



地产专题分析报告

宏观经济深度报告

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

楼市何时筑底？

今年“小阳春”结束后，楼市并未复刻去年同期加速下跌的走势，反而出现了量、价的双重改善。但6月中旬以来，随着宏观经济的转弱，楼市再度承压。一是供给侧，二手房挂牌量由此前的整体去化转向结构分化。二是需求侧，二手房成交量仍保持同比增长，但涨幅边际收窄。三是价格上，二手房挂牌价和成交价再度转弱。

事实上，过去两个月楼市数据的走弱，是宏观经济转弱、淡季效应和金融市场波动三重因素共同作用的结果。三者在6、7月集中出现，对尚且处于自然筑底阶段的房地产市场进行了一场“压力测试”。

第一个因素是宏观经济增长动能放缓。今年房价月环比跌幅显著小于去年，展现出“韧性”的一面，但其拐点仍与月度经济走势整体趋同。由于二季度并未打破经济和政策力度边际转弱的规律，房地产市场也随之调整。

第二个因素是淡季效应。进入6月成交淡季以后，随着“笋盘”在此前的成交放量基本去化，叠加天气扰动和学区交易窗口结束，成交开始向淡季中枢回归。

第三个因素是金融市场波动。金融价值本质是房价“弹性”的来源，当市场信心改善时，金融价值的修复将推动改善型住宅率先反弹；当风险偏好回落时，改善型住宅的金融价值往往被压缩，成为价格波动的主要来源。7月以来随着科技股波动加剧，深圳房价以及上海的高总价、大户型房产均再度进入小幅下跌的状态。

整体看，面对6、7月三重利空因素叠加下的“压力测试”，房地产市场表现出了“韧性”。尽管全国房价并未延续此前跌幅收窄的态势，但也并未转为急跌。

长期因素的支撑是当前楼市面对多重利空因素仍能保持“韧性”的原因。年初以来，部分因素得到进一步确认：

一是住宅总需求企稳。今年上半年，全国商品住宅销售面积同比下降12.4%，但新房销售萎缩的原因并非需求不振，而是成交结构的加速转变。事实上全国新房和二手房住宅成交总面积的同比降幅仅1.9%，而去年同期基数并不低。预计2026年住宅总需求将保持在13.0-13.3亿平，和2025年基本持平。这意味着当前房地产市场的压力并非来自需求侧，结构性供给过剩和信心不足才是真正的症结。

二是租金止跌。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。二季度以来，全国租金的走势得到进一步明确，多口径下的租金数据环比均实现转正。租金止跌的真实意义在于刚需房产的价格将得到来自基本面的有力支撑。这也意味着未来房地产市场仍将呈现分化的表现，总需求企稳的城市刚需房产价格无忧，但改善房价格走势仍取决于对未来的预期和信心。

短期看，年内房地产市场最差的时刻即将过去。一是8月以来，二手房挂牌量再度回落，且下降速度较快。二是政策预期有所强化，7月政治局会议定调“加大逆周期调节力度”后，京沪相继出台地产优化政策，信号意义较足，“稳楼市”有望成为“务实管用的增量政策”抓手。三是止跌出现结构性扩散迹象。我们基于成交量、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，得到的五维止跌综合评分与各城市此后2个月的成交价涨跌幅高度相关，相关系数达到了0.84。目前进入止跌区间的城市数量较5月末有所增加，东莞、沈阳、合肥、重庆、南昌、青岛等部分二线城市的综合评分出现显著回升，有望进入止跌的行列。

从挂牌价的表现看，除了沪深以外，部分城市也开始出现结构性行情。一是苏州80-380万总价的成交主力区间房产挂牌价已止跌。二是合肥、武汉的高新区房价受益于本轮“科技造富”，已出现止跌回升。三是重庆的高总价房产凭借其高租息特点率先止跌。四是广州、佛山的微型户型(<50㎡)也基本止跌。

整体看，当前房地产市场经历过6、7月的三重“压力测试”后仍保持韧性，同时总需求企稳和租金价格的止跌已得到再度确认，这意味着下半年房价较难出现急跌。房地产市场进入大周期底部后，未来宏观经济的走势将决定房价区间底部震荡的方向。随着经济逐渐探明底部，而房地产市场自身的积极因素也在积累，预计进入“金九银十”的成交旺季，房价跌幅有望收窄，成交价止跌的城市有望增加。

风险提示

宏观经济改善程度不及预期；地产企稳节奏慢于预期；新房供给瓶颈加剧。



内容目录

一、小阳春后，楼市经历了一场“压力测试”	3
二、楼市长期支撑因素的再确认	9
三、短期看，最差的时候已经过去	15
风险提示	19

图表目录

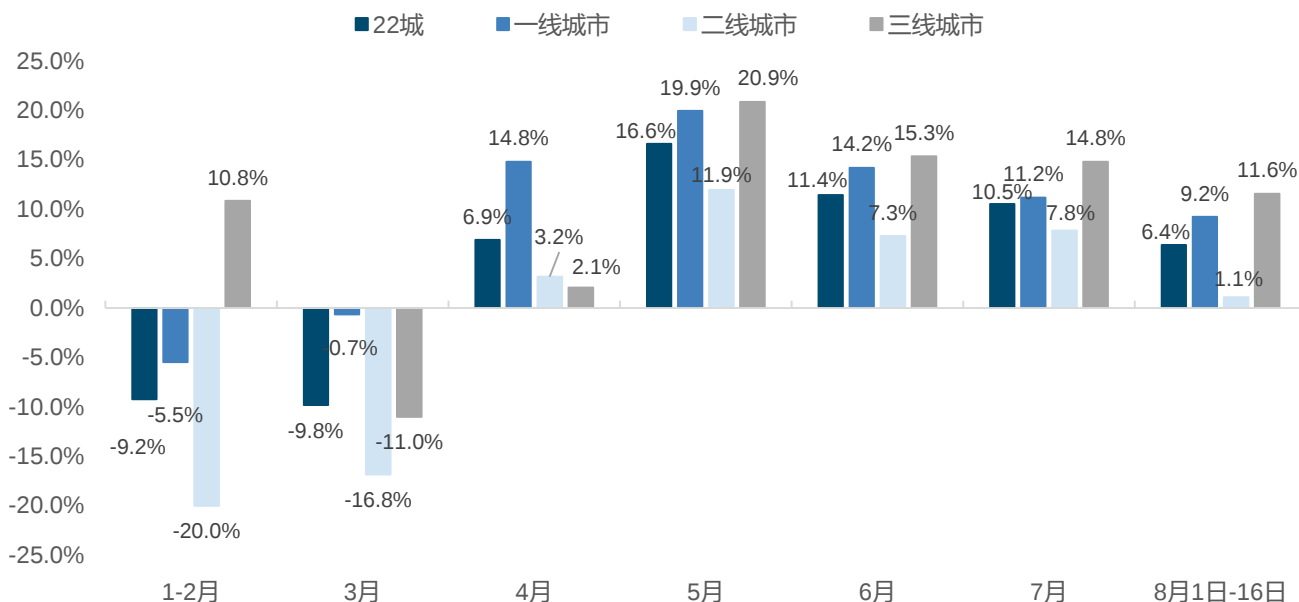
图表 1： 22 个重点城市二手房成交面积同比变化	3
图表 2： 5 月全国二手房挂牌价月环比跌幅逆势收窄	3
图表 3： 一线城市和 26 个重点城市二手房挂牌量走势分化	4
图表 4： 6 月以来重点城市二手房实时成交套数同比涨幅明显回落	5
图表 5： 二手房成交价和挂牌价再度转弱	5
图表 6： 居民新增中长期贷款和杠杆率变化	6
图表 7： 今年以来全国房价环比和月度经济走势趋同	7
图表 8： 重点城市成交价涨跌幅和 GDP 增速正相关	7
图表 9： 香港和上海的净租金回报率	8
图表 10： 深圳各面积段二手房价格走势	9
图表 11： 新房销量的萎缩主要来自成交结构的转变	10
图表 12： 2026 年全国住宅总需求基本和 2025 年持平	10
图表 13： TOP10、TOP20 城市住宅土地出让金占全国比重显著提高	11
图表 14： 2026 年上半年不同能级城市住宅土地出让情况	11
图表 15： 不同能级城市二手房成交占比变化情况	12
图表 16： 新房住宅已开工未售面积已回落至 2008 年初的水平	13
图表 17： 不同能级城市住宅总需求同比变化	14
图表 18： 百城租金回报率已回到合理区间	14
图表 19： 全国租金价格实现止跌回升	15
图表 20： 重点城市挂牌量和挂牌价环比变化	16
图表 21： 8 月重点城市二手房挂牌量环比处于过去 5 年同期最低水平	16
图表 22： 重点城市二手房五维止跌综合评分和成交价涨跌幅高度正相关	17
图表 23： 重点城市楼市止跌进度五维评分表（二手房）	18



一、小阳春后，楼市经历了一场“压力测试”

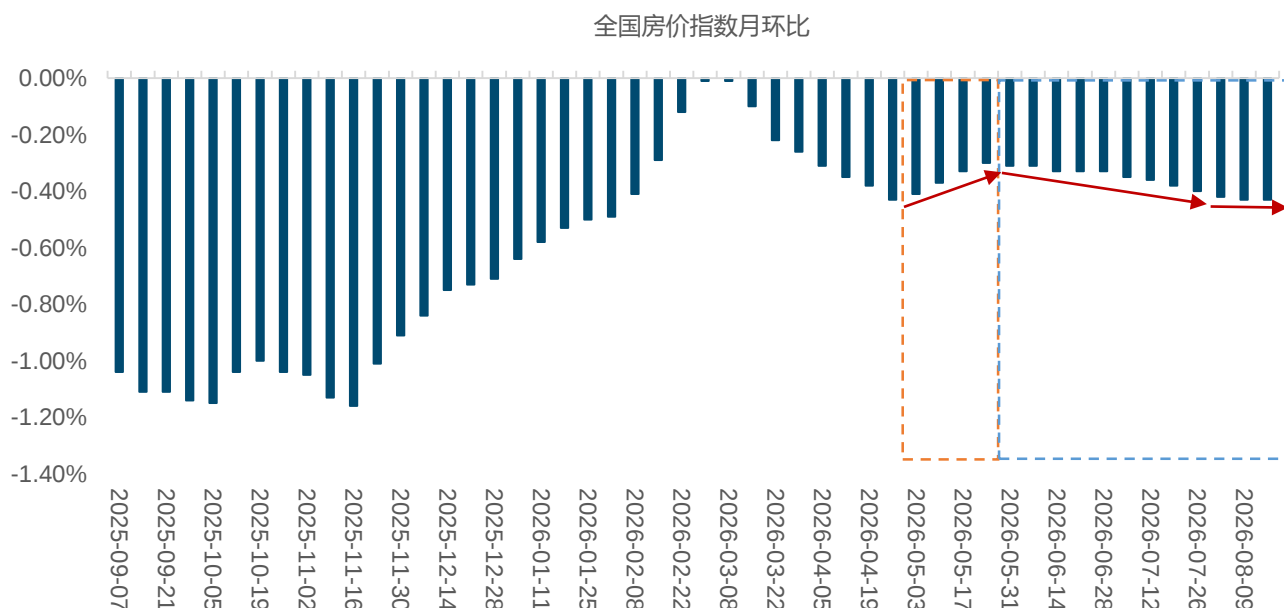
今年“小阳春”结束后，楼市并未复刻去年同期加速下跌的走势，反而出现了量、价的双重改善。从量的层面看，5月22个重点城市二手房成交面积同比增长16.6%，涨幅较4月的6.9%明显走阔。从价的层面看，5月全国二手房挂牌价环比降幅逆季节性改善，由4月末的-0.43%收窄至5月末的-0.31%，这意味着即使成交旺季逐渐进入尾声，卖方降价压力也没有立即上升。

图表1：22个重点城市二手房成交面积同比变化



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：5月全国二手房挂牌价月环比跌幅逆势收窄



来源：趋势动物，国金证券研究所

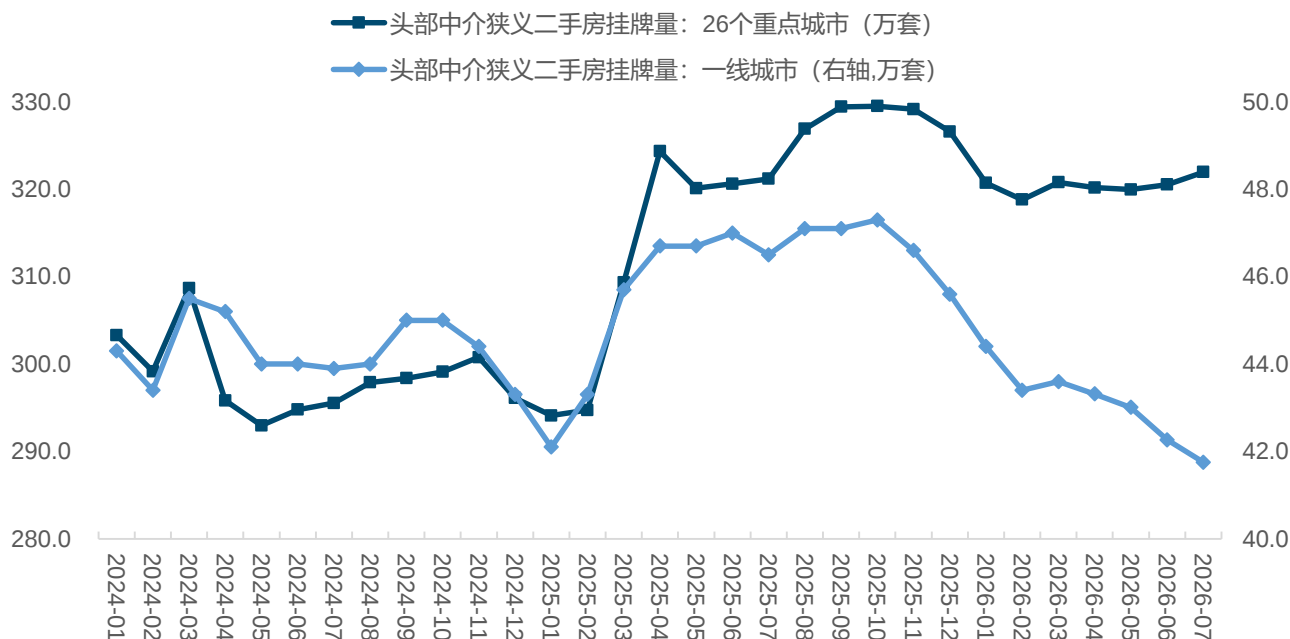


但6月中旬以来，随着宏观经济的转弱，楼市再度承压。

一是供给侧，二手房挂牌量由此前的整体去化转向结构分化。今年初至5月末，26个重点城市二手房挂牌量累计降幅达到2.0%。其中，5月环比下降0.1%，基本保持稳定；6、7月供给压力再度显现，月环比分别回升0.2%、0.4%。

与此同时，一线城市的二手房挂牌量仍在下降，6、7月环比分别减少1.7%和1.2%，年初至今累计降幅已达到8.4%，存量挂牌与2023年9月的水平大致相当。这意味着当前二手房市场的供给压力并非是全国层面的集中抛售，而是部分二线城市挂牌量回升和一线城市加速去库存并存。

图表3：一线城市和26个重点城市二手房挂牌量走势分化



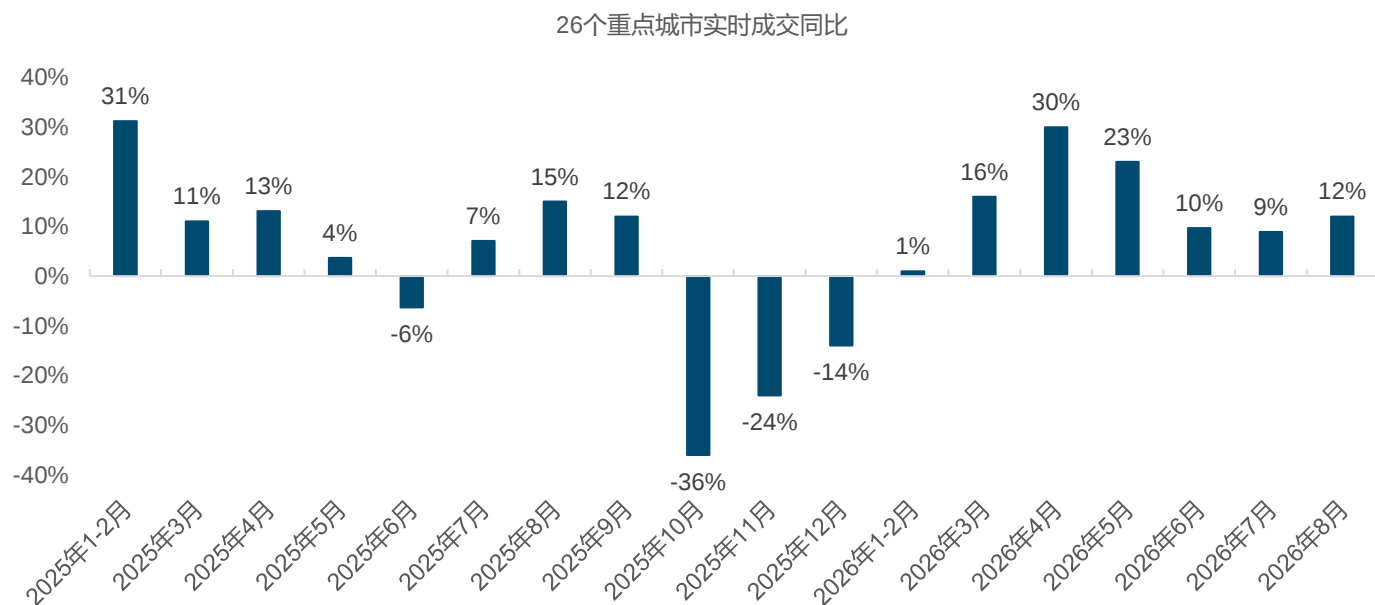
来源：冰山指数，国金证券研究所

二是需求侧，二手房成交量仍保持同比增长，但涨幅边际收窄。6、7月22城二手房成交面积同比分别增长11.4%、10.5%，较5月16.6%的增速有所回落；更加领先的二手房实时成交套数同比增速则由5月的23%回落至6、7月的10%、9%。从供需关系看，房地产市场由此前的“需求放量、供给收缩”转向“需求热度回落、供给压力增加”的局面。

三是价格上，二手房挂牌价和成交价再度转弱。6月全国二手房挂牌价整体持平于5月，月环比均为-0.3%，但7月以来降幅再度走阔，月环比跌幅达到-0.4%。成交价则由4、5月的阶段性企稳再度转为小幅下跌，6、7月环比分别为-0.2%、-0.3%。整体看，6月以来房价止跌的迹象开始“松动”，但并未进入急跌状态，无论是成交价还是挂牌价，其跌幅均好于3月的“小阳春”。

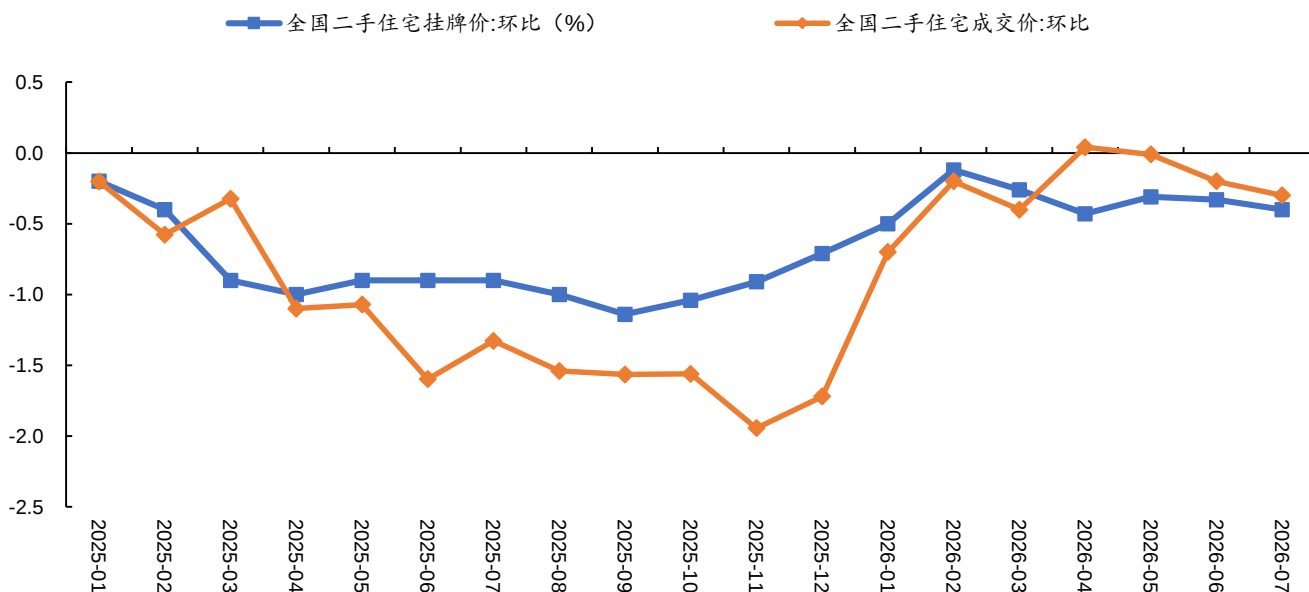


图表4：6月以来重点城市二手房实时成交套数同比涨幅明显回落



来源：冰山指数，国金证券研究所（注：实时成交数据领先于网签2-4周，由于春节错位影响，1-3月实时成交数据的同比改善早于网签数据）

图表5：二手房成交价和挂牌价再度转弱



来源：冰山指数，趋势动物，国金证券研究所

事实上，过去两个月楼市数据的走弱，是宏观经济转弱、淡季效应和金融市场波动三重因素共同作用的结果。三者在6、7月集中出现，对尚且处于自然筑底阶段的房地产市场进行了一场“压力测试”。

第一个因素是宏观经济增长动能放缓。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”》中提到，除了受房地产市场自身因素的影响之外，宏观经济运行状态和社会预期也将影响房地产市场止跌回稳的节奏。

从今年的宏观经济运行情况看，二季度并未打破经济和政策力度边际转弱的规律，GDP同比增速仅4.3%，较一季度5.0%的增速“下台阶”。根据我们对月度GDP的估算，4-6月同比增速分别为4.1%、4.3%和4.5%，7月再度回落至4.1%。

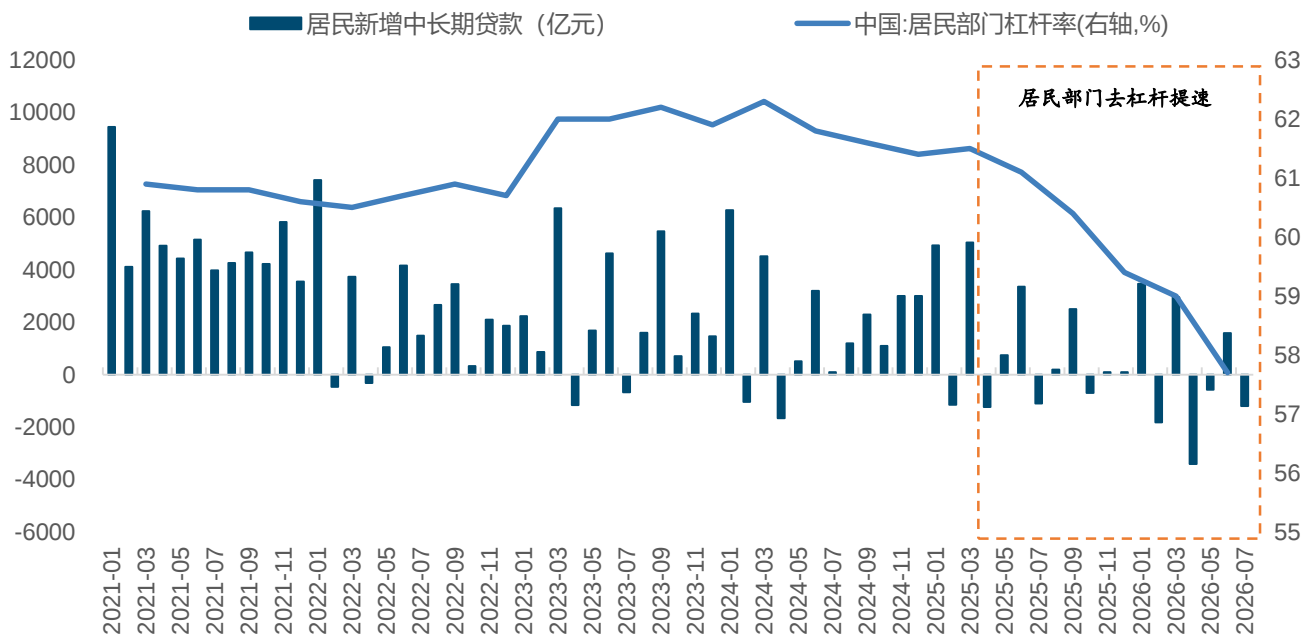
当前房地产市场已处于周期底部，主要由刚需和改善需求支撑，韧性相对较足。传统经济部门偏弱、居民收入和就业



预期修复不足，并未抑制购房需求的释放，但会通过居民购房能力和风险偏好两条路径影响需求的结构，从而造成了二季度地产销售和居民信贷数据走势的背离。即二手房成交仍在放量，考虑成交结构变化后的购房总需求也并未明显萎缩，但居民中长贷款却出现数月的负增长。

一方面，刚需群体仍在购房，带动二手房成交面积保持较快增长；另一方面，居民加杠杆意愿持续偏低，二季度居民部门杠杆率已回落至 57.7%，较一季度的降幅高达 1.3%，创下历史新高。在保持首付金额不变的情况下，购房者更倾向压缩贷款比例，购入低总价、小户型、高租息的房产，这也是居民在收入就业预期存在不确定性的背景下，自发选择的“防御”举措。

图表6：居民新增中长期贷款和杠杆率变化



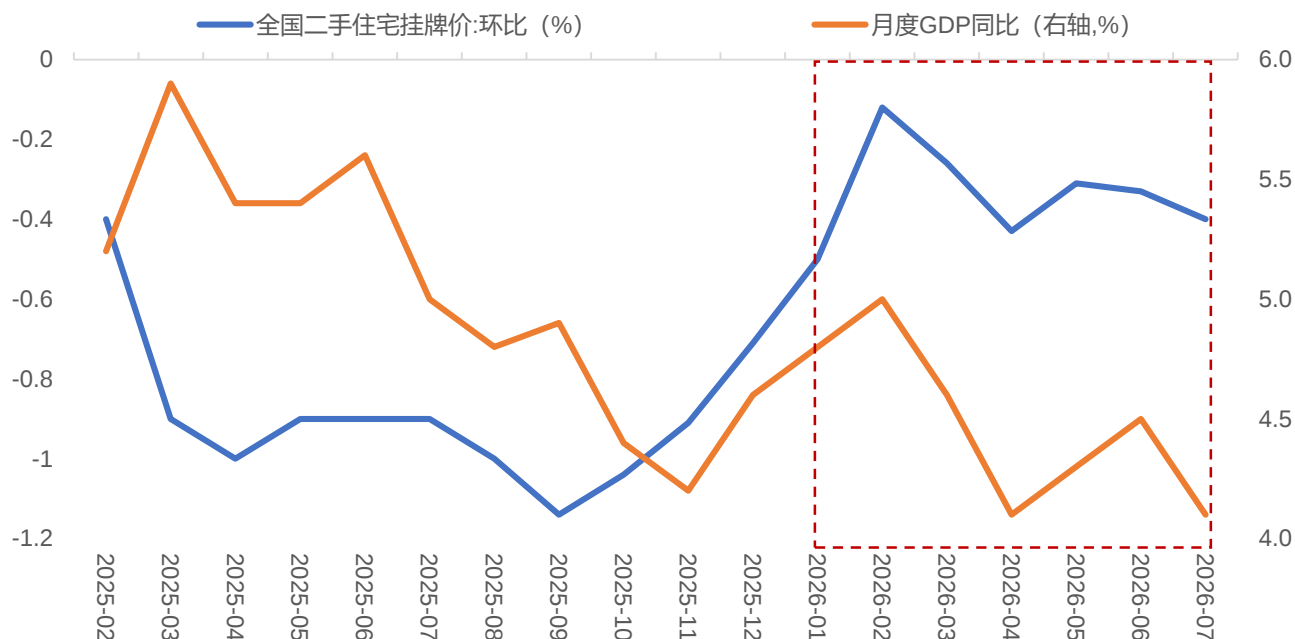
来源：Wind，国金证券研究所

过去几年，中国经济加速新旧动能转换，房地产与宏观经济的关系也在发生变化。当前房地产不再是驱动经济增长的“引擎”之一，而是逐步转变为对经济增长动能、居民信心和资产价格更敏感的结果变量。

从今年的数据看，房价月环比跌幅显著小于去年，展现出“韧性”的一面，但其拐点仍与月度经济走势整体趋同。分城市看，重点城市年初至今的成交价涨跌幅也与其上半年 GDP 同比增速呈现正相关关系。这意味着当房地产进入大周期底部后，宏观经济增长动能将决定房价在底部区间的震荡方向。

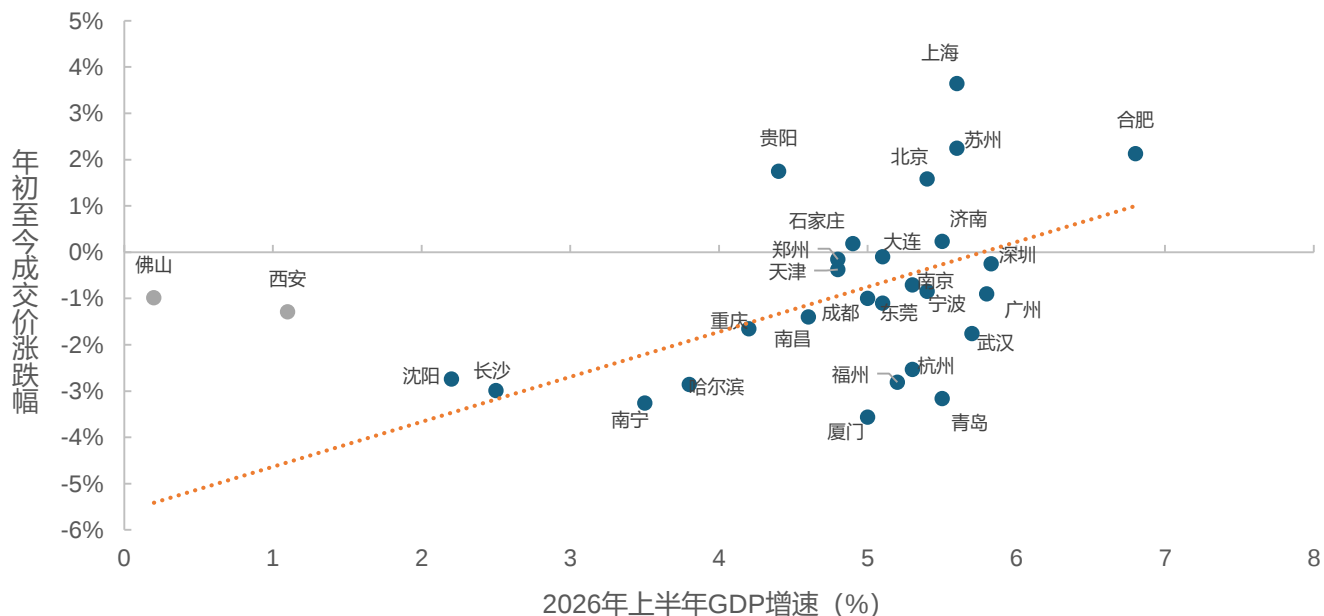


图表7：今年以来全国房价环比和月度经济走势趋同



来源：趋势动物，Wind，国金证券研究所

图表8：重点城市成交价涨跌幅和 GDP 增速正相关



来源：冰山指数，Wind，国金证券研究所

第二个因素是淡季效应。房地产成交具有较强的季节性，上半年的传统旺季通常集中在3、4月。今年受春节错位影响，小阳春启动更晚、延续时间更长，因而5月的二手房成交仍保持较高增速。进入6月以后，随着“笋盘”在此前的成交放量基本去化，叠加天气扰动和学区交易窗口结束，成交开始向淡季中枢回归，但仍然维持正增长。

第三个因素是金融市场波动。房子的价值可以拆分为居住价值、金融价值和所有权价值。经过四年多的调整，非核心城市住宅以及核心城市小户型、低总价住宅的估值泡沫已被大幅压缩，由租金回报率和租金价格变化决定的居住价值逐渐成为多数房产的估值锚点。但核心城市改善型住宅仍保留一定的金融价值，其价格走势对股票市场的波动、高净值人群的资产负债表变化和风险偏好更为敏感。



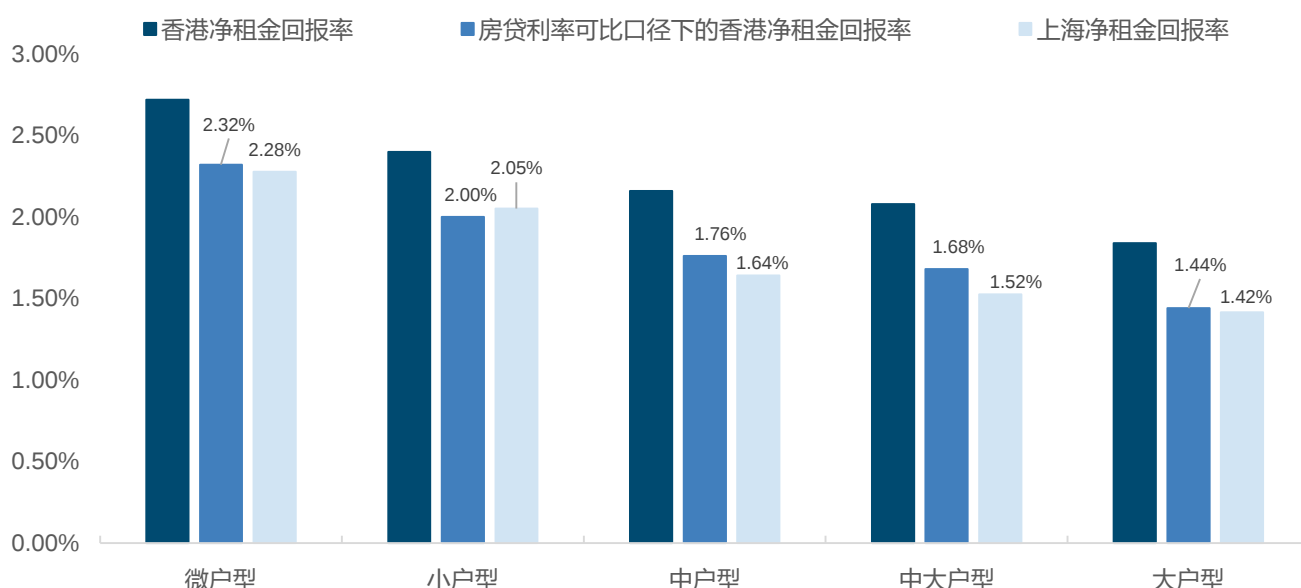
不同类型房产的估值差异也体现在租金回报率的分层上。以上海为例，代表刚需的微型户型(<50 m²)和小户型(50-90 m²)房产的租金回报率分别为 2.3%、2.1%，而代表改善和高端需求的中户型(90-144 m²)、中大户型(144-180 m²)和大户型(180-250 m²)房产的租金回报率分别为 1.7%、1.6%和 1.6%。

高总价、大户型房产租金回报率较低并非内地独有的情况，无论是中国香港、东京还是纽约，其租金回报率的分布都遵从相似的规律。以中国香港为例，40 m²以下的住宅租金回报率高达 3.4%，但 160 m²以上的住宅租金回报率仅有 2.3%。

此外，中国香港的租金回报率相对更高，主要是其房产的持有成本较高，包括差饷、地租、维修储备金、物业费等。剔除持有成本后，同类户型的租金回报率中国香港约高出上海 30-50BP，而香港的房贷利率(P 贷，3.25%)也高出上海(商贷和公积金贷款加权平均，2.85%左右)40BP 左右。这意味着综合考量持有成本和贷款利率后，上海租金回报率基本和中国香港相当。

目前中国香港的房价已于 2025 年 7 月止跌回升，而上海自 2026 年 3 月以来也基本实现了挂牌价的止跌和成交价的回升。

图表9：香港和上海的净租金回报率



来源：趋势动物，差饷物业估价署，国金证券研究所

中大户型的低租息并不等同于估值泡沫，它更多反映了核心地段、产品品质、供给稀缺和保值预期形成的金融价值，但这部分价值缺少当期租金的支撑，能否维持主要取决于对未来的预期。因此，当股票等金融资产的价格出现显著波动时，代表改善和高端需求的高总价、大户型房产价格也随之调整。

深圳的房价走势是典型的案例。从绝对的供需关系看，深圳二手房价格止跌的条件尚不充分。今年上半年，多数城市的二手房挂牌量由升转降，深圳的挂牌量却出现了同环比的回升。但随着 5、6 月科技股加速上涨、风险偏好逐渐回升，深圳的改善和高端住宅价格强势反弹，并带动刚需住房价格止跌。其中，大户型(180-250 m²)房产价格率先走强，挂牌价底部回升 1.5%，而中户型(90-144 m²)、中大户型(144-180 m²)房产价格整体走平，微型户型(<50 m²)和小户型(50-90 m²)房产价格分别+0.1%、-0.3%。

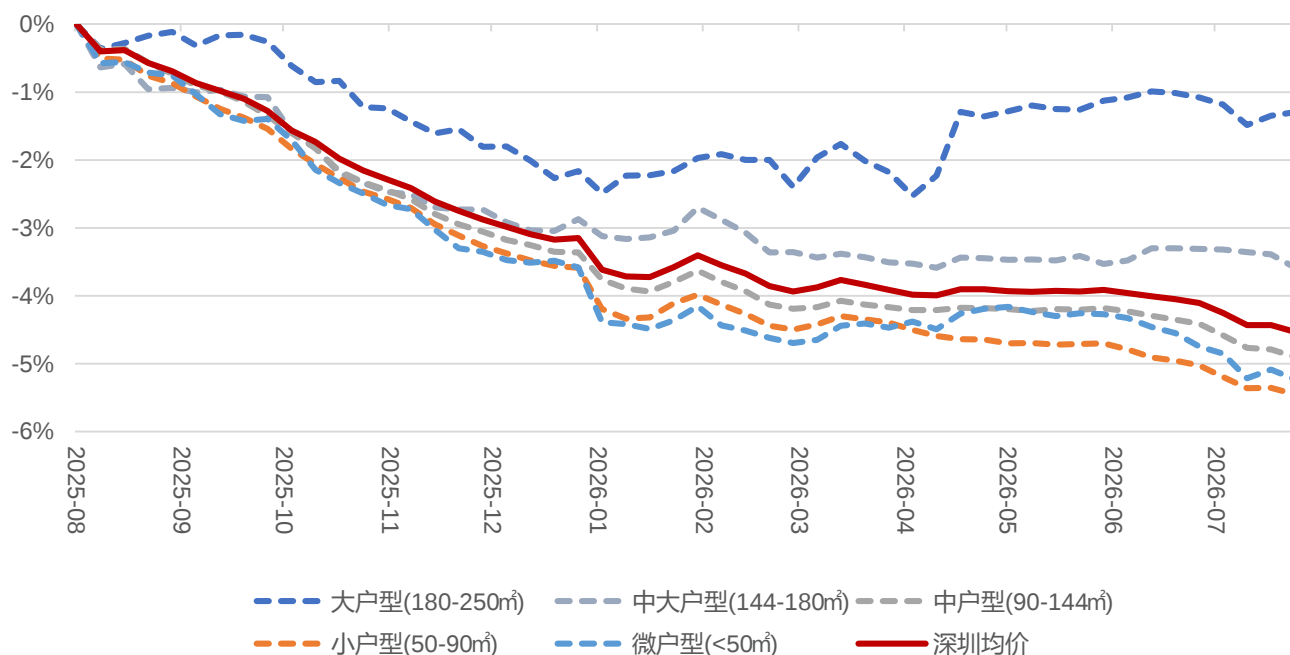
但房产的金融价值是一把双刃剑，7 月以来随着科技股波动加剧，深圳房价也再度承压。截至 8 月中旬，深圳二手房挂牌价较 6 月末回落 0.6%，并未延续此前止跌的态势。

类似地，上海的高总价、大户型房产在 5、6 月也基本实现止跌，但 7 月以来受金融市场的波动再度进入小幅下跌的状态。相比之下，代表刚需的微型户型(<50 m²)和小户型(50-90 m²)房产价格并未受到影响，仍然保持坚挺。

因此，金融价值本质是房价“弹性”的来源，当市场信心改善时，金融价值的修复将推动改善型住宅率先反弹；当风险偏好回落时，改善型住宅的金融价值往往被压缩，成为价格波动的主要来源。



图表10：深圳各面积段二手房价格走势



来源：趋势动物，国金证券研究所

整体看，面对 6、7 月三重利空因素叠加下的“压力测试”，房地产市场表现出了“韧性”。尽管全国房价并未延续此前跌幅收窄的态势，但也并未转为急跌，挂牌价月环比跌幅约-0.4%，基本和 4 月末“小阳春”尾声时持平，显著好于去年同期-1%的挂牌价月环比跌幅。

二、楼市长期支撑因素的再确认

我们在 1 月 29 日发布的报告《楼市止跌回稳的前奏》中指出，从房价累计跌幅、租金回报率、房价收入比等长期因素看，多数城市的房地产市场接近估值底部，叠加核心城市住房总需求已于 2025 年企稳，这意味着楼市已初步具备止跌回稳的条件。而上述长期因素的支撑，也是当前楼市面对多重利空因素仍能保持“韧性”的原因。

年初以来，楼市止跌的长期支撑因素得到进一步确认：

1、住宅总需求企稳

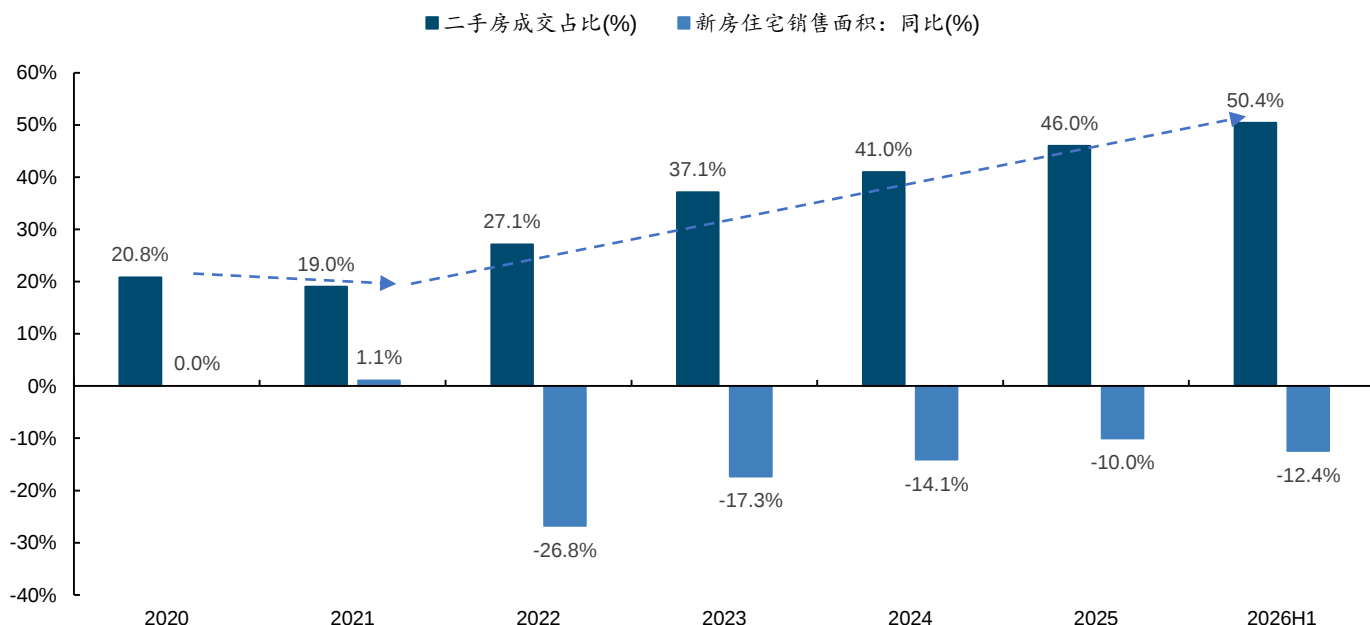
今年上半年，全国商品住宅销售面积同比下降 12.4%，但新房销售萎缩的原因并非是需求不振，而是成交结构的加速转变。当前全国二手房成交占比已由 2025 年的 46% 快速增加至 50.4%，仅半年时间就提高了 5 个百分点。

考虑到成交结构的变化，新房销售面积对房地产市场需求代表性日趋下降。新房和二手房成交面积总和是反映住宅总需求变化的更好指标。今年上半年，全国新房和二手房住宅成交总面积的同比降幅仅 1.9%，而去年同期基数受“9.24”政策的带动并不低。

预计 2026 年住宅总需求将保持在 13.0-13.3 亿平，和 2025 年基本持平。这意味着当前房地产市场的压力并非来自需求侧，结构性供给过剩和信心不足才是真正的症结。

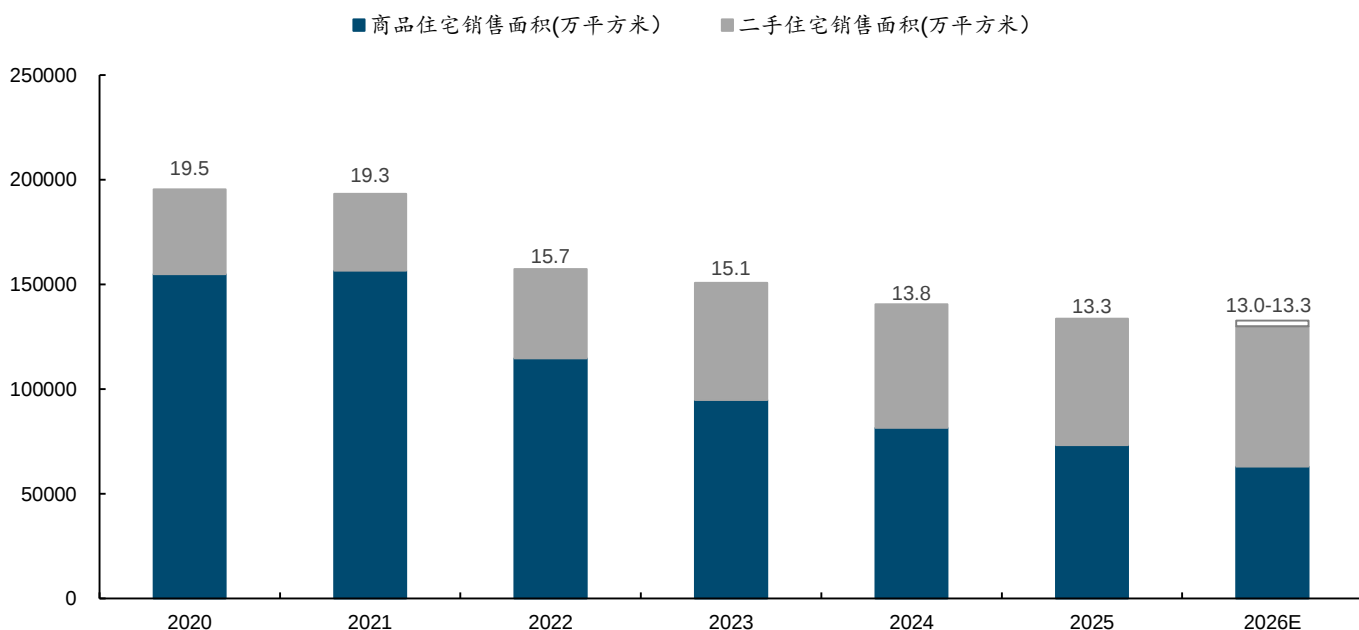


图表11：新房销量的萎缩主要来自成交结构的转变



来源：Wind，中房网，经济日报，央视网等，国金证券研究所

图表12：2026年全国住宅总需求基本和2025年持平



来源：Wind，中房网，经济日报，央视网，住建部等，国金证券研究所

值得注意的是，今年上半年二手房成交占比的加速回升，与过去几年存在显著差异。

2022年至2025年二手房成交占比提升的原因主要来自需求侧。一方面，新房取消限价后，其低价优势逐渐消失。由于二手房的调价更加灵活，在过去五年的地产下行周期中，其价格泡沫去化的更加充分，通过“以价换量”吸引了更多购房者选择二手房。另一方面，2021年及以前新房主导房地产市场的重要原因是过去城市的发展遵循“外延式”的思路，随着城市边界向外延伸，非核心区的新房具备较高的投资价值。但当前城市发展已转向“内涵式”思路，产业向外延伸速度放缓，居住价值成为主导房产价格的因素。在此背景下，二手房凭借周边更完善的配套和“所见即所得”的确定性脱颖而出，成交占比不断提升。

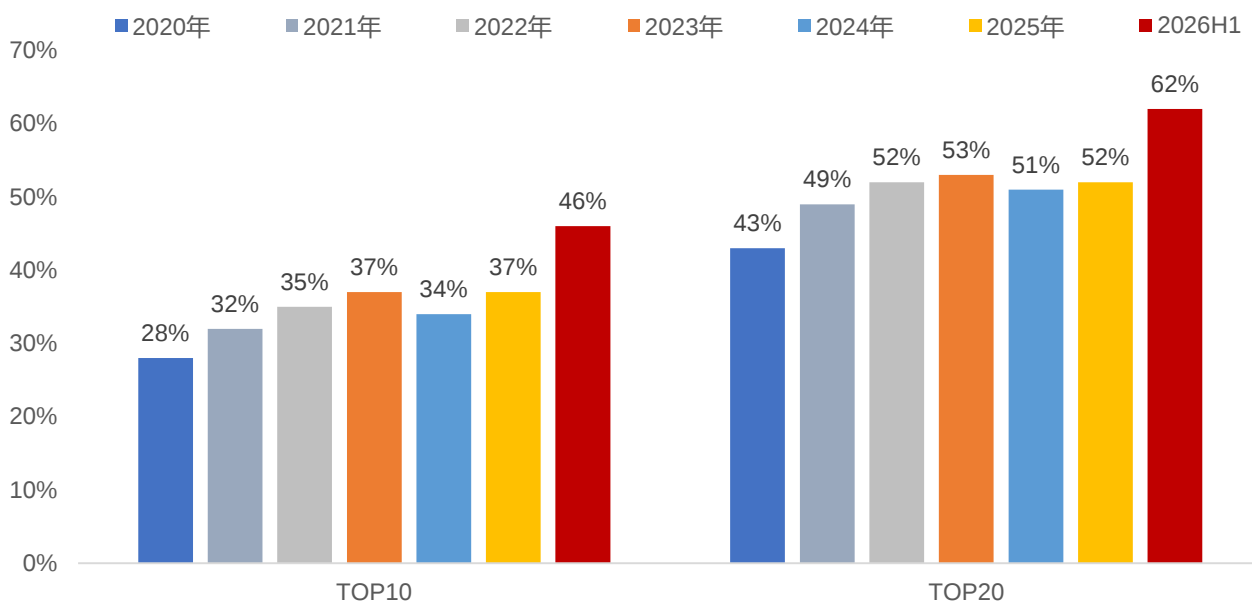
但今年以来，二手房成交占比快速增长的原因并非是“以价换量”，而是更多受到供给侧的影响。今年二手房价格并



未复刻去年同期的加速下跌走势，整体跌幅较为有限，但半年时间全国二手房成交占比的涨幅却高达5个百分点。这背后的原因更多来自开发商主动的战略收缩，聚焦核心一二线城市拿地。当前典型房企拿地城市数量持续减少，以招商蛇口为例，今年上半年仅在4个核心城市拿地，而去年拿地城市数为20个。

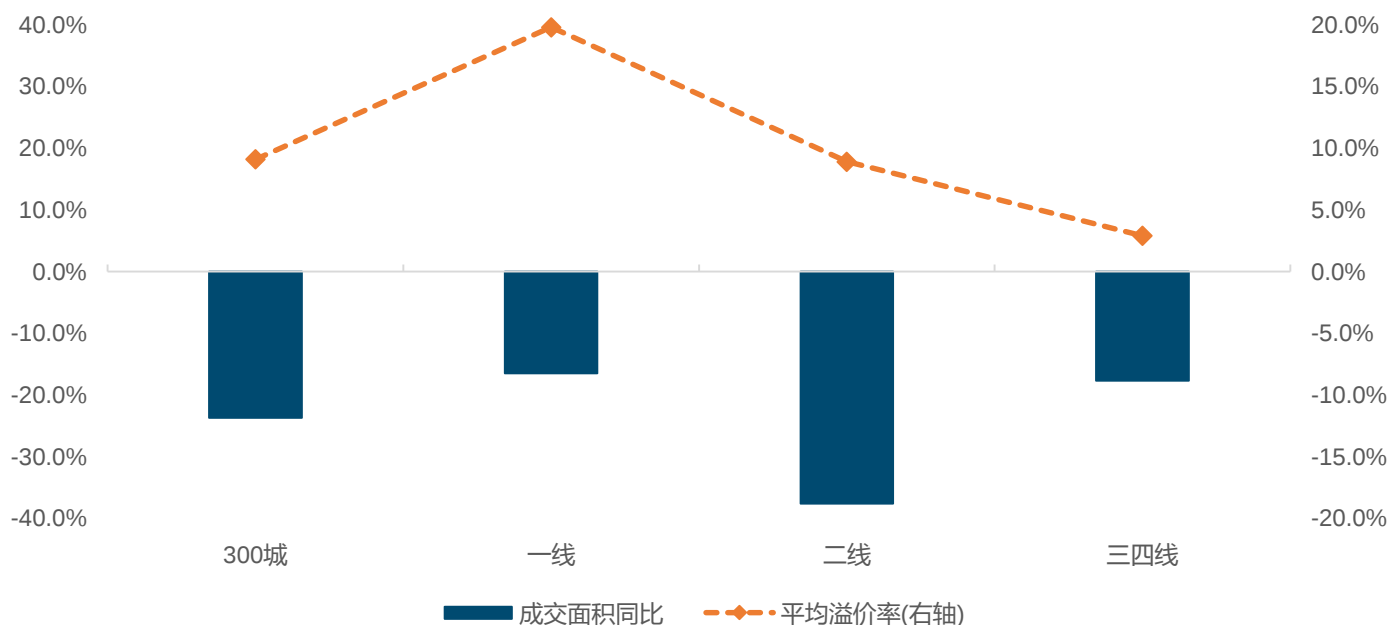
从拿地集中度看，今年上半年TOP20城市住宅土地出让金占全国比重高达62%，较2025年全年提升10个百分点。其中，上海、杭州、北京、广州、深圳住宅土地出让金规模位列全国前五。尽管全国土地市场整体成交规模较去年出现显著回落，但核心城市优质地块的竞拍热度不减，高溢价、多轮竞价频现。相比之下，非核心城市的土地市场依然低迷，尤其是二线上半年住宅用地成交面积同比分别降幅高达37.6%，显著高于300城整体23.7%的降幅。

图表13：TOP10、TOP20城市住宅土地出让金占全国比重显著提高



来源：中指研究院，国金证券研究所

图表14：2026年上半年不同能级城市住宅土地出让情况



来源：中指研究院，国金证券研究所



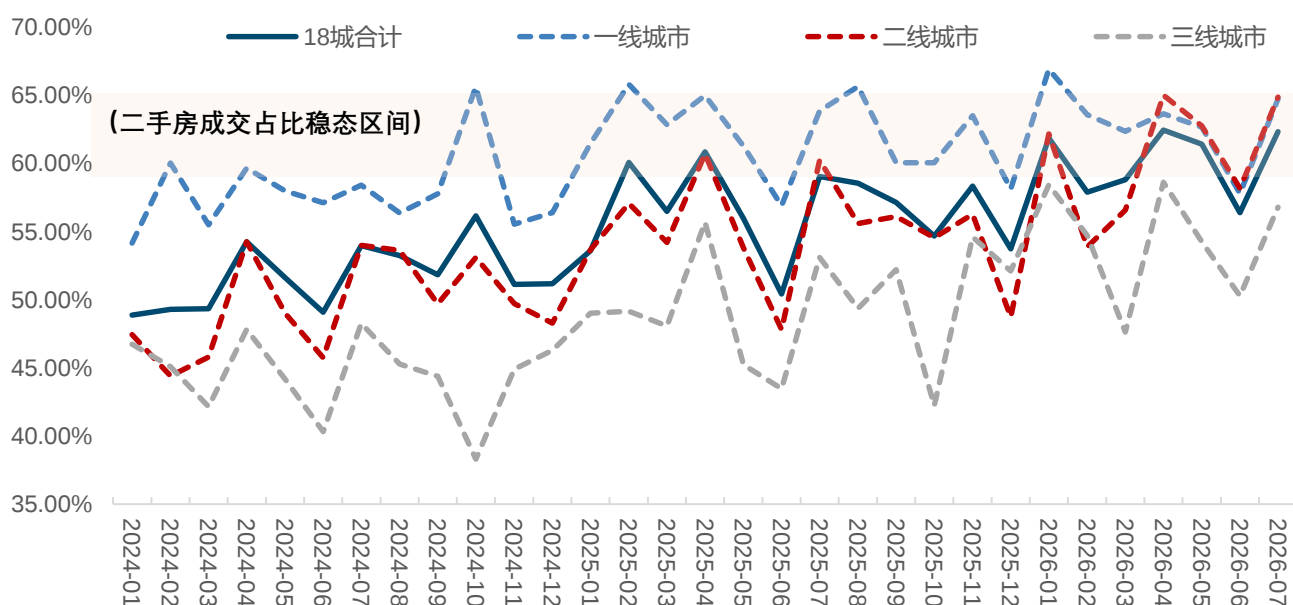
土地市场变化背后折射出的市场共识是，房地产市场已进入存量时代，伴随着未来总人口规模的下降，缺乏人口吸引力的城市其房地产市场也较难恢复活力，而核心城市的优质地块依然具有较高的安全边际。

供给侧收缩的影响主要体现在两方面：

一是由于部分城市缺乏新增优质供给，更多购房者选择二手房，带动成交结构加速转变。值得注意的是，一线城市二手房成交占比在 2025 年就已达到 60%-65% 的稳态区间，此后基本保持稳定，并未持续向上突破。今年以来的全国二手房成交占比快速提升主要由二线城市贡献。在我们选取的 18 个样本城市中，二线城市二手房成交占比在 2026 年出现快速抬升，甚至在二季度实现了对一线城市的反超。

二是新房的短期库存开始去化，中期库存降至较低水平。今年 3 月以来，全国商品房待售面积结束了自 2021 年 7 月以来的持续增加态势，截至 7 月末，待售面积 7.6 亿平方米，同比下降 0.8%。其中，待售 3 年以下的面积 5.6 亿平方米，下降 3.6%，而其余 2 亿平待售 3 年以上的库存基本成为了新房市场的无效库存。此外，衡量新房中期库存的新房住宅已开工未售面积（可售比取 98%）7 月末录得，12.2 亿平方米，已降至 2008 年初的水平，每月降幅约 3000 万平方米。若后续新房供给仍维持当下的节奏，部分低能级城市的新增供应将率先进入枯竭状态。

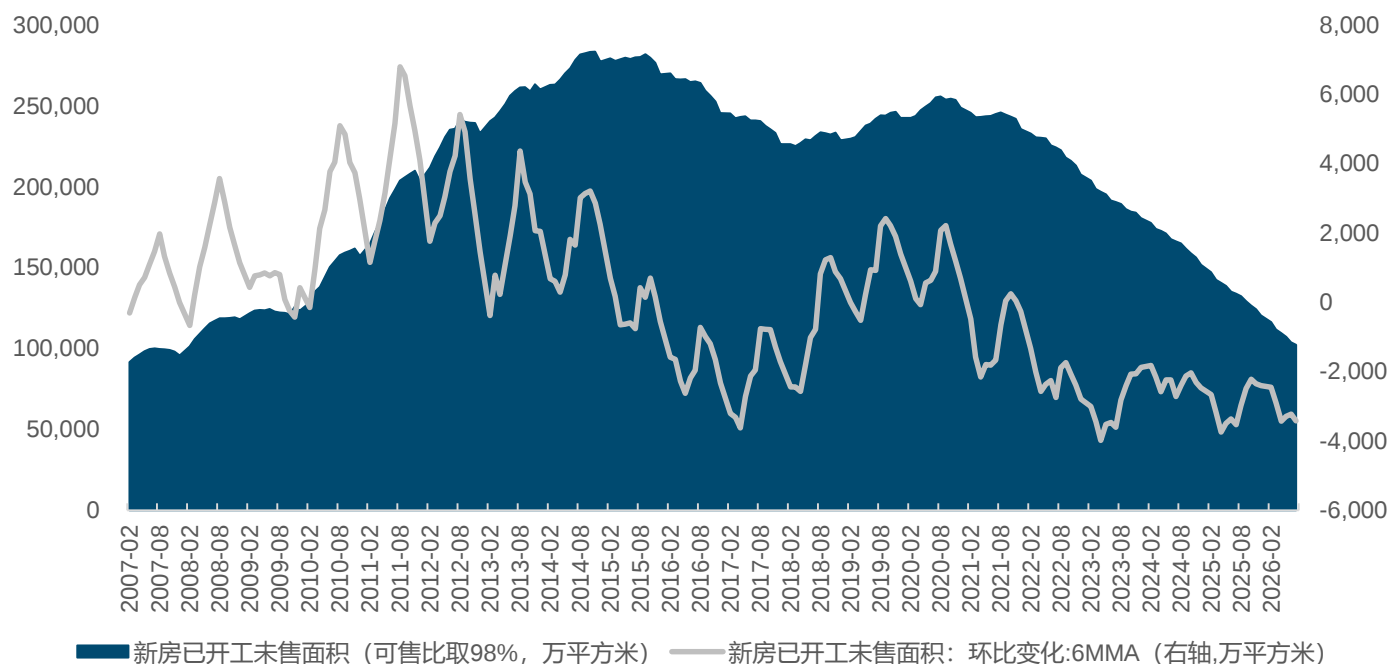
图表 15：不同能级城市二手房成交占比变化情况



来源：Wind，国金证券研究所



图表16：新房住宅已开工未售面积已回落至2008年初的水平



来源：Wind，国金证券研究所

整体看，全国住宅总需求的企稳夯实了房地产止跌的长期支撑。从上海房价止跌的经验看，“量在价先”的逻辑依然成立。当需求不再萎缩，随着供给的逐步去化，房价也将探明底部。上海的住宅总需求在2025年已实现企稳，新房和二手房住宅销售总面积为3474.8万平方米，略高于2024年的3474.7万平方米。上海二手房供给的去化始于2025年5月，除了成交带动外，房东的主动撤牌也是挂牌量回落的原因。供需结构改善，叠加“沪七条”出台带动的信心提振，上海的二手房挂牌价在2026年3月下旬实现止跌，并在此后的5个月走出“整体平稳、结构上涨”的趋势。

分城市能级看，今年以来一线城市总需求率先实现企稳回升。1-7月一线城市新房和二手房住宅销售总面积同比增长3.1%，2025年同比下降6.2%。其中，上海、深圳、北京1-7月的总需求实现正增长，增速分别为9.0%、2.6%、0.002%，广州的总需求仍在收缩，同比下降3.4%。

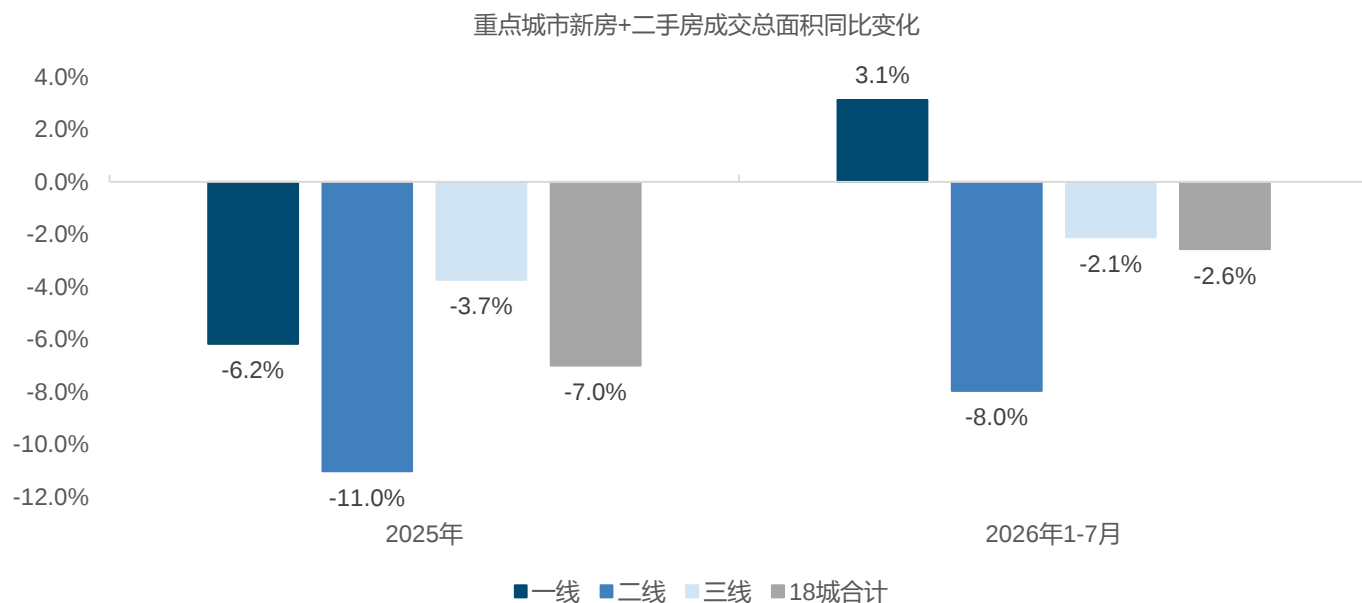
相比之下，二线城市住宅总需求的收缩压力相对更大。在我们选取的18个样本城市中，今年1-7月二线城市新房和二手房住宅成交总面积同比降幅最大，为-8.0%。由于三四线城市房地产市场的调整更早，其总需求也基本处于历史低位，降幅反而更小。

事实上，二线城市内部也存在较为明显的分化。今年以来，总需求收缩的城市主要以内需型城市为主，由于缺乏新动能的支撑，而传统经济增长也相对疲弱，成都、长沙、沈阳等城市的房价均出现了一轮补跌。相比之下，受益于本轮新兴产业发展的苏州、合肥等城市，房价则较为坚挺，年初至今成交价分别上涨2.2%、2.1%。

对于处在周期底部的房地产市场而言，全国需求已趋于企稳，经济增长动能的强弱，将成为影响城市间房价走势的核心因素。



图表17：不同能级城市住宅总需求同比变化



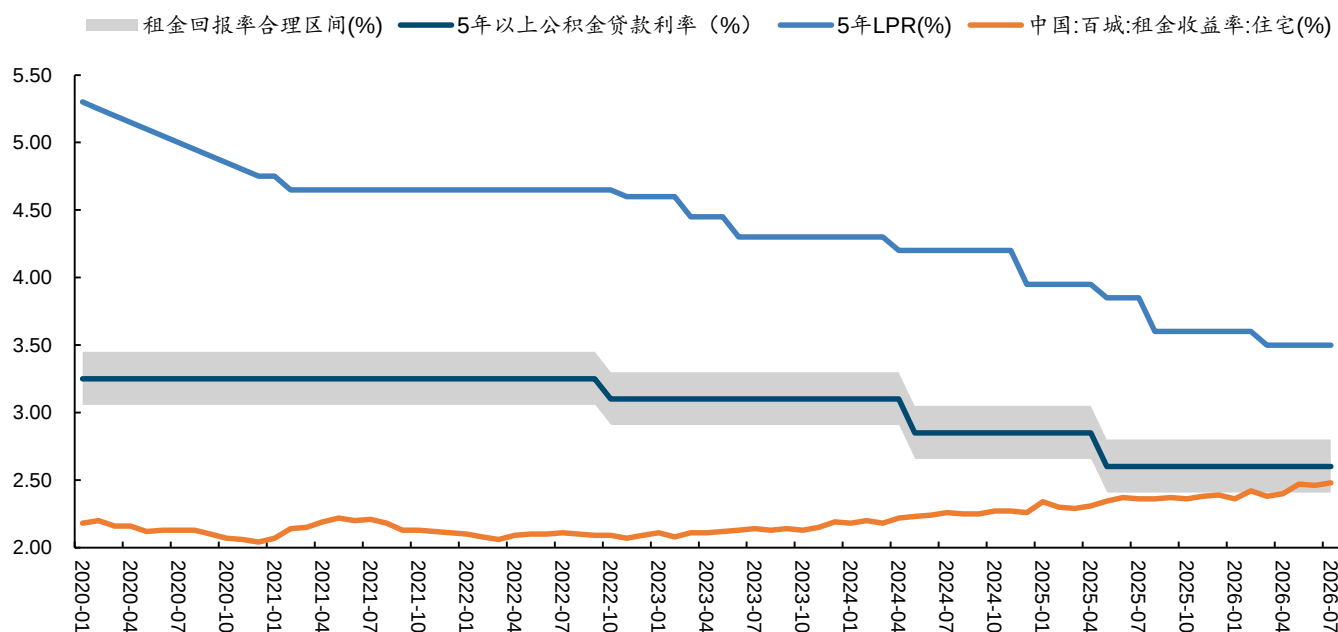
来源：Wind，国金证券研究所

2、租金止跌

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。

从租金回报率看，房价已基本处于估值底部。美国、日本和中国香港房价见底时，净租金回报率较房贷利率的上下浮动区间在 20BP 左右。7 月百城租金回报率已达到 2.48%，接近 2.6% 的公积金贷款利率，基本回到 2.4%-2.8% 的合理区间。

图表18：百城租金回报率已回到合理区间



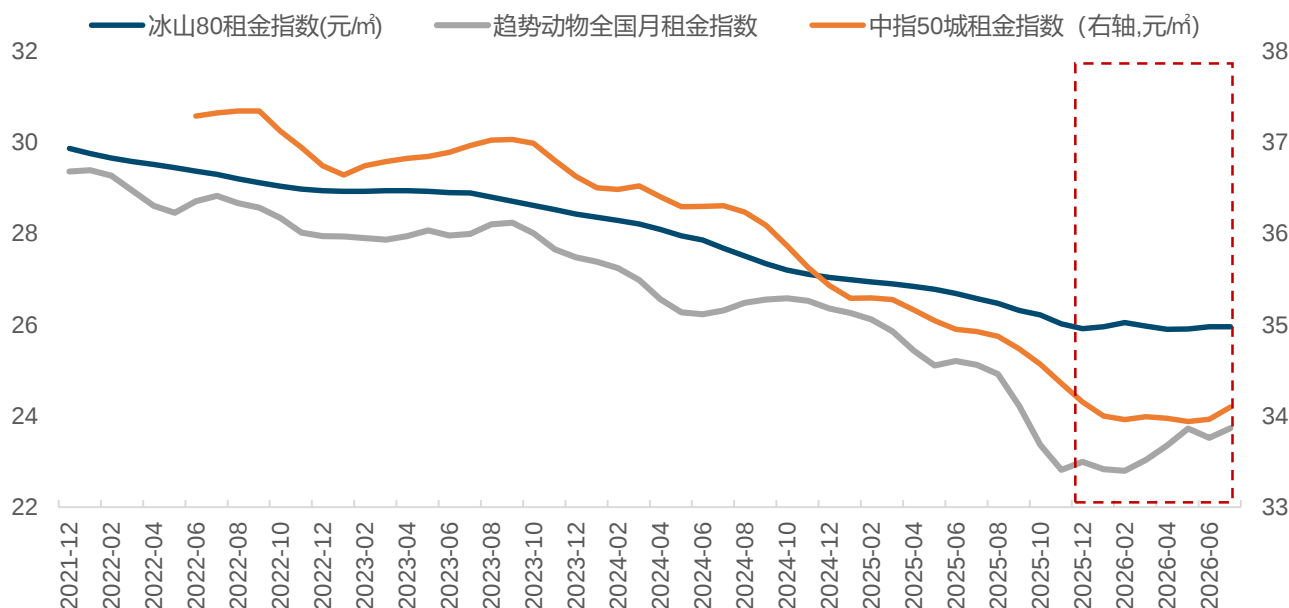
来源：Wind，国金证券研究所



此外，公积金贷款政策的优化也使得更多购房者可以将房贷利率锚定在 2.6% 的公积金贷款利率。一是年初以来多地宣布提高公积金贷款额度上限，例如北京、上海的家庭公积金贷款额度上限均为 240 万元，已基本能够覆盖购买成交总价中位数房产所需的贷款。二是近期发布的《国务院关于修改〈住房公积金管理条例〉的决定》则明确了灵活就业人员可自行缴存公积金，进一步拓宽了公积金贷款的覆盖面。

更重要的变化是今年以来全国租金价格实现了止跌回升。一季度全国租金价格结束了此前的下跌态势，但整体处于震荡状态。二季度以来，全国租金的走势得到进一步明确，多口径下的租金数据环比均实现转正。以冰山 80 租金指数为例，5、6、7 月环比均不为负，而 2022-2025 年该指标月环比连续四年为负，这也意味着 5 月以来的租金止跌并非受季节性因素影响。此外，7 月中指 50 城租金指数月环比为 0.13%，涨幅较 6 月走阔；趋势动物全国月租金指数 7 月环比 0.9%，较年内低点反弹 4.1%。

图表 19：全国租金价格实现止跌回升



来源：中指研究院，趋势动物，冰山指数，国金证券研究所

对于房地产市场而言，租金止跌的真实意义在于刚需房产的价格将得到来自基本面的有力支撑。从估值的角度看，租金止跌叠加租金回报率回到合理区间，意味着多数城市房产的居住价值和价格已基本匹配，下跌空间较为有限。但分房产类型看，由于改善和高端房产仍保留部分金融属性，而这部分价值主要取决于风险偏好和对未来的预期，租金止跌对其贡献相对较小。

这也意味着未来房地产市场仍将呈现出分化的表现，总需求企稳的城市刚需房产价格无忧，但改善房价格走势仍取决于对未来的预期和信心。

事实上，当前房地产市场的核心问题已不再是总量层面能否见底，而是部分房产的估值溢价能否维持。年初以来，二手房成交价格实现触底反弹的城市可大致分为两类：一是经济增长新动能较为强劲，可支撑房产结构性溢价的城市，包括上海、北京、苏州、合肥等；二是虽然新动能支撑有限，但房价泡沫去化充分，多数房产溢价基本归零的城市，大连、天津、南昌、贵阳等弱二线城市，廊坊、徐州等三线城市均为此类城市的代表。而今年杭州、成都等“新一线”城市房价的持续调整，本质上也是破除“溢价”后的补跌。

三、短期看，最差的时候已经过去

1、挂牌量

供给压力的增加，是房价承压的核心原因之一。“十五五”规划正式将住房消费划入“大宗耐用消费品”范畴，而供需是否平衡往往是决定消费价格的关键因素。如前文所述，当前全国住宅总需求已基本企稳，那么供给侧的边际变化对价格的影响会更加显著。

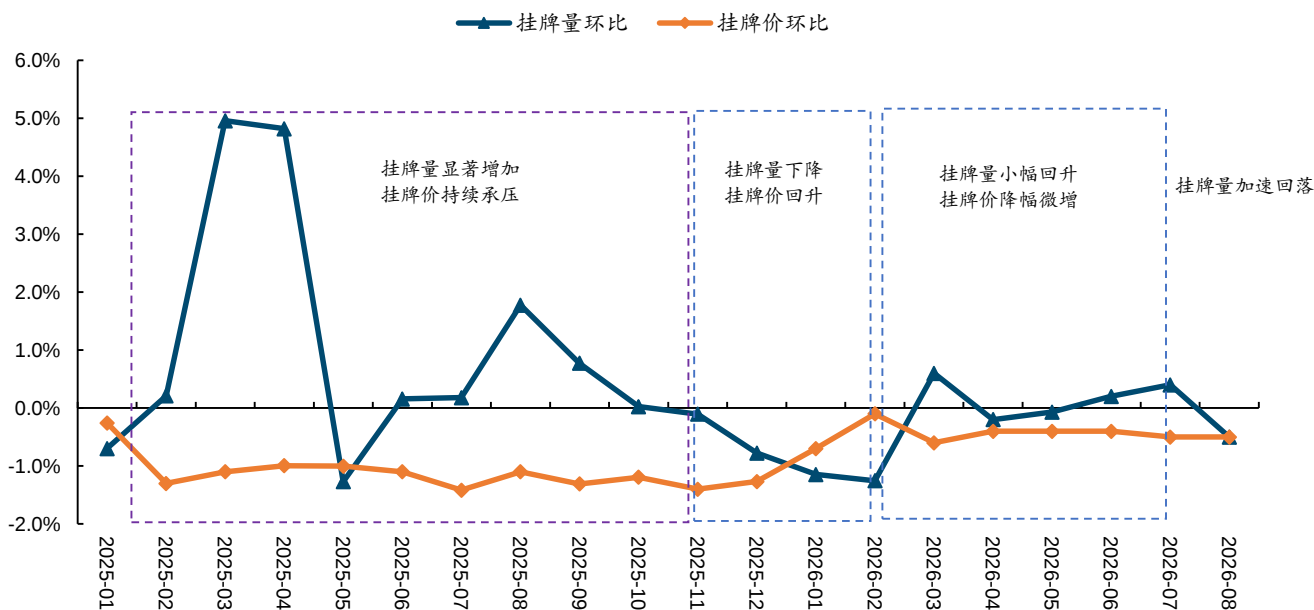
6、7 月 26 个重点城市二手房挂牌量环比分别增加 0.2%、0.4%，伴随着挂牌压力的逐月增长，此前挂牌价逆势收窄的态势并未延续，成交价环比也从此前的 0 附近下跌至 -0.3%。

但 8 月以来，二手房挂牌量再度回落，且下降速度较快。截至 8 月 24 日，26 个重点城市二手房挂牌量较 7 月末的降幅达到 1.0%，为今年春节后降幅最高的月份，同时也是过去 5 年同期挂牌量回落最快的月份。这意味着房地产市场经历了 6、7 月的激烈博弈后，供需关系正趋于平衡，多数城市二手房业主挂牌积极性回落，市场抛压有所减轻。



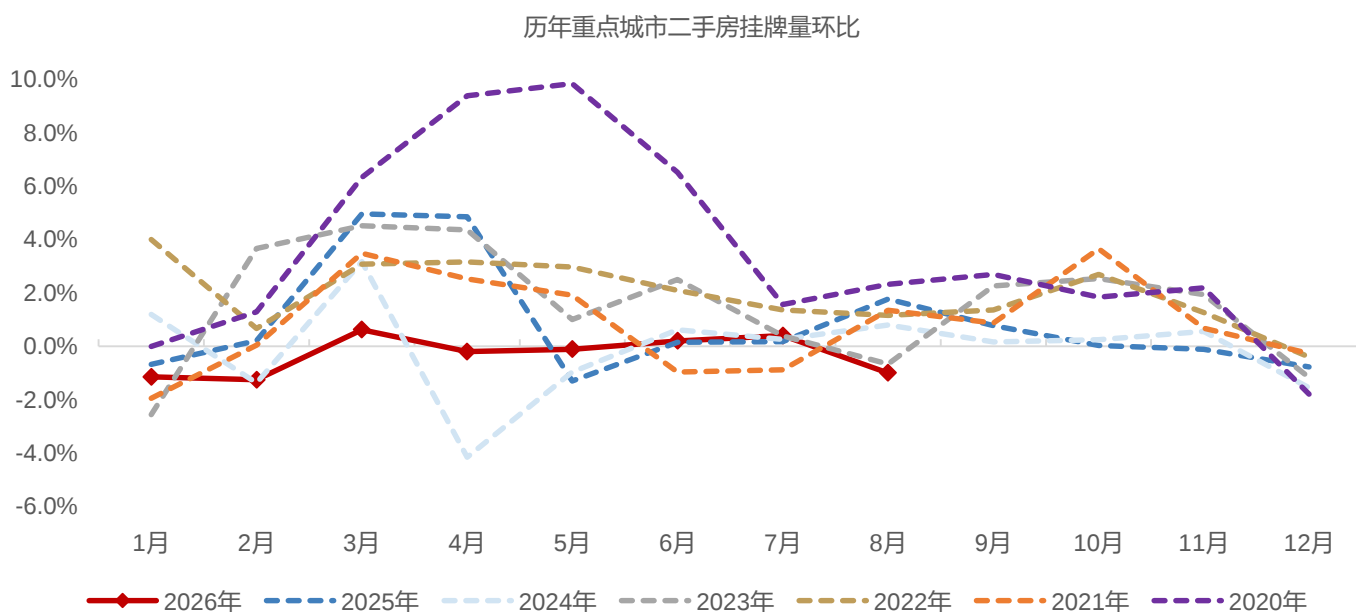
往前看，楼市即将进入“金九银十”的成交旺季，需求侧放量叠加供给侧收缩，意味着二手房价格有望进一步修复。从8月房价数据的变化看，挂牌价跌幅并未延续此前走阔的趋势，而是连续3周稳定在-0.43%。由于成交价数据披露相对滞后，目前仅能观测到8月初的成交数据。8月2日当周，全国成交均价周环比+0.02%，较前值-0.09%显著改善，月环比由此前的-0.3%收窄至-0.2%。这意味着成交价已实现了周度级别的止跌，但仍需要更长时间的数据来确认未来价格走势的方向。

图表20：重点城市挂牌量和挂牌价环比变化



来源：冰山指数，趋势动物，国金证券研究所

图表21：8月重点城市二手房挂牌量环比处于过去5年同期最低水平



来源：冰山指数，国金证券研究所



2、政策预期

如前文所述，当前房地产市场已处于磨底期，在底部区间震荡的方向主要取决于宏观经济形势。如果宏观经济增长动能较强，居民部门的预期和信心较为充足，房价也有望企稳回升；但如果宏观经济增长动能持续偏弱，尤其传统经济部门的压力尚未缓解，那么房地产市场也很难独善其身。

7月政治局会议明确提出“宏观政策要发力提效”、“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度”。8月中旬以来，政治局会议的部署陆续进入推进期，目前看仍以发挥存量政策效能为主，抓手集中在投资端，包括加快推进“六张网”建设、加快新型政策性金融工具投放、加快财政资金使用进度等。增量政策则处于相机抉择的状态，是否落地取决于存量政策的效果和外部压力的变化。

对于房地产市场而言，政治局会议的定调本质上起到了经济层面托底的效果。如果存量政策的盘活能够落地见效，房地产市场作为宏观经济的结果，也有望受益。如果仅通过盘活存量政策，无法扭转经济增长动能持续回落的态势，那么增量政策出台的必要性将显著增加。

“稳地产”是增量政策的抓手之一。7月政治局会议定调“加大逆周期调节力度”以来，京沪在8月先后出台楼市新政，背后的信号意义不容忽视。此外，《国务院关于修改〈住房公积金管理条例〉的决定》上收了公积金利率的决策权，明确“住房公积金的存、贷利率由国务院决定”，这意味着后续公积金贷款利率调整的决策链条进一步缩短、协调成本进一步降低。相应地，必要时出台公积金贷款优化政策以稳定房地产市场的概率也有所增加。

从政策逻辑看，现有的存量政策主要集中在投资端，且堵点并非在资金层面，而是项目收益能否平衡以及地方层面的积极性等因素。因此，若年内出台增量政策，其着力点预计将集中在居民和企业部门的资产负债表修复，从而稳定内需。

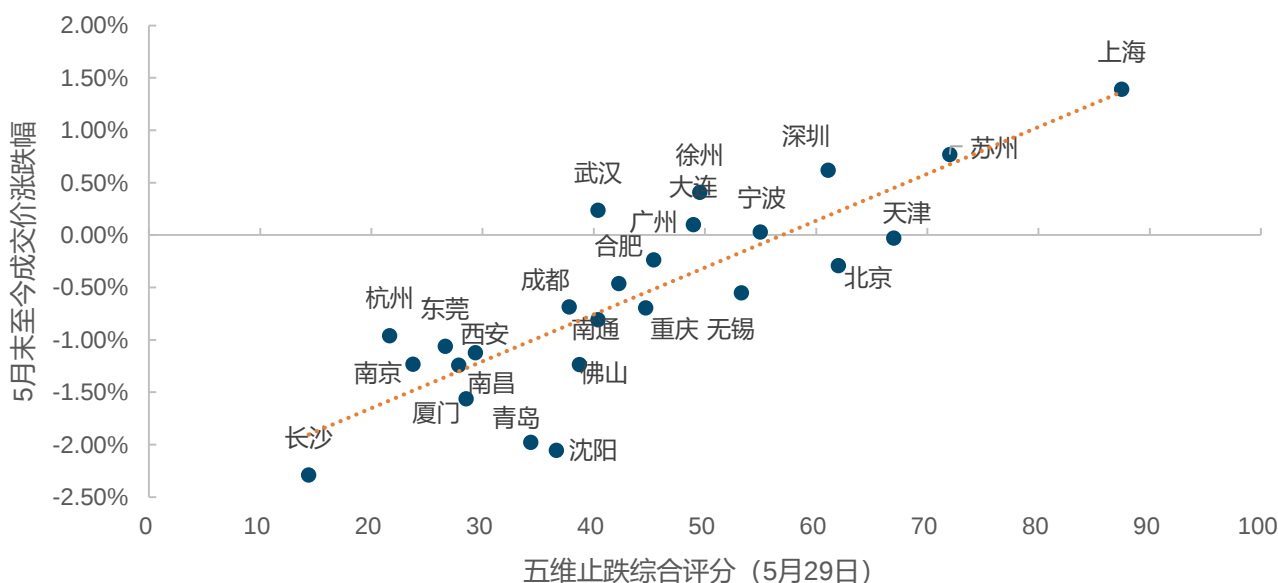
6月18日《求是》发表的《以更大力度提振消费》首次肯定了稳楼市对于居民资产负债表和提振消费的重要作用，提出“要加快修复居民资产负债表，着力稳定房地产市场，促进资本市场健康稳定发展，防止资产价格下跌对消费信心的负向螺旋”。目前增量政策“抽屉”里涉及的地产政策包括：调降公积金贷款利率、降低首付比例和交易成本、出台房贷贴息政策等。从可能性看，全国层面的房贷贴息政策由于涉及公平性问题，出台概率低于上述前两条政策，更可能作为“压箱底”政策，在稳内需迫切性极高时落地。

3、止跌的结构性扩散

我们在5月29日发布的报告《上海楼市为何先止跌？哪些城市有望止跌？》中，基于成交量、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。我们给出的五维止跌综合评分与各城市此后2个月的成交价涨跌幅高度相关，相关系数达到了0.84。

其中，五维止跌综合评分在60分以上的城市均实现了成交价的止跌回升，而得分在50-60区间的城市涨跌互现，变化幅度基本在0.5个百分点以内，得分在50分以下的城市基本都出现了成交价的回落。

图表22：重点城市二手房五维止跌综合评分和成交价涨跌幅高度正相关



来源：趋势动物，冰山指数，国金证券研究所



从当前最新的五维止跌综合评分看，上海的止跌进度依然领先全国。与此同时，楼市的止跌出现结构性扩散迹象，目前五维止跌综合评分 50 以上的城市由 5 月末的 7 个增加至 13 个。部分二线城市的综合评分出现显著回升，逐渐进入止跌的行列。其中，东莞、沈阳等城市五维止跌综合评分达到 60 以上，后续成交价有望止跌回升；合肥、重庆、南昌、青岛等城市五维综合平衡进入 50-60 区间，成交价跌幅有望收窄或转正。

图表23：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	73.8	32.0	70.8	96.0	96.0	74.0
东莞	69.1	100.0	91.6	34.0	40.0	80.0
徐州	68.1	96.0	66.6	94.0	40.0	44.0
天津	64.2	20.0	75.0	64.0	100.0	62.0
深圳	64.0	20.0	100.0	74.0	40.0	86.0
苏州	63.7	76.0	16.6	80.0	80.0	66.0
沈阳	61.0	40.0	79.1	86.0	40.0	60.0
合肥	55.9	92.0	37.5	76.0	20.0	54.0
重庆	55.0	80.0	38.8	54.0	76.0	26.0
大连	53.6	48.0	50.0	86.0	84.0	0.0
南昌	51.5	88.0	87.5	38.0	40.0	4.0
北京	50.4	12.0	50.0	36.0	92.0	62.0
青岛	50.1	48.0	58.3	38.0	20.0	86.0
无锡	48.1	16.0	62.5	50.0	40.0	72.0
宁波	46.3	32.0	41.6	68.0	40.0	50.0
成都	42.0	8.0	45.8	10.0	88.0	58.0
西安	40.0	72.0	95.8	10.0	20.0	2.0
佛山	37.4	56.0	20.8	48.0	4.0	58.0
广州	36.7	20.0	83.3	40.0	4.0	36.0
南通	35.7	56.0	12.5	66.0	40.0	4.0
武汉	34.9	56.0	8.3	62.0	4.0	44.0
南京	32.6	84.0	20.8	8.0	4.0	46.0
杭州	26.6	4.0	29.1	20.0	0.0	80.0
珠海	25.8	40.0	29.1	12.0	40.0	8.0
厦门	25.6	56.0	0.0	0.0	20.0	52.0
长沙	13.2	0.0	4.1	34.0	20.0	8.0

来源：冰山指数，趋势动物，国金证券研究所

此外，从挂牌价的表现看，除了沪深以外，部分城市也开始出现结构性行情。

一是苏州 80-380 万总价的成交主力区间房产挂牌价已止跌，1800 万以上的高总价房产也出现小幅反弹。一方面，苏州受益于经济增长新动能的支撑，居民信心和预期相对更足。其租金回报率约 2.3%，在同能级城市中处于较高水平，这意味着房价的估值泡沫去化相对充分，叠加租金的止跌，共同从基本面的角度支撑房价止跌。另一方面，今年以来环沪、环深、环京城市的房价均相对坚挺，除苏州外，东莞、廊坊、天津等城市整体趋势也好于非核心都市圈城市。

二是合肥、武汉的高新区房价受益于本轮“科技造富”，已出现止跌回升。其中，长鑫存储所在的合肥高新区、长江存储所在的武汉东湖高新区二手房挂牌价月环比均为+0.2%，其中大户型、高总价的房产涨幅更加明显，而合肥、武汉整体的二手房挂牌价月环比均为-0.3%。

三是重庆的高总价房产凭借其高租息特点率先止跌。目前重庆整体的租金回报率约为 2.6%，但 800-1200 万、1200-1800 万的高总价房产租金回报率可以达到 3.2%、3.3%，这意味着这类房产的“估值溢价”已基本去化，甚至产生了一定的“折价”。在合理的估值带动下，这类房产率先止跌，重庆 800-1200 万、1200-1800 万房产的挂牌价月环比分别为 0.7%、0.1%。

四是广州、佛山的微型户型(<50 m²)也基本止跌。其中，广州微型户型的挂牌价走势相对震荡，但目前较年初的累计变化幅度仅-0.1%，基本处于底部区间。佛山的微型户型房产挂牌价月环比增加 0.3%，自 6 月中旬以来也处于区间震荡状态，初步实现止跌。



整体看，当前房地产市场经历过 6、7 月的三重“压力测试”后仍保持韧性，同时总需求企稳和租金价格的止跌已得到再度确认，这意味着下半年房价较难出现急跌。房地产市场进入大周期底部后，未来宏观经济的走势将决定房价区间底部震荡的方向。继 7 月政治局会议定调“加大逆周期调节力度”后，存量政策陆续开始发力，同时三四季度的经济基数也相对偏低，这意味着年内宏观经济压力最大的时刻即将过去。

随着经济逐渐探明底部，而房地产市场自身的积极因素也在积累，预计进入“金九银十”的成交旺季后，房价跌幅有望收窄，成交价止跌的城市有望增加。

风险提示

宏观经济改善程度不及预期。房地产能否止跌回稳一定程度上取决于居民对未来经济和就业的预期，如果宏观经济压力超预期，可能影响居民的购房意愿以及租金价格，进而拖累房地产市场止跌回稳的节奏。

地产企稳节奏慢于预期。考虑到居民收入就业预期尚未明显改善，如果内外部风险因素加剧拖累宏观经济，将加大房地产市场的企稳的阻力并拖累企稳的节奏。

新房供给瓶颈加剧。新房的供给情况将决定成交量的水平，如果新房供给瓶颈超预期，可能拖累新房成交量。



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