证券研究报告

开源证券

有效供给持续收缩，租售比回升引导房价企稳

房地产行业2027年度投资策略

姓名 齐东（分析师）

证书编号：S0790522010002

邮箱：qidong@kysec.cn

姓名 胡耀文（分析师）

证书编号：S0790524070001

邮箱：huyaowen@kysec.cn

2026年11月8日

核心观点

1. 2027年行业研判：供需双弱，供给收缩更显著

我们对2027年行业整体判断是供需双弱，但供给收缩更显著，我们判断一线城市房价有望在2027年全面企稳。考虑到全国房价尚未整体实现止跌回稳，居民购房信心尚需进一步巩固，我们预计2027-2028年房地产销售面积同比增速分别为-8.0%、-5.0%；预计2027-2028年房地产销售金额同比增速分别为-6.0%、-3.0%。我们预计2027-2028年房屋新开工面积分别为3.62、3.51亿平米，对应同比增速分别为-10.0%、-6.0%。考虑到竣工一般滞后于新开工2-3年左右，我们预计2027-2028年房屋竣工面积分别为3.81、3.20亿平米，对应同比增速分别为-18.0%、-16.0%。

2. 8·28新政：房地产底层制度的革新，重塑行业经营模式

8·28新政宣告了房地产在贷款融资、开发模式、销售制度等底层基础制度上的重大变革。对于过往“高负债、高杠杆、高周转”的旧发展模式下诸多弊病，本次新政是一整套系统性改革方案，未来行业将向着加强融资监管、保障购房人权益、企业稳健经营的方向前进。产品力、投资拿地精准度和多元化融资能力将成为房企竞争的胜负手；逐步转型现房销售后，产品的优劣势、装标质量、公区配套、设计兑现度都被即时检验，也倒逼开发商去提高品质。

3. 租售比回升引导房价企稳，上海、中国香港是成功案例

从国内情况来看：（1）按揭贷款和公积金贷款利率在过往几年均持续下行，居民购房资金的机会成本持续下行；（2）中国存量二手房持有成本和交易税费已经很低；（3）购房的预期资本利得从过往较高值，逐步下修。在过去的2-3年，居民持有房产的使用者成本持续下行。当市场的租金回报率（租售比）超过使用者成本，居民就会产生“租不如买”的感受，进而拉动购房需求，带动房价止跌回稳。我们认为上海和香港的房价止跌回稳都是通过类似的路径，都是成功的案例。

4.风险提示：宏观经济下行，房企融资进展不及预期，行业竞争加剧。

目 录

CONTENTS

1 **2027年行业研判：供需双弱，供给收缩更显著**

2 8·28新政：房地产底层制度的革新，重塑行业经营模式

3 租售比回升引导房价企稳，上海、中国香港是成功案例

4 投资建议

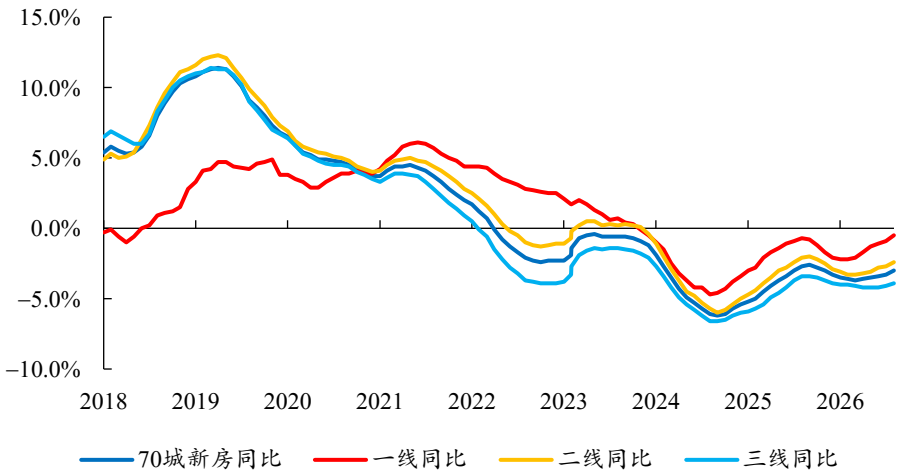
5 风险提示

1.1 2022年开始房价进入下行通道，止跌回稳仍需加力

从70城房价同比数据来看，新房和二手房价格增速走势趋于一致，均在2022年进入下跌通道。2024年四季度以来，在一系列房地产相关政策支撑下，房价同比跌幅开始收窄。

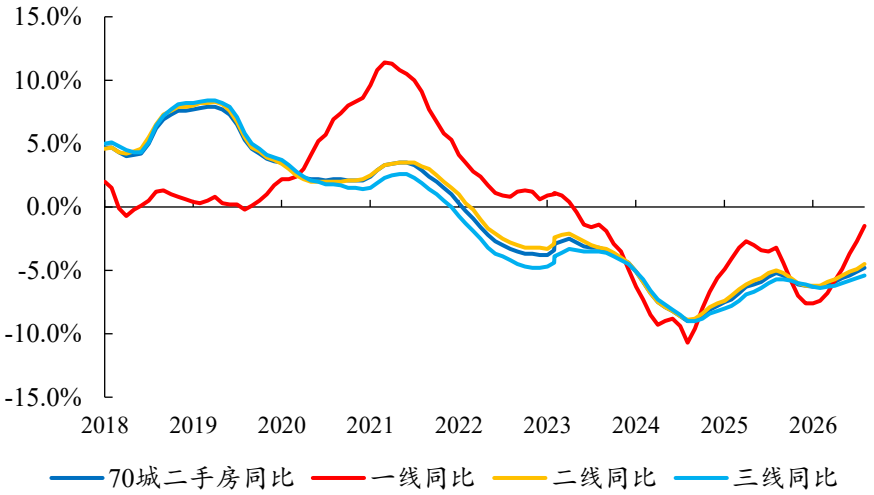
截至2026年9月，根据统计局70城房价数据，新房和二手房同比下跌区间分别为54和56个月，我们判断一线城市房价有望在2027年全面企稳。

图1：2026年9月70城新房价格指数同比下降3.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2026年9月70城二手房价格指数同比下降4.8%

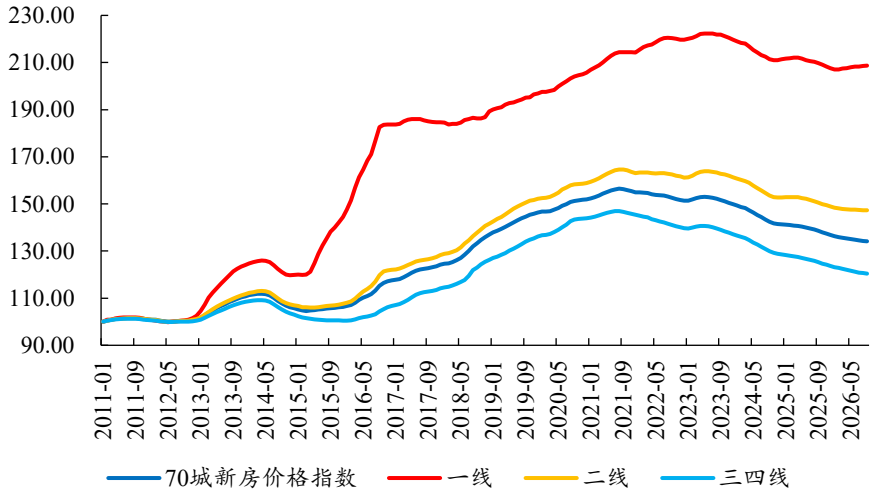


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 2022年开始房价进入下行通道，止跌回稳仍需加力

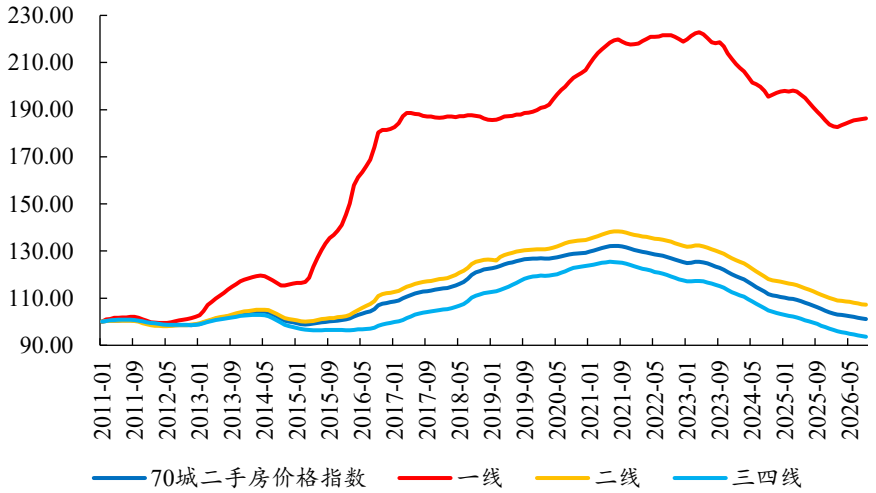
我们设置2011年1月的房价指数为定基100，根据月度环比数据计算每个月的房价指数：2026年9月，70城新房价格指数跌至2018年9月水平，70城二手房价格指数跌至2016年1月水平。

图3：2026年9月70城新房价格指数跌至2018年9月水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2026年9月70城二手房价格指数跌至2016年1月水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 2026年1-9月房地产行业仍处于下行周期

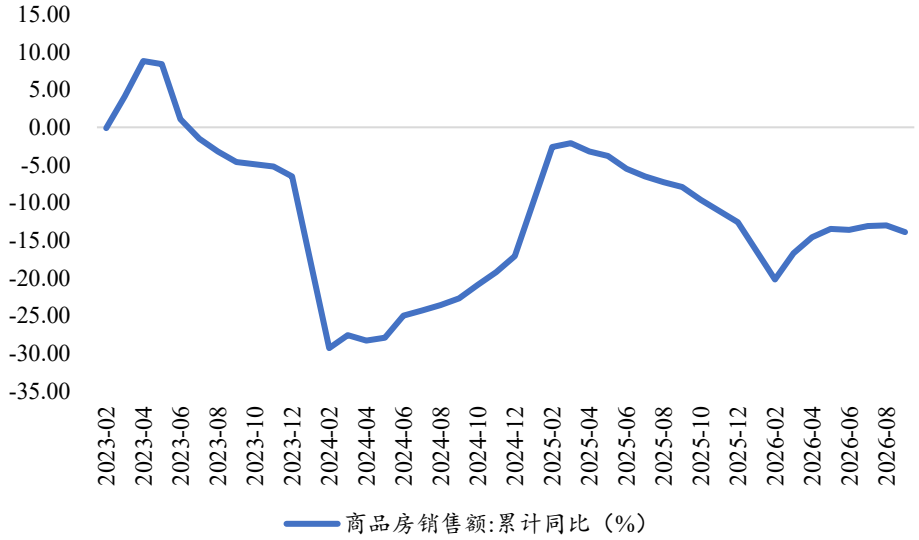
2026年1-9月，全国商品房销售面积5.65亿平，同比下降13.2%，其中商品住宅销售面积同比下降13.8%；2026年1-9月，全国商品房销售额5.38万亿元，同比下降13.9%，其中商品住宅销售额同比下降13.7%。

图5：2026年1-9月商品房销售面积同比下降13.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2026年1-9月商品房销售金额同比下降13.9%

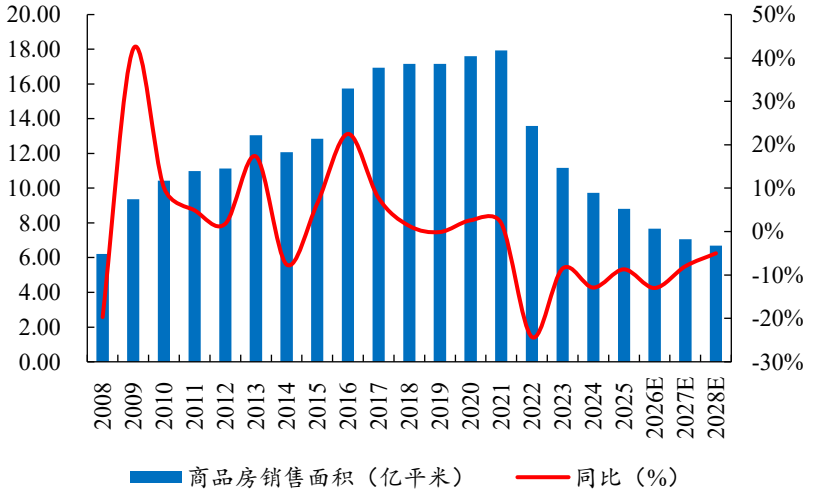


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 2026年1-9月房地产行业仍处于下行周期

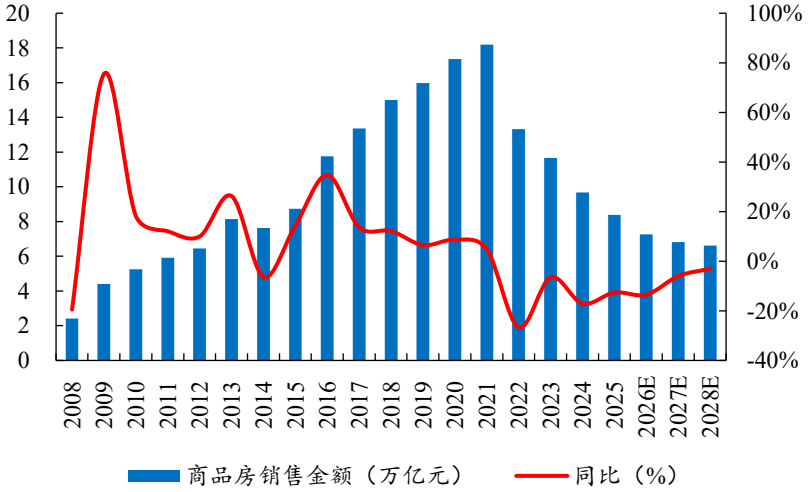
考虑到全国房价尚未整体实现止跌回稳，居民购房信心尚需进一步巩固，我们预计2027-2028年房地产销售面积同比增速分别为-8.0%、-5.0%；预计2027-2028年房地产销售金额同比增速分别为-6.0%、-3.0%。

图7：预计2027-2028年房地产销售面积同比增速分别为-8.0%、-5.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：预计2027-2028年房地产销售金额同比增速分别为-6.0%、-3.0%

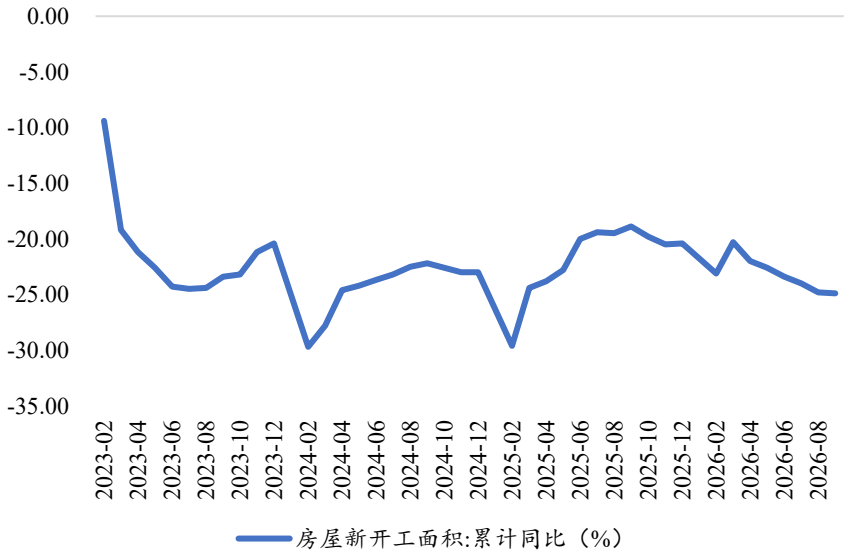


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 2026年1-9月房地产行业仍处于下行周期

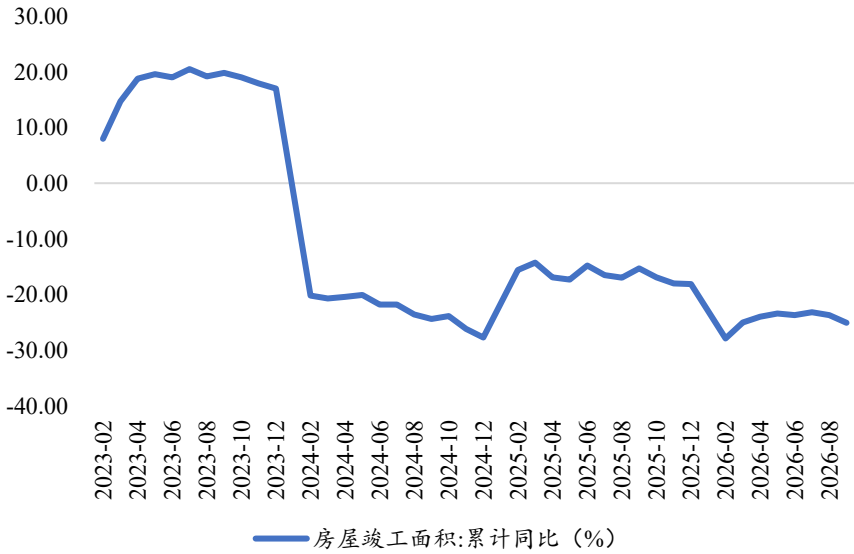
2026年1-9月，全国房屋新开工面积3.40亿平，同比下降24.9%，其中住宅新开工面积同比下降25.4%。2026年1-9月，房屋竣工面积2.33亿平，同比下降25.1%，其中住宅竣工面积同比下降26.6%。

图9：2026年1-9月房屋新开工面积同比下降24.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2026年1-9月房屋竣工面积同比下降25.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 2026年土地市场成交量前低后高

从土地成交端看，2026年呈现前低后高的特征，2026年1-9月成交土地规划建筑面积累计同比下降22.4%，但是进入2026年10月，三四线城市加速供地，单月土地成交面积达1.11亿平米，累计同比回升至-3.7%，预计对2027年新开工形成一定支撑。

表1：2026年土地成交规模呈现前低后高特征

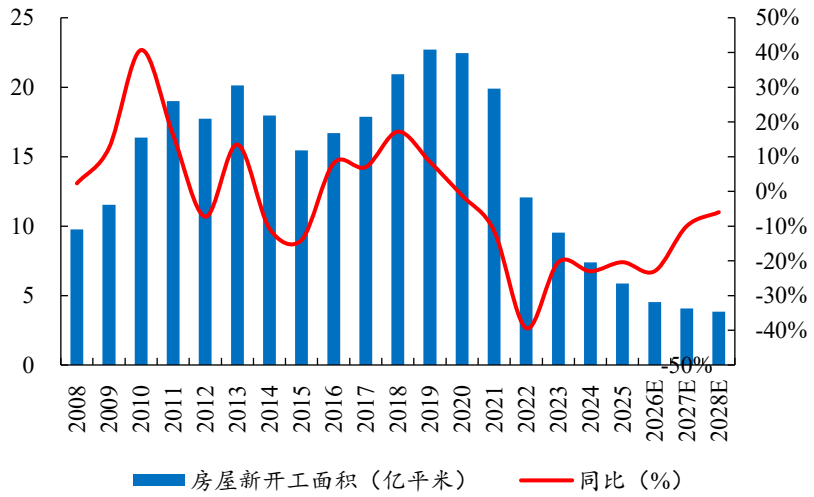
	成交土地数量(宗)	成交土地面积(万㎡)	成交土地规划建筑面积(万㎡)	单月同比	累计成交土地规划建筑面积(万㎡)	累计同比
2026-01	484	1240.63	2455.56	-31.4%	2455.56	-31.4%
2026-02	322	891.73	1788.18	-22.2%	4243.74	-27.8%
2026-03	456	1184.55	2373.15	-6.7%	6616.89	-21.4%
2026-04	407	1082.65	2162.85	-27.9%	8779.74	-23.1%
2026-05	407	1018.07	2036.57	-25.1%	10816.31	-23.5%
2026-06	602	1658.99	3226.25	-19.9%	14042.56	-22.7%
2026-07	607	1569.78	3131.38	-7.2%	17173.94	-20.3%
2026-08	489	1431.49	2740.49	-16.9%	19914.43	-19.8%
2026-09	617	1959.68	3816.54	-33.4%	23730.97	-22.4%
2026-10	**1776**	**6028.32**	**11146.98**	**97.8%**	**34877.95**	**-3.7%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 2026年1-9月房地产行业仍处于下行周期

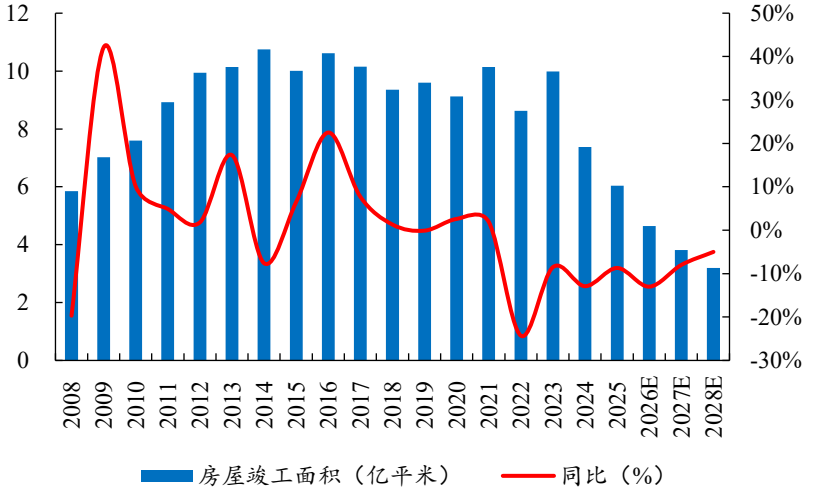
我们预计2027-2028年房屋新开工面积分别为3.62、3.51亿平米，对应同比增速分别为-10.0%、-6.0%。
考虑到竣工一般滞后于新开工2-3年左右，2024、2025年新开工面积同比增速分别为-23.0%、-20.4%，我们预计2027-2028年房屋竣工面积分别为3.81、3.20亿平米，对应同比增速分别为-18.0%、-16.0%。

图11：预计2027-2028年房屋新开工面积同比增速分别为-10.0%、-6.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：预计2027-2028年房屋竣工面积同比增速分别为-18.0%、-16.0%

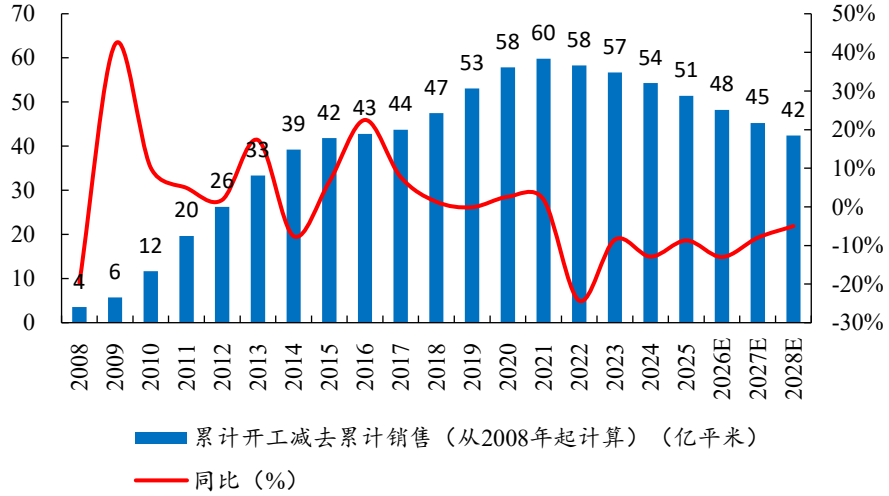


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 去库存进入第五年，预计2027-2028年仍延续去库基调

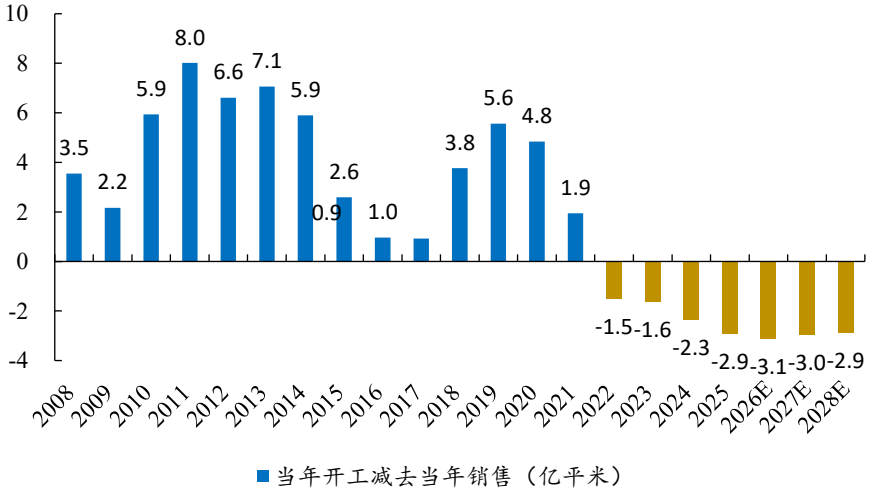
我们以2008年为起点，采用“累计开工 – 累计销售”计算库存规模，可以看到：房地产库存从2022年开始去库，截至2026年去库存周期已经进入第五年。
按照我们对2027-2028年的开工和销售的预测，预计2028年库存将下降至42亿平米左右，回到2015-2016年水平。

图13：预计2027-2028年“累计开工－累计销售”口径库存水平仍将持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：预计2027-2028年“累计开工–累计销售”口径库存分别下降3.0、2.9亿平米



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 对2027-2028年房地产行业关键数据预测

表2：对2027-2028年房地产行业关键数据预测：供需双弱，但供给收缩更显著

	商品房销售面积（亿平米）	同比（%）	商品房销售金额（万亿元）	同比（%）	商品房销售均价（元/平）	房屋新开工面积（亿平米）	同比（%）	房屋竣工面积（亿平米）	同比（%）
2021	17.94	1.9%	18.19	4.8%	10139	19.89	-11.4%	10.14	11.2%
2022	13.58	-24.3%	13.33	-26.7%	9814	12.06	-39.4%	8.62	-15.0%
2023	11.17	-8.5%	11.66	-6.5%	10437	9.54	-20.4%	9.98	17.0%
2024	9.74	-12.9%	9.68	-17.1%	9935	7.39	-23.0%	7.37	-27.7%
2025	8.81	-8.7%	8.39	-12.6%	9527	5.88	-20.4%	6.03	-18.1%
2026E	7.66	-13.0%	7.26	-13.5%	9473	4.53	-23.0%	4.65	-23.0%
2027E	7.05	-8.0%	6.82	-6.0%	9678	4.07	-10.0%	3.81	-18.0%
2028E	6.70	-5.0%	6.62	-3.0%	9882	3.83	-6.0%	3.20	-16.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录
CONTENTS

1 2027年行业研判：供需双弱，供给收缩更显著

2 **8·28新政：房地产底层制度的革新，重塑行业经营模式**

3 租售比回升引导房价企稳，上海、中国香港是成功案例

4 投资建议

5 风险提示

2.1 鼓励探索到制度明确

政策逻辑：从救项目、稳销量的调控，转向土地出让、融资、销售去化全链条的重构。

2023.01
全国住建工作会议首提“有条件的可以进行现房销售”，试点开启

2024.07
二十届三中全会《决定》：改革商品房预售制度，构建房地产发展新模式

2024.11
中共中央、国务院发文明确“有力有序推行现房销售”；12月住建会议部署销售制度改革

2025.05
河南信阳成全国首个新出让土地一律现房销售城市；深圳出让首宗全现房宅地

2026.03
十五五规划纲要：有力有序推行现房销售，配套项目公司制、主办银行制

2026.08.28
三部门《通知》＋央行171号文等8份文件集中出台，制度全面确立

阶段一（2023年–2024年）：地方自愿试点。海南（2020年起全域现房）之外，山东、安徽、四川、河南等省及雄安新区陆续宣布“鼓励”现房销售试点，以税费优惠、缓缴配套费为主，约束力弱。

阶段二（2025年–2026年8月）：从鼓励到硬约束。信阳、荆门等城市将现房销售写入土地出让条件；深圳探索“竞现房销售面积”“全现房出让”等规则，把现房比例变成土地竞价的竞争维度。

阶段三（2026年8月28日起）：全国性制度落地。2026年8月28日出台多份文件，覆盖拿地、融资、建设、销售、按揭、交付全链条，预售门槛抬至主体封顶，新出让土地优先现房销售，新老划断不搞"一刀切"。

预售制度没有立即取消，而是“预售＋现房”双轨并行、预售标准向现房持续收敛。

2.2 房地产信贷和销售制度全面改革

8·28新政宣告了房地产在贷款融资、开发模式、销售制度等底层基础制度上的重大变革。对于过往“高负债、高杠杆、高周转”的旧发展模式下诸多弊病，本次新政是一整套系统性改革方案，未来行业将向着加强融资监管、保障购房人权益、企业稳健经营的方向前进。

表3、八项新政策涵盖房地产发展新模式等多方面

出台部门	政策文件
中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于改革完善房地产信贷管理推动加快构建房地产发展新模式的意见》
住房城乡建设部、自然资源部、国家金融监督管理总局	《关于完善商品住房销售制度的通知》
国家金融监督管理总局	《商品住房开发贷款管理办法（试行）》
国家金融监督管理总局	《个人住房贷款管理办法（试行）》
国家金融监督管理总局	《商业地产贷款管理办法（试行）》
国家金融监督管理总局	《城市更新项目贷款管理办法（试行）》
国家金融监督管理总局	《信托公司开展房地产领域信托业务管理办法（试行）》
中国证监会	《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》

资料来源：中国人民银行、国家金融监督管理总局、住房城乡建设部、自然资源部、中国证监会、开源证券研究所

2.2 新项目优先选择现房销售，房企现金流迎来考验

新政中提出，对新出让土地的商品住房项目和已出让土地未取得建设工程规划许可证的商品住房项目，优先选择现房销售；已取得建设工程规划许可证的商品住房项目，鼓励实行现房销售。同时《信贷完善意见》中指出：所购新建住房实行现房销售的，个人住房贷款应在销售备案后发放；实行预售的，应严格在项目竣工备案后发放。对房企来说，未来现房销售的最大压力来自于销售回款时点大幅推迟，导致项目IRR下降。

表4、《关于完善商品住房销售制度的通知》对预售管理和现房销售明确了细则

制度	主要视角	政策内容
完善商品住房预售管理	预售条件	商品住房项目实行预售的，**单体建筑应完成主体结构封顶**，具体条件由各地根据实际情况确定。
	资金监管	市县住房城乡建设部门履行预售资金监管职责，由住房资金监管机构承担具体监管工作。住房资金监管机构应与房地产开发企业签订资金监管协议，并在项目的主办银行开立资金监管账户。购房人支付的首付款、个人住房贷款等购房资金应全部存入资金监管账户。**商品住房项目竣工验收、水电气热等配套设施具备交付条件后，解除资金监管。**
有力有序推行商品住房现房销售	实施范围	新出让土地的商品住房项目和已出让土地未取得建设工程规划许可证的商品住房项目，**优先选择现房销售**；已取得建设工程规划许可证的商品住房项目，**鼓励实行现房销售。**
	现房销售定金制	实行现房销售的商品住房项目，在取得建筑工程施工许可证后，房地产开发企业可与购房人签订购房定金合同，依法收取少量定金。购房定金合同应约定定金金额、商品住房售价、交付时间及不能按期履约的责任等，保护双方合法权益。**市县住房城乡建设部门履行定金监管职责，住房资金监管机构承担定金监管工作**，在项目的主办银行开立定金监管账户。房屋具备交付条件后，解除定金监管。
	土地供应	对于实行现房销售的项目，在土地出让公告中向社会公开现房销售相关信息。
	推行“交房即交证”	推动商品住房交付时购房人同步取得不动产权证书。

资料来源：中国人民银行、国家金融监督管理总局、住房城乡建设部、自然资源部、中国证监会、开源证券研究所

2.2 新项目优先选择现房销售，房企现金流迎来考验

表5、一个典型30层住宅项目施工周期约590天

项目阶段	序号	施工阶段/主要节点	参考启动时间（d）	参考结束时间（d）	参考节点工期（d）	备注与说明
前期准备阶段	1	取得《建设工程施工许可证》	开工前	开工日	-	开工的必要前置条件。
	2	项目整体开工	0	-	-	通常指土方开挖或桩基施工的开始时间。
地下与主体施工阶段	3	土方及支护工程	0	60	60	
	4	桩基工程	20	60	40	
	5	地下结构施工	60	120	60	按照2层地库标准工期约60天估计。
	6	**主体结构施工至封顶**	**120**	**300**	**180**	**标准层工期行业常见为6-7天/层；此处按照30层住宅估计。**
装饰装修与安装阶段	7	外墙装饰工程、外立面工程、塔吊外架拆除、电梯拆除	300	450	150	与主体结构交叉施工。落架速度约4天/层（此处按照30层住宅估计）。外墙装饰约60天。
	8	电梯、地面、屋面、安装工程	330	420	90	主体结构封顶后开始。
	9	室内精装修	240	430	160	通常主体结构施工至20层后，开始穿插施工。
	10	公区精装修、室外工程	400	490	90	穿插施工，楼栋封顶后开启。
竣工验收与交付阶段	11	**竣工验收与备案**	**490**	**550**	**60**	**需完成规划、水电煤网、消防、人防等专项验收，取得《建设工程竣工验收备案证书》。**
	12	正式交付入伙	550	590	40	从竣备到交付通常预留40天。

资料来源：潜进《房地产开发全流程强力剖析》、开源证券研究所

2.2 加强预售资金监管，全程资金封闭管理

本次新政对资金监管的要求也大幅加强，《销售制度通知》中规定，对实行预售的，“购房人支付的首付款、个人住房贷款等购房资金应全部存入资金监管账户。商品住房项目竣工验收、水电气热等配套设施具备交付条件后，解除资金监管”；对实行现售的，购房者购房时需交定金，但住房城乡建设部门履行定金监管职责。

表6、本次新政将资金监管与个人住房贷款发放要求联动

监管类型	资金监管要求	个人住房贷款发放要求
预售管理资金监管	市县住房城乡建设部门履行预售资金监管职责，由住房资金监管机构承担具体监管工作。住房资金监管机构应与房地产开发企业签订资金监管协议，并在项目的主办银行开立资金监管账户。**购房人支付的首付款、个人住房贷款等购房资金应全部存入资金监管账户。**商品住房项目竣工验收、水电气热等配套设施具备交付条件后，解除资金监管。	所购新建住房实行预售的，**个人住房贷款应严格在项目竣工备案后发放。**
现房销售定金监管	市县住房城乡建设部门履行定金监管职责，住房资金监管机构承担定金监管工作，在项目的主办银行开立定金监管账户。房屋具备交付条件后，解除定金监管。	所购新建住房实行现房销售的，个人住房贷款应在销售备案后发放

资料来源：中国人民银行、国家金融监督管理总局、住房城乡建设部、自然资源部、开源证券研究所

2.3 银行信贷支持体系贯通，覆盖开发建设、运营、购房多环节

本次相关办法全面落实房地产发展新模式各项要求，坚持以项目为中心、主办银行制、资金封闭管理，指导银行业金融机构对房地产开发、建设、销售、运营等全周期金融支持。

表7、本次新政系统性、体系性地对现有房地产各类贷款进行了明确

阶段	贷款类型	介绍	贷款期限及金额
房地产开发建设阶段	商品住房开发贷款	房地产开发贷款指银行业金融机构发放的用于房地产项目开发建设的贷款。房地产开发贷款实行主办银行制，对项目资金进行封闭管理。	合理确定贷款金额。 **预售销售：不超过3年，最长不超过5年。** **现房销售：期限不超过5年，最长不超过7年。**
	保障性住房开发贷款		合理确定还款方式；贷款利率应低于商品住房开发贷款利率水平。
	住房租赁开发建设贷款		期限一般为3年，最长不超过5年。
	商业地产开发贷款		审慎确定贷款金额。用于商业地产开发，期限不超过7年。
房地产运营阶段	经营性物业贷款	经营性物业贷款指银行业金融机构发放的以经营性物业为抵押的贷款。贷款对象为依法成立、持有已竣工备案、取得不动产权证书并投入运营的商业性房地产的企业法人。	经营性物业贷款期限最长不超过15年，贷款金额原则上不超过物业评估价值的70%。
	住房租赁经营性贷款		住房租赁经营性贷款期限最长不超过20年，贷款金额原则上不超过物业评估价值的80%。住房租赁企业依法合规改造工业厂房、商业用房、城中村等形成的非自有产权租赁住房，住房租赁经营性贷款期限最长不超过5年，贷款金额原则上不超过贷款期限内应收租金总额的70%。
购房贷款	个人住房贷款	购房贷款指银行业金融机构向自然人或企业等法人实体发放的购买房屋用于自住、经营或租赁的贷款。	**最长不超过40年。（调整前为不超过30年）**
	商业用房购房贷款		向企业法人发放。审慎确定贷款金额。 商业用房购房贷款期限一般不超过10年，最长不超过15年（调整前为10年）
	住房租赁团体购房贷款		不超过30年。
其他	可以根据经济社会发展需要，新设房地产贷款品种。		

资料来源：中国人民银行、国家金融监督管理总局、住房城乡建设部、自然资源部、开源证券研究所

2.4 核心七城执行细则对比：普遍推出土地款分期支付

8.28新政后，北京、上海等核心一二线七个城市均发布了新的商品住房销售制度细则。8.28新政前，一线城市中上海、深圳常为一个月内付清；北京、广州看具体地块情况；二线城市，通常一个月内首付50%，尾款半年到两年内付清。新政后七城均明确土地款30日内首付50%，北京、杭州、武汉两年内付清不计息，上海、深圳、广州、天津要求一年内付清，但结合项目和市场情况决策后可延期一年。我们认为土地款分期缴纳能够减少项目前期资金占用，缓解预售延后导致的IRR大幅下降。

表8、不同城市对土地款分期支付的要求有所不同

城市	首付要求	余款期限
北京/杭州/武汉	30日≥50%	2年内，不计利息
上海/广州/天津	30日≥50%	一年内缴清,根据市场和项目需要，按规定程序决策后，可再延长一年
深圳	30日≥50%	一年内缴清，特殊项目经土地出让协调决策机构集体决策后，可以在两年内缴清

资料来源：各城市住建局、房管局、财联社等、开源证券研究所

2.4 核心七城执行细则对比：在项目新老划断上有一定差异

本轮政策以预售证、施工证为节点保护存量在售、在途项目不受政策冲击。七城对于“已取得土地、尚未取得规划许可”的在途项目宽限延至2027年底，已启动的旧项目不受新规约束，说明政策端充分照顾拿地未开工的存量。各城在基础豁免上做差异化加法，武汉、杭州额外给出历史遗留项目缓冲，可延伸至2028年底，深圳对“三旧”改造历史遗留项目也留出空间。

表9、不同城市在项目新老划断上有一定差异

城市	划断规则要点
北京	8.28前有施工证（含部分）无预售证→按原规办证 8.28前无施工证→报备住建部门、2027年底前可按原重点节点预售
上海/广州/天津	完全沿用北京规则
武汉	北京基础上新增：2026年底前智能建造试点项目当年取双证可按原条件预售；8.28前历史遗留项目2028年底前可办预售
杭州	北京基础上新增：8.28前历史遗留项目2028年底前可办预售
深圳	北京基础上新增：8.28（含）前“三旧”改造历史遗留项目单独研究

资料来源：各城市住建局、房管局、财联社等、开源证券研究所

2.4 核心七城执行细则对比：封顶为核心，竣备灵活度高

8.28新政统一预售门槛为封顶预售，但封顶和竣备认定各城执行层面仍有一定差异。封顶预售机制上，北京要求“楼栋顶板及楼顶构筑物、配套设施完成混凝土浇筑”，并须由建设、勘察、设计、施工、监理五方出具签字盖章的《主体结构分部工程验收记录》”，深圳和武汉完成主体结构封顶条件为完成屋面层结构混凝土浇筑，其他城市未在细化。

分期竣备方面，广州、杭州、武汉和天津明确支持项目分期办理验收，同时广州和杭州支持项目分期办理商品房预售许可，武汉可按毛坯、室内装修两个建设阶段办理竣工备案手续，分期开发可规避整盘联审拖累在售部分，对滚动开发、回笼资金较友好。京沪深三个一线城市未提及分期竣备相关措施，开发流程或将更严格。

表10、七城封顶预售条件均为完成主体结构封顶

城市	封顶预售	分期竣备
北京	完成主体结构封顶	未提及
上海	完成主体结构封顶	未提及
深圳	完成屋面层结构混凝土浇筑	未提及
广州	完成主体结构封顶	支持项目分期分栋办理
杭州	完成主体结构封顶	支持项目分期开发
武汉	完成主体结构屋面结构层混凝土浇筑	支持项目按最小单元分批竣工备案，可按毛坯、室内装修两个建设阶段办理
天津	完成主体结构封顶	支持商品住房项目分期开展联合验收

资料来源：各城市住建局、房管局、财联社等、开源证券研究所

2.4 核心七城执行细则对比：整体趋严，武汉保函置换预留弹性

七城对于预售资金监管严格执行全额全程监管、联合验收后解除，审批链条拉长。资金释放端，仅武汉明确提出可通过保函置换方式提取，存量项目置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需资金额度的30%，置换后的监管资金不得低于该额度的70%，按新出让土地项目执行预售管理的商品住房项目，保函置换政策另行制定。现房销售定金比例呈明显城市梯度，是本轮政策中城市取向差异最大的指标。

表11、七城对于预售资金监管严格执行全额全程监管、联合验收后解除

城市	预售资金监管	现房销售定金
北京	全额、全过程监管，联合验收后，方可解除	≤1%
上海	全额、全过程监管，联合验收后，方可解除	≤3%
深圳	全额、全过程监管，联合验收后，方可解除	≤3%
广州	全额、全过程监管，联合验收后，方可解除	≤5%
杭州	全额、全过程监管，联合验收后，方可解除	≤5%
武汉	全额、全过程监管，联合验收后，方可解除。存量项目可保函置换30%，新项目另行制定	≤5%
天津	全额、全过程监管，联合验收后，方可解除	≤5%

资料来源：各城市住建局、房管局、财联社等、开源证券研究所

2.4 核心七城执行细则对比：供地端规划引领、柔性出让

土地制度是比预售更前置的供给环节，各城在规划引领、供地方式、拿地开工上做了差异化布局，北京、广州拿地即开工压缩拿地到开工时差、加快供应落地；上海规储供用一体化、一地一策强调供给精准适配需求、避免无序放量；天津供地前即锁定预售/现房模式、深圳和杭州现房项目供地公告公示销售信息从土地制度源头就把现房/预售属性锁定。整体看，供地端规划引领、柔性出让在缓解房企现金流的同时，也需关注土拍分期可能推升地方土地供给、加大去化压力。

表12、七城未来供地端规划引领、柔性出让

城市	土地制度调整
北京	统筹“人房地钱、职住商服”，合理确定商品住宅用地供应规模，围绕轨道交通站点优化布局，支持带规划方案出让、拿地即开工。
上海	强化规划引领、资源统筹、市场导向，实施“规储供用”一体化机制，加强房地联动，优化城市设计，统筹考虑出让地块的区位、规模、结构、节奏和规划指标要求，着力推动区位、产品符合市场需求、规模适度、周期适中的优质地块供应。加强市场研判，坚持“一地一策”稳妥有序供应。
深圳	优化土地出让方案，可实行带规划方案出让。对于通过招拍挂方式出让、实行现房销售的项目，应当在土地出让公告中公开现房销售相关信息。
广州	统筹规划、合理布局商品住宅用地，优化土地出让方案，支持带规划方案出让。商品住宅项目用地实行净地出让，支持“拿地即开工”。
天津	在土地出让前出具书面意见，明确新出让地块的现房销售和预售模式，纳入土地出让方案。具备条件的可带规划方案出让。

资料来源：各城市住建局、房管局、财联社等、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 2027年行业研判：供需双弱，供给收缩更显著

2 8·28新政：房地产底层制度的革新，重塑行业经营模式

3 **租售比回升引导房价企稳，上海、中国香港是成功案例**

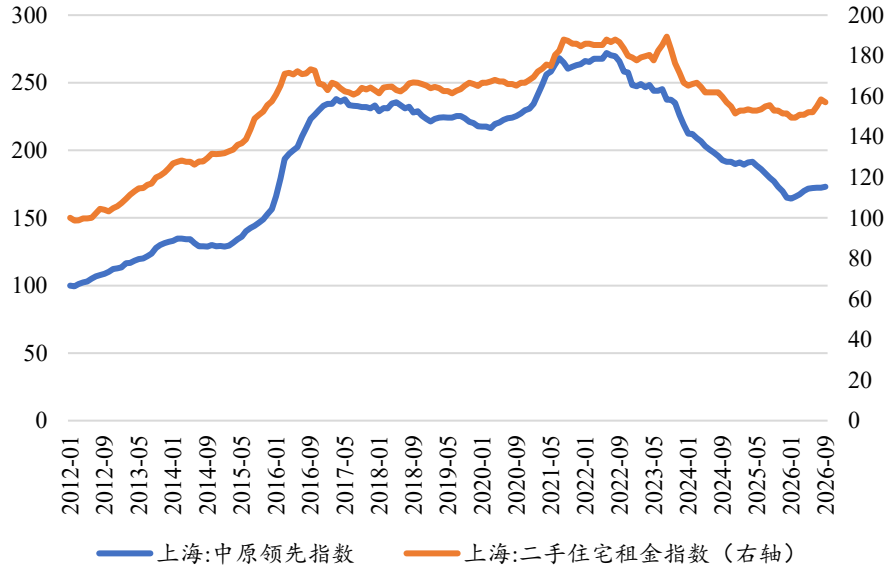
4 投资建议

5 风险提示

3.1 房价的定价锚正在切换：从“股性”到“债性”

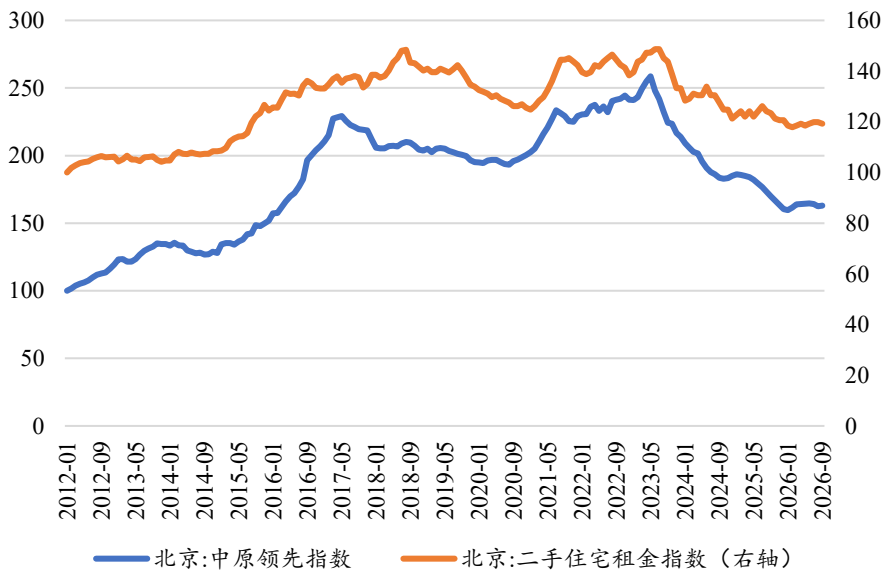
伴随房价的长期持续调整，居民对持有房产的核心考量指标逐步从“股性”（看重房价上涨带来的价差，类似资本利得）向“债性”（看重租金现金流，类似票息）迁移，房价的定价锚正在切换。从长周期看，核心城市租金指数和房价指数呈现一定的相关度，我们发现核心城市这一趋势较为显著。

图15：上海租金指数和房价指数相关度较高



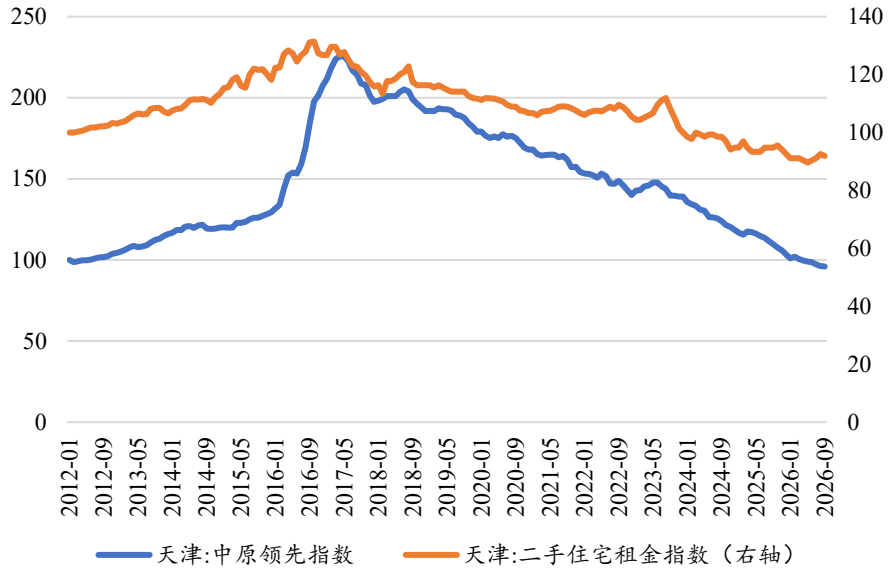
资料来源：Wind、开源证券研究所

图16：北京租金指数和房价指数相关度较高



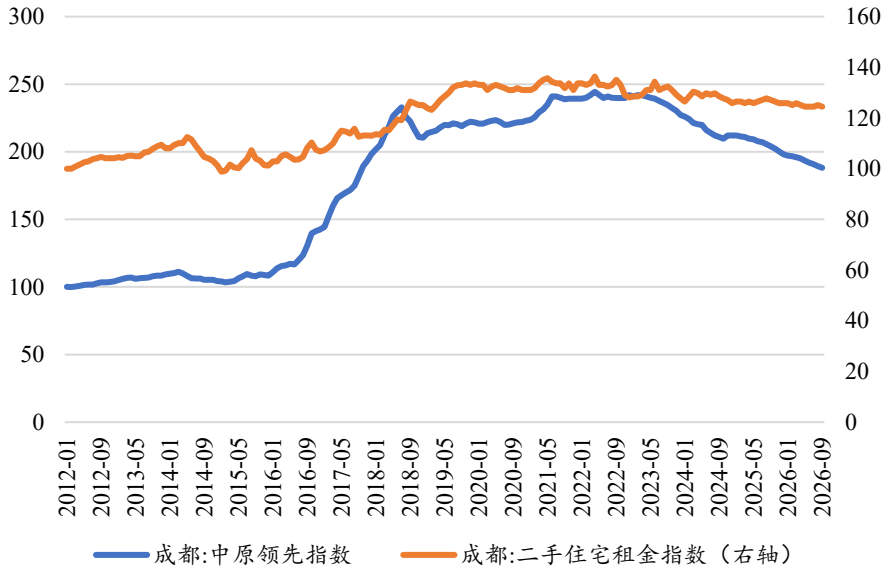
资料来源：Wind、开源证券研究所

图17：天津租金指数和房价指数也有一定相关度



资料来源：Wind、开源证券研究所

图18：成都租金指数和房价指数也有一定相关度



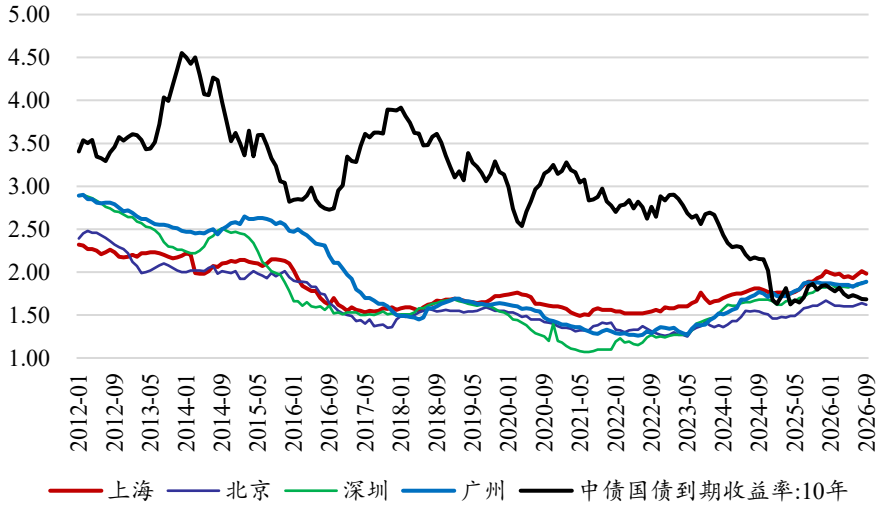
资料来源：Wind、开源证券研究所

3.2 租售比超过使用者成本UC，就会拉动购房需求，带动房价止跌回稳

根据使用者成本模型（User Cost Model），一个居民持有一套房屋并消费其提供的“居住服务”，产生的真实经济成本为：
使用者成本UC＝购房资金的机会成本M＋折旧D＋持有成本RC（税费、物业费等）－预期资本利得K

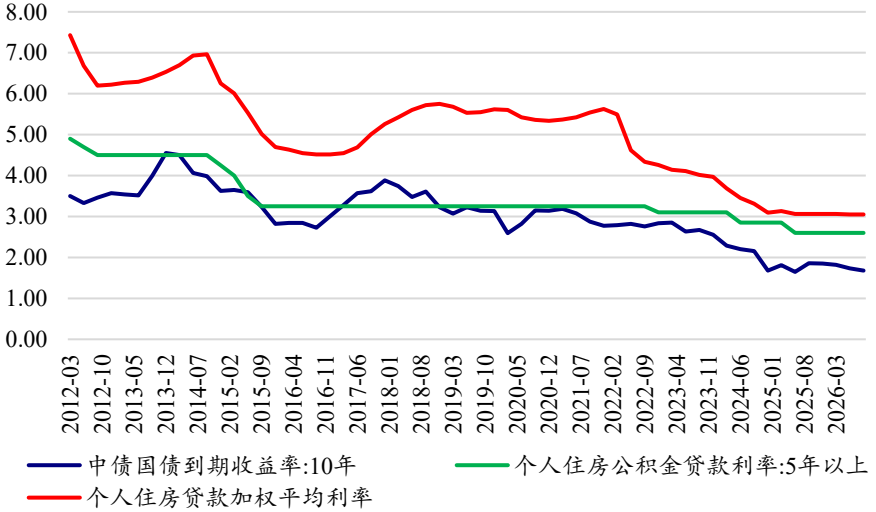
从国内情况看：1）按揭贷款和公积金贷款利率在过往几年均持续下行，居民购房资金的机会成本持续下行；2）中国存量二手房持有成本很低；3）购房的预期资本利得从过往较高值，逐步下修。在过去的2-3年，居民持有房产的使用者成本持续下行。当市场的租金回报率（租售比）超过使用者成本，居民就会产生“租不如买”的感受，拉动购房需求，带动房价止跌回稳。我们认为上海和中国香港的房价止跌回稳都是通过类似的路径。

图19、上海、深圳、广州二手住宅租金回报率已经超过十年期国债收益率



资料来源：Wind、开源证券研究所

图20、按揭贷款和公积金贷款利率在过往几年均持续下行



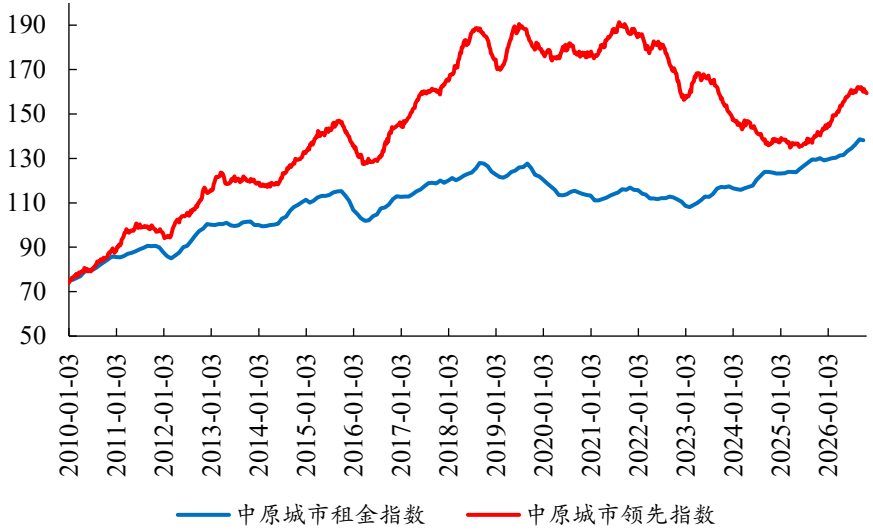
资料来源：Wind、开源证券研究所

3.2 中国香港案例：2023-2025年租金上行，租售比提升，带动房价止跌回稳

中原城市租金指数是月度租金指数，可反映不同角度的租金走势表现。中原城市领先指数是周度房价指数，可反映不同角度的房价走势表现。

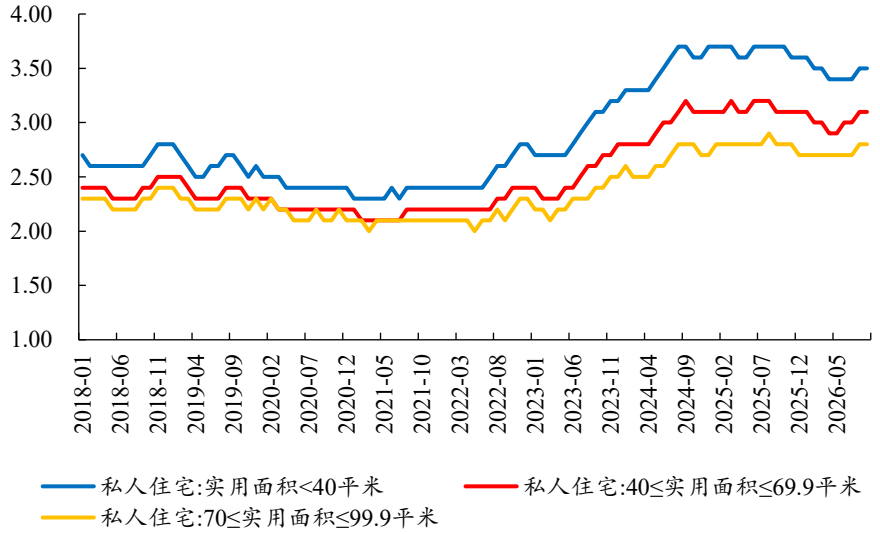
2023年以来，伴随中国香港租金上涨、房价下跌，中国香港住宅租金回报率（租售比）持续上涨，资产配置性价比凸显，带动中国香港房价止跌回稳。

图21：中国香港本轮复苏周期中，租金指数率先于2023年初见底反弹



数据来源：Wind、中原地产、开源证券研究所

图22：中国香港本轮复苏周期中，租金指数率先于2023年初见底反弹



资料来源：Wind、开源证券研究所

目 录
CONTENTS

1 2027年行业研判：供需双弱，供给收缩更显著

2 8·28新政：房地产底层制度的革新，重塑行业经营模式

3 租售比回升引导房价企稳，上海、中国香港是成功案例

4 **投资建议**

5 风险提示

投资建议

8·28新政宣告了房地产在贷款融资、开发模式、销售制度等底层基础制度上的重大变革。对于过往“高负债、高杠杆、高周转”的旧发展模式下诸多弊病，本次新政是一整套系统性改革方案，未来行业将向着加强融资监管、保障购房人权益、企业稳健经营的方向前进。产品力、投资拿地精准度和多元化融资能力将成为房企竞争的胜负手；逐步转型现房销售后，产品的优劣势、装标质量、公区配套、设计兑现度都被即时检验，也倒逼开发商去提高品质。我们认为，2027年房地产行业应聚焦两大主线：一是政策底的估值修复，2026年以来包括公积金、贷款贴息等一系列政策释放明确转向信号，后续增量政策有望持续助力核心城市房地产市场企稳；二是借鉴中国香港“租售比提升——带动房价止跌回稳”的复苏传导路径，核心一二线城市房价止跌回稳后带来的基本面变化。

推荐标的：

（1）布局城市基本面较好、产品力领先的强信用房企：华润置地、中国金茂、建发国际集团、招商蛇口、保利发展、中国海外发展、建发股份、滨江集团、越秀地产、绿城中国；

（2）住宅与商业地产双轮驱动，REITs快速发展助力资管战略落地：华润置地、新城控股、大悦城、龙湖集团；

（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、建发物业、南都物业、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务；

（4）二手房渗透率持续提升，房地产后服务赛道前景广阔：我爱我家、贝壳。

表13：受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化和住宅与商业地产双轮驱动的房企

股票代码	公司名称	评级	总市值(亿人民币)	归母净利润(亿人民币)				P/E		
			2026/11/5	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
	A股									
600048.SH	保利发展	买入	670	10.35	17.32	31.04	49.48	38.7	21.6	13.5
001979.SZ	招商蛇口	买入	707	10.24	12.71	22.08	32.28	55.6	32.0	21.9
601155.SH	新城控股	买入	283	6.80	11.18	16.14	24.28	25.3	17.5	11.6
600153.SH	建发股份	买入	254	-108.15	22.11	36.48	46.44	11.5	7.0	5.5
600383.SH	滨江集团	买入	97	21.16	24.08	27.06	25.05	4.0	3.6	3.9
000031.SZ	大悦城	买入	92	-23.5	-5.78	2.82	9.87	-15.9	32.5	9.3
000560.SZ	我爱我家	买入	69	-0.97	2.68	3.22	3.38	25.7	21.4	20.3
	H股									
1109.HK	华润置地	买入	1,957	254.18	226.1	245.01	259.56	8.7	8.0	7.5
0688.HK	中国海外发展	买入	1,236	126.91	118.13	121.31	126.96	10.5	10.2	9.7
1908.HK	建发国际集团	买入	276	36.51	39.6	40.08	41.83	7.0	6.9	6.6
0817.HK	中国金茂	买入	119	12.53	14.55	15.17	17.3	8.2	7.8	6.9
0960.HK	龙湖集团	买入	279	10.22	17.04	36.93	50.95	16.4	7.6	5.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2026年11月6日，汇率1港元=0.85人民币；盈利预测来自开源证券研究所）

5 风险提示

（1）宏观经济下行：经济下行或将导致收入和购买力下降，购房需求受到冲击。

（2）房企融资进展不及预期：房地产企业融资受限，资金到位不及预期，导致整体建设进度和销售回款滞后。

（3）行业竞争加剧：竞争加剧可能导致价格下行，侵蚀企业利润，行业分化加剧。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及
的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮箱：research@kysec.cn
北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮箱：research@kysec.cn
深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn
西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券