

房地产行业 2026 年中期投资策略

关注数据边际转好带来的估值修复空间

优于大市

核心观点

上半年回顾：基本面边际转好，房价二阶导转正。2026 年上半年，房地产行业延续筑底修复进程，市场运行特征较过去几年出现积极变化。成交端，“小阳春”成色较足，二手房成交维持高位，传统淡季表现超预期；价格端，二手房价格跌幅持续收窄，部分核心城市已率先企稳，房价“二阶导转正”特征逐步显现；结构端，改善型需求回升带动置换链条修复，高能级城市优质资产表现更优；租赁端，在经历长周期调整后，部分核心城市租金指数出现企稳回升迹象，为市场预期改善提供边际支撑。

当前行业仍处于由“预期修复”向“基本面验证”过渡阶段。虽然投资、新开工等指标仍承压，但需求侧改善、价格端企稳及租金边际修复共同表明，行业最悲观阶段或已过去。下半年需重点关注成交持续性、房价企稳范围扩散以及租金回升能否形成正向循环。

下半年展望：核心数据将筑底回升。当前总库存持续下降，但仍有约 7 亿平的过量库存，土地库存占比超六成，呈现“源头淤积”型的库存结构。预计 2026 年新房市场热度低位企稳，销售额为 7.7 万亿元（-8.3%），销售面积为 8.3 亿平方米（-5.4%），跌幅小幅收窄。新开工有望正增长。竣工由于期房库存不足，短期内不存在改善的基础，预计为 4.7 亿平方米（-20%）。投资受益于开工改善，预计为 7.5 万亿元（-9%）。

投资建议：关注数据边际转好带来的估值修复空间。在未来高频数据不出二次探底的假设下，我们预计地产股后续演绎的三个阶段：1）**第一阶段“没那么差”**：当前地产股折价幅度已对未来房价跌幅充分甚至过度悲观定价，且数据的连续改善并未体现于股价，若数据能够持续向好，少量的空转多就能带来较大提振；2）**第二阶段“底部确认”**：房价止跌成为共识，部分城市出现上涨，减值压力明确降低；3）**第三阶段“房价向上”**：定价仍以 PB 为主，但部分房企会逐渐参考 PE。我们建议继续增配地产板块，维持“优于大市”评级，优选折价充分、拿地积极、风险出清相对充分的标的，个股端推荐中国金茂、越秀地产、绿城中国、华润置地、中国海外宏洋集团、招商蛇口、贝壳 W 等。

风险提示：政策落地效果及后续推出强度不及预期；外部环境变化等导致房地产基本面超预期下行；房企信用风险事件超预期冲击。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
001979.SZ	招商蛇口	优于大市	8.16	736	0.47	0.52	17.5	15.7
0081.HK	中国海外宏洋集团	优于大市	2.69	83	0.12	0.17	23.2	15.4
3900.HK	绿城中国	优于大市	8.40	185	0.50	0.69	16.9	12.1
1109.HK	华润置地	优于大市	37.28	2,311	3.62	3.77	10.3	9.9
0817.HK	中国金茂	优于大市	1.60	188	0.08	0.10	18.9	16.0
0123.HK	越秀地产	优于大市	4.45	156	0.29	0.32	15.6	13.8
2423.HK	贝壳-W	优于大市	43.90	1,321	1.06	1.48	41.2	29.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

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 2026 年 1-4 月房地产数据点评-销售量价持续改善，建议继续增配地产股》——2026-05-20

《近期地产数据观察-淡季不淡延续，建议继续增配地产股》——2026-05-13

《统计局 2026 年 1-3 月房地产数据点评-销售量价边际改善，地产股配置价值提升》——2026-04-17

《房地产行业专题-租金收益率的陷阱》——2026-03-18

《统计局 2026 年 1-2 月房地产数据点评-开年地产销售投资同比下跌，但跌幅相对去年 Q4 边际收窄》——2026-03-18

内容目录

上半年回顾：基本面边际转好，房价二阶导转正	6
成交量：降幅改善，小阳春后淡季不淡	6
成交价：二阶导转正，量价关系更为均衡	11
租金：部分城市租金企稳回升，持续性仍需观察	15
其他重点指标：开发投资仍然承压	20
下半年展望：核心数据将筑底回升	24
库存：总库存持续下降，土地库存占比超六成	24
销售：跌幅小幅收窄	25
新开工：看好新开工表现	26
竣工：不存在改善的基础	27
投资：跌幅小幅收窄	28
投资建议：关注数据边际转好带来的估值修复空间	29
风险提示	31

图表目录

图 1: 商品房销售额累计同比增速	7
图 2: 商品房销售额单月同比增速	7
图 3: 商品房销售面积累计同比增速	7
图 4: 商品房销售面积单月同比增速	7
图 5: 历年 30 城新建商品房单日成交 7 天移动平均 (万 m^2)	8
图 6: 主流城市新建商品房成交面积累计同比, 2026	8
图 7: 分能级新建商品房成交面积累计同比, 2026	8
图 8: 历年 18 城二手住宅单日成交套数 7 天移动平均 (单位: 套)	9
图 9: 主流城市二手住宅成交套数累计同比, 2026	9
图 10: 分城市能级二手住宅成交套数累计同比, 2026	9
图 11: 核心 6 城二手房实时成交 7 天移动平均	10
图 12: 北京二手房实时成交 7 天移动平均	10
图 13: 上海二手房实时成交 7 天移动平均	10
图 14: 深圳二手房实时成交 7 天移动平均	11
图 15: 广州二手房实时成交 7 天移动平均	11
图 16: 商品房销售均价累计同比	11
图 17: 商品房销售均价单月同比	11
图 18: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比	12
图 19: 70 个大中城市二手住宅销售价格同比	12
图 20: 分城市能级新建商品住宅销售价格同比	12
图 21: 分城市能级二手住宅销售价格同比	12
图 22: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比	12
图 23: 70 个大中城市二手住宅销售价格环比	12
图 24: 分城市能级新建商品住宅销售价格环比	13
图 25: 分城市能级二手住宅销售价格环比	13
图 26: 全国 44 城二手房均价月环比表现	13
图 27: 一线城市二手房价格月环比	13
图 28: 北上深核心区二手房价格月环比	14
图 29: 全国 44 城二手房活跃度表现	15
图 30: 四大一线二手房信心指数	15
图 31: 四大二线二手房信心指数	15
图 32: 全国租金指数和租金收益率变化	16
图 33: 北京租金指数和租金收益率变化	16
图 34: 广州租金指数和租金收益率变化	16
图 35: 上海租金指数和租金收益率变化	16
图 36: 深圳租金指数和租金收益率变化	16
图 37: 武汉租金指数和租金收益率变化	16

图 38: 苏州租金指数和租金收益率变化	17
图 39: 厦门租金指数和租金收益率变化	17
图 40: 香港 40 平以下私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)	17
图 41: 历史香港住宅租金指数	17
图 42: 香港 40-70 平私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)	18
图 43: 香港 70-100 平私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)	18
图 44: 香港 100-160 平私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)	18
图 45: 香港 160 平以上私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)	18
图 46: 金融机构人民币贷款加权平均利率: 个人住房贷款 (单位: %)	19
图 47: 6 城住宅租金收益率 (单位: %)	19
图 48: 上海租金收益率 vs 租金吸引力 (单位: %)	20
图 49: 北京租金收益率 vs 租金吸引力 (单位: %)	20
图 50: 房地产开发投资累计同比	21
图 51: 房地产开发投资单月同比	21
图 52: 房企到位资金累计同比	21
图 53: 房企到位资金单月同比	21
图 54: 房企到位资金中的定金及预收款累计同比	21
图 55: 房企到位资金中的个人按揭贷款累计同比	21
图 56: 国内贷款占比 vs 销售回款占比	22
图 57: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动	22
图 58: 房地产开发投资与 2019 年同期相比	22
图 59: 房企到位资金与 2019 年同期相比	22
图 60: 房屋新开工面积累计同比	23
图 61: 房屋新开工面积单月同比	23
图 62: 房屋竣工面积累计同比	23
图 63: 房屋竣工面积单月同比	23
图 64: 房屋新开工面积与 2019 年同期相比	24
图 65: 房屋竣工面积与 2019 年同期相比	24
图 66: 历年末总库存 (单位: 万平方米)	25
图 67: 历年总库存去化周期 (单位: 年)	25
图 68: 历年相对销售额	26
图 69: 历年相对销售面积	26
图 70: 历年当年去化率维持在 41%至 46%之间	27
图 71: 竣工增速滞后期房增速 2 年	28
图 72: 地产股超额收益 vs 二手房价累计跌幅	29
图 73: 部分龙头企业拿地强度对比	30
图 74: 部分龙头企业减值幅度对比	31

表1：6城租金年增长率	19
表2：6城租金吸引力（单位：%）	19
表3：2026年不同销售面积对应的新开工面积及增速	27
表4：房地产开发投资测算（单位：万元）	28
表5：房企PB折价隐含的房价下跌幅度	30

上半年回顾：基本面边际转好，房价二阶导转正

2026 年上半年，房地产市场基本面呈现边际修复特征，最核心的变化在于二手房价格下行斜率持续放缓，部分核心城市率先出现企稳迹象。从价格周期视角看，市场已逐步由前期“加速下跌”阶段过渡至“跌幅收窄、预期修复”阶段，房价二阶导率先转正。虽然绝对价格尚未进入趋势性上行区间，但成交、价格及租金等多项指标均显示行业底部修复特征正在强化。

具体来看，当前市场呈现以下几与往次反弹不同的变化：

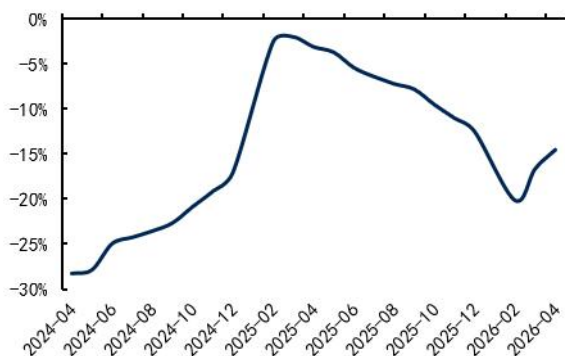
- 1) “小阳春”行情成色优于历史同期，量价关系更趋均衡。过去数年春季行情更多体现为‘以价换量’，而 2026 年春季成交回暖过程中价格端整体保持稳定，部分核心城市甚至出现阶段性上涨，反映本轮需求释放更多来自真实居住需求和改善需求，而非单纯价格刺激。
- 2) 传统淡季表现超预期，市场韧性明显增强。二季度以来，新房与二手房成交规模整体维持高位运行，小阳春结束后市场并未出现明显回落，成交波动幅度显著收敛，显示居民观望情绪有所缓解，供需两端预期正在逐步修复。
- 3) 二手房价格跌幅持续收窄，核心城市率先企稳。作为更高频、更市场化的价格指标，二手房价格走势领先反映市场变化。一线城市及部分强二线城市核心区域已率先出现由跌转稳甚至小幅上涨迹象，表明优质城市和核心资产的需求修复力度更强。
- 4) 改善型需求回升带动结构优化，置换链条逐步修复。随着二手房流动性改善，置换需求释放速度加快，高总价房源成交占比持续提升。需求结构由刚需主导逐步向改善需求主导切换，核心城市优质资产配置价值重新获得市场认可。
- 5) 租金企稳成为新的积极信号。与过去几年租金持续下行不同，2026 年上半年部分一线城市及强二线城市租金指数已出现企稳回升迹象。虽然租金改善的持续性仍需观察，但租赁市场回暖意味着住房真实使用需求正在修复，有助于增强市场对房价企稳的信心。

总体而言，当前房地产市场仍处于底部修复阶段，行业尚未进入趋势性上行周期。但从成交量、价格走势及结构变化等多维指标观察，市场最悲观阶段或已逐步过去，行业正在进入由“预期修复”向“基本面验证”过渡的阶段，后续仍需持续跟踪成交持续性、价格企稳范围的扩展情况。

成交量：降幅改善，小阳春后淡季不淡

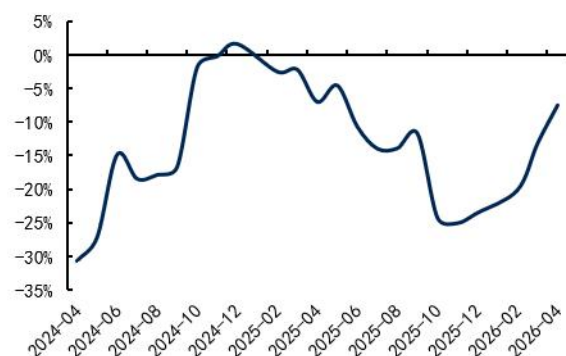
根据统计局数据，2026 年房地产销售端整体仍处于同比回落区间，但降幅呈现一定程度收敛，且销售额端改善幅度相对更为明显。2026 年 1-4 月，商品房销售额为 23000 亿元，同比-14.6%，降幅较 1-3 月收窄 2.1 个百分点；商品房销售面积为 25258 万 m^2 ，同比-10.2%，降幅较 1-3 月收窄 0.2 个百分点。整体来看，销售额同比降幅收窄幅度明显大于销售面积，反映出在价格、结构及城市分化等因素共同作用下，销售金额端的修复弹性相对更强。

图1: 商品房销售额累计同比增速



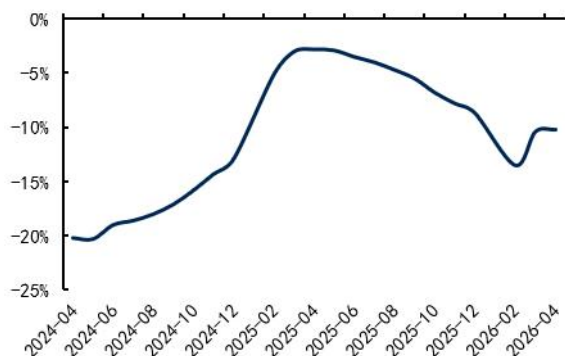
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 商品房销售额单月同比增速



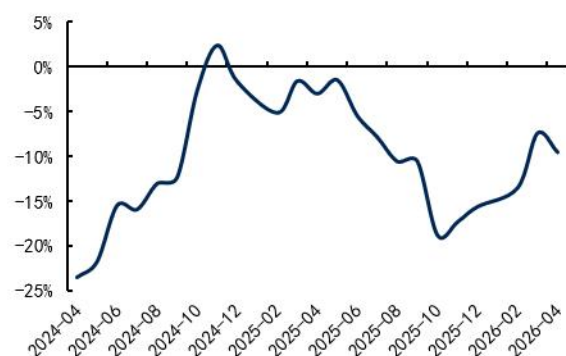
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 商品房销售面积累计同比增速



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

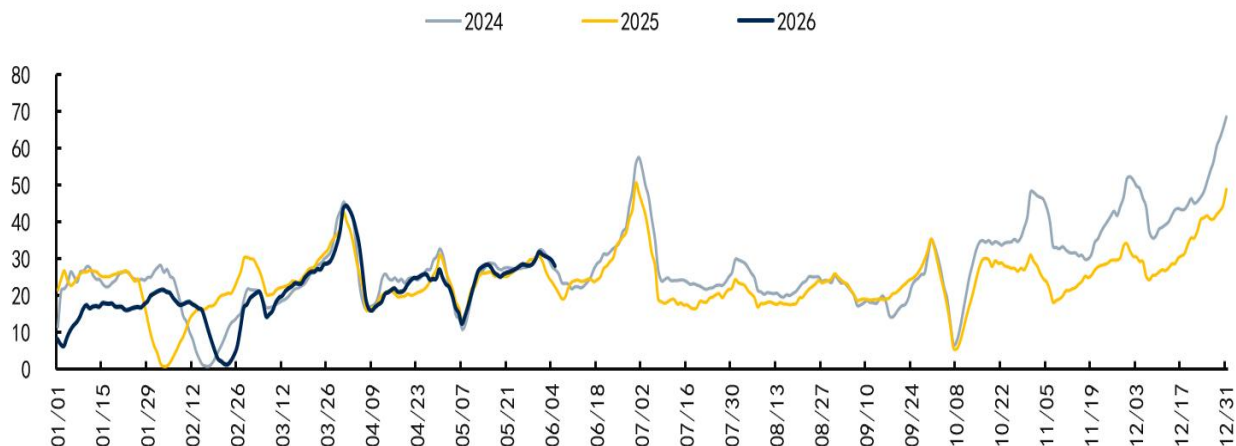
图4: 商品房销售面积单月同比增速



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

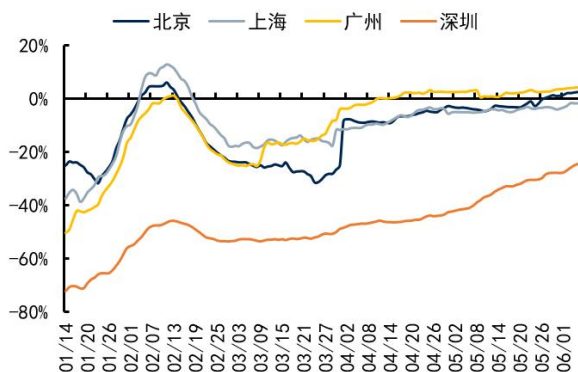
根据高频数据, 新房表现较为平稳。截至 2026 年 5 月末, 30 城新建商品房当年累计成交 3289 万 m^2 , 同比-7%; 其中, 北京、上海、广州、深圳新建商品房成交面积累计同比分别为+2%、-2%、+4%、-25%; 一线城市、二线城市、三线城市新建商品房成交面积累计同比分别为-2%、-9%、-13%。

图5: 历年 30 城新建商品房单日成交 7 天移动平均 (万 m^2)



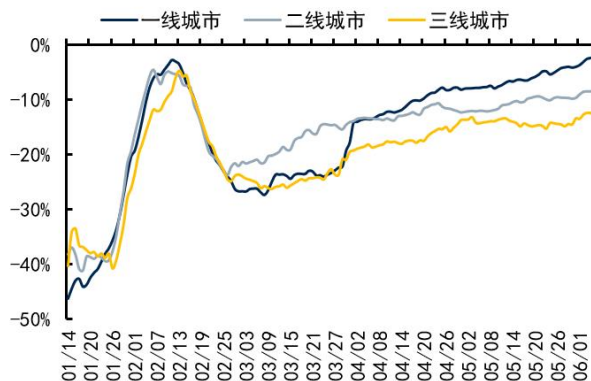
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 主流城市新建商品房成交面积累计同比, 2026



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

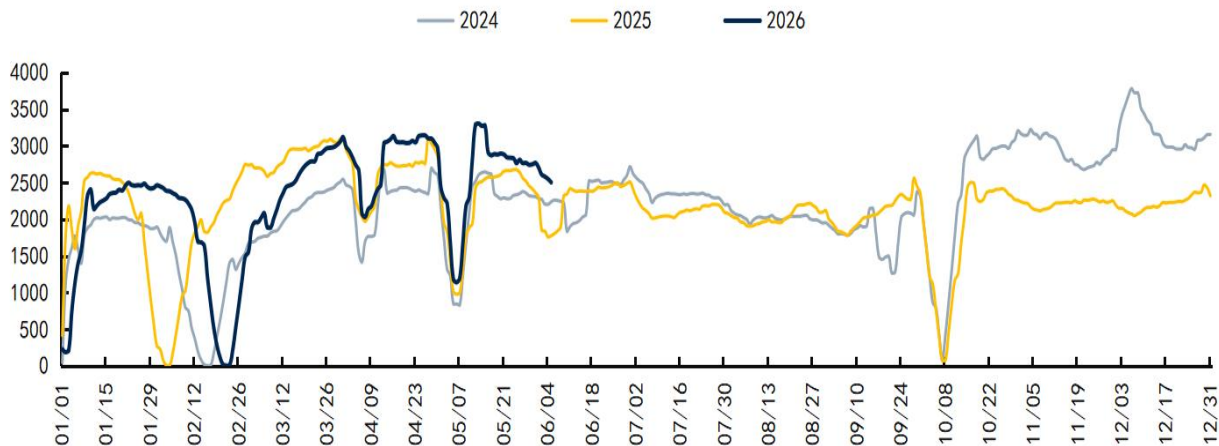
图7: 分能级新建商品房成交面积累计同比, 2026



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

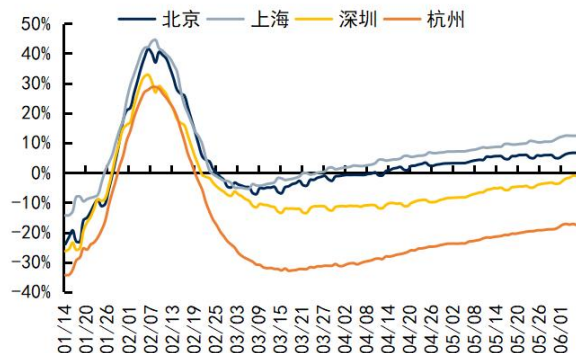
二手房网签和实时成交量均保持历史同期高位。截至 2026 年 5 月末, 18 城二手住宅累计成交 36.4 万套, 同比+3%; 其中, 北京、上海、深圳、杭州二手住宅成交套数累计同比分别为+7%、+12%、-1%、-18%; 一线城市、二线城市、三线城市二手住宅成交套数累计同比分别为+5%、0%、+7%。从核心城市最新中介实时成交来看, 5 月上旬, 北京、上海、深圳成交量已明显超过去年同期, 在小阳春后并未显著回落, 而是保持在近四年来的高位。

图8: 历年 18 城二手住宅单日成交套数 7 天移动平均 (单位: 套)



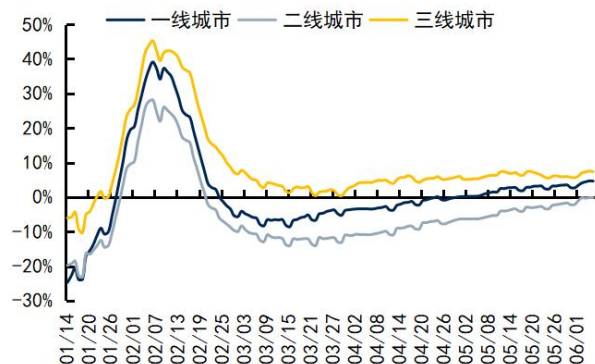
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 主流城市二手住宅成交套数累计同比, 2026



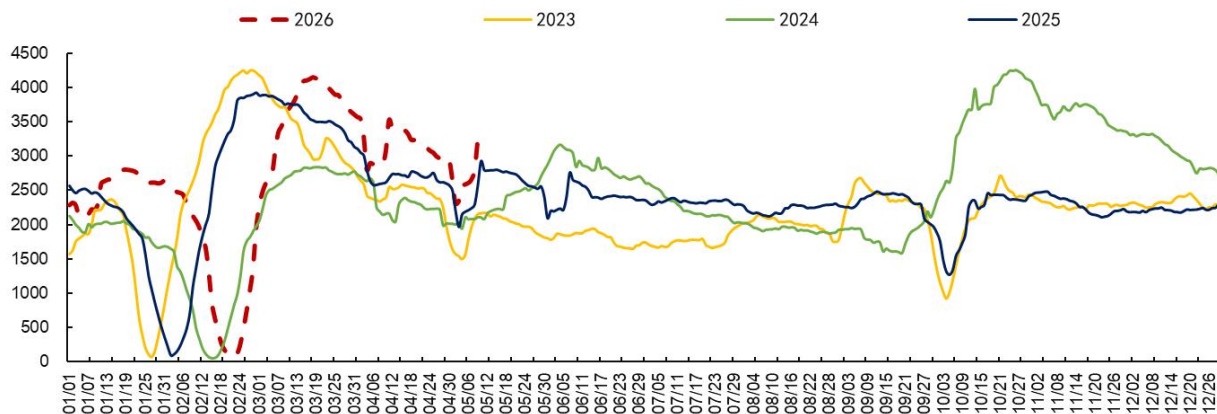
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 分城市能级二手住宅成交套数累计同比, 2026



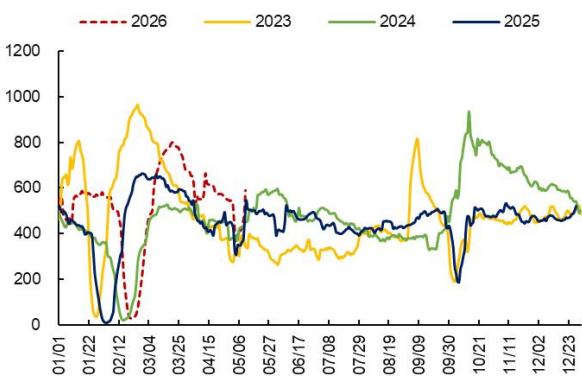
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 核心 6 城二手房实时成交 7 天移动平均



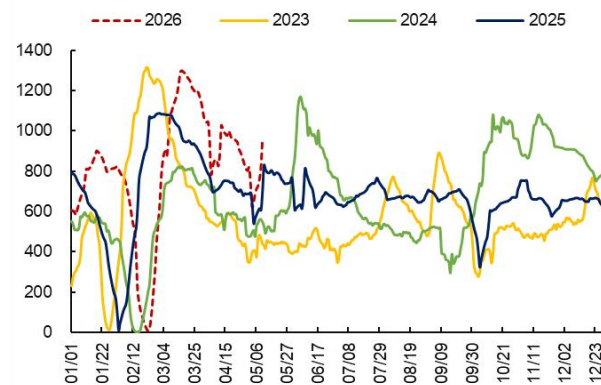
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图12: 北京二手房实时成交 7 天移动平均



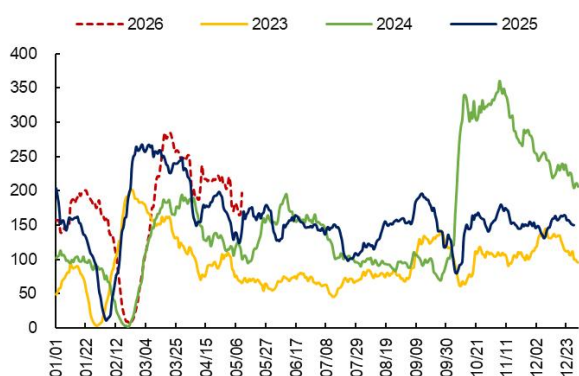
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图13: 上海二手房实时成交 7 天移动平均



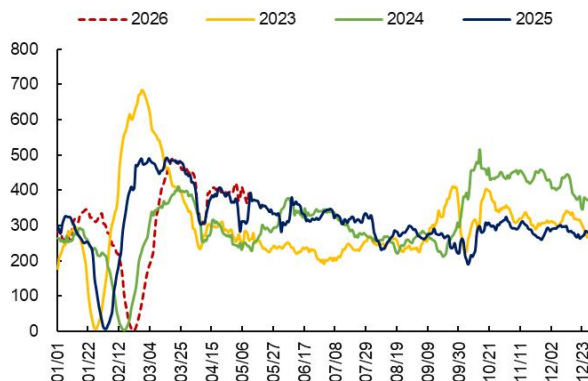
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图14: 深圳二手房实时成交 7 天移动平均



资料来源: 冰山指数, 国信证券经济研究所整理

图15: 广州二手房实时成交 7 天移动平均



资料来源: 冰山指数, 国信证券经济研究所整理

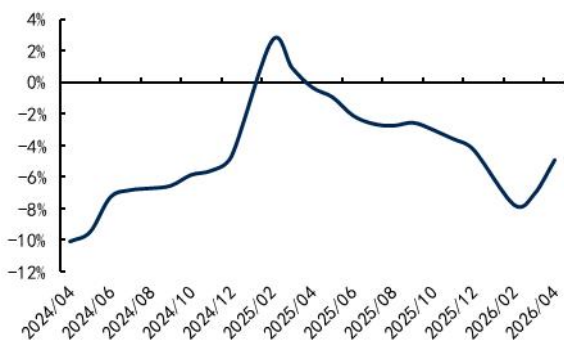
成交价: 二阶导转正, 量价关系更为均衡

根据统计局数据, 新建商品房销售均价单月同比转正, 一线城市新房和二手房价环比保持为正。2026 年 1-4 月, 新建商品房销售均价为 9106 元/㎡, 同比-4.9%, 降幅较 1-3 月收窄 2.1 个百分点。4 月单月, 销售均价为 10009 元/㎡, 同比+2.1%, 较 3 月提升 8.5 个百分点, 自 2025 年 2 月以来首次转正。

从城市维度看, 新房端, 2026 年 4 月, 70 城新建商品住宅销售价格同比-3.7%, 降幅较 3 月扩大 0.1 个百分点; 环比-0.2%, 降幅与 3 月持平, 其中一线城市环比连续 3 个月为正, 二线环比收窄, 三线环比持平。

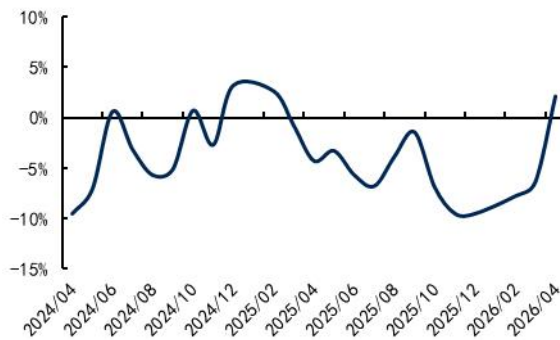
二手房端, 2026 年 4 月, 70 城二手住宅销售价格同比-6.2%, 降幅较 3 月收窄 0.1 个百分点; 环比-0.2%, 降幅与 3 月持平, 其中一线城市环比连续 2 个月为正, 二线环比持平, 三线环比收窄。

图16: 商品房销售均价累计同比



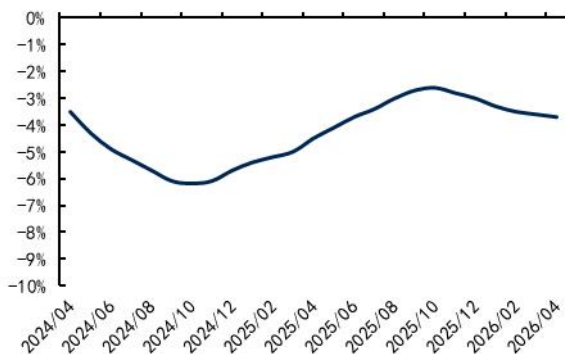
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 商品房销售均价单月同比



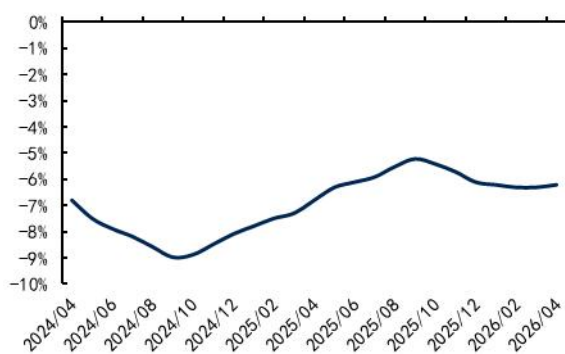
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 70个大中城市新建商品住宅销售价格同比



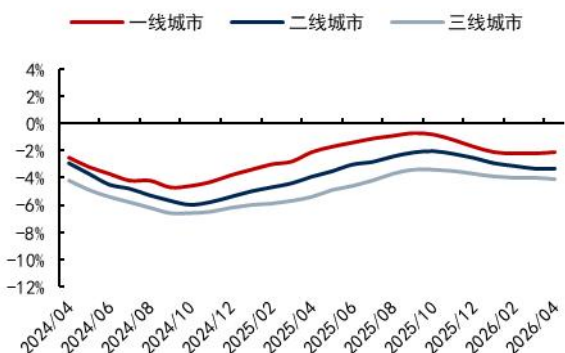
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 70个大中城市二手住宅销售价格同比



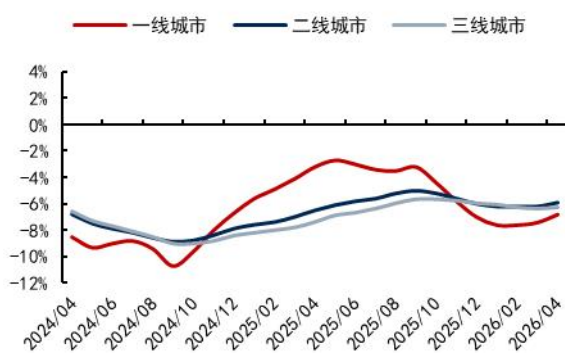
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 分城市能级新建商品住宅销售价格同比



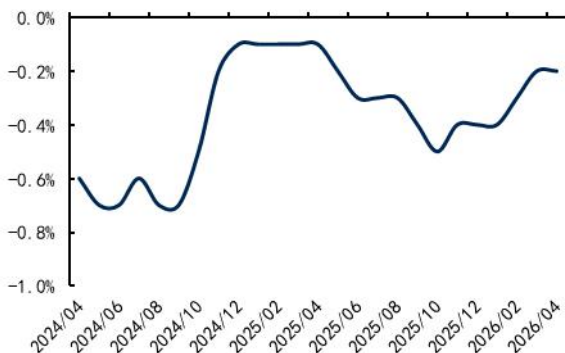
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 分城市能级二手住宅销售价格同比



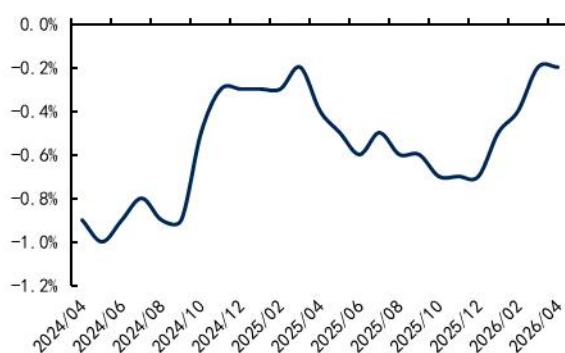
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 70个大中城市新建商品住宅销售价格环比



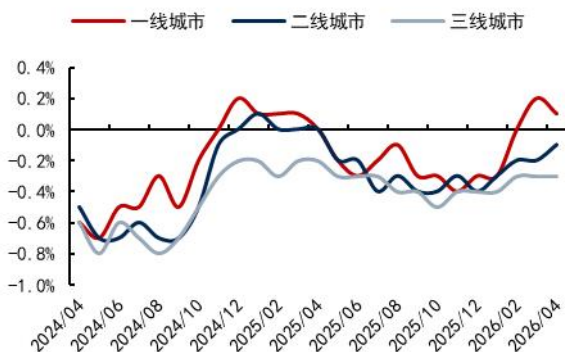
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 70个大中城市二手住宅销售价格环比



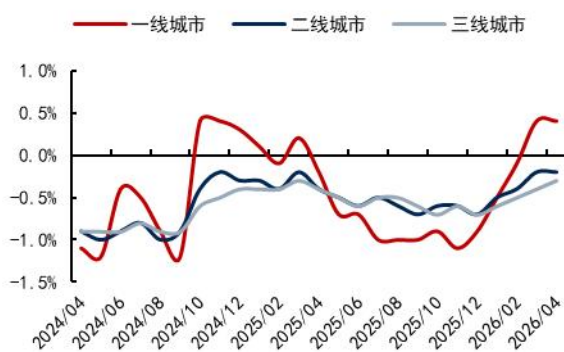
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 分城市能级新建商品住宅销售价格环比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

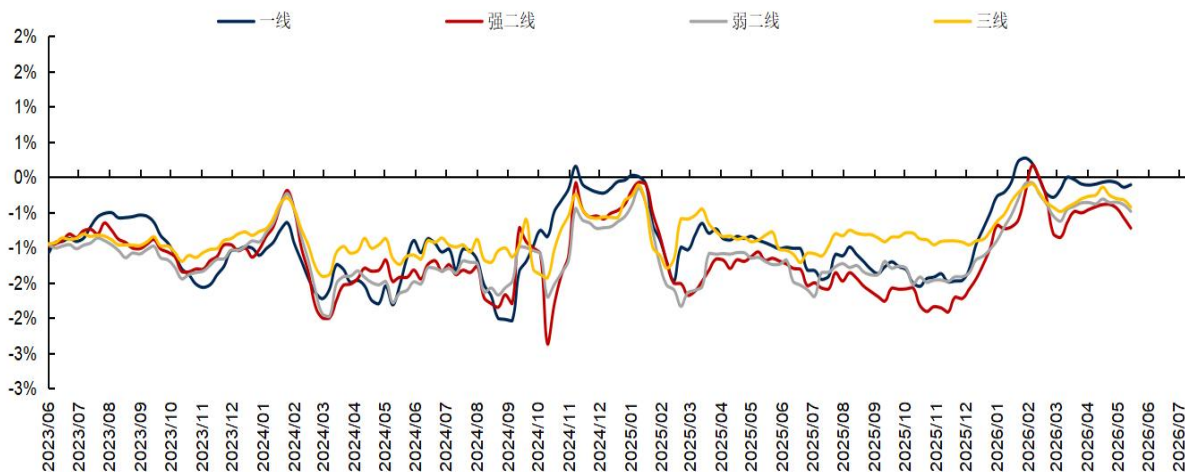
图25: 分城市能级二手住宅销售价格环比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

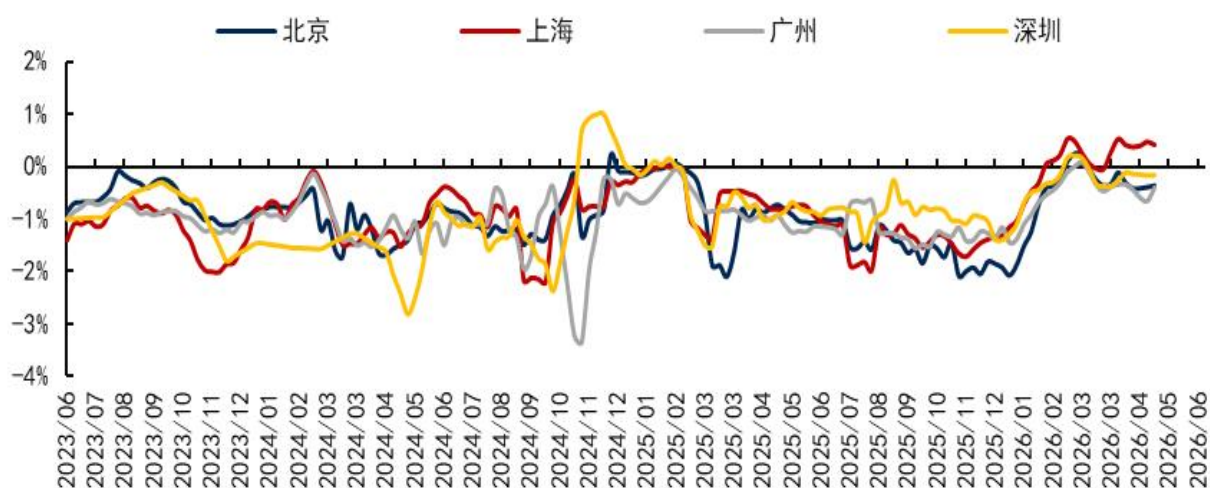
根据冰山指数, 二手房价跌幅持续收窄, 离止跌仅一步之遥, 且从带看量和信心指数观察, 趋势大概率延续。截至 2026 年 5 月末, 全国 44 城二手房价月环比-0.4%, 较去年同期的-1.0%显著收窄, 离整体止跌仅一步之遥; 其中一线、强二线、弱二线、三线城市二手房价月环比分别为-0.1%、-0.7%、-0.5%、-0.4%, 下跌幅度均窄于去年同期。44 城中, 上海、苏州、合肥、大连、廊坊、昆明、太原、汉中、惠州、开封、徐州 11 个城市的月环比为正, 房价企稳并非局限于个别热门城市, 而是广泛出现于各能级城市。全国 44 城二手房带看活跃度也维持水平, 除了一线城市略低于 2025 同期, 强二线、弱二线、三线均高于 2025 同期。且从二手房信心指数 (=上调价格房源数/全部调价房源数) 观察, 房价企稳趋势大概率延续。

图26: 全国 44 城二手房均价月环比表现



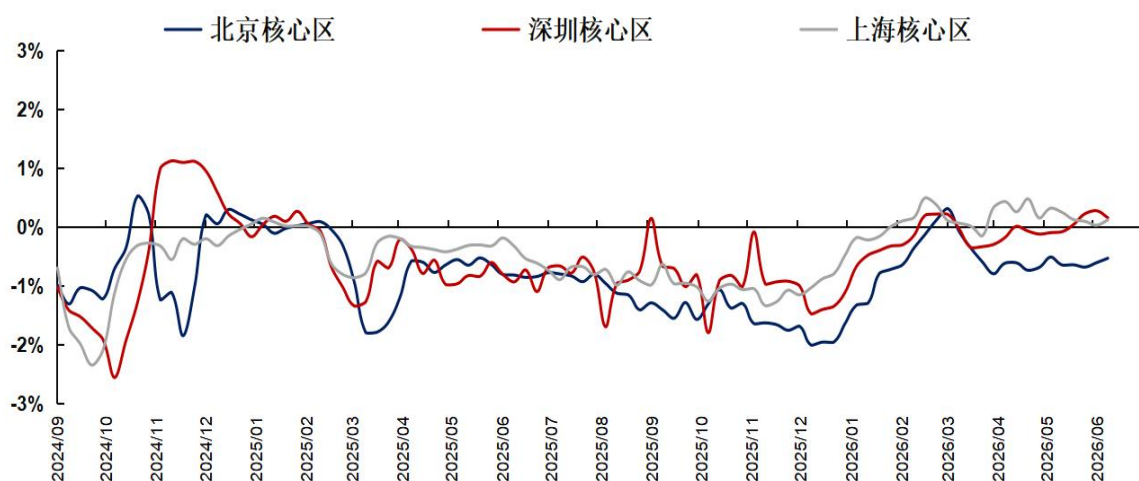
资料来源: 冰山指数, 国信证券经济研究所整理

图27: 一线城市二手房价格月环比



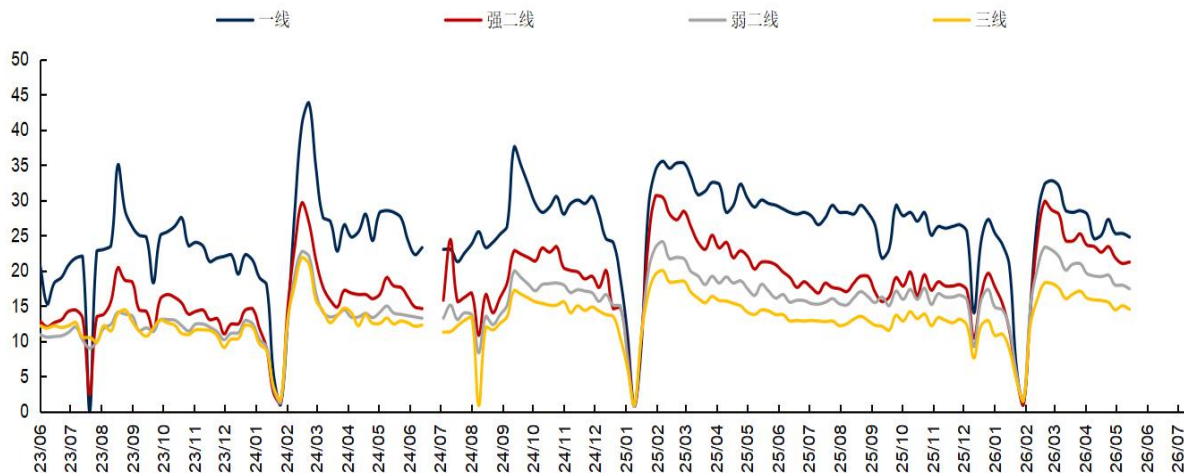
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图28：北上深核心区二手房价格月环比



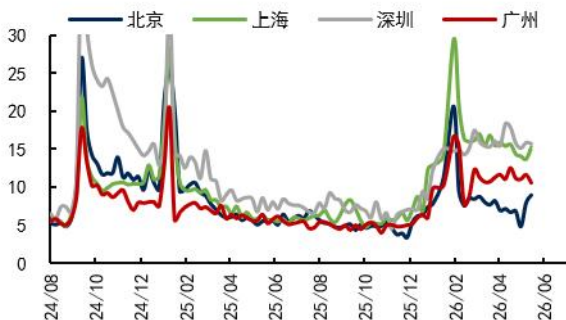
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图29: 全国 44 城二手房活跃度表现



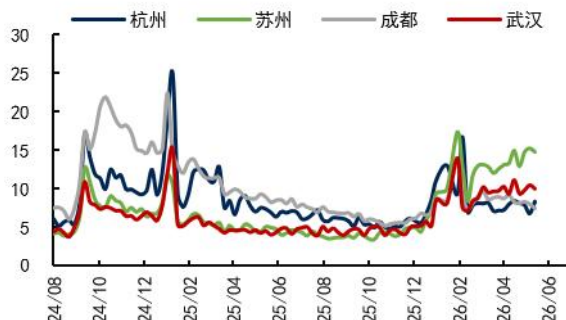
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图30: 四大一线二手房信心指数



资料来源：蝴蝶指数，国信证券经济研究所整理

图31: 四大二线二手房信心指数

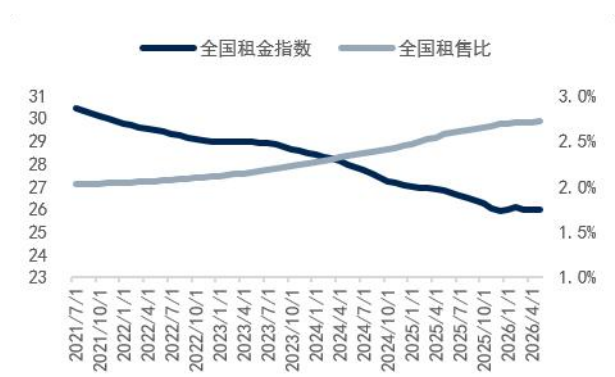


资料来源：蝴蝶指数，国信证券经济研究所整理

租金：部分城市租金企稳回升，持续性仍需观察

2026 年上半年，全国层面及部分核心城市租赁市场出现阶段性边际改善，租金水平在经历连续约五年的调整后，呈现一定程度的企稳回升迹象。根据高频数据，上半年一线及部分强二线城市如苏州、武汉等租金指数企稳回升，带动全国整体租金水平由前期持续下行逐步转向低位震荡并伴随修复特征。

图32: 全国租金指数和租金收益率变化



资料来源: 冰山指数, 国信证券经济研究所整理

图33: 北京租金指数和租金收益率变化



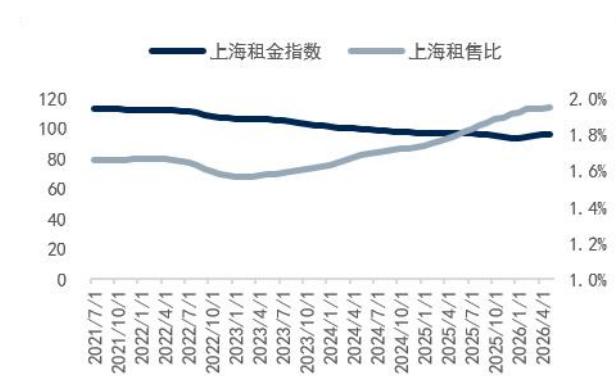
资料来源: 冰山指数, 国信证券经济研究所整理

图34: 广州租金指数和租金收益率变化



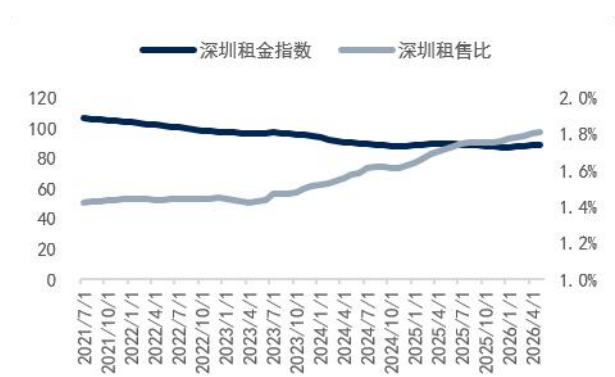
资料来源: 冰山指数, 国信证券经济研究所整理

图35: 上海租金指数和租金收益率变化



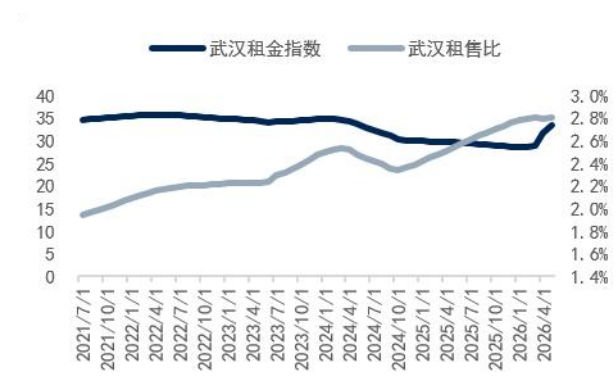
资料来源: 冰山指数, 国信证券经济研究所整理

图36: 深圳租金指数和租金收益率变化



资料来源: 冰山指数, 国信证券经济研究所整理

图37: 武汉租金指数和租金收益率变化



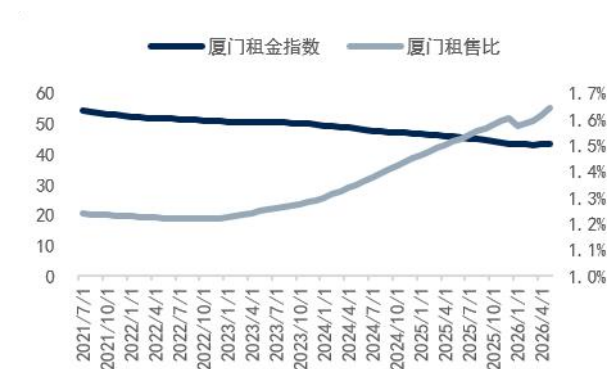
资料来源: 冰山指数, 国信证券经济研究所整理

图38: 苏州租金指数和租金收益率变化



资料来源: 冰山指数, 国信证券经济研究所整理

图39: 厦门租金指数和租金收益率变化



资料来源: 冰山指数, 国信证券经济研究所整理

从租售比角度来看，在租金调整的五年时间内，全国层面及大部分城市租金收益率水平不断提升，但需要指出的是，租金收益率的提升的重要原因是受房价调整的影响，而非租金端趋势性走强所驱动的结构改善。因此，租金收益率的“被动”上升，不但对判断房价的解释能力较弱，也和市场普遍参照的香港房地产企稳复苏逻辑有所不同。

“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，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。但与内地租金回报率“被动上升”不同的是，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40: 香港40平以下私人住宅租金回报率-房贷利率(%)



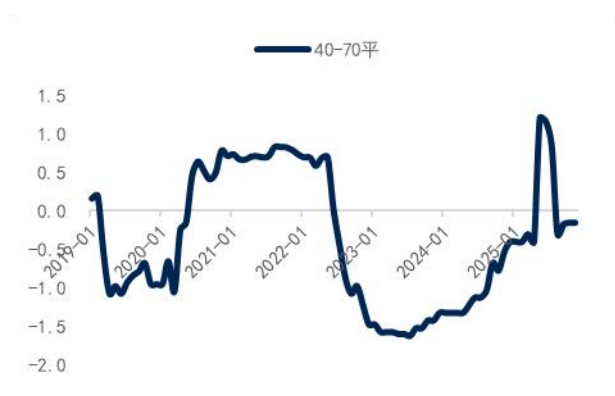
资料来源: 香港金融管理局、香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图41: 历史香港住宅租金指数



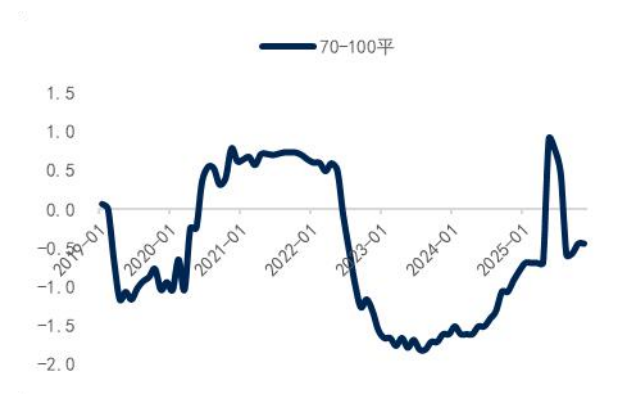
资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图42: 香港 40-70 平私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)



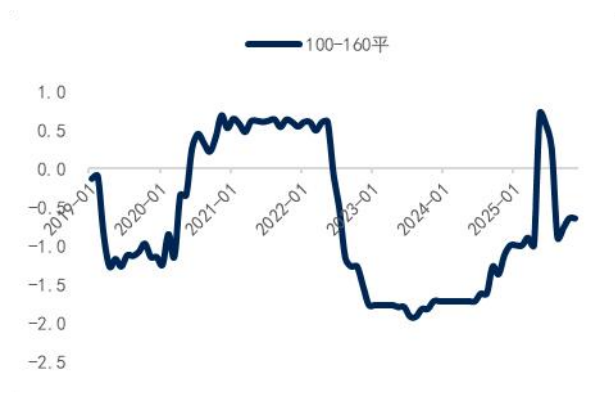
资料来源: 香港金融管理局、香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图43: 香港 70-100 平私人住宅租金回报率-房贷利率 (%)



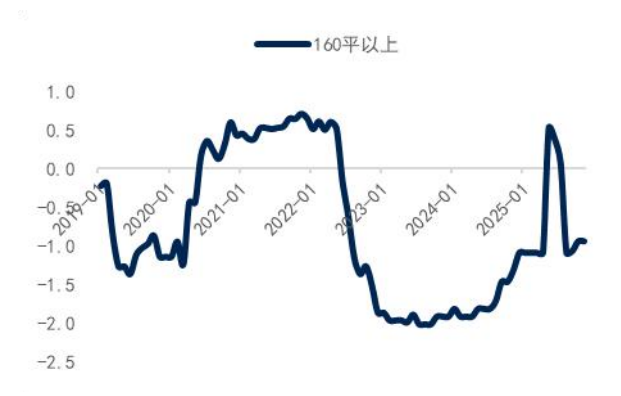
资料来源: 香港金融管理局、香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图44: 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45: 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

我们在此前的专题报告《租金收益率的陷阱》中提出，相比起租金收益率，租金预期对房价解释力更强。

按照基本的折现定价模型 $P_0 = A_0 / (r - g)$ ，其中 P_0 为资产当期均衡价格， A_0 为当期收益， r 为要求收益率， g 为 A_0 的预期增长率。对应到房价， P_0 为当期均衡房价， A_0 为当期租金， r 为要求收益率（综合考虑债务利率、自有资金成本、风险和流动性补偿）， g 为租金的预期增长率。

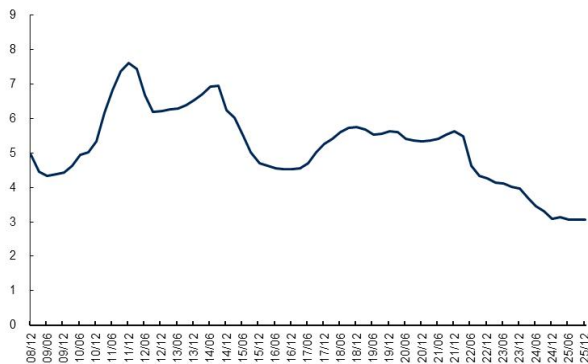
对公式变形可得： $r = A_0 / P_0 + g$ ，即房价达到均衡的条件是，表观租金收益率与租金预期增长率之和，等于要求回报率。如小于要求回报率，则房价下跌，反之则房价上涨，以使左右两侧相等。因此，可定义 $(A_0 / P_0 + g) - r$ 为租金吸引力，理论上，该指标越大，则市场吸引力越大（买房比租房更划算），反之则越小（买不如租）。可以看到，租金的预期增长率在其中至关重要，同样的要求收益率和租金收益率，租金增长率是+2%还是-2%，将得到完全相反的结论。

表1: 6城租金年增长率

年份	上海	北京	深圳	广州	天津	成都
2009	-6.2%	-6.2%	-2.1%	-9.3%	-3.7%	
2010	10.2%	18.9%	11.6%	10.4%	9.1%	
2011	9.8%	1.4%	2.4%	9.9%	6.8%	
2012	3.5%	4.5%	0.3%	7.1%	2.7%	
2013	14.8%	1.0%	5.1%	11.3%	5.3%	2.3%
2014	11.4%	2.1%	12.2%	9.3%	4.2%	7.2%
2015	7.2%	6.4%	16.4%	3.8%	4.5%	-10.9%
2016	24.8%	14.7%	11.0%	3.8%	9.7%	4.4%
2017	-4.8%	3.4%	-1.0%	-2.9%	0.3%	9.9%
2018	0.3%	6.0%	7.6%	-0.9%	-7.2%	1.9%
2019	-0.3%	-2.2%	2.9%	1.0%	-3.2%	9.6%
2020	3.0%	-7.0%	0.0%	-2.3%	-3.2%	3.6%
2021	4.5%	1.6%	-5.8%	0.0%	-3.3%	2.0%
2022	5.9%	6.9%	-4.1%	-0.6%	-0.2%	-1.9%
2023	-4.1%	4.0%	0.5%	-1.8%	-0.6%	-1.5%
2024	-8.9%	-11.4%	-1.1%	2.4%	-7.6%	-2.0%
2025	-5.5%	-6.5%	-2.2%	-4.8%	-5.3%	-2.1%

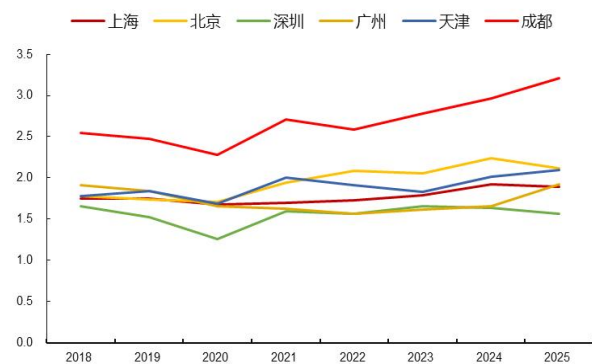
资料来源：中原地产，国信证券经济研究所整理

图46: 金融机构人民币贷款加权平均利率：个人住房贷款（单位：%）



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图47: 6城住宅租金收益率（单位：%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 取12个月平均

表2: 6城租金吸引力（单位：%）

年份	上海	北京	深圳	广州	天津	成都
2018	-3.70	1.99	3.49	-4.72	-11.15	-1.25
2019	-4.12	-6.13	-1.14	-2.78	-7.03	6.46
2020	-0.69	-10.64	-4.08	-6.01	-6.81	0.53
2021	0.60	-2.07	-9.86	-4.00	-6.96	-0.94
2022	3.37	4.70	-6.82	-3.29	-2.55	-3.61
2023	-6.27	2.04	-1.77	-4.15	-2.69	-2.68
2024	-10.08	-12.28	-2.52	1.00	-8.71	-2.14
2025	-6.70	-7.39	-3.66	-5.89	-6.23	-1.90

资料来源：中原地产，中国人民银行，国信证券经济研究所整理

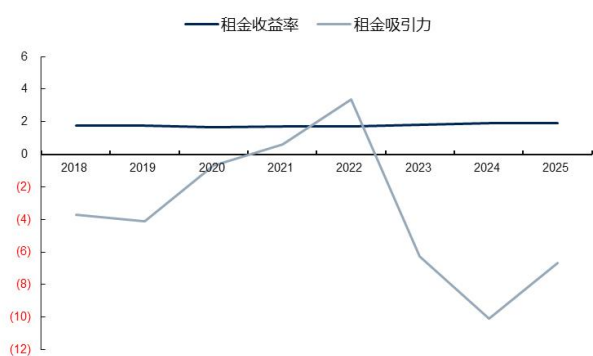
纵向来看，租金预期对房价解释力更强，以上海、北京为例，2023年起，租金收益率稳中有升，房贷利率持续下降，如果只看租金收益率和房贷利率，那么显然

2023 年至 2025 年的京沪房价，相对于 2022 年之前更具优势。但这显然与市场表现并不相符。

原因在于：由于租金预期明显恶化，真实的租金吸引力相对于 2022 年之前明显下降。2023 年至 2025 年，上海平均租金吸引力为-7.68%（2018 年至 2022 年为-0.91%），北京平均租金吸引力为-5.88%（2018 年至 2022 年为-2.43%），均相对于 2018 年至 2022 年有明显下降。

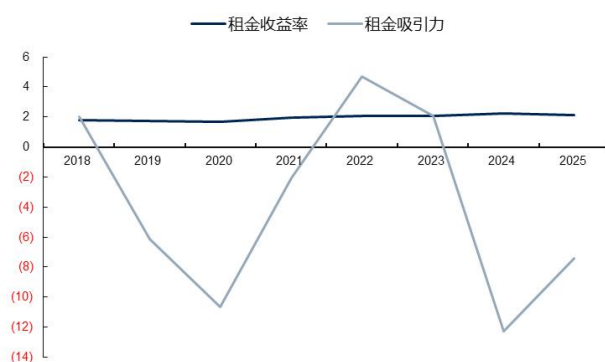
我们认为这在一定程度上解释了 2023 年至今北京上海的房价，在租金收益率改善、房贷利率下降的情况下，仍然出现了明显下跌。而显然，相对于租金收益率，租金预期对房价的解释性明显更强。

图48：上海租金收益率 vs 租金吸引力（单位：%）



资料来源：中原地产，中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图49：北京租金收益率 vs 租金吸引力（单位：%）



资料来源：中原地产，国信证券经济研究所整理

横向来看，租金预期对房价同样解释力更强，以北京、天津对比，可以看到 2018 年至 2025 年，二者租金收益率的绝对水平和走势均几乎一致，但以 2017 年底房价为起点，8 年间，北京累计-13.8%，而天津累计-30.3%。单从租金收益率也无法解释上述现象。而引入租金预期和租金吸引力后，可以看到，2018 年至 2025 年，北京平均租金吸引力为-3.72%，而天津为-6.52%，对房价的差异同样具备较好的解释力。

租金预期对房价的横向和纵向表现，具备较强的解释力，稳住租金，才能稳住房价。后续租金走势能否由当前的低位企稳进一步转向温和上行，仍需重点观察人口流入趋势、就业与收入预期修复、以及住房供需结构改善的持续性。在相关因素未形成明确共振之前，租金端大概率仍将延续低波动、弱修复的运行状态。

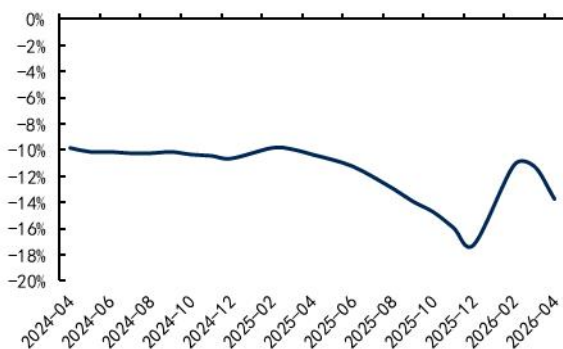
其他重点指标：开发投资仍然承压

根据统计局数据，开发投资和到位资金跌幅均扩大，销售回款改善对房企拖累持续减轻。2026 年 1-4 月，房地产开发投资额为 23969 亿元，同比-13.7%，降幅较 1-3 月扩大 2.5 个百分点；房企到位资金为 26697 亿元，同比-18.4%，降幅较 1-3 月扩大 1.1 个百分点。

拆解房企资金来源，2026 年 1-4 月，定金及预收款同比-17.6%，降幅较 1-3 月收窄 2.5 个百分点；个人按揭贷款同比-31.7%，降幅较 1-3 月收窄 2.9 个百分点。销售回款改善，对房企资金的拖累持续减轻。

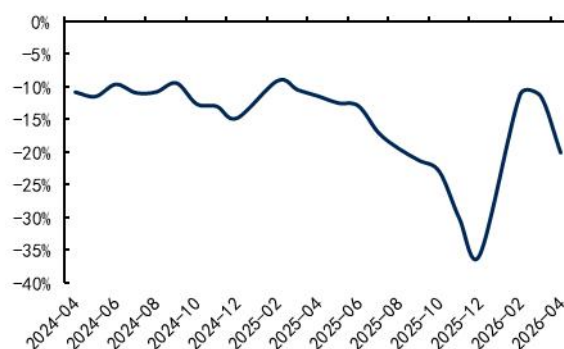
观察相对历史同期的投融资规模，2026 年 4 月单月，房地产开发投资和房企到位资金分别相当于 2019 年同期的 60%和 46%，均重演年初冲高后回落。

图50: 房地产开发投资累计同比



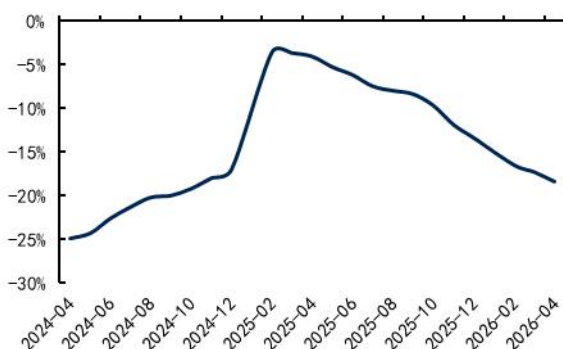
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图51: 房地产开发投资单月同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图52: 房企到位资金累计同比



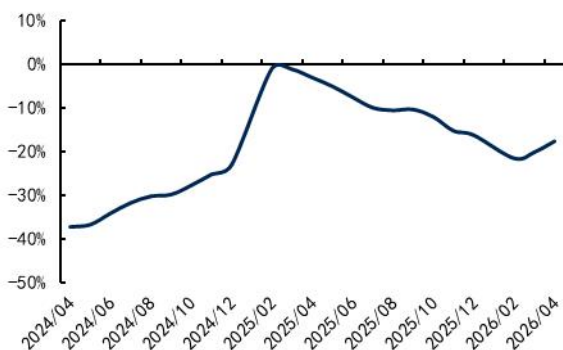
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图53: 房企到位资金单月同比



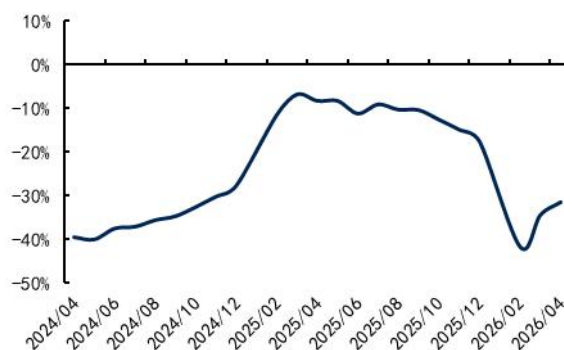
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图54: 房企到位资金中的定金及预收款累计同比



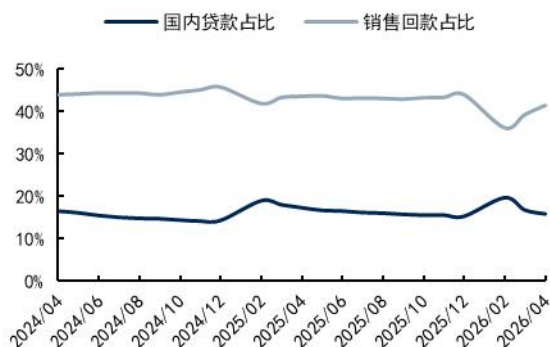
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图55: 房企到位资金中的个人按揭贷款累计同比



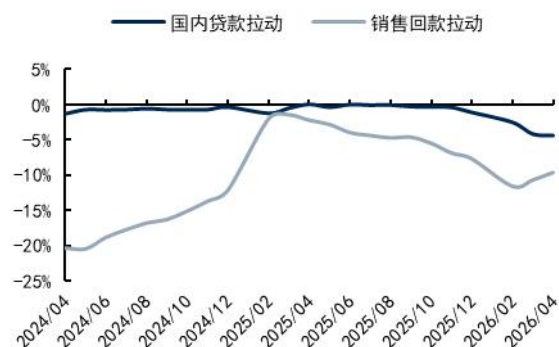
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图56: 国内贷款占比 vs 销售回款占比



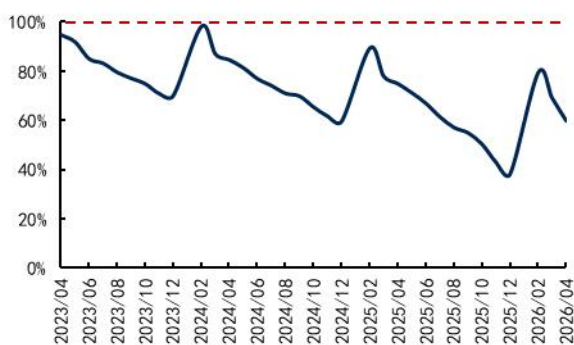
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图57: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图58: 房地产开发投资与 2019 年同期相比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图59: 房企到位资金与 2019 年同期相比

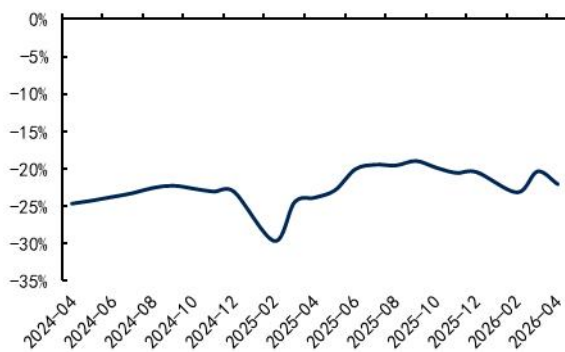


资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

2026 年 1-4 月, 房屋新开工面积 13900 万 m^2 , 同比-22.0%, 降幅较 1-3 月扩大 1.7 个百分点; 房屋竣工面积 11886 万 m^2 , 同比-24.0%, 降幅较 1-3 月收窄 1.0 个百分点。4 月单月, 房屋新开工面积同比-26.6%, 降幅较 3 月扩大 9.2 个百分点; 房屋竣工面积同比-19.0%, 降幅较 3 月收窄 0.1 个百分点。

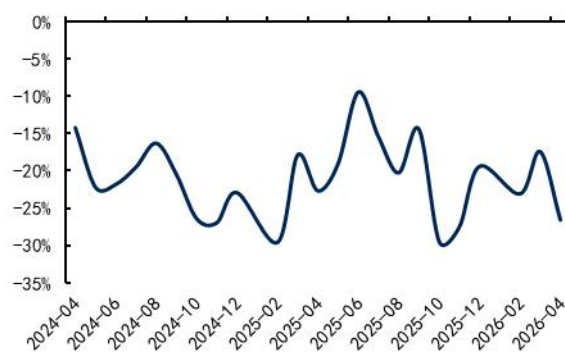
观察相对历史同期的开竣工规模, 2026 年 4 月单月, 新开工面积相当于 2019 年同期的 18%, 创历史新低; 而竣工面积相当于 2019 年同期的 51%, 作为滞后指标下行趋势确定。

图60: 房屋新开工面积累计同比



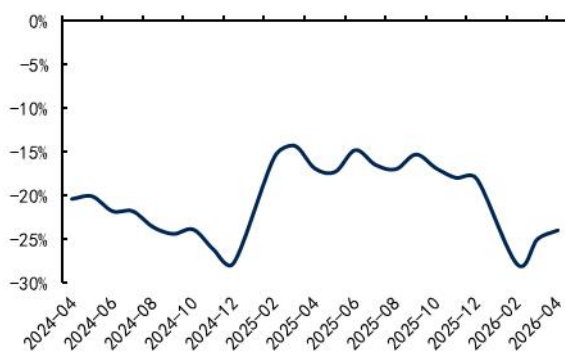
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图61: 房屋新开工面积单月同比



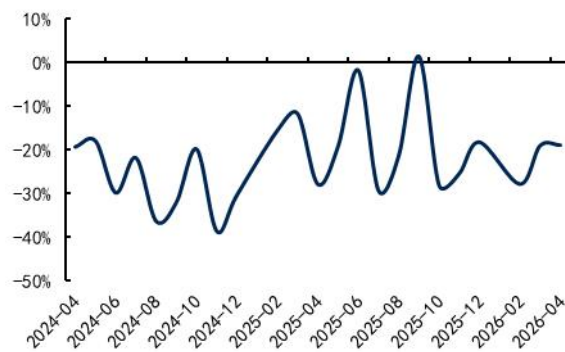
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图62: 房屋竣工面积累计同比



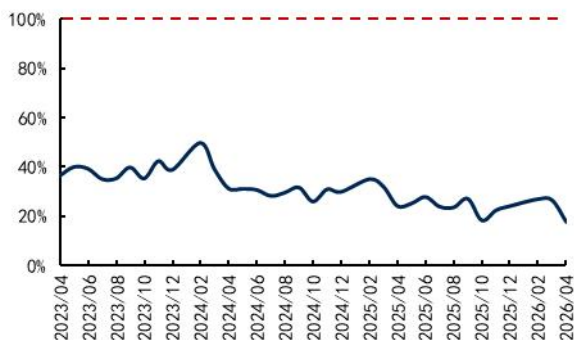
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图63: 房屋竣工面积单月同比



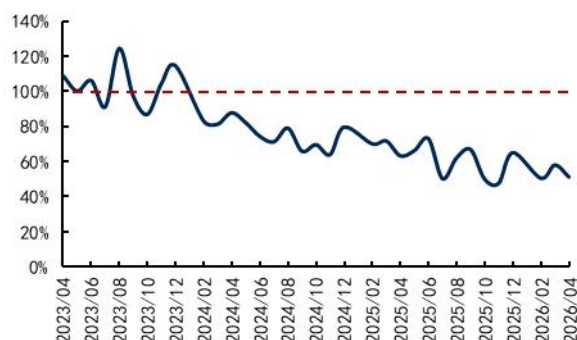
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图64: 房屋新开工面积与 2019 年同期相比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图65: 房屋竣工面积与 2019 年同期相比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

下半年展望：核心数据将筑底回升

库存：总库存持续下降，土地库存占比超六成

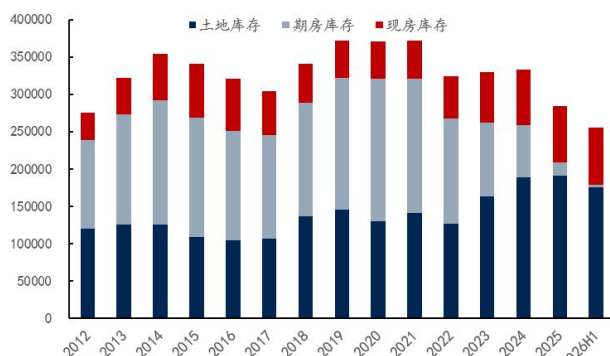
截至 2026 上半年末（采用前四月增速推算，下同），房地产总库存为 27.1 亿平方米，较 2026 年末下降 5%，连续五年下降。

其中，存量未开工土地（下称土地库存）对应的建筑面积为 17.5 亿平方米，占比 65%，已开工未竣工未销售库存（下称期房库存）为 0.3 亿平方米，占比 1%，已竣工未销售库存（下称现房库存）为 7.7 亿平方米，占比 28%。

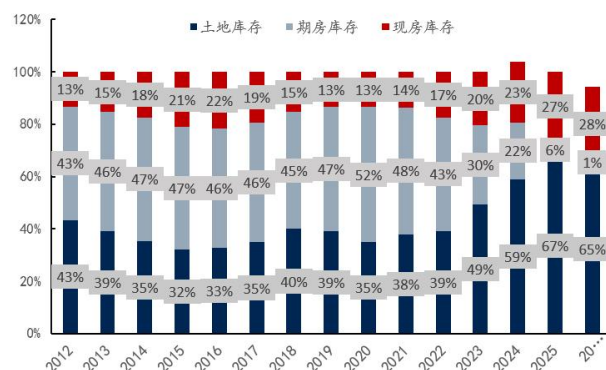
按照 2026 年的预计销售面积 7.6 亿平方米计算，总库存去化周期为 3.5 年，其中土地库存去化周期 2.5 年，期房库存去化周期 0.1 年，现房库存去化周期 1.0 年。

可以看到：

- **总量方面：**尽管房地产总库存连续五年下降，截至 2026H1 创下五年新低，但由于 2026H1 年销售面积也出现了明显的回落（预计为-10%），总库存去化周期未出现明显下降。——供需同步下滑；
- **结构方面：**库存结构延续了过去 3 年的趋势，即土地库存和现房库存的占比继续上升，而期房库存的占比继续下降，呈现“源头淤积”型的库存结构。——这与景气度上行时期是截然相反的。

图66: 历年末总库存（单位：万平方米）


资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图67: 历年总库存去化周期（单位：年）


资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

回顾历史,地产库存去化周期的合理水平大致在2.3年左右。此时既不会出现2017年和2018年的供不应求、去化极高导致的“疯狂”，也不会出现过去四年供大于求、去化极低导致的“萎靡”。（这也是为什么我们常将2019年作为“正常年份”，用于年份间的比较。）

按照2026年末的总库存27.1亿平方米计算，假设2026年销售面积与2025年持平，则合理库存为20.3亿平方米，**当前过量库存为6.8亿平方米。**

销售：跌幅小幅收窄

2026年1-4月，商品房销售额同比-14.6%；商品房销售面积同比-10.2%，在去年高基数的影响下降幅较大。

销售直接受政策影响，但政策出台的节奏和力度难以准确把握，因此对销售的预测均为不考虑增量政策的情形。为了剔除季节效应，我们采用“相对销售”（当季度数据/2019年同季度数据）的方法考察历史数据。按此方法，2026Q1相对销售额为62%，相对销售面积为64%，较2025Q4的43%出现明显提升，因此我们预计2026年四个季度的相对销售应不会进一步下滑。假设2026后三个季度相对销售额和相对销售面积均为45%，不出现类似于2025Q4的断崖式下滑（这并非一个很强的假设），那么**2026年商品房销售额为7.7万亿元，销售面积为8.3亿平方米，同比分别下降8.3%和5.4%。**

图68: 历年相对销售额



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图69: 历年相对销售面积



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

新开工：看好新开工表现

2026年1-4月，房屋新开工面积同比-22.0%。我们通过描述房企的“以销定产”，构建了当前存量土地过剩下，新开工与销售面积的函数关系（实际上，过去数年间并未出现过土地短缺的情况）。即：

当年去化率

$$= \text{当年销售面积} / (\text{上年末期房库存} + \text{上年末现房库存} + \text{当年新开工} * 0.85)$$

$$= 41\% \text{至} 46\%$$

或，当年新开工*0.85 = 当年销售面积 / (41%到46%) - 期房库存 - 现房库存

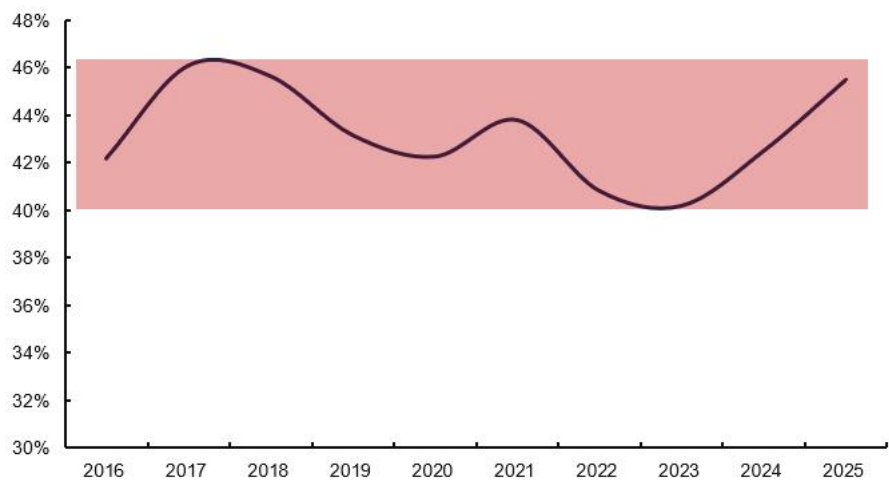
在计算的过程中，核心偏差在于，41%到46%尽管看起来波动不大，但因为在分母上，计算结果对该数据非常敏感。要修正这一问题，需要给出2026年更加精确的当年去化率数据，即41%到46%之间，数据到底取多少。

回顾历史，当年去化率偏高的年份为2017、2018、2025，显然2025年与2017年和2018年的市场情况不可同日而语。为何数据会有相同的表现呢？

原因在于，2017年和2018年，由于市场需求爆发，开发商拿地推盘存在时间差，导致数据走高，而2025年则是由于存量土地减值不足，房企又不愿“割肉”（打折出货），导致该数据被动走高。

由于销售面积下降幅度持续小于新开工，同时期房库存持续消化，2025年的当年去化率约为48%，实际上反映的是供给收缩略快于需求收缩。由于土地库存和现房库存的占比继续上升，而期房库存的占比继续下降，我们认为，因此预计2026年当年去化率指标仍处高位，新开工有望复苏。

图70: 历年当年去化率维持在 41%至 46%之间



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

根据上述讨论, 可以给出 2026 年新开工面积与销售面积的对应关系:

表3: 2026 年不同销售面积对应的新开工面积及增速

销售面积: 亿平方米	7	7.5	8	8.3	9	9.5
新开工面积: 亿平方米	4.4	5.5	6.7	7.5	9.1	10.3
新开工增速	-25.9%	-5.6%	14.6%	26.8%	55.1%	75.4%

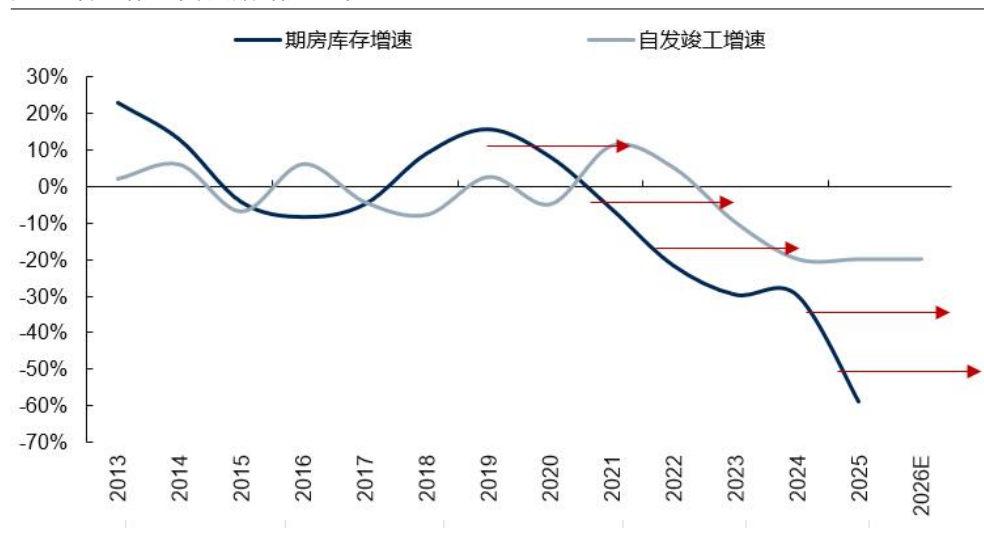
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

上文我们预测 2026 年销售面积为 8.3 亿平方米, 对应新开工面积 7.5 亿平方米, 同比+27%。尽管我们对此增幅也持有待观察的态度, 但 2026 年新开工企稳回升是比较确定的。

竣工: 不存在改善的基础

2026 年 1-4 月, 房屋竣工面积同比-24.0%。自发竣工相对于期房库存滞后 2 年, 剔除疫情和信用事件的干扰, 可以得到自发竣工增速 (由于前述干扰逐渐淡去, 后文不再区分自发竣工与实际竣工)。与期房库存增速对照, 可以看到竣工增速相对于期房库存增速滞后 2 年。

图71: 竣工增速滞后期房增速 2 年



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

按照上述规律，2026 年竣工增速对应的是 2024 年末的期房库存增速。2024 年末期房库存为 7 亿平方米，同比-29.6%，增速持平于 2023 年末。因此，**2026 年竣工增速预计与 2025 年持平，为-20%左右，对应竣工面积为 4.7 亿平方米。**

需要注意的是，由于 2025 年末期房库存大幅下降，同比-58.9%，即使考虑我们计算的偏差，趋势上跌幅也是继续扩大的。如果上述规律仍然成立，那么**竣工在未来 3 年内，可能都不具备改善的可能性。**

投资：跌幅小幅收窄

2026 年 1-4 月房地产开发投资额同比-13.7%。房地产投资主要由建安投资和土地购置组成，两者合计占到开发投资的 95%，共同决定开发投资的方向。

- 建安投资增速预计为-5%。理论上，建安投资由施工面积和施工强度决定，前者的变化取决于新开工面积和竣工面积，后者则取决于施工阶段和建材价格（主要是螺纹钢和水泥）。从 2024 年的新开工、竣工和建材价格来看，预计 2025 年建安投资增速为-20%。考虑到 2026 年新开工面积将会有所改善，预计 2026 年建安投资增速为-5%；
- 土地购置费增速预计为-15%。2025 年土地购置费增速为-13.7%，根据目前百城土地出让情况，预计 2026 年土地购置费增速为-15%；
- 房地产开发投资预计为 7.5 万亿元，同比-9%。开发投资的判断难度较大，准确度不高，但我们认为开发投资在 2026 年跌幅持续收窄，应该是概率较大的。

表4: 房地产开发投资测算（单位：万元）

	建安投资	建安投资增速	土地购置费	购置费增速	其他	其他增速	房地产投资	房地产投资增速
2020	87755	7.1%	44452	6.7%	9236	7.9%	141443	7.0%
2021	94246	7.4%	43505	-2.1%	9851	6.7%	147602	4.4%
2022	83921	-11.0%	41030	-5.7%	3123	-68.3%	128075	-10.0%
2023	65486	-22.0%	38617	-5.9%	8039	157.4%	112142	-16.5%
2024	59030	-9.9%	35655	-7.7%	5595	-30.4%	100280	-21.7%
2025	47333	-19.8%	30760	-13.7%	4695	-16.1%	82788	-17.4%
2026E	44966	-5.0%	26146	-15.0%	4225	-10.0%	75338	-9.0%

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

投资建议：关注数据边际转好带来的估值修复空间

复盘 2022 年至今地产股走势可以明显发现，房价决定中期趋势，政策带来短期波段。在当前政策放松空间已经不大的情况下，房价的边际变化决定了地产股能否估值修复。

图72：地产股超额收益 vs 二手房价累计跌幅



资料来源：冰山指数、Wind，国信证券经济研究所整理

在未来高频数据不出现类似于 24Q3、25Q4 断崖式下跌的假设下，我们预计地产股后续演绎的三个阶段：

第一阶段“没那么差”：根据最新收盘价，如果以 13 家主流房企 PB 水平和资产负债结构计算，当前地产股 PB 隐含的房价下跌幅度约 21%，对应月环比跌幅为 2%，对比当前月跌幅 0.4% 的高频数据，已经充分定价（甚至过度悲观定价），且数据的连续改善并未体现于股价，若数据能够持续向好，少量的空转多就能带来较大提振——基本面接近底部，股价仍在左侧；

第二阶段“底部确认”：房价止跌成为共识，部分城市出现上涨，减值压力明确降低，房企 PB 向 1 靠拢，优质房企 PB 会超过 1；

第三阶段“房价向上”：定价仍以 PB 为主，但部分房企（细分市场有成长空间）会逐渐参考 PE。

我们建议继续增配地产板块，维持“优于大市”评级，优选折价充分、拿地积极、风险出清相对充分的标的，个股端推荐中国金茂、越秀地产、绿城中国、华润置地、中国海外宏洋集团、招商蛇口、贝壳 W 等。

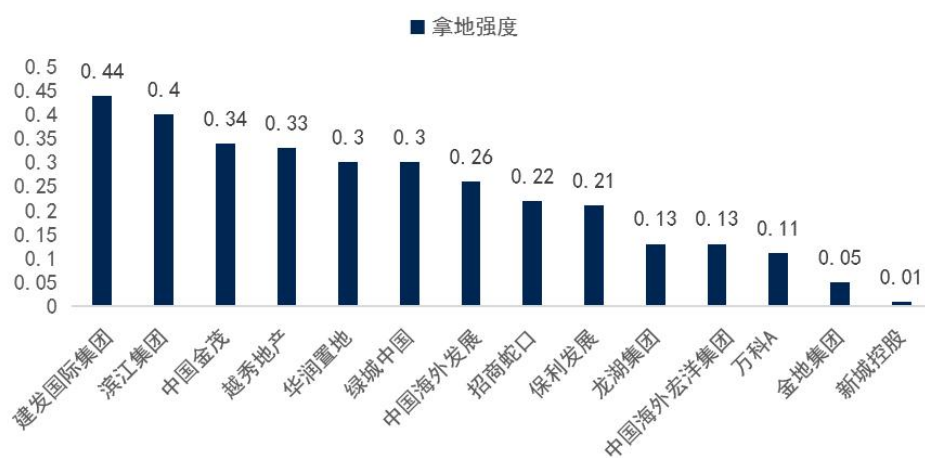
表5: 房企 PB 折价隐含的房价下跌幅度

	万科 A	招商蛇口	保利发展	金地集团	滨江集团	华发股份	华润置地	中国海外发展	龙湖集团	越秀地产	中国金茂	绿城中国	中海地产	平均
当前 PB	0.34	0.76	0.32	0.25	0.97	0.84	0.83	0.40	0.35	0.30	0.51	0.55	0.27	0.51
隐含房价下跌幅度 1	27%	17%	36%	39%	7%	13%	14%	42%	38%	36%	30%	23%	44%	28%
隐含房价下跌幅度 2	11%	4%	18%	18%	1%	1%	6%	34%	23%	16%	11%	6%	33%	14%
隐含房价下跌均值	19%	10%	27%	28%	4%	7%	10%	38%	30%	26%	21%	15%	39%	21%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

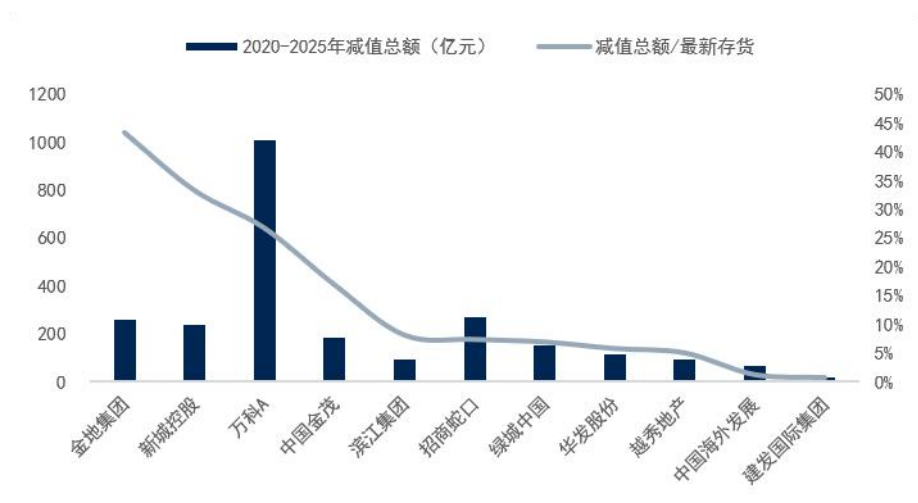
注: 下跌幅度 1 为将少数股东权益视作真权益, 下跌幅度 2 为将少数股东权益视作债务。

图73: 部分龙头企业拿地强度对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图74: 部分龙头企业减值幅度对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

风险提示

政策落地效果及后续推出强度不及预期；外部环境变化等导致房地产基本面超预期下行；房企信用风险事件超预期冲击。

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