

房地产行业专题

优于大市

“924”周年回顾：股市新高，房价新低，原因何在？

核心观点

周年回顾：股市+53%，房价-4.4%。按照统计局数据，70城二手房价格相对2024年9月底下跌4.4%，而万得全A自9月底低点上涨53%。房价与股市在2025年3月前共振向上，但3月后明显分化，股市继续上涨并创新高，房价则持续下行。

房股类比：房价的“基本面”与“估值”。房地产具有消费与投资的双重属性，因此既与收入相关（类似于股市的基本面），也与预期相关（类似于股市的估值）。而“924”以来，房价的表现更多由“估值”主导，“基本面”变化不大。

分化原因：楼市缺乏新的逻辑提供新的上涨预期。3月前，楼市与股市共享“政策转向”逻辑，同步上涨。但3月后，楼市缺乏新的逻辑，来提供“房价不会再跌”的预期，而股市则先后有AI、反内卷等大逻辑支撑。这可能是二者3月后“分道扬镳”的重要原因。

止跌之路：中期靠收入提升，短期靠预期改善。具备较强传播力和说服力的房价逻辑（如“止跌回稳”）是房价短期止跌的最直接动力。一个自然的推论是，既有政策的重申或微调，对稳定房价意义不大，“新说法”大于“老政策”。

投资建议：止跌前建议把握波段机会。自2022年初房价系统性下跌以来，地产股超额收益在中期基本与房价同步，在基本面未发生明确转向的情况下，中期视角看，基本面仍在左侧，但随着基本面的持续下行，短期政策博弈机会将更加频繁的出现。推荐：中国金茂、中国海外宏洋集团、中国海外发展、华润置地、招商蛇口等。

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行业基本面超预期下行；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
0817.HK	中国金茂	优于大市	1.50	185	0.14	0.16	10.6	9.1
0081.HK	中国海外宏洋集团	优于大市	2.46	80	0.50	0.55	4.9	4.5
0688.HK	中国海外发展	优于大市	13.79	1,380	2.34	2.49	5.9	5.5
1109.HK	华润置地	优于大市	30.22	1,971	4.18	4.48	7.2	6.7
001979.SZ	招商蛇口	优于大市	9.39	851	0.72	0.83	13.1	11.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

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2025年1-8月房地产数据点评-8月地产基本面延续下行，9月博弈更大力度政策》——2025-09-17

《房地产行业2025年9月投资策略-京沪政策边际放松，关注地产板块博弈机会》——2025-08-28

《统计局2025年1-7月房地产数据点评-7月地产基本面继续走弱，期待新一轮政策放松》——2025-08-17

《数据背后的地产行业图景（2025上半年总结）-地产基本面重新转弱，但房企洗牌接近尾声》——2025-08-14

《北京楼市新政解读-力度有限，但可能是新一轮放松的开始》——2025-08-11

内容目录

“924”周年回顾：股市新高，房价新低	4
3月前房股共振，3月后房股分化	4
楼市前瞻指标萎靡，后续压力仍大	4
原因：房股类比，楼市的“基本面”与“估值”	6
理解楼市的直观框架：房股类比	6
房价的“基本面”与“估值”	7
下跌原因：“基本面”承压，估值缺乏预期支撑	8
止跌之路：短期靠逻辑，中期看收入	9
基于房股类比，对三个常见问题的解释	9
房价底可以预判吗？	9
为什么“好房子”对稳定房价不利？	9
什么样的“收储”才是有用的？	9
投资建议：止跌前把握波段机会	9
风险提示	10

图表目录

图1：3月前房股共振，3月后房股分化	4
图2：44城二手房价格月环比跌幅（挂牌价）	5
图3：核心6城二手房估算实时成交量（单位：套）	5
图4：8月新房景气度创历史新低	6
图5：房股类比框架	6
图6：2020年以来，收入与房价在时间上的相关性越来越强	7
图7：春节后，楼市缺乏新逻辑来支撑预期	8
图8：地产股超额收益与房价同步	10

“924”周年回顾：股市新高，房价新低

2024年9月24日，中国人民银行、国家金融监督管理总局、证监会联合推出了一揽子政策，涉及货币（降息降准）、房地产（降低首付、降低存量房贷利率）、资本市场（互换便利、回购再贷款）等多个方面，并提出“止跌回稳”等新口号，即“924”新政。在此之外，市场一般认为11月的“10万亿化债”、12月的“稳住楼市股市”以及后续各个城市的地产政策（例如取消非普宅标准、降低契税等）也是“924”的一部分。

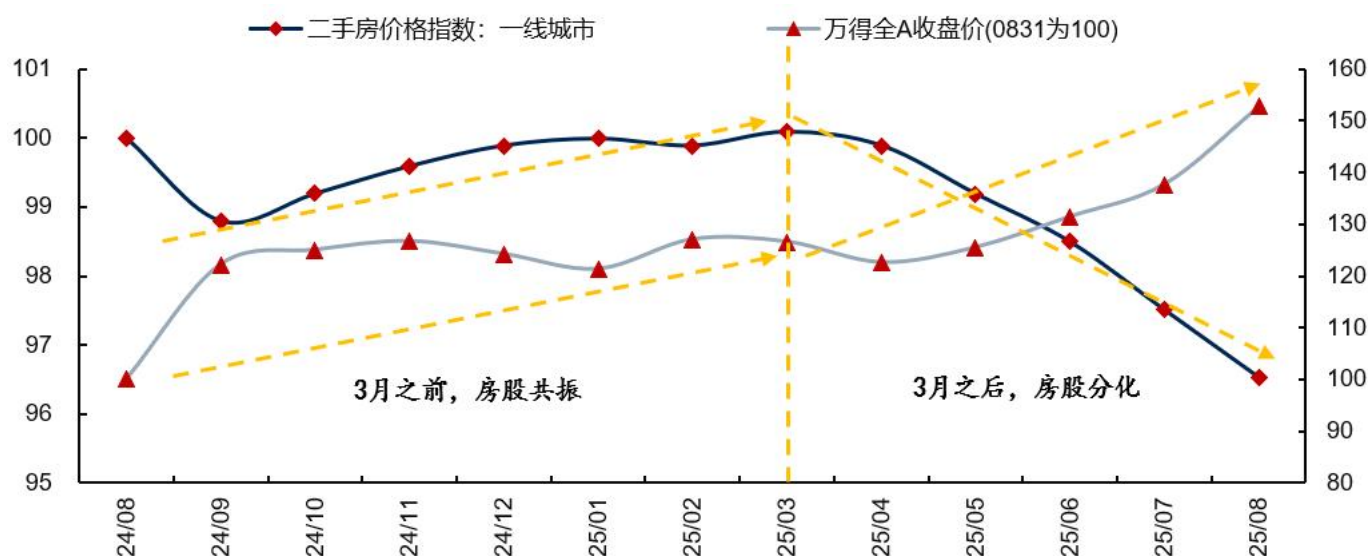
3月前房股共振，3月后房股分化

以国家统计局公布的70城二手房价格指数计算，2024年10月到2025年3月，一线城市二手房价格指数（下称一线房价）上涨1.3%，同期万得全A上涨26.6%。即，3月前房价与股市同步上涨。

但4月至8月，一线房价累计下跌3.6%，但同期万得全A上涨26.1%。可见，以3月为界，后续房价与股市出现明显分化。

而回顾过去一年，股市创出屡创新高，一线房价则在6月跌破“924”前的底部，并在7月和8月继续下行，且跌幅有继续扩大趋势。

图1：3月前房股共振，3月后房股分化



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

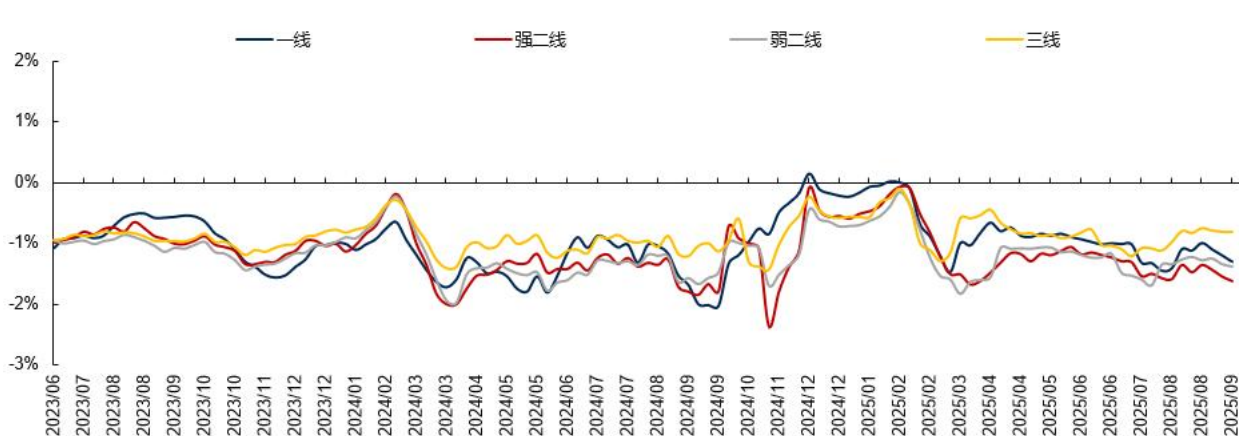
楼市前瞻指标萎靡，后续压力仍大

二手价格呈现加速下跌趋势

以二手房挂牌价计算，当前44城房价月环比跌幅为-1.32%，且近期有扩大趋势。分能级来看，一线城市呈现较为明显的“补跌”迹象，三线城市跌幅小于一二线

城市（主要原因或为成交不活跃导致的价格失真）。

图2: 44 城二手房价格月环比跌幅（挂牌价）

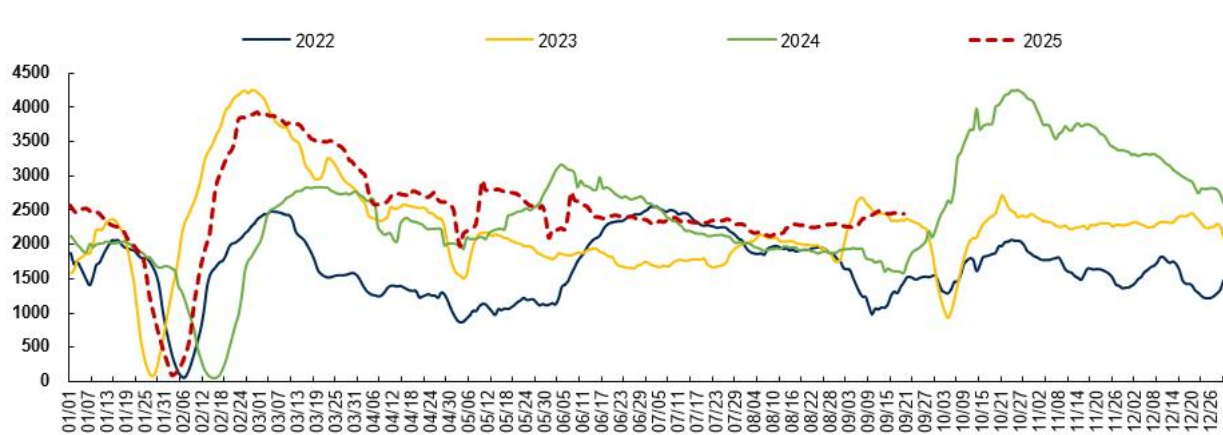


资料来源：冰山数据，国信证券经济研究所整理

二手成交量有改善，但主要来自季节效应和以价换量

核心 6 城（北上广深杭蓉）最近一周估算实时成交量为 2443 套（明显好于 2024 年同期，但与 2023 年持平），9 月以来周度成交呈现边际改善趋势，但主要来自于季节效应（金九银十）和以价换量（挂牌价同步加速下跌）。

图3: 核心 6 城二手房估算实时成交量（单位：套）

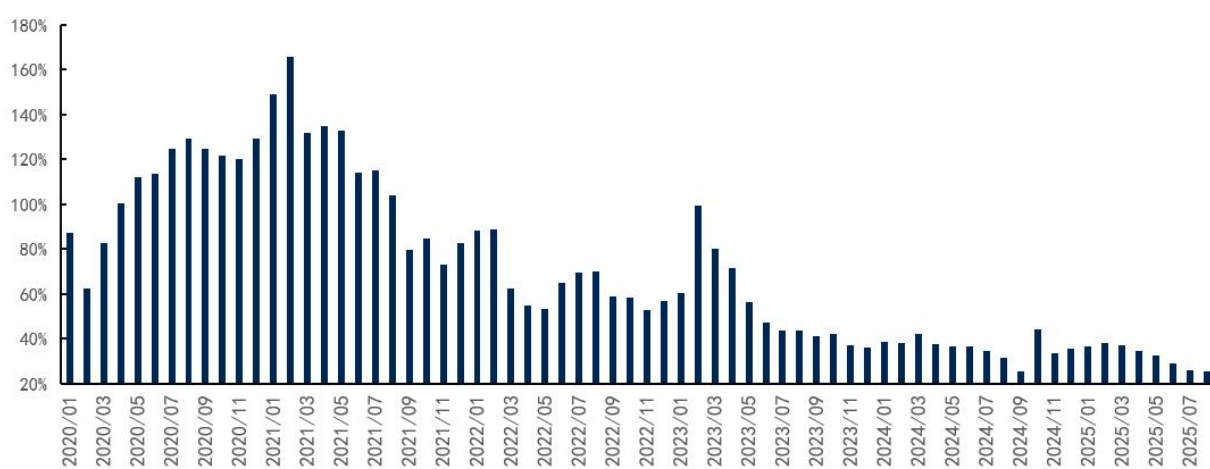


资料来源：冰山数据，国信证券经济研究所整理

新房景气度在 8 月创出历史新低

为剔除季节性，我们采用“新房景气度”作为观察新房市场的主要指标。计算方法为：百强当月销售额/百强 2019 年同月销售额。按照该指标，8 月新房景气度为 25%，延续了 3 月以来的下滑，并创历史最低水平。

图4：8月新房景气度创历史新低



资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

原因：房股类比，楼市的“基本面”与“估值”

理解楼市的直观框架：房股类比

为什么将楼市与股市对比？核心在于房子具备消费属性的同时，还具备明确的投资属性（尽管近年来边际上是趋弱的）。

实际上，楼市与股市也具备很多直观的相似性。例如：二手房与二级市场均不存在明确的“量在价先”、价格下降并不能持续刺激成交、挂牌量（股票卖盘）并不会因为一段时间的成交放量就必然下降等。

具体而言，可做如下类比：

图5：房股类比框架

市场	楼市 股市	二手房 二级市场	新房 preIPO市场	整体房价 大盘指数	城市/片区 行业/主题	具体项目 个股
参与方	楼市 股市	居民 散户	房企 preIPO机构	地方政府 拟上市企业	银行 配资机构	中介 券商
行为	楼市 股市	买二手房 买股票	买新房 打新	政府卖地 一级市场融资	开发贷/按揭贷 配资	代建服务 投行服务
政策	楼市 股市	限购 限制开户	限售 限制卖出	收储 “国家队”入市	相关税费 交易成本	保障房 保本理财

资料来源：信证券经济研究所整理

需要强调的是，上述类比纯粹为了更加简明的解释相关问题。在上述相似点之外，房子与股票当然具备非常多的重要不同点，在此不赘述。

房价的“基本面”与“估值”

类比股票，房价也受到“基本面”与“估值”的双重影响，单独分析一个方面必然是失之偏颇的。那么，房价的“基本面”与“估值”分别是什么呢？

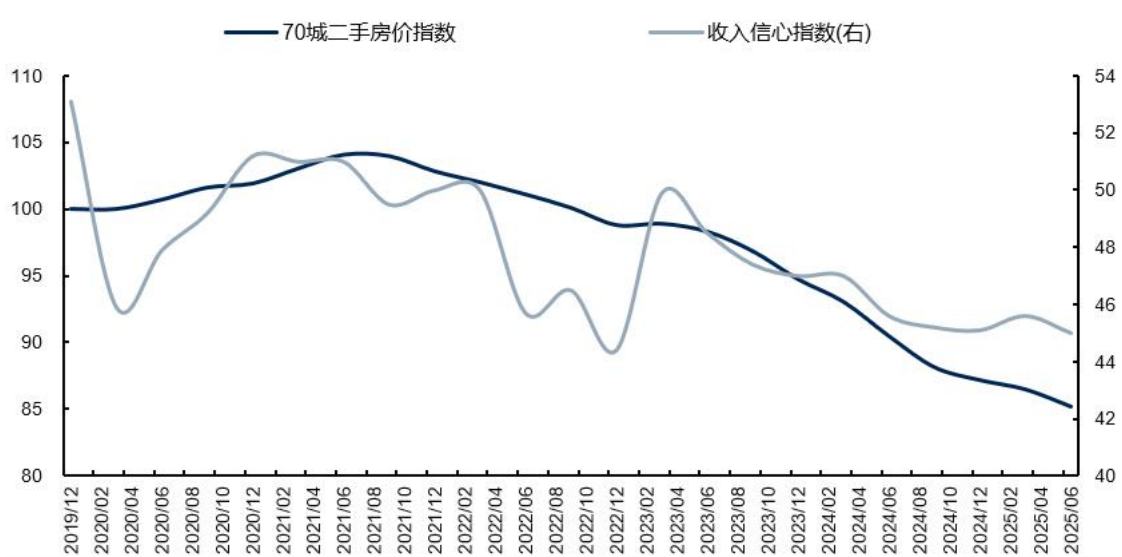
基本面：收入预期可能是当前最重要的“基本面”

房价的影响因素众多，且随着时代演变，主要的影响因素也在不停变化。人口、政策、金融、供地等，都在不同时期成为过房价的主要影响因素。但**2020年以来，收入预期可能是房价最重要的影响因素**。特别是随着各类限制政策基本取消，来自地产框架内的扰动已经较为微弱，收入预期对中短期房价的影响越来越明显。

可以看到，2020年初至2021年中，收入信心指数逐渐提升，房价也持续上涨。2021年下半年至2022年底，收入信心明显下行，房价也开始了长达1年半的下跌。2023年初，随着相关政策的变化，收入信心大幅改善，房价也出现了小幅上涨（一线和强二线更明显）。而自2023年中到当前，收入信心持续低迷，房价也再创新低。

因此，收入预期可能是当前阶段，房价最重要的“基本面”。

图6：2020年以来，收入与房价在时间上的相关性越来越强



资料来源：国家统计局，中国人民银行，国信证券经济研究所整理

估值：对房价的主流逻辑

正如股价不仅要看业绩，还要看估值，那么影响房价“估值”的核心因素是什么？我们认为，要稳住房价，需要的就是一种能够被广泛接受和传播的“房价至少能稳住”的“主流观点”。

这一点从“924”前后楼市的表现可以明确观察到。按照统计局数据，9月70城二手房价格月环比跌幅为-0.9%（一线为-1.2%），政策后的10月，70城二手房跌幅收窄至-0.5%（一线更是转为上涨0.4%）。但实际上，收入预期在2024Q4创出新低，因此2024年10月的房价反弹并不能用收入预期改善来解释。而到收入预期改善的2025Q1，房价疲态已现。

回顾当时的情况，显然“止跌回稳”四个字就是房价反弹的理由。在基本面没有

改善的情况下，房价的上涨当然归于“估值”的提升，而“止跌回稳”隐含的“不再下跌”就是估值提升的理由。可惜的是，后续并未出现新的“房价逻辑”。

下跌原因：“基本面”承压，估值缺乏预期支撑

在给出房价的“基本面”与“估值”因素后，下面分析3月以来股市新高、房价新低、房股分化的原因

原因一：“基本面”承压

收入信心指数在2025Q1短暂回升至45.6%后，于2025Q2明显回落，并创下2023年以来新低。综合国家统计局7月和8月主要统计数据，预计2025Q3收入预期难以大幅改善。这可能是三季度以来房价加速下跌的基本面因素。

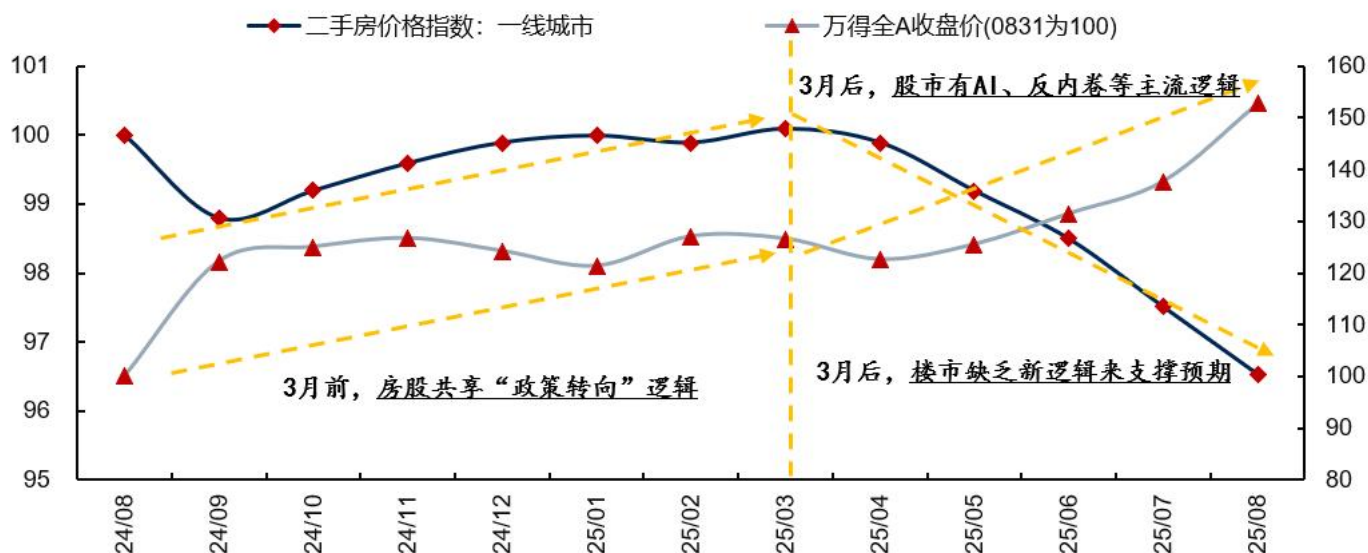
原因二：缺乏新的“逻辑”来支撑预期

相对于“基本面”，“估值”对短期房价的影响更明显（毕竟24Q4房价涨的也不是“基本面”）。而3月以来，楼市面临的核心问题就是缺乏足够强的逻辑来支撑上涨预期。对比股市，这一点的表现更加明显。

2025年3月之前，股市与楼市共享的逻辑是“稳住楼市股市”及“924”隐含的“政策转向”。但随着DeepSeek的横空出世，AI接棒了之前的“政策逻辑”，后续还有“反内卷”等传播度广、影响力大的新逻辑。——这可能是A股创新高的主要原因。

反观楼市，2025年底的“稳住楼市股市”后再无新的逻辑出现，而只有一些零星的“具体政策”，典型如北上深的“增购”政策。先不讨论类似政策的具体影响（数据上可以认为目前没有任何影响），更重要的是传播力非常低（光是搞懂具体变化就很难）。——这可能是房价再创新低的主要原因。

图7：春节后，楼市缺乏新逻辑来支撑预期



资料来源：国家统计局，中国人民银行，国信证券经济研究所整理

止跌之路：短期靠逻辑，中期看收入

如果上面的讨论与事实偏差不大，那么房价止跌的方式就比较清晰了。

如何提高收入不在本报告的研究范围，我们无法给出相关结论。但给“逻辑”方面，有三条可能有效的路径，能给出足够有说服力和传播力的“房价止跌”的预期：大幅降息、真收储、“重启棚改”。至于各类政策微调，对房价的影响几乎可以忽略。

基于房股类比，对三个常见问题的解释

房价底可以预判吗？

我们认为是不可能的。

判断房价底部的一般基于 2 个角度：一是国际比较，二是租金收益率。但这两个角度，都不能给出令人满意的答案。

国际比较的方法，主要是对比其他经济体的房价下跌时间和下跌幅度，如美国 5 年跌去 27%、日本 18 年跌去 44%、中国香港 6 年跌去 65%等，来判断中国房价走势。这里的核心问题在于并不知道应该参考谁。——就像市场不会基于 A 股历史走势与其他资本市场走势的对比，来判断大盘走势，基于国际比较来判断房价底部，在逻辑上是不成立的。

租金收益率的方法，主要是基于租金收益率与无风险利率的比较来给出房价的底部。逻辑上风险资产的收益率应该显著高于无风险利率（国际经验在 100 到 300BP），基于这个视角得到的结论将比较悲观。——就像股息率走高不见得股票能涨，何况现在的股息率（租金收益率）上升的幅度并不明显。

为什么“好房子”对稳定房价不利？

类比股市，“好房子”上市就是质地更好的公司进行 IPO，而且其估值（相对于周边可比二手房的溢价）也并不高（甚至按照得房率折算后还有折价），这对二级市场的影响当然是偏负面的。

什么样的“收储”才是有用的？

前面我们将“收储”类比成稳定资金的入市，这也是市场曾经对收储的期待。但从效果看，并不理想。

原因在于，“收”并不按照市场价，而是市场价的较大折扣，类似于低价定增拿到股权。同时，也没有“储”的动机和行为，因为收储的目的就是筹集保障房，那么收到之后自然作为保障房投向市场，分流市场需求。

所以有用的“收储”应该是：与保障房解绑，按照市场价收，并在短时间内不投向市场。

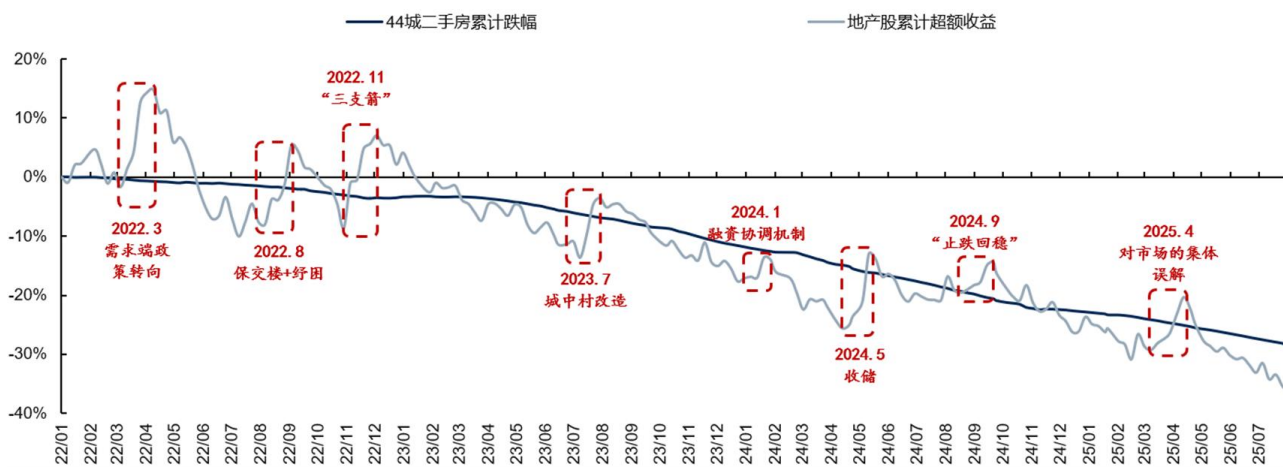
投资建议：止跌前把握波段机会

自 2022 年初房价系统性下跌以来，地产股超额收益在中期基本与房价同步，二者

均持续走弱，且幅度近似。在下跌过程中，地产股还出现了多个政策博弈的波段行情，如22年11月的“三支箭”、23年7月的“城中村改造”、24年9月的“止跌回稳”等。

在基本面未发生明确转向的情况下，中期视角看，基本面仍在左侧，但随着基本面的持续下行，短期政策博弈机会将更加频繁的出现。推荐：中国金茂、中国海外宏洋集团、中国海外发展、华润置地、招商蛇口等。

图8：地产股超额收益与房价同步



资料来源：wind，冰山数据，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行业基本面超预期下行；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