策刺激。

年初以来，上海楼市的供需关系已出现边际变化，2月下旬上海出台的“沪七条”则是在需求侧为房地产市场止跌回稳增添动力。“沪七条”的核心举措有三：1) 放松外环内限购；2) 公积金贷款额度上限由 160 万元提高至 240 万元；3) 放松房产税。

相较于放松限购，提高公积金贷款额度上限对稳定楼市的作用可能更加关键。当前上海二手房成交总价的中位数整体保持在 260-280 万元之间，按照 20% 的首付比例计算，240 万元的公积金贷款上限基本能够覆盖成交密集区间的贷款总额，这意味着符合条件的购房者能够将负债成本锁定在 2.6% 的公积金贷款利率，本质是对购房者的贴息。

随着上海楼市在“沪七条”的提振下率先回暖，多地也陆续出台地产优化政策，公积金是政策发力的重点方向。

此外，上海 2 月初宣布在浦东、静安、徐汇三个核心区域试点收储内环内、2000 年以前、单套建筑面积 70 平方米以下，总价不超过 400 万元的“老破小”，也托底了低总价房产的价格。我们在 3 月 27 日的报告《房地产市场政策底已现》指出，这一政策的根本意义在于向市场释放了积极信号，即当前上海“老破小”的租金回报率已经达到了“地方队”的合意水平，这也意味着核心城区“老破小”的价格基本见底。

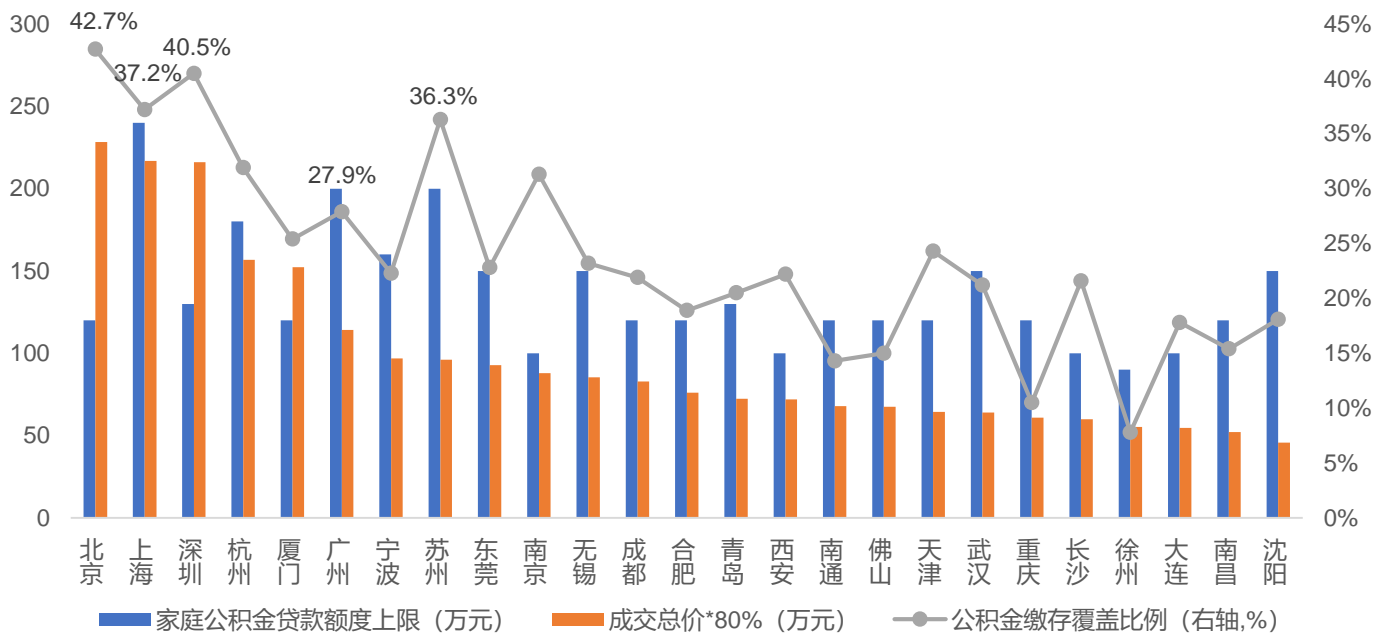
随着房价的持续调整，多数核心城市的租金回报率已逐渐回到合理水平，收储二手房能够实现项目成本收益的平衡，如果考虑到未来城市更新的预期，收储带来的收益将超过政策成本，这也是各地积极出台地产政策的重要土壤。

目前，收储政策正在持续扩围，这也是核心城市稳定楼市的重要政策抓手。5 月 21 日，上海宣布已收购 523 套二手房，并将二手房“收储”扩围至全部中心城区。5 月 26 日，广州宣布试点收购 300 万元以内、70 平方米以下、位于广州环城高速以内的二手住宅。

值得注意的是，5 月国务院印发的《关于推行常住地提供基本公共服务的实施意见》强调，“推动更多城市将稳定就业居住的未落户常住人口家庭纳入公租房保障范围”、“统筹中央和地方现有资金渠道，按规定对相应公租房筹集任务予以支持”，这意味着未来常住人口净流入的城市将面临更多的公租房筹集需求，预计年内将有更多核心城市出台二手房收储政策。



图表11：多地家庭公积金贷款额度上限已能够覆盖购买二手房所需房贷



来源：Wind，冰山指数，各地公积金管理中心，每日经济新闻等，国金证券研究所

二、上海之后，哪些城市有望止跌？

站在全国层面看，楼市已通过“小阳春”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。

参考上海房地产市场止跌回稳的驱动因素，我们从成交量、挂牌价、挂牌量、议价率、租金价格五个维度对 25 个重点城市的楼市止跌进度打分。

评分结果显示，上海和苏州楼市止跌进度领先全国，五维止跌综合评分分别为 87.5 和 72.0。从价格走势看，苏州也基本实现了挂牌价和成交价的止跌回升，结合其房地产市场的整体情况，我们认为止跌的态势持续性较强。

其次是天津、北京、珠海、深圳、宁波、无锡、徐州、大连等城市，五维止跌综合评分基本在 50-70 分的区间。其中，多数已出现成交价和挂牌价的底部反弹，尽管房价仍处于震荡磨底阶段，但整体已接近止跌。

整体看，我们认为在全国楼市走向止跌回稳的过程中，上述城市房价有望率先企稳。



图表12: 重点城市楼市止跌进度五维评分表 (二手房)

城市	五维综合得分	实时成交得分	挂牌量得分	挂牌价得分	议价率得分	租金价格得分
上海	87.5	70.8	91.6	100.0	100.0	75.0
苏州	72.0	60.4	87.5	85.4	47.8	79.2
天津	67.0	43.8	83.3	20.8	91.3	95.8
北京	62.0	50.0	66.6	6.3	95.6	91.7
珠海	61.2	33.3	95.8	77.1	47.8	52.1
深圳	61.1	33.3	16.6	91.7	82.6	81.3
宁波	55.0	79.2	66.6	81.3	47.8	0.0
无锡	53.3	47.9	66.6	20.8	47.8	83.3
徐州	49.5	41.7	25.0	91.7	47.8	41.6
大连	49.0	25.0	33.3	29.2	78.2	79.2
广州	45.4	58.3	66.6	20.8	0.0	81.3
合肥	42.3	62.5	41.6	41.7	26.0	39.6
南通	40.4	50.0	25.0	66.7	47.8	12.5
武汉	40.4	66.6	100.0	16.7	0.0	18.7
佛山	38.7	66.6	45.8	29.2	0.0	52.1
成都	37.8	54.2	37.5	0.0	86.9	10.4
沈阳	36.6	56.2	0.0	29.2	47.8	50.0
青岛	34.3	37.5	54.1	16.7	26.0	37.5
西安	29.4	60.4	20.8	6.3	26.0	33.3
厦门	28.5	39.6	50.0	6.3	26.0	20.8
南昌	27.9	56.2	4.1	6.3	47.8	25.0
东莞	26.6	50.0	8.3	20.8	0.0	54.2
南京	23.7	35.4	58.3	0.0	0.0	25.0
杭州	21.7	31.3	58.3	0.0	0.0	18.7
长沙	14.4	27.1	12.5	6.3	26.0	0.0

来源: 冰山指数, 趋势动物, 国金证券研究所



图表13: 重点城市二手房量、价、挂牌、议价率、租金等指标

城市	实时成交 同比	挂牌量 月环比	议价率	挂牌价 月环比	挂牌价反 弹幅度	成交价 环比	成交价反 弹幅度	租金价格 环比	租金低点 反弹
上海	22%	-1.7%	7.1%	0.2%	1.3%	0.8%	1.8%	0.1%	2.1%
苏州	37%	-1.5%	10.0%	0.0%	0.1%	0.1%	2.3%	0.4%	1.5%
徐州	43%	0.2%	10.0%	0.0%	0.3%	-0.1%	1.6%	-0.2%	0.3%
大连	19%	-0.2%	9.7%	-0.2%	-	1.2%	1.8%	0.4%	1.5%
北京	10%	-1.1%	7.3%	-0.5%	-	0.4%	2.4%	0.4%	3.7%
天津	8%	-1.2%	7.7%	-0.3%	-	-0.7%	0.04%	0.5%	3.1%
珠海	28%	-2.0%	10.0%	-0.1%	0.09%	-	-	0.1%	0.1%
无锡	37%	-1.1%	10.0%	-0.3%	-	0.2%	0.3%	1.2%	1.2%
宁波	58%	-1.1%	10.0%	-0.1%	0.1%	-0.4%	0.1%	-0.8%	-
深圳	21%	0.5%	9.3%	0.1%	0.1%	-0.3%	-	0.3%	2.2%
佛山	50%	-0.4%	12.0%	-0.2%	-	-0.4%	0.3%	-0.1%	0.7%
合肥	34%	-0.8%	11.0%	-0.1%	-	0.1%	1.4%	-0.7%	1.3%
南通	47%	0.2%	10.0%	-0.2%	0.02%	-0.6%	-	-0.4%	-
东莞	39%	0.8%	12.0%	-0.3%	-	-0.2%	-	-0.1%	0.8%
武汉	26%	-3.9%	12.0%	-0.4%	-	-0.9%	-	-0.7%	-
南昌	51%	1.3%	10.0%	-0.5%	-	-1.1%	1.6%	-0.1%	-
南京	9%	-0.9%	12.0%	-0.6%	-	-0.7%	0.03%	-0.1%	-
广州	22%	-1.1%	12.0%	-0.3%	-	-0.6%	-	0.3%	2.2%
厦门	38%	-0.6%	11.0%	-0.5%	-	-2.6%	0.03%	-0.2%	-
青岛	21%	-0.7%	11.0%	-0.4%	-	0.2%	1.0%	-0.4%	0.6%
成都	10%	-0.3%	8.2%	-0.6%	-	-0.1%	0.1%	-0.5%	-
沈阳	21%	1.4%	10.0%	-0.2%	-	-2.0%	-	-0.3%	0.9%
西安	25%	0.4%	11.0%	-0.5%	-	-0.8%	-	-0.4%	0.3%
长沙	18%	0.7%	11.0%	-0.5%	-	-1.2%	-	-0.8%	-
杭州	10%	-0.9%	12.0%	-0.6%	-	-0.9%	-	-0.7%	0.0%

来源: 冰山指数, 趋势动物, 国金证券研究所

风险提示

如果基本面持续偏弱, 核心城市租金增速或再度转负, 拖累楼市止跌节奏。

地产政策力度不及预期, 房价调整时长超预期。

地产和股市对居民资产负债表的边际影响较大, 地产超预期变动或股市波动加剧可能影响居民消费倾向。



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