



地产专题分析报告

宏观专题研究报告

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

房地产市场何时迎来“最后一跌”？

当前房地产市场的现状是新房有价无量、二手房以价换量。因此，新房市场的症结在于“量”，二手房市场的症结在于“价”。如果将二手房成交纳入考量，我国新建住宅+二手住宅总成交面积从2021年的19.3亿平方米大幅下滑至2022年的15亿平方米以后，2023、2024年基本稳定在了15亿平方米左右的水平，预计2025年也将继续保持这一水平。这意味着需求侧的收缩并非当前新房市场的症结，新房成交面积的持续收缩更多源于成交结构的变化，即二手房对新房成交的加速替代。此外，新房销量的压力还源自“好房子”较快迭代带来的观望情绪，以及核心区域优质供给不足导致的延迟购买倾向。相较于新房市场，二手房市场整体的供需失衡更加明显，新增挂牌量带来的抛售压力是二手房价格持续回落的原因。但二手房挂牌增长最快的阶段已经过去，目前已进入“去库存”阶段。

判断房地产市场何时止跌回稳，关键看以下几个视角：

1) 二手房成交占比，对应新房“量”的企稳。按照当前的提升速度，预计明年上半年18个样本城市的二手房成交占比有望接近或超过日本（60%-63%）的稳态区间下沿。这意味着新房的“量”有望企稳，明年新建住宅销售面积同比增速有望回到零附近。

2) 租金回报率，对应二手房“价”的企稳。房价更合理的“锚”是租金回报率接近2.6%的公积金贷款利率，上下浮动区间在20BP左右，即2.4%-2.8%。全国百城租金回报率为2.37%，较合理水平还有10-20BP的距离。按照当前房价的调整速度，预计在明年二季度左右，租金回报率将初步达到合理区间。此外，与中国香港、日本东京、美国纽约、德国柏林等国际都市的净租息相比，我国的租金回报率并未明显偏低。

3) 房价收入比，对应估值泡沫的消化。Numbeo对我国房价收入比的测算存在高估，如果我们按照当前二手房成交的中位数和家庭可支配收入重估房价收入比，即使是北京和上海等一线城市，房价收入比也没有超过15，整体已回归相对合理区间。

无论是从二手房成交占比、租金回报率还是房价收入比看，房地产市场距离止跌回稳并不遥远，按照当前市场调整的节奏，预计明年一、二季度有望企稳。房地产市场要实现“最后一跌”，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。一方面，以房地产为代表的旧动能谢幕的同时，新动能也在加速确立，新旧动能转换步伐加快。新动能的蓬勃发展将带来一批具有购买力的群体，反哺以房地产为代表的旧动能。另一方面，明年是十五五开局之年，预计政策逆周期调控力度将加大，一季度经济实现开门红的概率不低。房地产市场能否实现止跌回稳，关键看二季度这一“超级窗口”。在宏观因素的触发下，房地产市场有望实现止跌回稳。

但房地产市场的企稳不是一蹴而就的，不同城市、不同类型的房产企稳节奏存在差异。从企稳顺序看，预计新房“量”的企稳将早于二手房“价”的企稳。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。对于不同能级城市而言，房地产市场止跌回稳对应的租金回报率也并不相同。对于一线城市而言，考虑到我国城镇化进程尚未结束，以及未来人口向高能级城市聚集的态势仍将延续，一线城市核心区域的房子未来仍有望跑赢通胀，具备投资价值，其合理的租金回报率预计在2.0%-2.2%左右。对于二三线城市而言，在宏观因素尚未对房地产市场形成支撑的当下，能够初步实现止跌回稳的城市普遍具备两个特征：一是高租金回报率，通常在3%以上；二是租金价格止跌，同比增速在0.5%以上。

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。



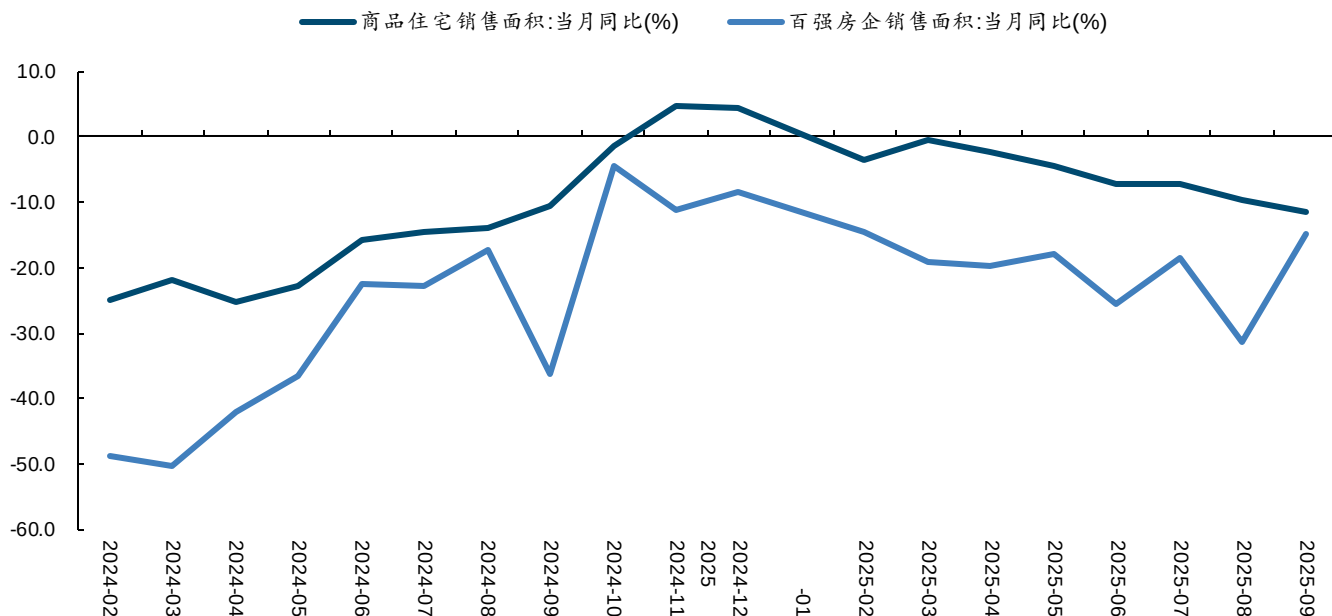
一、当前房地产市场的症结

当前房地产市场的现状是新房有价无量、二手房以价换量。

年初以来，新房成交面积持续承压。1-9月商品住宅销售面积同比下降5.6%，9月同比下降11.4%，较8月9.7%降幅走阔。1-9月百强房企销售面积1.2亿平方米，同比下降20.1%。其中，9月同比-14.7%，较8月-31.3%增速改善。

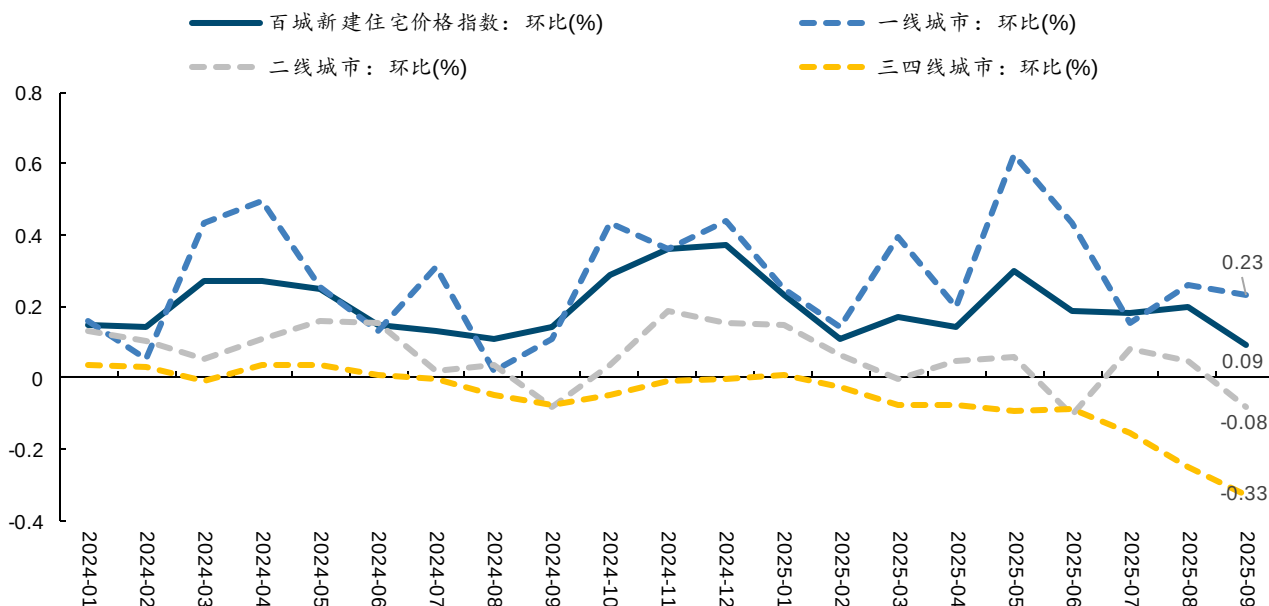
新房住宅价格延续上涨态势。根据中指研究院数据，9月百城新房住宅价格同比上涨2.7%，环比增长0.1%。分城市能级看，新房价格显著分化，一二线城市和三四线城市呈现“冷暖不均”的格局。其中，9月一线和二线城市同比增速分别为4.0%和0.6%，环比增速分别为0.2%、-0.1%，三四线城市同、环比增速分别为-1.2%、-0.3%。

图表1：年初以来，新房成交量持续承压



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：新房住宅价格环比延续改善



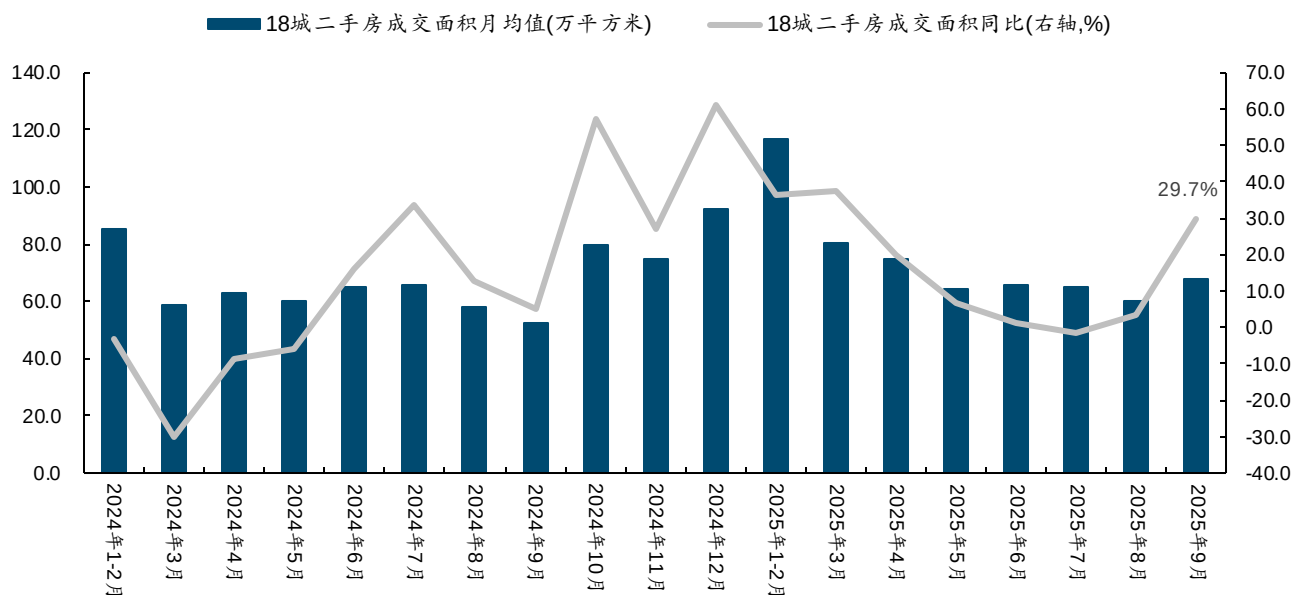
来源：中指研究院，国金证券研究所



与新房市场恰恰相反，年初以来的二手房市场始终保持量增价跌的格局。今年1-9月，18个样本城市二手房成交面积同比增长17.1%，9月同比增长29.7%，较8月3.1%增速显著改善。

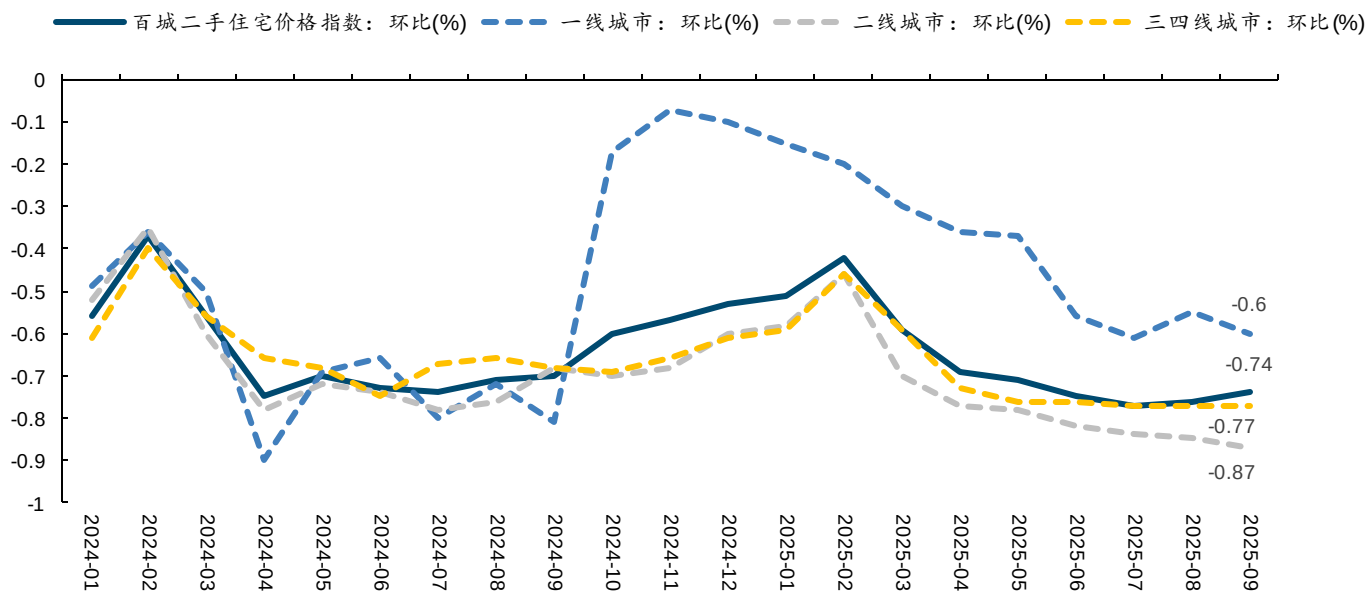
与此同时，二手房价格持续承压。9月百城二手住宅价格环比回落0.7%，为连续41个月环比下跌，同比增速为-7.4%，降幅较8月略有走阔。尽管各能级城市的二手住宅价格均处于下跌区间，但二线城市的跌幅最为显著。9月一线、二线和三四线城市二手住宅价格环比分别为-0.6%、-0.9%和-0.8%，同比增速分别为-4.0%、-8.3%和-7.9%。

图表3：二手房成交量延续增长



来源：Wind，中指研究院，国金证券研究所

图表4：二手房价格持续承压



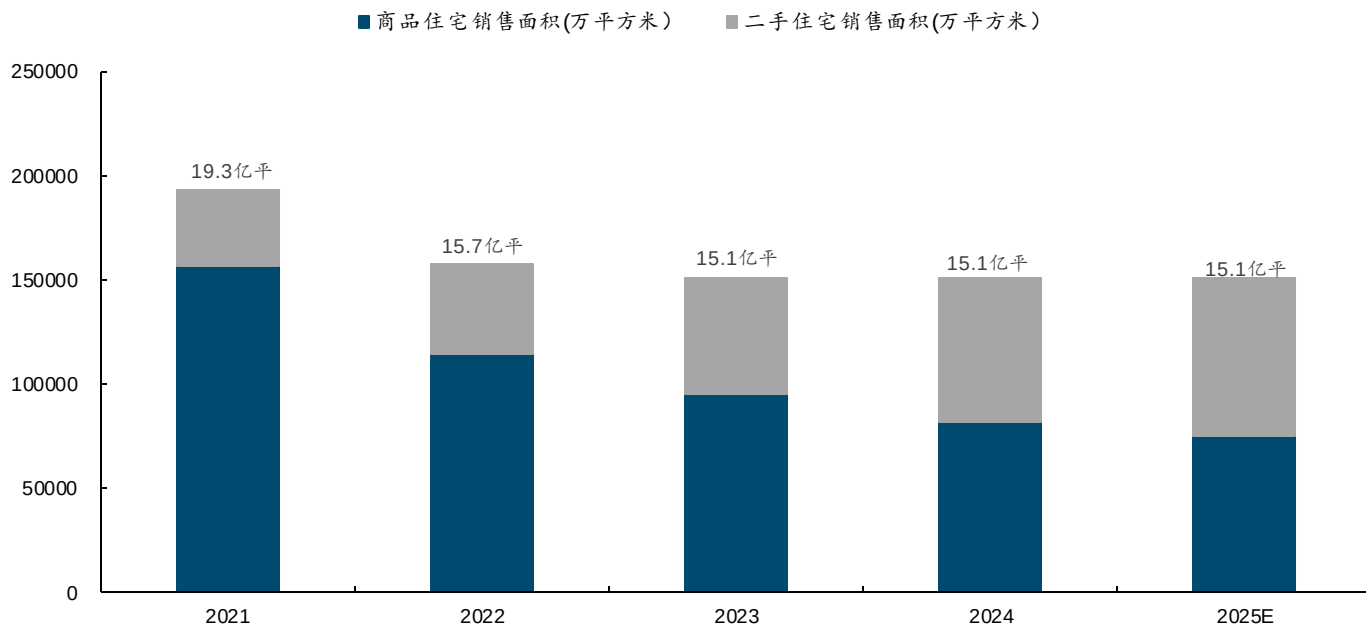
来源：中指研究院，国金证券研究所



因此，当前新房市场的症结在于“量”，二手房市场的症结在于“价”。

我国新房住宅销售面积由 2021 年高点的 15.7 亿平方米回落至 2024 年的 8.1 亿平方米，预计 2025 年将进一步下降至 7.5 亿平方米。尽管新房成交面积自 2022 年以来持续收缩，但城镇化进程放缓、人口老龄化等因素导致房地产需求侧的萎缩并非主要原因。如果将二手房成交纳入考量，我国新建住宅+二手住宅总成交面积从 2021 年的 19.3 亿平方米大幅下滑至 2022 年的 15.7 亿平方米以后，2023、2024 年基本稳定在了 15 亿平方米左右的水平，预计 2025 年也将继续保持这一水平。

图表5：2022 年以来，新房和二手房成交面积之和稳定在 15 亿平方米左右



来源：Wind，国金证券研究所

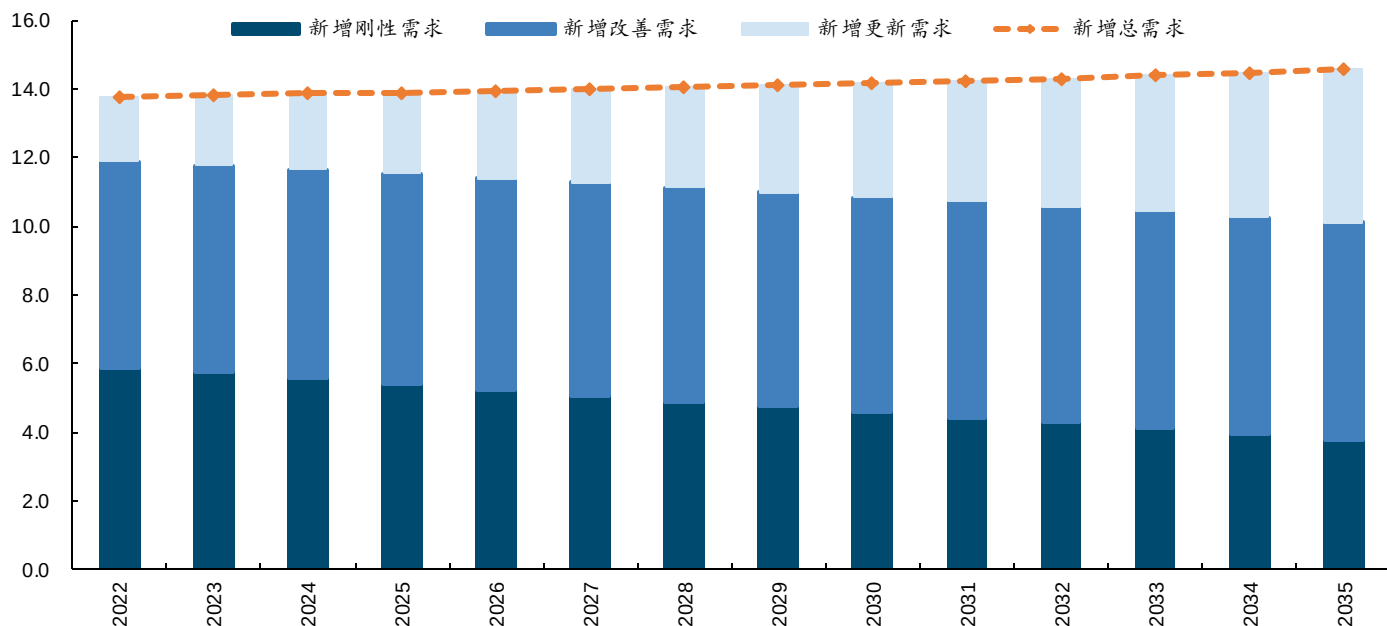
事实上，2022 年新建住宅+二手住宅总成交面积较 2021 年的大幅收缩，反映的是投机需求的衰减。如果没有投机性需求，仅有真实居住需求¹的话，住房需求将是由总人口、城镇化、人均住房面积、折旧更新等因素决定的慢变量，短期内发生大幅波动的可能性不大，这也是过去三年住宅总需求能够稳定在 15 亿平的原因。

根据我们的测算，在 2030 年之前，如果不考虑投机性需求的话，新增住房需求将大致稳定在 14 亿平方米左右，当前可能已经达到了稳态水平。

¹ 投资性需求也是真实居住需求，因为用于出租的住房也对应了租户的居住需求



图表6：不考虑投机性需求，2030年之前我国新增住房总需求将稳定在14亿平方米（单位：亿平方米）



来源：Wind，国金证券研究所

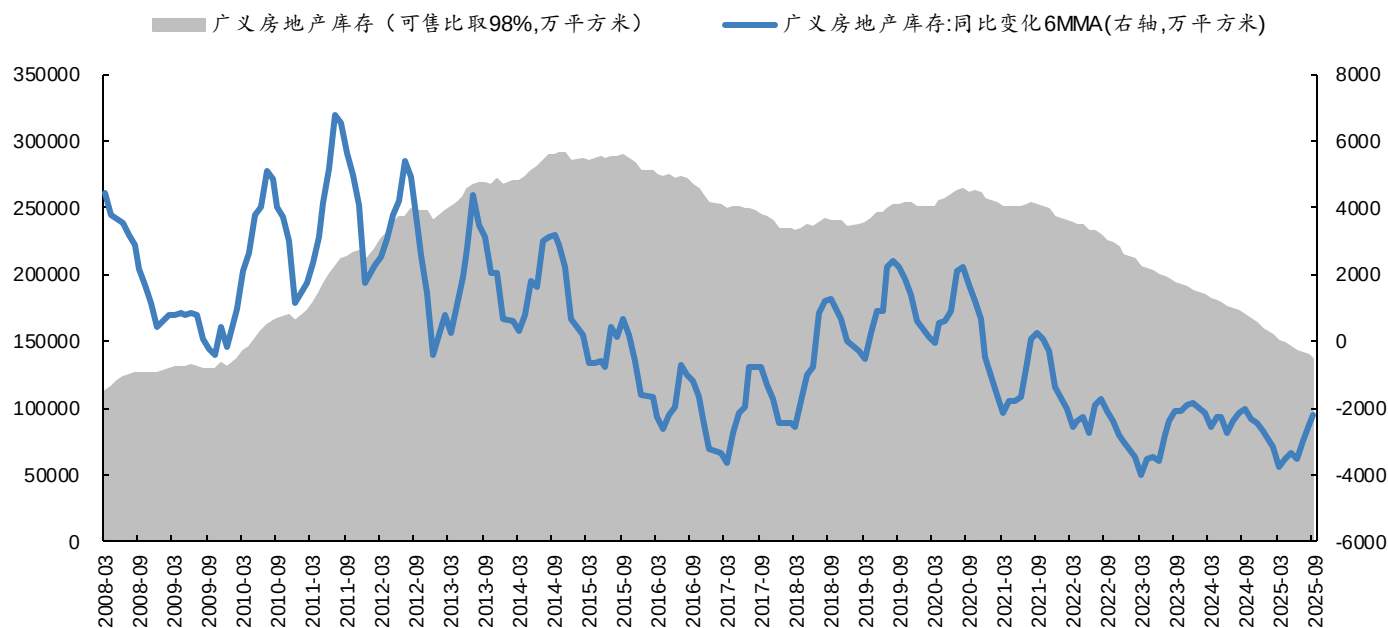
因此，需求侧的收缩并非当前新房市场的症结，新房成交面积的持续收缩更多源于成交结构的变化，即二手房对新房成交的加速替代。2021年我国二手房成交占比仅有19%，随着新房取消限价、部分房企出险以及房地产市场由成长期进入成熟期，二手房成交占比逐年提升，到2024年已达到46%，预计2025年将进一步提升至50%左右。当成交结构趋于稳定，二手房成交占比达到合理区间，新房的“量”也将止跌。

此外，新房销量的压力还源自“好房子”较快迭代带来的观望情绪，以及核心区域优质供给不足导致的延迟购买倾向。去年以来，得房率100%的“新好房”受到购房者的追捧，但随着今年各地陆续出现得房率120%、140%的项目，导致新规产品变“旧规”，反而加剧购房者观望情绪。

根据我们的测算，2025年新房住宅销售面积将保持在7.5亿平方米，新开工面积预计降至6亿平方米，竣工面积降至5亿平方米。今年以来，新房广义库存平均每月下降2000万平方米左右，目前广义库存已降至13.7亿平方米，接近2010年初的水平。随着新增需求不断消化冗余库存，市场自然企稳出清。



图表7：新房广义库存已接近 2010 年初水平

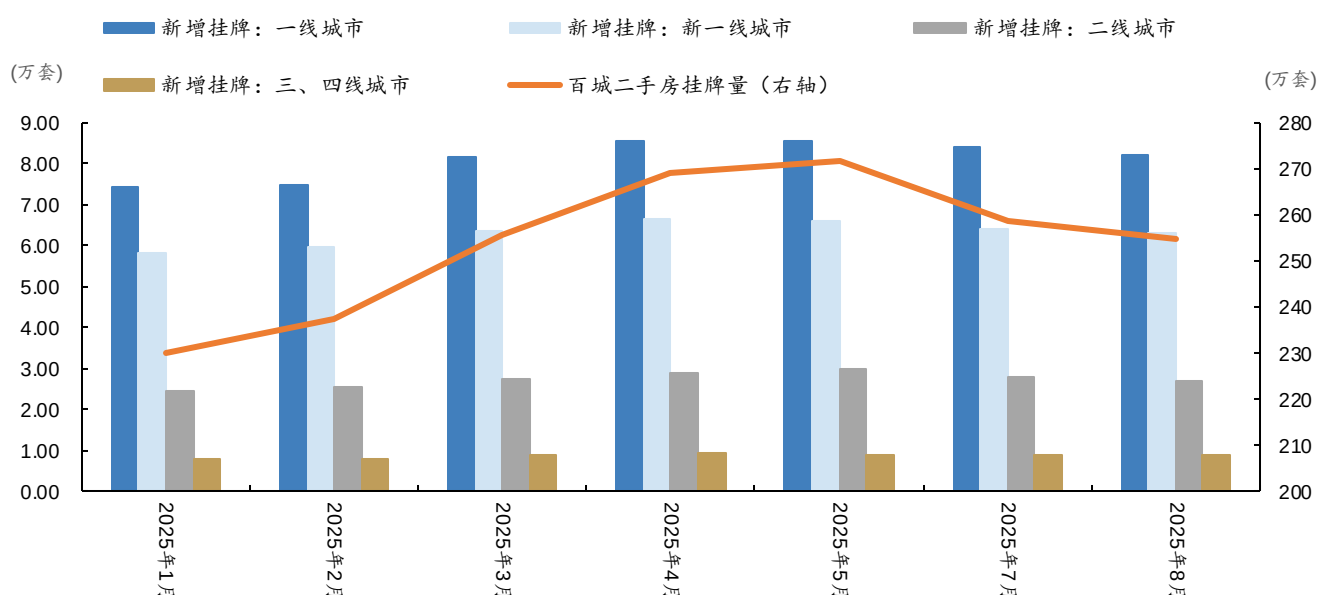


来源：Wind，国金证券研究所

相较于新房市场，二手房市场整体的供需失衡更加明显，新增挂牌量带来的抛售压力是二手房价格持续回落的原因。3月以来，二手房挂牌量迅速增加，随之而来的是二手房价格的加速下跌。对于二手房市场而言，空头的力量来自新增挂牌，由于价格调整相较于新房更加灵活，面对供需失衡的压力，以价换量成为必然的选择。

但二手房挂牌增长最快的阶段已经过去，二手房市场已进入“去库存”阶段。根据 58 安居客研究院数据，百城二手房挂牌量自 7 月以来出现回落，各能级城市的新增挂牌量开始下降。其中，一线、新一线、二线城市 8 月新增二手房挂牌量分别为 8.2、6.3、2.7 万套，环比减少 0.2、0.1、0.1 万套，三四线城市新增挂牌量为 0.9 万套，环比持平。这意味着当前二手房市场已进入存量博弈阶段，在经历“最后一跌”之后有望实现止跌回稳。

图表8：百城二手房挂牌量出现回落



来源：58 安居客研究院，国金证券研究所

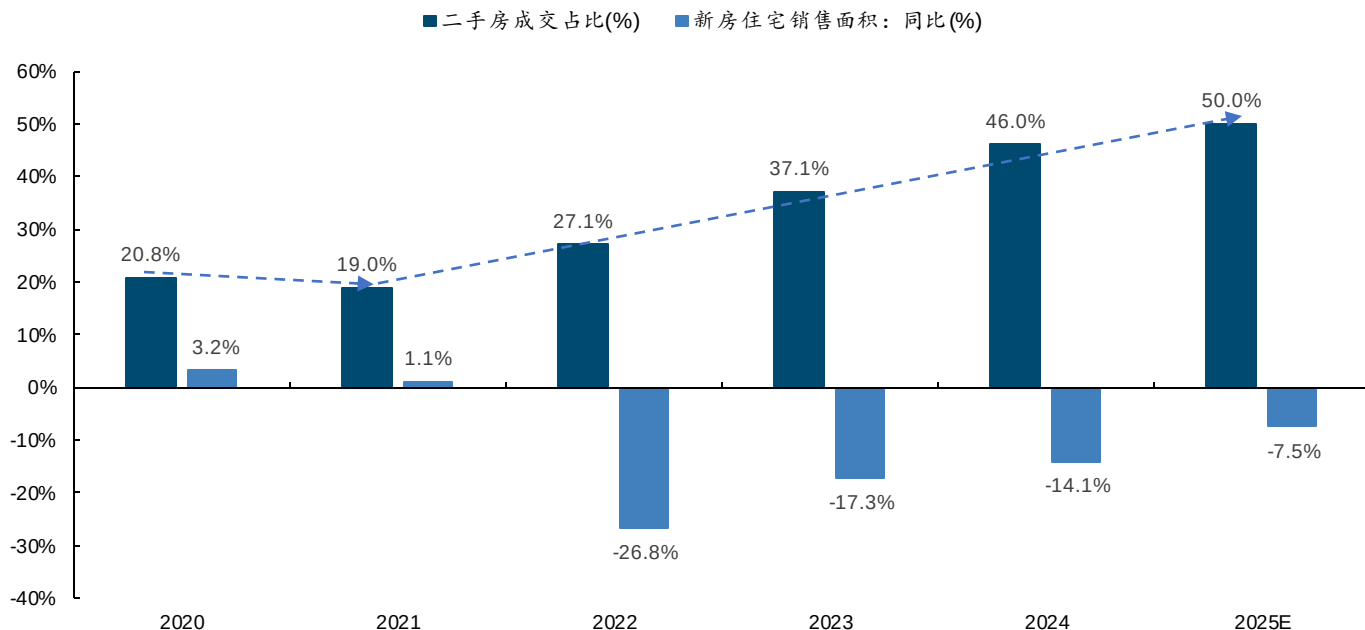


二、判断房地产止跌回稳的几个视角

1、二手房成交占比，对应新房“量”的企稳。

2022 年以来，全国新房住宅和二手房住宅成交面积整体稳定在 15 亿平方米左右，新房成交面积的收缩主要来自于二手房对新房的加速替代。2022-2024 年全国二手房成交占比的年均增幅在 8-10 个百分点左右，2025 年成交结构企稳的迹象初现，预计全国二手房成交占比将达到 50% 左右，较上年增幅收窄至 4 个百分点。

图表9：全国二手房成交占比和新房住宅销售面积同比变化



来源：Wind、中房网、经济日报、央视网，国金证券研究所

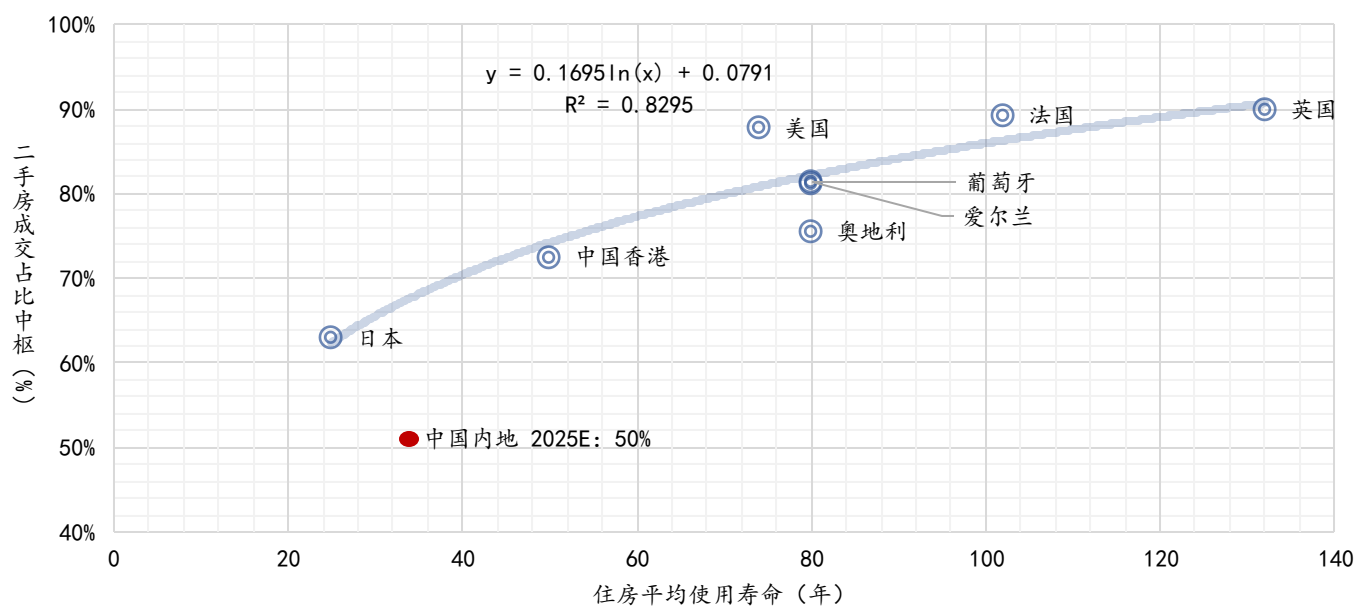
那么，二手房成交占比是否存在区间上限？当二手房成交占比接近这一水平时，房地产市场的成交结构将趋于稳定，这意味着二手房对新房销量的“挤出”将接近尾声，新房市场有望企稳。

首先，从国际经验看，成熟房地产市场的二手房成交占比通常存在稳定的区间，其决定因素是房子的使用寿命。使用寿命越长，二手房成交占比越高。这背后的逻辑是，超出使用年限的住房通常不会在二手房市场流通，无法形成有效供给。比如，英国的住房平均使用寿命能够达到 132 年，所以二手房的成交占比最高（90%）；而日本的住房平均使用寿命只有 25 年，其二手房的成交占比中枢最低（63%）。

中国内地的住房平均使用寿命约为 30 年，略高于日本，但低于中国香港的 50 年，因此在房地产市场进入成熟期后，中国内地二手房的成交占比理论上应该高于日本（60%-63%），低于中国香港（74%-77%）。



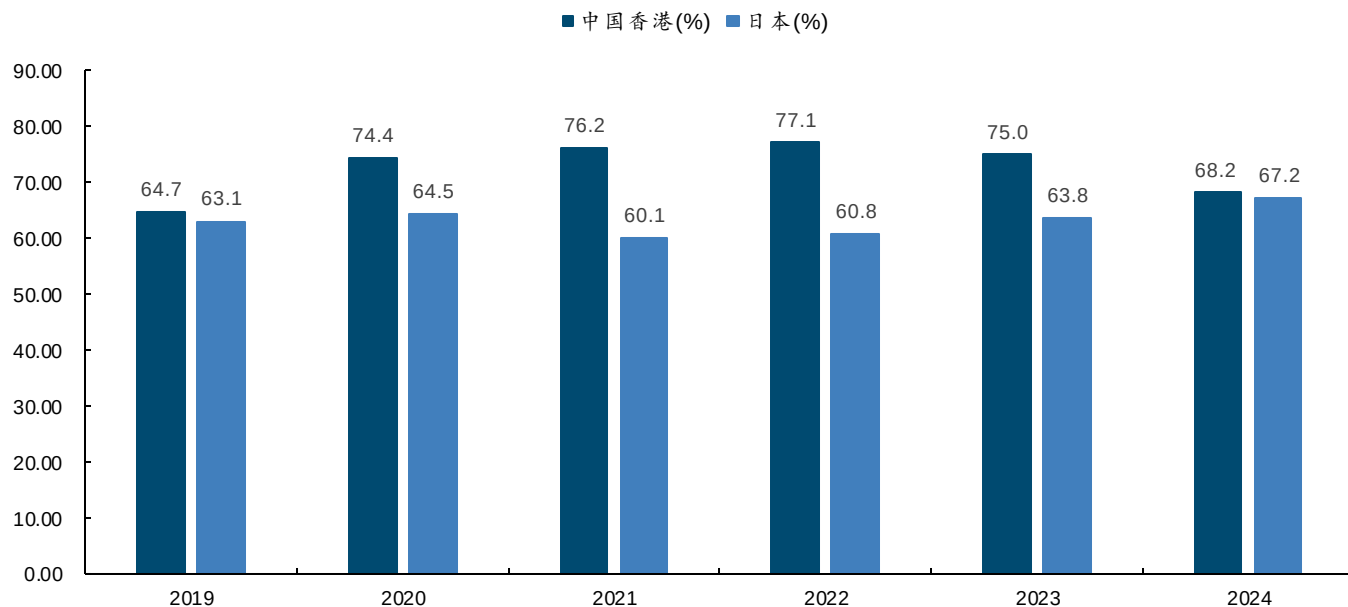
图表10：从国际上看，二手房成交占比的中枢与住房平均使用寿命成正比



来源：Wind，iFind，Land Registry GOV.UK，Eurostat，人民网，中国日报，ScienceDirect，中国房地产网，中国建筑标准设计网，国金证券研究所

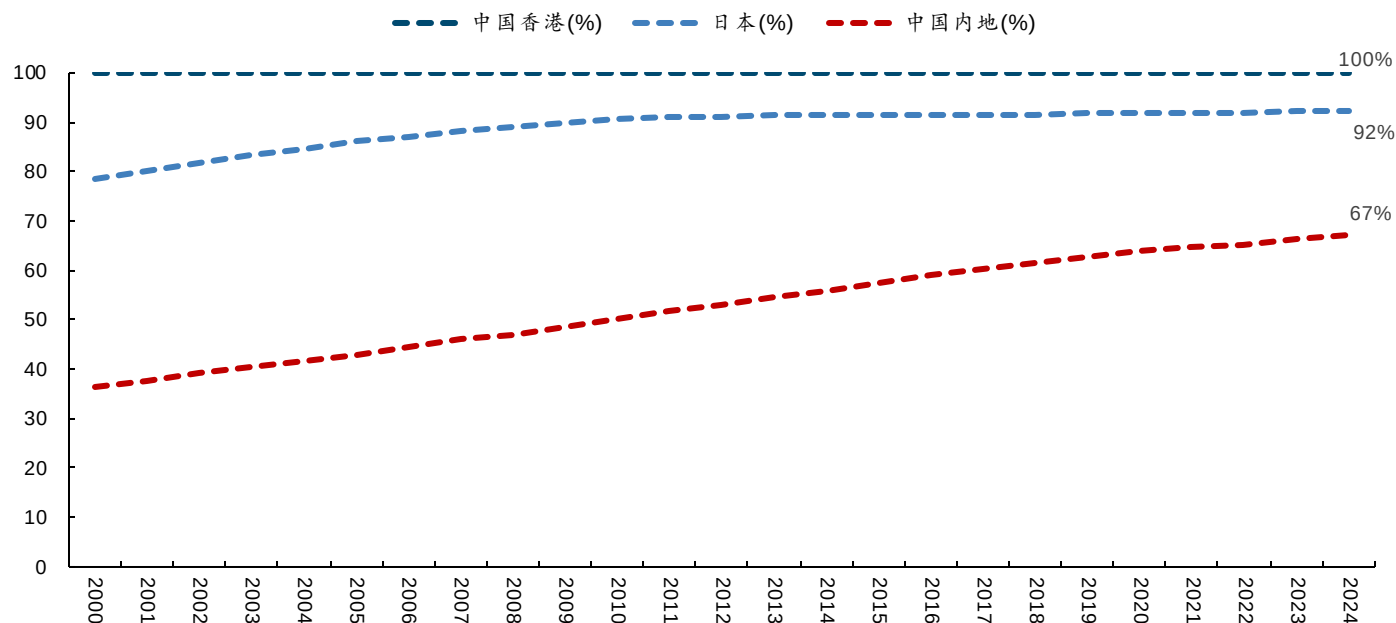
注：二手房成交占比中枢采用各经济体 2019-2024 年均值

图表11：2019-2024 年中国香港和日本二手房成交占比



来源：Wind，不动产经济研究所，国金证券研究所

图表12: 中国内地常住人口城镇化率较中国香港和日本仍有较大差距



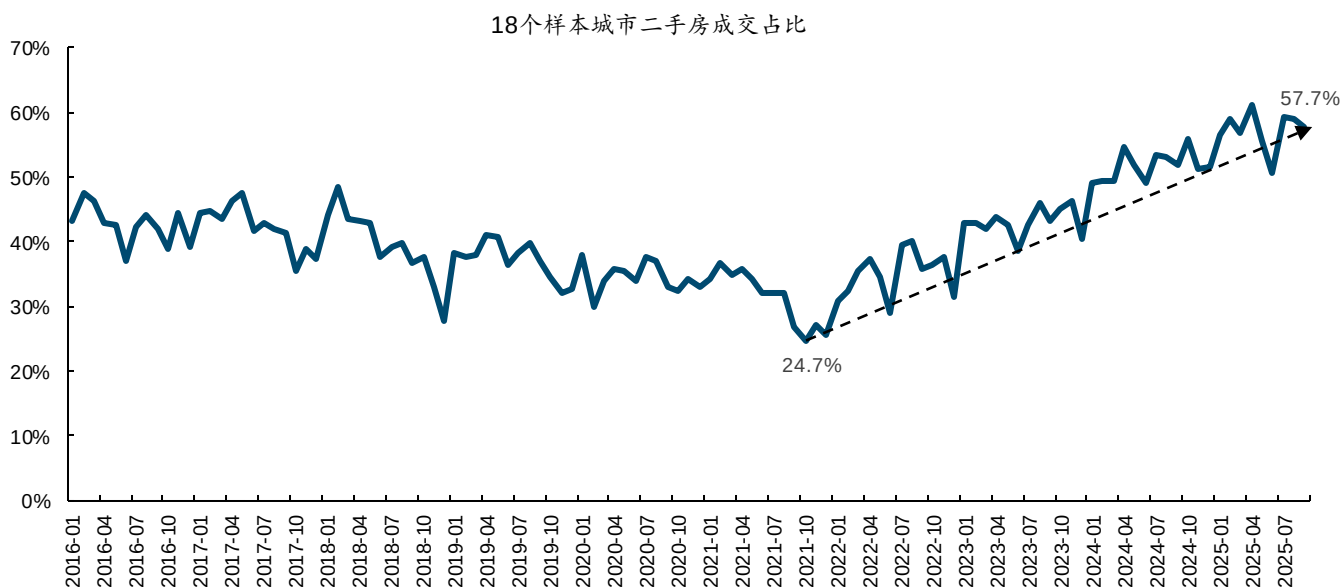
来源：Wind，国金证券研究所

考虑到中国内地的常住人口城镇化率仅有 67%，较日本 (92%) 和中国香港 (100%) 仍有较大差距，并且中国内地的低能级城市和县镇人口流入较少，二手房市场并不活跃，用全国的二手房成交占比和日本、中国香港比较可能并不合适。

因此，我们选取了包含各能级的 18 个样本城市，以其二手房成交占比作为判断房地产市场止跌回稳的指标之一。根据我们的测算，今年前三季度 18 个样本城市二手房成交占比达到 57.2%，较去年同期增加 5.8 个百分点，9 月二手房成交占比达到 57.7%，较 2021 年 10 月低点增加 33 个百分点。

按照当前的提升速度,预计明年上半年18个样本城市的二手房成交占比有望接近或超过日本(60%-63%)的稳态区间下沿。这意味着新房的“量”有望企稳,明年新建住宅销售面积同比增速有望回到零附近。

图表13: 18个样本城市二手房成交占比持续提升



来源：Wind，国金证券研究所



其次，随着“好房子”的入市，新房和二手房之间不再是完全竞争关系。

从近期的成交数据看，二手房正在加速“刚需化”。9月北京、上海、广州、深圳成交的二手房总价500万元以下的比例分别为78%、82%、93%、76%，除杭州以外的新一线城市的成交总价则普遍在200万元以下。

从供给结构看，新房“改善化”的态势也愈发明显。根据克而瑞数据，9月重点城市商品住宅供给中，刚需、改善、高端占比结构为30%、53%和17%，改善需求和高端需求占七成。同时，八成以上的城市的新房供给由改善需求和高端需求主导。

随着新规住宅产品力的提升，新房较二手房的吸引力增加，分流部分改善需求。这一定程度上抑制了二手房对新房的“挤出”影响，进而压制二手房成交占比的提升速度和区间上限。随着新房优质供给的释放，样本城市二手房成交占比的稳态水平可能低于60%-63%，这意味着新房“量”的企稳可能更早到来。

图表14：2025年9月一线和新一线城市二手房成交总价分布情况

城市	0-200万	200-300万	300-500万	500-700万	700-1000万	1000-1500万	1500-3000万	3000万以上
北京	24.0%	23.0%	31.0%	12.0%	5.6%	2.4%	0.8%	0.1%
上海	39.0%	22.0%	21.0%	7.5%	5.0%	2.8%	1.3%	0.4%
广州	64.0%	17.0%	12.0%	2.8%	1.1%	0.5%	0.4%	0.0%
深圳	25.0%	20.0%	31.0%	10.0%	5.8%	3.4%	2.1%	0.0%
杭州	54.0%	20.0%	15.0%	5.1%	2.2%	1.2%	0.7%	0.0%
城市	0-100万	100-200万	200-300万	300-500万	500-700万	700-1000万	1000万以上	
成都	55.0%	33.0%	7.3%	3.3%	0.4%	0.2%	0.1%	
重庆	70.0%	22.0%	4.3%	1.8%	0.4%	0.1%	0.2%	
天津	59.0%	28.0%	7.5%	3.8%	0.5%	0.2%	0.1%	
武汉	63.0%	29.0%	5.0%	2.0%	0.4%	0.1%	0.1%	
南京	42.0%	33.0%	12.0%	9.2%	1.8%	0.3%	0.2%	
西安	56.0%	33.0%	6.6%	3.2%	0.3%	0.1%	0.2%	
长沙	69.0%	25.0%	3.6%	1.0%	0.2%	0.0%	0.0%	
郑州	71.0%	23.0%	3.4%	1.0%	0.2%	0.4%	0.1%	
合肥	51.0%	36.0%	7.7%	3.3%	0.7%	0.2%	0.1%	
苏州	41.0%	40.0%	10.0%	5.4%	1.2%	0.3%	0.2%	
青岛	51.0%	34.0%	8.1%	4.7%	0.9%	0.4%	0.2%	
东莞	37.0%	43.0%	10.0%	5.1%	1.2%	0.6%	0.4%	
宁波	38.0%	40.0%	11.0%	6.5%	1.4%	0.5%	0.1%	

来源：冰山数据，国金证券研究所

图表15：2025年9月重点城市新房供应结构

城市	刚需	改善	高端	城市	刚需	改善	高端
南宁	63%	32%	5%	长春	0%	59%	41%
郑州	54%	35%	11%	宁波	43%	57%	0%
广州	50%	36%	14%	昆明	42%	56%	2%
福州	50%	44%	6%	成都	35%	56%	8%
西安	46%	41%	13%	武汉	41%	55%	4%
徐州	35%	36%	29%	常州	0%	55%	45%
厦门	0%	100%	0%	长沙	22%	54%	24%
泉州	1%	100%	0%	深圳	46%	52%	0%
北京	31%	69%	0%	上海	49%	51%	0%
漳州	33%	67%	0%	南京	45%	51%	4%
青岛	28%	64%	8%	天津	35%	41%	24%
重庆	28%	64%	8%	济南	32%	0%	68%
杭州	20%	63%	17%	无锡	38%	35%	67%
合肥	21%	62%	1%	苏州	0%	40%	60%

来源：克而瑞，国金证券研究所



2、租金回报率，对应二手房“价”的企稳。

房子的价值主要由三部分组成：一是居住价值，约等于未来租金的折现，其决定因素是租金回报率和租金变化率；二是投资价值，在过去房地产快速发展阶段，购置房产等于持有看涨期权，即使租金回报率偏低，但房价的上涨预期仍将支撑购买需求；三是所有权价值，包括学区价值和抵押价值等。

随着我国的房地产市场逐渐走向成熟，房子也正在经历由投资品向消费品的过渡。一旦房子转变为消费品，其投资价值不再是影响估值的主要因素，租金回报率决定的居住价值将成为房子估值的“锚”。随着房价的下跌，租金回报率被动上升。当租金回报率高于合理水平时，房子将“跌”出内在价值，房地产市场也有望止跌回稳。

那么，要如何确定全国租金回报率的合理水平呢？

一是从刚改需求的角度看，合理的租金回报率应该接近公积金贷款利率，大致在 2.5%-2.6% 之间。

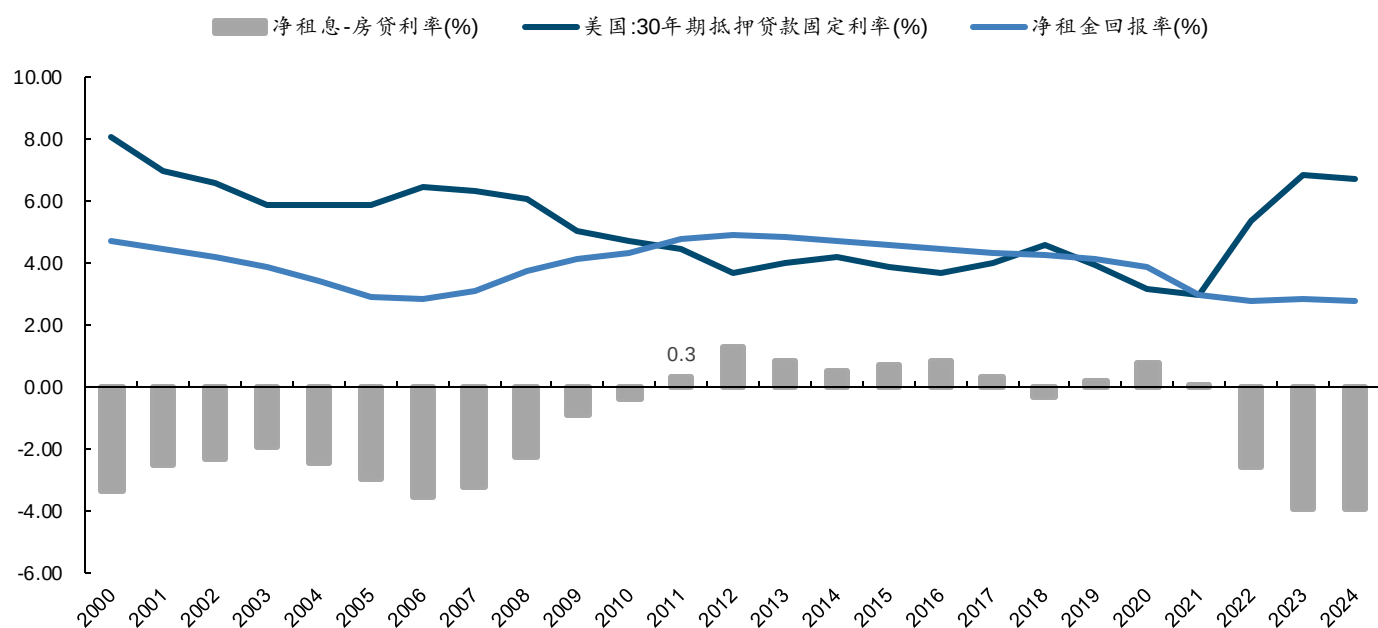
一方面，刚改需求购房主要考虑居住价值，在租房和买房之间作出决策。当租金回报率接近贷款利率之时，意味着租房和买房的成本接近，同时考虑到房子的所有权价值大于等于 0，在此情况下买房是更合适的选择。

另一方面，结合海外房地产市场止跌回稳的经验，美国和日本房地产市场企稳时（美国 2011 年、日本 2009 年），净租金回报率与 30 年期按揭贷款利率之差在 -20 至 30BP 左右。

次贷危机后，美国房地产市场开启下行周期，直至 2011 年新房销量和价格见底，此时美国扣除持有成本后的净租金回报率约为 4.75%，高于 30 年期按揭贷款利率 30BP。

类似地，日本泡沫经济破裂后，房地产市场持续下行，直至 2009 年日本房价见底，此时净租金回报率约为 2.28%，低于按揭贷款利率 20BP。

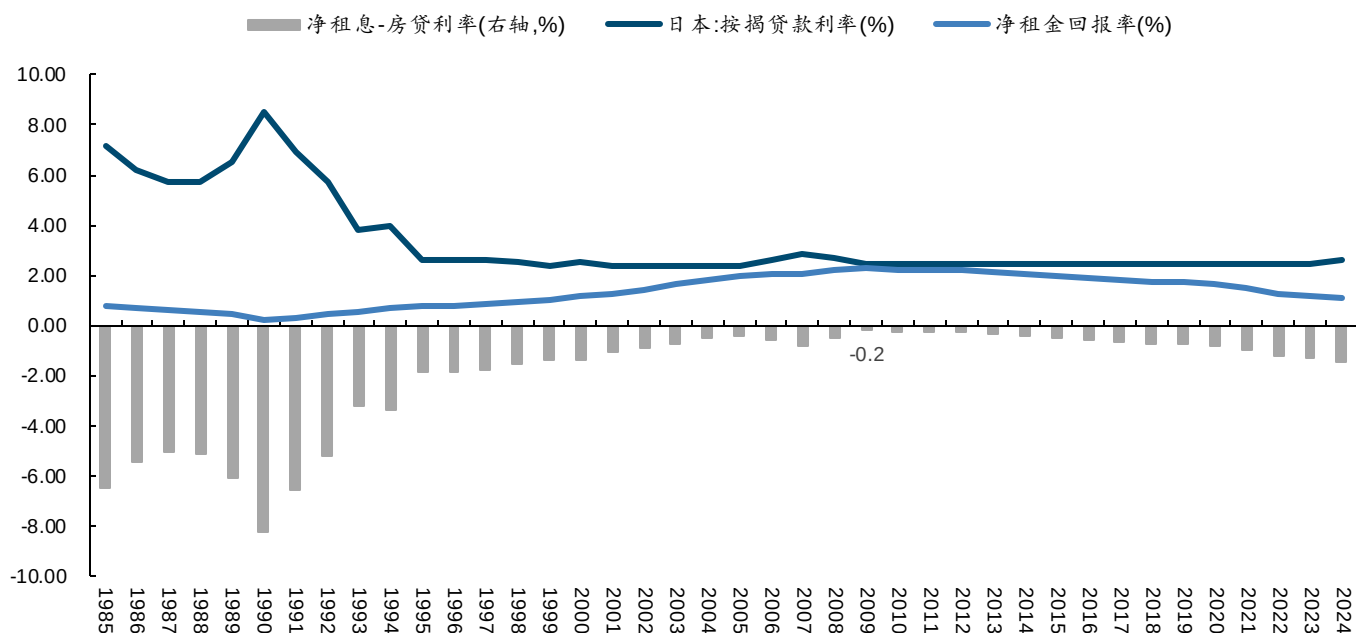
图表16：美国房地产市场企稳时，净租息较按揭贷款利率高出 30BP



来源：Wind，Federal Reserve Bank of Dallas，Eisfeldt 和 Demers（2015），国金证券研究所（美国房屋持有成本取 3.2%）



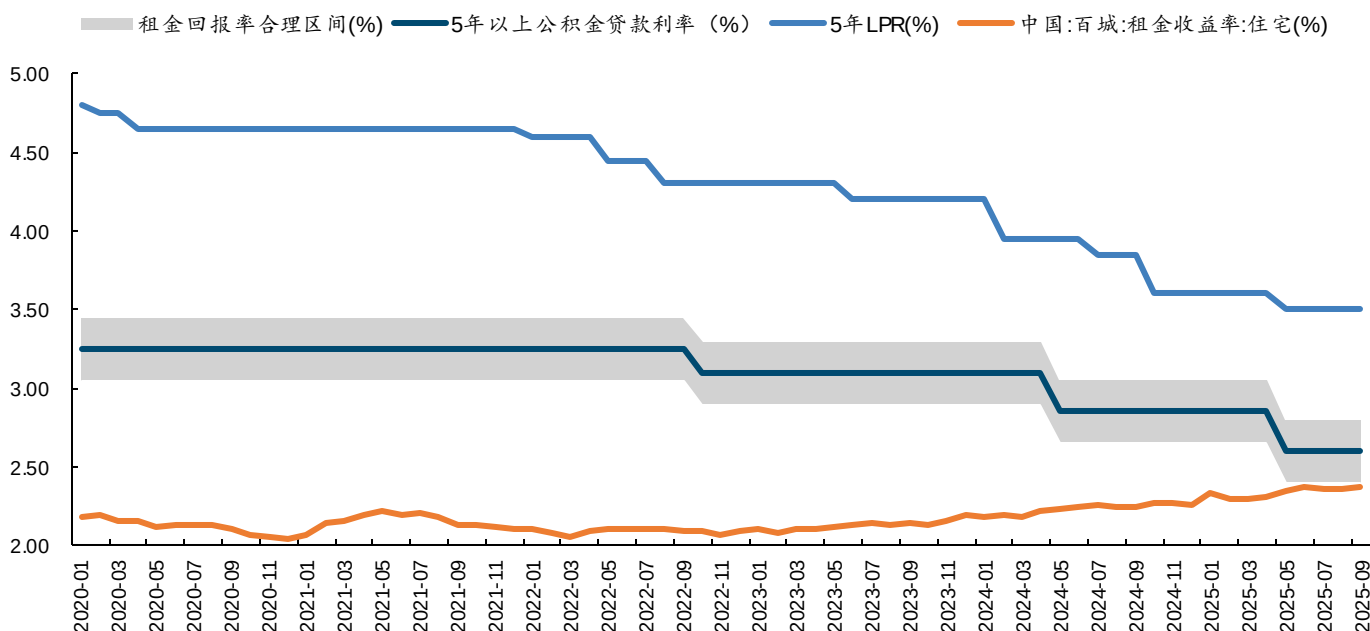
图表17: 日本房地产市场企稳时, 净租息较按揭贷款利率低 20BP



来源: Wind, FRED, 不动产研究所, Global property guide, numbeo, 国金证券研究所 (日本房屋持有成本取 1.5%)

目前中国 5 年 LPR 为 3.5%, 各地首套房贷利率执行标准多数在 LPR-50BP, 即 3.0% 左右。再考虑到公积金贷款制度的存在, 以及二手房刚需化特征明显, 除一线城市外, 二手房成交总价集中在 100 万以下, 普遍低于公积金贷款额度的上限, 房价更合理的“锚”是租金回报率接近 2.6% 的公积金贷款利率, 上下浮动区间在 20BP 左右, 即 2.4%-2.8%。

图表18: 5 年以上公积金贷款利率和租金回报率的合理区间



来源: Wind, 国金证券研究所 (我国住房持有成本接近于零)

Wind 口径下, 全国百城租金回报率为 2.37%, 较合理水平还有 10-20BP 的距离。按照当前房价的调整速度, 预计在明年二季左右, 租金回报率将初步达到合理区间。

如果进一步降息和下调公积金贷款利率, 那么合理的租金回报率水平将变得更低, 二手房“价”的止跌也将更早到来。



二是从绝对水平看，中国的租金回报率是否过低？

截至 2025 年 9 月，全国百城租金回报率为 2.37%。其中，一线、二线和三四线城市租金回报率分别为 1.80%、2.45% 和 2.54%，由于房产持有成本极低，净利息基本等于租金回报率。

中国香港的租金回报率整体在 2%-3% 左右，地段好的房子可以达到 4%。但中国香港房子的持有成本远高于内地，具体包括物业费、差响和地租等，综合成本约占租金的 20% 左右，这意味着中国香港的净租金回报率在 1.8%-2.4% 左右，部分高租息房产回报率可以达到 3.2%。

日本东京的租金回报率大致在 2.5%-4% 左右，持有成本在 1.5%-2% 左右，即东京的净租金回报率在 0.5%-2.5% 之间。

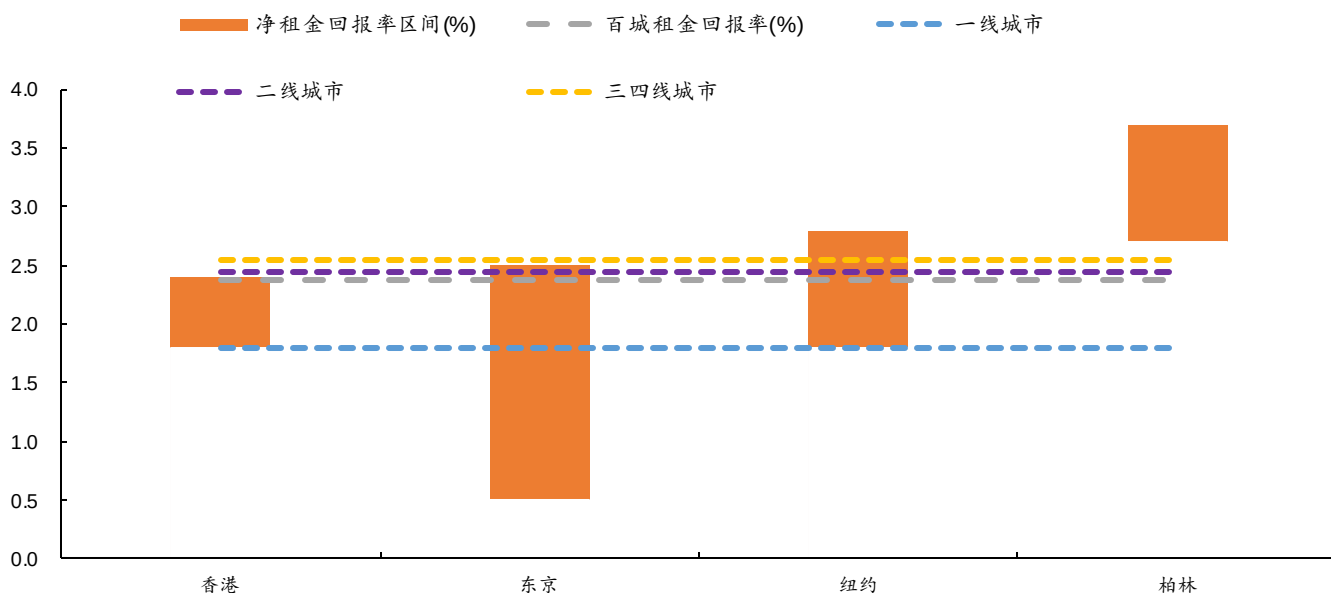
美国纽约的租金回报率大致在 5%-6% 左右，持有成本在 3.2% 左右，对应的净租金回报率在 1.8%-2.8% 左右。

德国柏林的租金回报率大致在 3.5%-4.5% 左右，持有成本在 0.8% 左右，对应的净租金回报率在 2.7%-3.7% 左右。值得注意的是，德国柏林的房屋自有率极低，仅有 15.9%，租金占家庭净收入的比重接近 30%，这是支撑柏林较高净租息的重要原因。

相比之下，中国一线城市 1.8% 左右的净租金回报率并未显著低于国际水平。同时，随着房价的持续调整，一线城市陆续涌现出部分高租息的房产，这也是推动房地产市场止跌回稳的重要力量。

随着房子属性从投资品变为消费品，居住价值才是影响房子估值的核心因素。在租金稳定的前提下，租息高的房子有望率先企稳。例如，北京、上海等一线城市中心区域的老破小，乌鲁木齐、贵阳、哈尔滨等城市的房产。

图表 19：我国的净租金回报率并未显著偏低



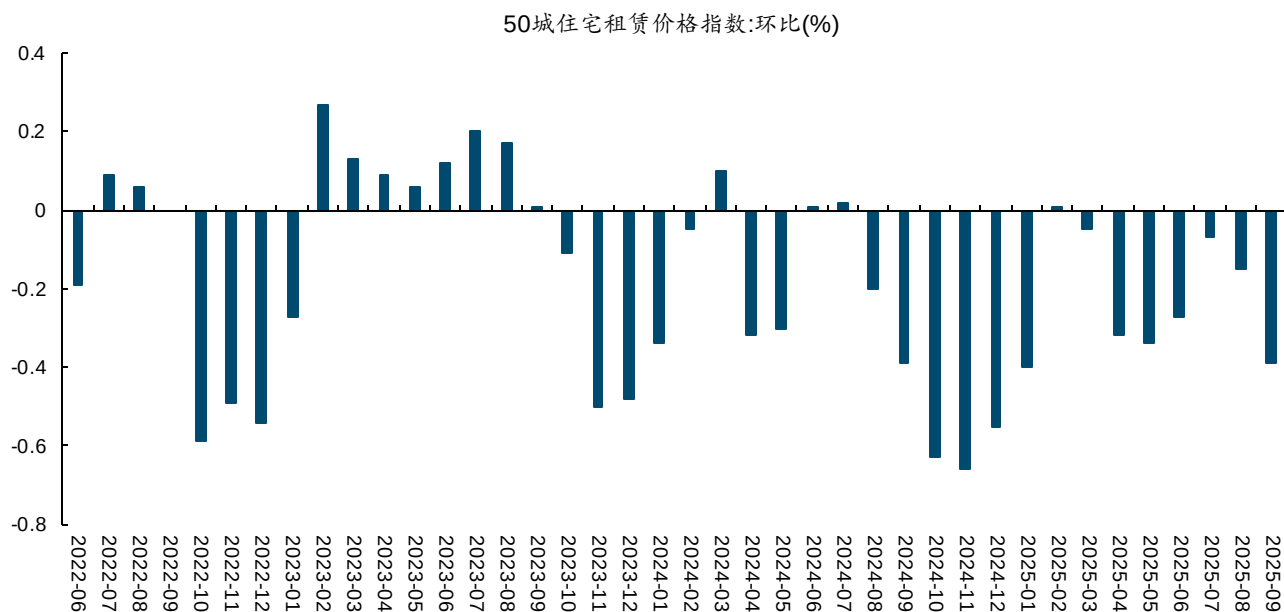
来源：Wind，中原地产，Global property guide，numbeo，国金证券研究所

租金稳定是租金回报率能否成为房价“锚”的前提。中指研究院统计的 50 城住宅租赁价格指数过去半年平均月跌幅为 0.26%。

租金价格的跌幅收窄甚至转正，对于房地产市场止跌回稳至关重要。一方面，租金价格的止跌意味着租金回报率达到合理区间的时间将缩短，房地产市场企稳节奏有望加快。另一方面，对于投资客而言，当租金仍在下跌时，高租息策略可能面临失效的风险，导致部分投资需求仍处于观望阶段。当租金价格止跌时，这部分需求可能会加速释放，进而推动房地产市场的企稳。



图表20：50城住宅租赁价格尚未止跌



来源：中指研究院，国金证券研究所

3、房价收入比，泡沫消化了吗？

一直以来，中国房价收入比过高被认为是房地产市场短期内难以止跌回稳的重要因素。根据 numbeo 数据，北京、上海、广州和深圳的房价收入分别为 37.1、36.3、24.1 和 27.1，远高于纽约、东京和柏林的 15.8、11.9、10.6，接近中国香港的 29.3。

事实上，numbeo 测算的内地房价收入比存在明显高估。房价收入比=房屋总价/家庭可支配收入，numbeo 计算家庭可支配收入的方法是 1.5*人均税后薪酬。在计算中国房价收入比时，由于各地人均税后薪酬数据的获取难度较大，实际选择的数据是人均可支配收入，但我国人均可支配收入的计算方法是居民家庭可支配收入除以家庭人口数，而 numbeo 计算时仅乘以 1.5 还原，导致低估家庭可支配收入，高估房价收入比。

如果我们按照当前二手房成交的中位数和家庭可支配收入重估房价收入比，即使是北京和上海等一线城市，房价收入比也没有超过 15，整体已回归相对合理区间。

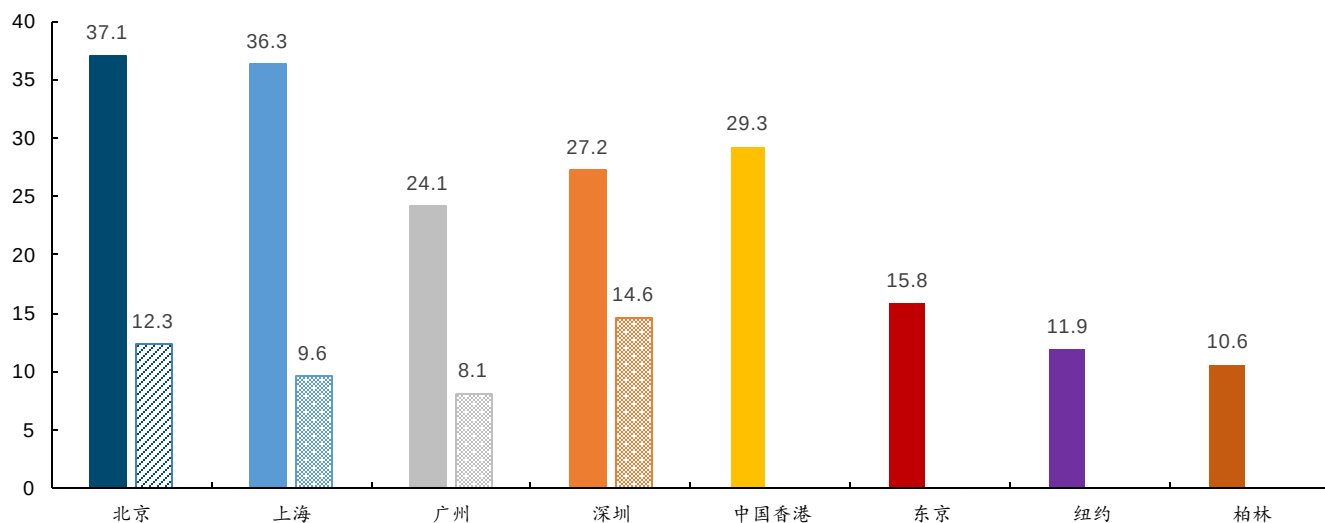
其中，北京、上海、广州和深圳的房价收入比分别为 12.3、9.6、8.1 和 14.6，杭州、成都、重庆、武汉等新一线城市的房价收入比分别为 5.7、6.1、5.2、4.4。

过去几年，随着房地产市场的调整，房价的泡沫被显著消化。北京、上海、深圳、长沙、苏州等城市的二手房成交均价已回到 2016 年的水平，广州、杭州、成都、重庆、宁波的房价回到 2017 年的水平，而天津、武汉、南京等城市的房价则回到了 2014 年的水平。

从房价收入比的角度看，房价整体回到 2016 年的水平，但城镇居民可支配收入较 2016 年同期增长近 70%。在此过程中，房价收入比不断向合理区间回归。以上海为例，按二手房成交均价计算，2025 年 9 月的房价收入比为 13.7，较 2018 年 9 月和 2016 年 9 月的 24.7、27.8 显著下降，略高于日本东京的 11.9，但已低于纽约的 15.8。



图表21: numbeo 测算的中国内地房价收入比存在高估



注：左侧为numbeo房价收入比，右侧为调整后房价收入比

来源：numbeo，冰山数据，Wind，国金证券研究所

图表22: 房价收入比较 2016 年和 2018 年明显回落

城市	2025年9月		2018年9月	2016年9月
	按成交总价 中位数计算	按成交均价计算	按成交均价计算	按成交均价计算
北京	12.3	14.8	28.4	30.0
上海	9.6	13.7	24.7	27.8
广州	8.1	8.1	18.3	13.7
深圳	14.6	20.9	29.8	32.9
杭州	8.6	10.8	17.6	12.9
成都	5.7	7.4	11.9	7.9
重庆	6.1	6.1	12.8	8.0
天津	5.2	7.0	20.6	20.8
武汉	4.4	4.8	13.2	11.6
南京	5.3	6.8	17.6	14.6
西安	5.9	7.1	10.8	5.7
长沙	4.4	4.1	6.9	5.4
郑州	6.0	5.8	13.2	12.3
合肥	5.7	6.2	12.6	13.8
苏州	5.0	8.8	11.4	11.2
青岛	5.1	6.7	16.3	13.1
东莞	6.7	6.5	11.3	8.8
宁波	5.6	9.3	10.9	8.2

来源：Wind，中指研究院，冰山数据，国金证券研究所



三、房地产市场何时迎来“最后一跌”？

无论是从二手房成交占比、租金回报率还是房价收入比看，房地产市场距离止跌回稳并不遥远，按照当前市场调整的节奏，预计明年一、二季度有望企稳。

今年 1-9 月，18 个样本城市的二手房成交占比 57.2%，较 60%-63% 的稳态区间下沿相差 3-6 个百分点。近年来，二手房成交占比年均提升速度在 6-8 个百分点，按照这一节奏，明年一二季度有望达到合理区间。

今年 9 月，百城租金回报率为 2.37%，较 2.5% 左右的稳态水平相差 13BP。二手房价目前保持环比 0.8%-1% 左右的跌幅，租金价格环比跌幅在 0.25% 左右，按照当前的调整节奏，租金回报率要达到 2.5% 预计需要 7-9 个月左右的时间，大致在明年二季度前后。如果公积金贷款利率下调，二手房“价”的止跌可能更早。

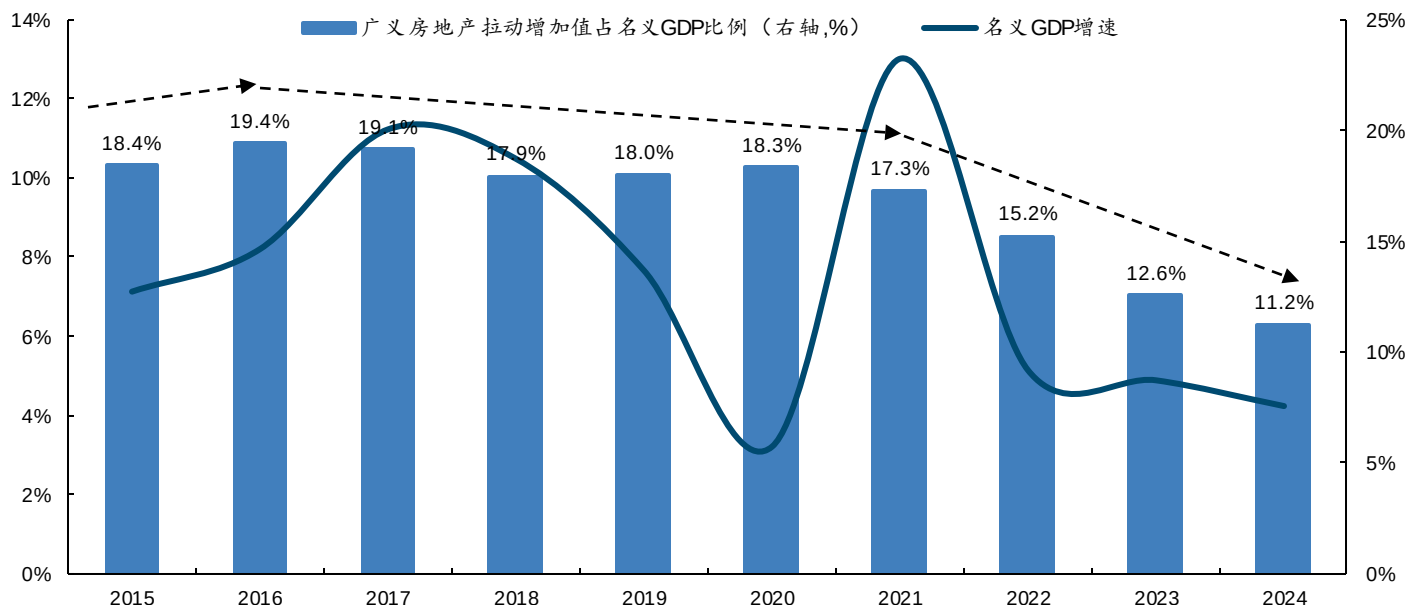
但当前房地产市场的现实是，二手房价仍处于较快下行的时期。房地产市场要实现“最后一跌”，除了受房地产市场自身因素的影响之外，宏观经济运行状态和社会预期也将影响房地产市场止跌回稳的节奏。

房地产行业曾是我国经济发展的重要支撑，2016 年广义房地产拉动增加值占名义 GDP 比重层高达 19.4%。过去几年，随着房地产市场的调整，中国经济加速“去地产化”，广义房地产拉动增加值占名义 GDP 的比重由 2021 年的 17.3% 迅速回落至 2024 年的 11.2%。

以房地产为代表的旧动能谢幕的同时，新动能也在加速确立，新旧动能转换步伐加快。人民日报 10 月 2 日发表的“钟才文”署名文章《科学客观看待我国当前经济发展态势》指出，“产业转型升级不是一个齐头并进的过程，不是‘齐步走’，而是有快有慢、有先有后，不同区域、行业、群体会出现分化，宏观数据同部分微观主体感受会有‘温差’。比如，在新一轮科技革命的浪潮下，智能化、信息化运用好的行业，企业效益和职工待遇会得到显著提升；相反，一些转型慢的传统行业企业和从业者，日子就有可能难过一些”。

随着新动能的确立和蓬勃发展，将会带来新一批具有购买力的群体，进而反哺房地产市场，杭州的新房市场可能是其中的代表。

图表 23：广义房地产拉动增加值占 GDP 比重持续回落



来源：Wind，国金证券研究所

明年是十五五开局之年，预计政策逆周期调控力度将加大，一季度经济实现开门红的概率不低。房地产市场能否实现止跌回稳，关键看二季度这一“超级窗口”，一是 PPI 同比能否转正，二是能否打破二季度经济和政策力度边际转弱的“魔咒”。如果二者都能够实现，叠加房地产市场的调整已基本到位，在宏观因素的触发下，房地产市场有望实现止跌回稳。

四、房地产市场企稳的节奏

但房地产市场的企稳不是一蹴而就的，不同城市、不同类型的房产企稳节奏存在差异。

新房的“量”和二手房的“价”是当前房地产市场的两个症结。从企稳顺序看，预计新房“量”的企稳将早于二手房



“价”的企稳。

对于不同类型的房产，我们将其大致分为四类，新房可以分为新好房和老现房，二手房可以分为老破小和改善房。（详见报告《房子的估值逻辑正在发生变化》，2025.6.8）

企稳顺序预计是：新好房 > 老破小 > 改善房 > 老现房。

新好房具备较强的产品力，随着住宅规划迭代趋于稳定，叠加优质供给的释放，有望率先企稳。

其次是老破小，随着价格的持续调整，越来越多租金回报率超过 3% 的房产涌现，刚需和投资客将共同支持这部分房产企稳。

然后是改善房，一方面新规产品将稀释部分改善房需求，另一方面改善房的租金回报率普遍偏低，叠加部分限售房源的解禁，企稳时间预计相对靠后。但相较于新房，改善房的优势是价格调整灵活，当其成为更具有性价比的选择时，也将迎来止跌回稳。

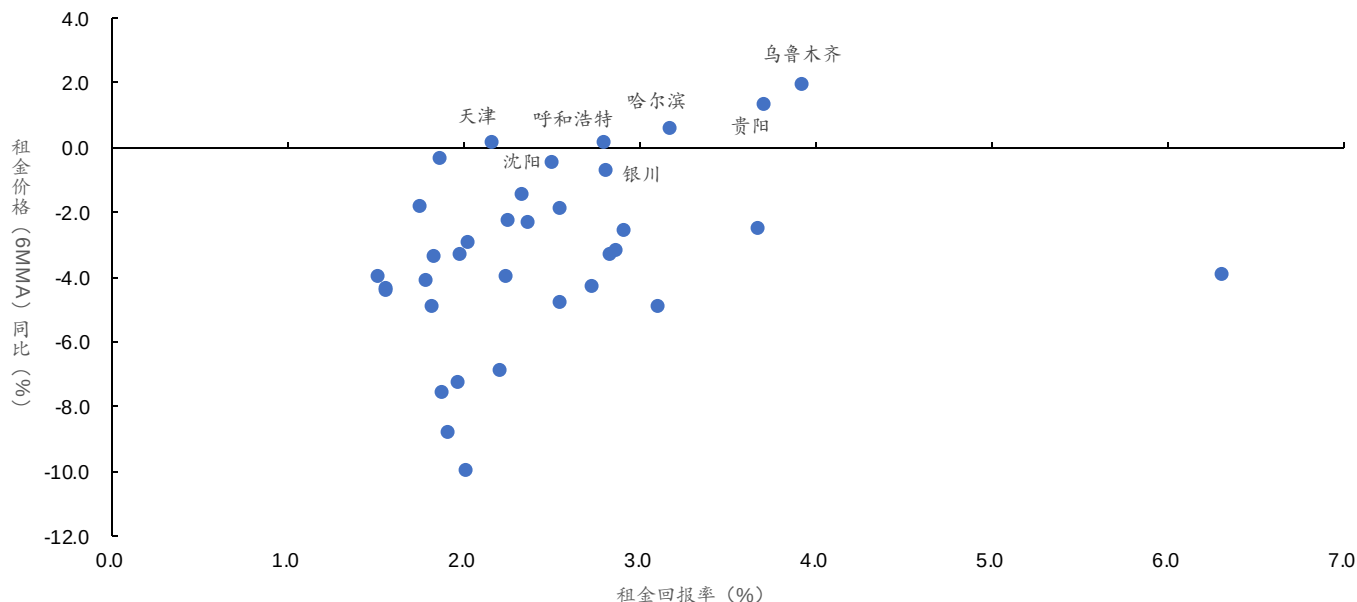
最后企稳的是老现房，这类房子既缺乏“好房子”的优质特性，又无法像二手房那样灵活调整价格，去化率偏低，是当前市场压力最大的部分。预计当房地产市场整体趋于稳定后，这部分库存有望去化。

租金回报率以 2.5% 为“锚”，对应的是全国整体房地产市场的止跌回稳。对于不同能级城市而言，房地产市场止跌回稳对应的租金回报率也并不相同。

对于一线城市而言，考虑到我国城镇化进程尚未结束，以及 2025 年 7 月召开的城市工作会议“着眼于提高城市对人口和经济社会发展的综合承载能力，发展组团式、网络化的现代化城市群和都市圈”的定调，未来人口向高能级城市聚集的态势仍将延续，一线城市核心区域的房子未来有望跑赢通胀，具备投资价值。因此，一线城市房地产市场止跌回稳对应的租金回报率预计在 2.0%-2.2% 左右。

对于二三线城市而言，在宏观因素尚未对房地产市场形成支撑的当下，能够初步实现止跌回稳的城市普遍具备两个特征：一是高租金回报率，通常在 3% 以上；二是租金价格止跌，同比增速在 0.5% 以上。目前，兼具这两个特征的城市包括乌鲁木齐、贵阳和哈尔滨，其房价跌幅明显好于全国，2025 年 9 月乌鲁木齐、哈尔滨、贵阳可比口径下二手房价环比分别为 -0.2%、-0.3%、-0.4%，显著好于全国房价的跌幅。从新房成交来看，1-9 月哈尔滨和贵阳商品房成交面积同比分别增长 23.1% 和 5.0%，也明显跑赢全国。

图表24：主要城市租金回报率和租金价格



来源：ifind，国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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