

## 强于大市

## 解密上海楼市

## 上海楼市周期性与结构性研究

## 核心观点

## 【上海楼市周期演变】

- **上海 20 年楼龄以上的小区与住房占比很高。**截至 25 年 5 月末上海存量小区共有 2.75 万个，82% 的楼龄超 20 年；存量房屋 962 万套，64% 的楼龄超 20 年，其中浦东新区与市中心房龄结构问题更加突出。
- **过去近 30 年，上海商品房发展历程大致可以分为三大阶段：**1) 99 年-06 年，随着经济稳中向好，上海楼市稳步发展，00 年商品住宅成交均价仅 3157 元/平，06 年已达 7039 元/平；2) 07-21 年，楼市发展受调控政策影响显著，不过整体处于快速发展的黄金时代，07 年以来，上海楼市政策由总降准的大宽松环境到 10 年开始楼市限购、限售、17 年全面进入“五限”时代，近十年中坚持调控，在楼市下行期允许阶段性宽松释放，21 年房价突破 4 万元/平；3) 22 年以来，**楼市发展速度放缓，且出现了结构性分化。**自 23 年 9 月“认房不认贷”开始，政策逐步宽松，但 23、24 年新房成交面积持续下滑，新房成交面积不足 07 年最高峰时期的一半；二手房成交面积虽在“以价换量”影响下连续两年双位数增长，但绝对量也显著低于 20-21 年。
- **2007 年至今，上海楼市经历了多轮周期，当前处于震荡期。**在宽松政策带动下，行业在 2009 年 3-12 月、2012 年 9 月-2014 年 3 月经历了两轮上行周期，2015 年“去库存”成为主旋律，信贷政策宽松，楼市量价增速回升，市场行情一直持续到 2016 年。这一阶段房价环比增速是所有上行周期中最快的一段时期。由于房价快速上涨，2016 年 3 月最严楼市新政“沪九条”出台，加码限购，首付比例提升，10 月“沪六条”，11 月“认房又认贷”首付比例上调等政策出台，房价上涨周期也在 2016 年 12 月结束，并处于阶段性稳定期。2021 年开始，虽然经历了新房摇号政策、“三价取低”政策等收紧政策，但整体成交量价稳中有增。2022 年上半年楼市开始震荡，23 年开始，虽然降息、“认房不认贷”、首付比例和房贷利率下限下调、普宅认定标准调整、局部限购优化等利好政策不断出现，上海楼市量价仍面临下行压力。2024、2025 年政策延续宽松基调。2024 年上海新房市场量跌价涨，二手房市场量跌价跌。2025 年 1-5 月新房成交面积同比由负转正，新房房价环比增速持续为正，稳中有增；二手房成交面积同比涨幅虽然进一步扩大，但二手房房价下行压力仍然较大。

## 【未来规划】“CAZ”和“一江一河”是上海未来区域发展的两个重要方向。

- **上海 CAZ（中央活动区）概念日益强化，未来单中心概念将逐步淡化。**CAZ 是上海 2035 规划中的城市主中心，集中在世博前滩-徐汇滨江地区、徐家汇、衡山路-复兴路地区、中山公园、虹桥开发区、苏河湾、虹口北外滩、杨浦滨江（内环线）等区域，总面积 75 平方公里，面积仅占全市 1.18%，却贡献 25% 的 GDP。虽然有部分内环线区域未被包含在中央活动区内，但滨江区区域大多被囊括其中，2035 规划中“**徐汇滨江区域**”的概念加强。黄浦区和老静安区域属于 CAZ，地段价值最高；徐汇区 4 号线外区域和斜土路板块除外，徐汇滨江、徐家汇区域价值更高；长宁区的天山和古北等部分中环地段也被划入了 CAZ；浦东、虹口、杨浦均有部分区域被排除在外，只有最中心城区保留；普陀区则被全部排除在外。被排除在外的内环线区域普遍特征是以“老破小”为主的老旧社区，例如普陀区长寿路、浦东区联洋板块等。CAZ 涉及到的板块 25 年 1-5 月二手房均价 10.0 万元/平，较最高点跌幅均为 10%，低于全市（根据中指院，25 年 1-5 月上海全市二手房均价为 5.3 万元/平，较 22 年 4 月的最高点跌幅达 20%）。
- **“一江一河”未来 10 年的发展格局基本定调。**1) 黄浦江沿岸定位至 2035 年，建成国际大都市核心功能展示区，形成“金融+科创+文化”全球竞争力，涉及杨浦、虹口、黄浦、徐汇、闵行、浦东 6 个区，涉及板块 25 年 1-5 月二手房均价为 7.9 万元/平，较最高点的跌幅均值均为 11%，低于全市。2) 苏州河沿岸定位打造超大城市宜居生活典型示范区，实现“水清、岸美、宜居”的人文与生态城区，涉及黄浦区、虹口区、静安区、长宁区、普陀区、闵行区、嘉定区、青浦区 8 个区，涉及板块 25 年 1-5 月的二手房均价为 8.2 万元/平，较最高点的跌幅均值也为 11%，低于全市。

## 【成交】今年 1-5 月上海中环新房、中高端改善型二手房成交增幅明显。

- **全市：今年 1-5 月上海新房销售同比增速由负转正，二手房销售同比涨幅进一步扩大。**22-24 年上海新房销售面积连续三年负增长，且降幅逐年扩大，24 年同比-2.4%，25 年 1-5 月同比+5%，扭转了下滑的态势。反观 23 年、24 年、25 年 1-5 月二手房销售面积持续保持正增长，且涨幅不断扩大，25 年 1-5 月二手房销售面积占比+36%。22 年以来二手房销售面积占比也逐年提升，25 年 1-5 月达 76%。
- **新房成交：今年以来内外环、120-140 平初级改善产品销售同比增长明显。**1) 从环线分布来看，22 年以来内外环新房销售占比明显提升：从新房销售增速来看，24 年内环内“一家独大”，25 年 1-5 月内外环“异军突起”。25 年 1-5 月多数环线供需关系都有所缓和，唯靠中环外环的新房动态需求小于供应的环线，我们认为主要原因还是供应量的大幅增加所致。2) 从开盘去化率来看，24 年 10 月上海楼市在政策刺激下，11 月到今年 2 月开盘去化率明显上升，2 月一度走高到 68%，但 25 年 4、5 月出现了明显回落，回落至 46%。但尽管如此，上海仍是四个一线城市中去化率最高的。25 年 1-5 月上海开盘去化率的均值为 54%，好于重点 30 城整体（40%），也好于上海 24 年 4 月均值（43%）。25 年 4 月上海市中心及浦东的项目去化率普遍在 80%-100%，宝山、闵行去化率约 6 成，五大新城较差，多在 4 成以下。3) 从面积分布来看，上海新房销售仍然集中在 90-120 平的刚需产品。近两年改善型产品仍具韧性，24 年高端改善以及今年以来 120-140 平初级改善型产品销售同比增长明显。
- **二手房成交：今年 1-5 月中环以内成交同比涨幅超过 4 成，140-240 平的中高端改善型成交同比涨幅超过 6 成。**1) 从环线分布来看，23 年以来二手房成交面积增速回升，但成交主力仍为外环外，多年来未发生明显变化，与预算、产业分布、人口流入结构均有关。2) 从面积分布来看，上海二手房销售仍然集中在 90 平以下的刚需产品，不过 25 年 1-5 月 140-240 平的中高端改善型二手房成交量增长明显。3) 从房龄来看，次新房成交同比增速较高，占比也逐步提升。

## 【房价】内环内、140-180 平、次新房，以及规划中板块相对抗跌。

- **全市：当前上海新房房价处于历史高位，二手房房价显著承压。**1) 从统计口径来看，25 年 5 月上海新房房价环比+0.7%，自 19 年 8 月以来持续上涨；二手房房价环比-0.7%（前值：+0.1%），再度走弱。2) 从中原地产数据来看，25 年 5 月商品住宅成交均价 92119 元/平，处于历史最高水平；二手房价格指数 485（94 年 5 月=100），较历史最高点（22 年 6 月）下降 30.6%，已跌回 16 年 3 月。3) 从中指院口径来看，25 年 5 月新房房价（不含保障房）92119 元/平，处于历史最高水平，二手房房价 52878 元/平，较最高点（22 年 6 月）下降 34.4%，跌回 20 年 4 月。20.4%。此外，二手房挂牌价格自 25 年 2 月以来连续下降，25 年 5 月跌至 64073 元/平，较最高点（22 年 10 月）下降 12.8%，议价空间为 17%，较 24 年 1 月均值-2pct。
- **新房房价：24 年内环内、大户型产品价格上涨明显，25 年 1-5 月中外环、郊环外价格略有回升。**1) 从环线角度来看，24 年内环内新房房价上涨明显，与集中供应核心地段项目，以及非限价盘入市有关；25 年 1-5 月中外环、郊环外价格略有回升。此外，我们还发现，上海新房房价上涨存在环线轮动，往往高价环线区域先涨，再带动低价环线区域上涨。2) 从面积结构来看，22 年以来虽然整体楼市进入下行周期，但上海各面积段的新房房价均在上涨，其中 240 平以上大户型涨幅最为显著。24 年 120 平以下刚需刚需产品新房房价负增长，120 平以上改善型产品均正增长，其中 180 平以上产品新房房价涨幅较大，且 180 平以上产品新房成交占比也明显提升，热点板块租售型产品进一步抬升了大面积户型的成交价，核心地段、产品优质的豪宅项目由于其品质与稀缺性依然受市场接受度较高的。
- **二手房房价：内环内、140-180 平、次新房相对抗跌。**1) 从环线角度来看，23 年是上海二手房房价顶点；郊环外跌幅最大且已回到 19 年前；中环内环跌回 21 年；其余均跌回 22 年水平，其中中环内环从高点下来跌幅最小。2) 从面积结构角度来看，24 年 120 平以下刚需产品跌幅最大，大小户型显著拉开差距；90 平以下刚需产品跌幅最大；300+及 140-180 平整体跌幅最小。3) 从房龄角度来看，2000 年前建成的房屋自 23 年以来跌幅最大；2000-2004 年建成的房屋房价跌幅最大，主要集中在核心区域；次新房房价绝对值较低，但成交集中在外环外，但跌幅最小。4) 从房龄和环线结构综合来看，内环内 2015 年后建成的二手房均价最高，已达 15 万元/平，与内环内新房价格相近。对于预算在 1000-1600 万的总价段，购房者在内环内选择新房较为困难，因此会倾向于选择二手房，既能满足面积需求，物业费也相对较低。
- **板块房价：从各板块二手房均价来看，市中心以及受益于规划的板块房价表现相对坚挺。**1) 二手房均价下跌的板块数量占比从 23 年的 9% 增至 24 年的 89%，25 年 1-5 月进一步提升至 93%。2) 市中心区域板块 25 年 1-5 月二手房均价最高点的平均跌幅为 10%，郊区跌幅为 15%。从行政分区分布来看，黄浦区、徐汇区、长宁区、青浦区的板块 25 年 1-5 月二手房均价最高点的平均跌幅在 10% 以内，其中黄浦区跌幅最小，仅 5%；崇明区的板块二手房均价最高点的平均跌幅最大，达 22%，金山区、宝山区跌幅也高达 17%，其余各区均在 10-15% 之间。3) 多数板块二手房均价的最高点在 23 年，但虹口区北外滩、闵行区吴泾、金山区漕泾 2025 年 5 月的二手房均价创下历史新高。黄浦区（打浦桥、人民广场、老西门）、徐汇区（龙华、田林）、青浦区（徐泾、朱家角）、松江区新桥、奉贤区海湾二手房均价较最高点跌幅相对较小，小于 5%。4) 外环以外的板块中，青浦徐泾、闵行吴泾的均价较高。25 年 1-5 月的二手房均价分别为 6 万元/平和 5 万元/平，两者的共同点在于均受益于大板块规划，如大虹桥和大吴淞概念，郊区板块的房价依托于规划的能级与落实。

## 【库存】新房去化压力集中在外环外、刚需刚需产品；二手房压力集中在中环内、改善型产品。

- **全市：整体而言，上海库存量虽有所增加，但去化周期仍相对健康。**25 年 5 月末上海新房狭义库存+二手房库存面积达到了 3906 万平，平均去化周期为 14.9 个月。其中：1) 新房狭义库存面积（已取证未售）为 758 万平，去化周期为 8.2 个月；2) 二手房库存面积（二手房存量挂牌面积）为 3149 万平，去化周期为 18.4 个月。上海二手房库存量在整体库存的占比为 81%，是四个一线城市中最高。
- **新房库存：新房去化压力集中在外环外、刚需刚需产品。**1) 从环线分布来看，上海新房库存压力主要集中在外环外（库存占比 80%），内中环同去化周期最低，仅约 5 个月。因此从上海的库存情况来看，全市范围内出台限购放松的政策意义并不大。25 年 8 月 25 日出台的限购优化政策的重点在于平衡内外环的限购，有针对性地解决外环外新房库存的消化问题。2) 从面积结构来看，上海新房库存主要集中在 90-120 平面积段，改善型产品 120-240 平面积段的去化周期最短。
- **二手房库存：中环以内、改善型产品二手房库存去化压力反而较大，与新房刚好相反。**1) 从环线分布来看，外环外库存占比约 40%；但中环内的去库存压力反而较大，与新房刚好相反，主因供应量过大且品质偏低而需求萎缩。2) 从面积结构来看，二手房库存虽然集中在 120 平以下的刚需刚需产品（占比 75%），但去化速度相对较快，尤其是 90 平以下的刚需产品。3) 从房龄来看，2000-2009 年建成住房的去化周期最长，达到 20 个月，2000 年以前的住房由于总价较高，去化速度相对较慢，为 14.6 个月，而 2010 年后建成的房屋二手房库存占比仅 25%，去化周期均在 14 个月以内，其中 2015 年后的次新房去化速度最快，因房龄较新、刚改品质相对更好。
- 我们还从总库存结构中发现，1) 在中环内购买新房的选择范围较小，超过九成的房源均是二手房。2) 90 平以下刚需产品新房的选择范围较小，超过九成的房源均是二手房。这两点也是当下上海楼市供需关系错配的体现，从而导致了市场的结构性分化。但我们认为，这是任何一个市场在历史进程中必然会出现的情况，短期的规划和供应通常只能着眼于当下的需求，而较难顾及特别长远的居住需求，同时购房能力和意愿不同也会导致需求分化。从整个上海楼市来看，短期来看，房价反而是在这 20 年的巨震中保持稳定的类型。我们希望，未来上海的楼市能够有更加长远、“以人为本”的发展逻辑，而不是单纯追求短期利益，或只靠推高土拍来加速“强心剂”。繁荣楼市，才见未来。

## 风险提示：

- 房地产调控政策效果不及预期；行业基本面超预期下行；融资收紧风险。

## 相关研究报告

《地产后增量时代的机遇》(2025/08/10)  
《单月销售与投资降幅扩大；开工下降幅虽收窄，但仍处于历史低位》(2025/07/17)  
《70 城房价环比跌幅持续扩大；一线城市二手房价跌幅大于二、三线城市》(2025/07/17)  
《2025 年将成为房地产行业“由量转质，优化结构”的关键年》(2025/04/12)  
《“城市更新”成为楼市重要的增量筹码，维稳房地产市场是当前扩内需的重要一环（25 年 4 月政治局会议解读）》(2025/04/27)  
《房地产“止跌回稳”主基调不变，释放需求和化解风险并行，传递积极信号（25 年政府工作报告解读）》(2025/03/06)  
《“旧改为主、收储为辅”贯穿 2025 年地产行业主线》(2024/12/14)

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

## 房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

## 目录

|                                                                      |           |
|----------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1 周期演变：近 30 年变迁，上海楼市的来龙去脉</b>                                     | <b>7</b>  |
| 1.1 上海存量住房有多少？                                                       | 7         |
| 1.2 上海楼市是如何变迁的？                                                      | 8         |
| 1.3 2007 年至今，上海楼市经过了五轮明显的上行周期，四轮明显的下行周期，当前处于震荡期                      | 9         |
| <b>2 从二手房房价看 2035 年规划中的两大重点发展区域：CAZ 和“一江一河”</b>                      | <b>17</b> |
| 2.1 未来单纯的环线概念将逐步淡化，CAZ 概念日益强化                                        | 17        |
| 2.2 “一江一河”沿岸新 10 年的发展格局基本定调                                          | 19        |
| <b>3 成交量：今年以来上海中环新房、中高端改善型二手房成交增幅明显</b>                              | <b>24</b> |
| 3.1 新房成交：今年以来内外环间、120-140 平初级改善产品销售同比增长明显                            | 24        |
| 3.2 二手房成交：2025 年 1-5 月中环以内成交同比涨幅超过 4 成，140-240 平的中高端改善户型成交同比涨幅超过 6 成 | 27        |
| <b>4 房价：内环内、140-180 平、次新房二手房相对抗跌</b>                                 | <b>30</b> |
| 4.1 新房房价：24 年内环内、大户型产品价格上涨明显，25 年 1-5 月中外环间、郊环外价格略有回升                | 32        |
| 4.2 二手房房价：内环内、140-180 平、次新房相对抗跌                                      | 35        |
| <b>5 库存：新房去化压力集中在外环外、刚需刚改产品，二手房去化压力集中在中环内、改善型产品</b>                  | <b>40</b> |
| 5.1 总库存量：整体而言，上海库存量虽然增加，但去化周期仍相对健康                                   | 40        |
| 5.2 新房库存：新房去化压力集中在外环外、刚需刚改产品                                         | 41        |
| 5.3 二手房库存：中环以内、改善型产品二手房库存去化压力反而较大，与新房刚好相反                            | 42        |
| <b>6 风险提示</b>                                                        | <b>45</b> |
| <b>附录</b>                                                            | <b>46</b> |

## 图表目录

|                                                                                   |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 1. 截至 2025 年 5 月末，上海存量小区共有 2.75 万个，其中 82% 的楼龄超过 20 年 .....                     | 7  |
| 图表 2. 截至 2025 年 5 月末，上海共有存量房屋 962 万套，其中超过 20 年房龄的套数占比 64% .....                   | 7  |
| 图表 3. 浦东新区 20 年以上楼龄的小区占全市存量小区的比重为 14.4%，静安区占比 7.3% .....                          | 7  |
| 图表 4. 浦东新区和市中心的房龄问题突出 .....                                                       | 7  |
| 图表 5. 2024 年新房成交面积为 1357 万平，不足 2007 年最高峰时期一年 3279 万平的成交量的一半 .....                 | 9  |
| 图表 6. 2018 年以来新房房价仍在逐年上涨，2025 年 1-5 月达 4.93 万元/平 .....                            | 9  |
| 图表 7. 2023、2024 年二手房成交面积虽然连续两年出现了双位数正增长，但绝对量显著低于 2020-2021 年水平 .....              | 9  |
| 图表 8. 2013 年，上海二手房成交面积占比首次超过新房 .....                                              | 9  |
| 图表 9. 2022 年以前上海新房、二手房成交面积基本同涨同跌，2022 年以来出现背离 .....                               | 9  |
| 图表 10. 2007 年至今，上海楼市经过了五轮明显的上行周期，四轮明显的下行周期，当前处于震荡期 .....                          | 10 |
| 图表 11. 2008 年 10 月 22 日上海推出了“沪 14 条”救市政策 .....                                    | 10 |
| 图表 12. 2010-2011 年上海楼市经历了严厉的调控 .....                                              | 11 |
| 图表 13. 2013 年上海“国五条”、“沪七条”相继出台，2014 年公积金贷款利率下调、修改普宅标准 .....                       | 12 |
| 图表 14. 2016 年 3 月 25 日，最严楼市新政“沪九条”出台 .....                                        | 12 |
| 图表 15. 上海 2017-2019 年调控政策梳理 .....                                                 | 13 |
| 图表 16. 上海房地产政策梳理（2021-2025 年 5 月） .....                                           | 15 |
| 图表 17. 上海市现行限购限贷政策 .....                                                          | 16 |
| 图表 18. 上海中央活动区的规划范围在世博-前滩-徐汇滨江地区、徐家汇、衡山路-复兴路地区、中山公园、虹桥开发区、苏河湾、虹口北外滩、杨浦滨江等地区 ..... | 17 |
| 图表 19. 内环部分区域未包含在中央活动区内，滨江区域却大多被囊括其中 .....                                        | 17 |
| 图表 20. 上海中央活动区范围所涉及到的主流板块及二手房均价 .....                                             | 18 |
| 图表 21. 上海 CAZ 涉及到的板块 2025 年 1-5 月的二手房均价为 10.0 万元/平，较最高点的跌幅均值为 10% .....           | 19 |
| 图表 22. 黄浦江沿岸规划分段示意图 .....                                                         | 20 |
| 图表 23. 黄浦江沿岸规划所涉及到的主流板块及二手房均价 .....                                               | 20 |
| 图表 24. 黄浦江沿岸规划涉及到的板块 2025 年 1-5 月的二手房均价为 7.9 万元/平，较最高点的跌幅均值仅为 11% .....           | 21 |
| 图表 25. 苏州河沿岸地区规划所涉及到的主流板块及二手房均价 .....                                             | 22 |
| 图表 26. 苏州河沿岸规划涉及到的板块 2025 年 1-5 月的二手房均价为 8.2 万元/平，较最高点的跌幅均值仅为 11% .....           | 22 |

|                                                                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 27. 2022-2024 年上海新房销售面积连续三年负增长，且降幅逐年扩大，2025 年 1-5 月同比增长 5% .....                                            | 24 |
| 图表 28. 2022-2024 年上海新房销供比低于 1, 2025 年 1-5 月超过 1 .....                                                          | 24 |
| 图表 29. 2025 年 1-5 月上海二手房销售面积同比增长 36% .....                                                                     | 24 |
| 图表 30. 2025 年 1-5 月上海新房销售面积占比 24%，二手房销售面积占比 76%.24                                                             |    |
| 图表 31. 2024 年内环内新房销售增长明显，2025 年 1-5 月中环新房销售同比增长明显 .....                                                        | 25 |
| 图表 32. 2022 年以来外环内新房销售占比明显提升，2024 年内环内成交占比达到 13%，2025 年 1-5 月内外环间占比 34%，均处于 2010 年以来的最高水平 .....                | 25 |
| 图表 33. 2023 年内环内、内中环间新房动态需求>供应（销供比>100%），2024 年仅郊环外销供比>100%；2025 年 1-5 月各环线销供比均有所回升 .....                      | 25 |
| 图表 34. 2025 年 4、5 月上海开盘去化率回落至 46% .....                                                                        | 26 |
| 图表 35. 上海 2025 年 5 月开盘的部分项目去化情况 .....                                                                          | 26 |
| 图表 36. 上海新房销售仍然主要集中在 90-120 平的刚改产品，近两年改善型产品新房销售仍具韧性 .....                                                      | 27 |
| 图表 37. 上海二手房 2025 年 1-5 月中环以内成交涨幅较大 .....                                                                      | 27 |
| 图表 38. 上海各环线间二手房成交占比基本保持稳定 .....                                                                               | 27 |
| 图表 39. 2025 年 1-5 月各环线间二手房成交占整体楼市成交（新房+二手房成交面积）的比重均在 7-8 成之间，其内中环内略高，二手房成交面积占比为 77% .....                      | 28 |
| 图表 40. 2024 年 240 平以上产品二手房成交套数同比涨幅较大；2025 年 1-5 月 140-240 平的中高端改善户型二手房成交量增长明显 .....                            | 28 |
| 图表 41. 上海二手房销售仍然主要集中在 90 平以下的刚需产品 .....                                                                        | 28 |
| 图表 42. 从二手房成交占整体楼市成交（新房+二手房成交面积）的比重来看，刚需产品二手房成交占比最高 .....                                                      | 29 |
| 图表 43. 2025 年 1-5 月上海 2015 年及以后建成的次新房二手房成交套数同比增速相对最高 .....                                                     | 29 |
| 图表 44. 2019 年以来，次新房二手房成交套数占比逐步提升 .....                                                                         | 29 |
| 图表 45. 2025 年 5 月统计局口径下上海新房、二手房房价环比增速分别为 0.7%、-0.7% .....                                                      | 30 |
| 图表 46. 2025 年 5 月上海商品住宅成交均价为 92119 元/平，处于历史最高水平 .....                                                          | 30 |
| 图表 47. 2025 年 5 月上海二手房价格指数为 485（2004 年 5 月=100），较历史最高点下降了 30.6%，较 2024 年 12 月下降了 0.6%，已经跌回 2016 年 3 月的水平 ..... | 31 |
| 图表 48. 2025 年 5 月上海新房房价（不含保障房）为 92119 元/平，处于历史最高水平，二手房房价为 52878 元/平，较 2024 年 12 月下降 3.9%，较最高点下降 20.4% .....    | 31 |
| 图表 49. 2025 年 5 月上海二手房挂牌价较高点下降 13% .....                                                                       | 32 |
| 图表 50. 2025 年 5 月上海二手房议价空间（1-二手房成交均价/挂牌均价）为 17%，较 2024 年月均值下降 2 个百分点 .....                                     | 32 |
| 图表 51. 2024 年内环内新房房价上涨明显，2025 年 1-5 月中外环间、郊环外房价略有回升 .....                                                      | 33 |
| 图表 52. 2024 年内环内新房房价上涨明显，2025 年 1-5 月中外环间、郊环外房价                                                                |    |

|                                                                                                    |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 略有回升 .....                                                                                         | 33 |
| 图表 53. 2025 年 1-5 月各面积段的新房房价较 2022 年均上涨，其中 240 平以上大户型涨幅最为显著 .....                                  | 34 |
| 图表 54. 2024 年 120 平以下刚需刚改产品新房房价负增长，120 平以上产品均正增长；2025 年 1-5 月 140 平以下产品涨幅明显 .....                  | 34 |
| 图表 55. 从环线角度来看，2023 年是上海二手房价顶点 .....                                                               | 35 |
| 图表 56. 2025 年 1-5 月郊环外二手房均价跌幅最大且已回到 2019 年前；中外环间跌回 2021 年；其余均跌回 2022 年水平，其中内环内、内中环间从高点下来跌幅较小 ..... | 35 |
| 图表 57. 2023 年之前各面积段二手房房价基本同涨同跌，但 2023 年之后价格出现分化 .....                                              | 36 |
| 图表 58. 2025 年 1-5 月的二手房均价与 2023 年相比，90 平以下的刚需产品跌幅最大，300 平以上及 140-180 平的房价跌幅相对较小 .....              | 36 |
| 图表 59. 2000-2004 年建成的房屋二手房均价绝对值最高，次新房房价绝对值较低 .....                                                 | 36 |
| 图表 60. 2000 年前建成的房屋自 2023 年以来跌幅最大；次新房跌幅最小 .....                                                    | 37 |
| 图表 61. 内环内 2015 年后建成的二手房均价最高，已达 15 万元/平 .....                                                      | 37 |
| 图表 62. 2024 年、2025 年 1-5 月二手房均价下跌的板块数量明显增加 .....                                                   | 38 |
| 图表 63. 虹口区北外滩、闵行区吴泾、金山区漕泾 2025 年 1-5 月的二手房均价处于较高位置 .....                                           | 38 |
| 图表 64. 市中心区域、青浦区、闵行区二手房均价跌幅相对较小 .....                                                              | 39 |
| 图表 65. 截至 2025 年 5 月末，上海新房+二手房库存量为 3906 万平，整体去化周期为 14.9 个月 .....                                   | 40 |
| 图表 66. 上海新房+二手房库存去化周期是四个一线城市中最低的 .....                                                             | 40 |
| 图表 67. 截至 2025 年 5 月末，新房狭义库存主要集中在外环外（库存占比达 80%），中环以内占比仅 9% .....                                   | 41 |
| 图表 68. 截至 2025 年 5 月末，内中环间新房去化周期最短，仅 5 个月左右 .....                                                  | 41 |
| 图表 69. 截至 2025 年 5 月末，上海新房狭义库存中，90-120 平刚改产品占比 58%，90 平以下刚需产品占比 15% .....                          | 41 |
| 图表 70. 截至 2025 年 5 月末，120-240 平面积段的产品新房去化周期最短，仅 2.3 个月 .....                                       | 41 |
| 图表 71. 截至 2025 年 5 月末，上海二手房库存外环外占比约 40%，外环内占比约 60% .....                                           | 42 |
| 图表 72. 截至 2025 年 5 月末，郊环外新房去化周期最短，仅 7.6 个月 .....                                                   | 42 |
| 图表 73. 截至 2025 年 5 月末，上海二手房库存中 90 平以下刚需产品占比 53%，90-120 平刚改产品占比 22% .....                           | 42 |
| 图表 74. 截至 2025 年 5 月末，刚需刚改产品的去化周期相对较短，140 平以上改善型产品去化周期超过两年 .....                                   | 42 |
| 图表 75. 截至 2025 年 5 月末，上海挂牌二手房中，2000 年前建成的住房占比 35%，2000-2004 年占比 21% .....                          | 43 |
| 图表 76. 截至 2025 年 5 月末，上海 2000-2004 年间建成的二手住房去化周期相对较长 .....                                         | 43 |

|                                                                                    |    |
|------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 77. 截至 2025 年 5 月末，上海内环内、内中环间总库存中，二手房库存占比<br>分别高达 95%、96%，新房库存占比仅分别为 5%、4%..... | 44 |
| 图表 78. 截至 2025 年 5 月末，90 平以下刚需产品新房的选择范围较小，超过九成<br>的房源均是二手房 .....                   | 44 |

## 1 周期演变：近 30 年变迁，上海楼市的来龙去脉

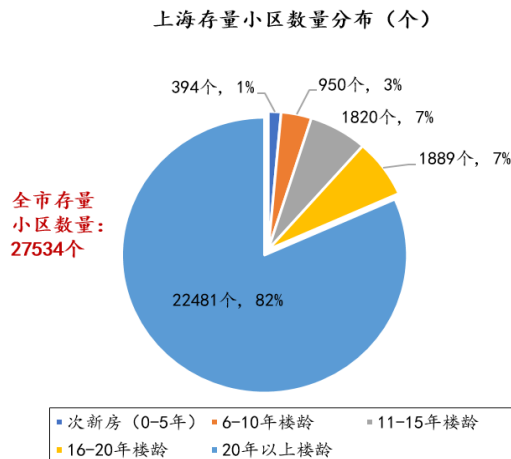
### 1.1 上海存量住房有多少？

截至 2025 年 5 月，全上海有约 2.75 万个小区、962 万套存量住宅，楼龄超过 20 年的住宅占比超六成，浦东新区与市中心房龄结构问题更加突出。

从小区数量来看，截至 2025 年 5 月末，上海存量小区共有 2.75 万个，其中 82% 的楼龄超过 20 年。从结构上看，浦东新区 20 年以上楼龄的小区占全市存量小区的比重为 14.4%，静安区占比 7.3%，黄浦区占比 7.0%，闵行区占比 6.6%，徐汇区占比 6.3%，房龄问题更为突出。各区域次新房占比均较低，各区差异不大。

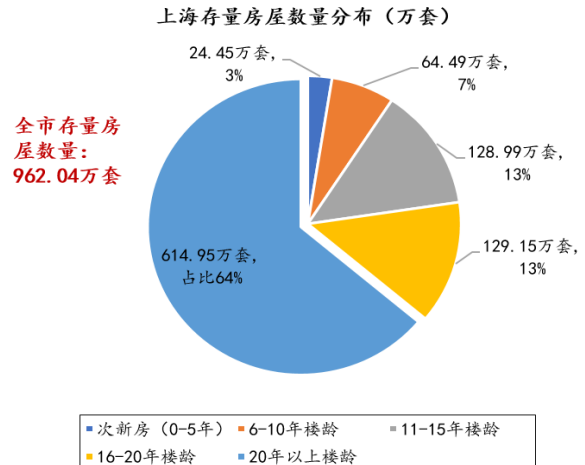
从存量房屋数量来看，截至 2025 年 5 月末，上海共有存量房屋 962 万套，其中超过 20 年房龄的套数占比 64%，从房屋数量也同样可以看出浦东和市中心的房龄问题突出。对比小区数量和房屋数量，20 年楼龄以上小区数量占比（82%）较房屋数量占比（64%）更大，主要是因为新建小区规模普遍更大，容积率也在提高。

图表 1. 截至 2025 年 5 月末，上海存量小区共有 2.75 万个，其中 82% 的楼龄超过 20 年



资料来源：中指院，中银证券

图表 2. 截至 2025 年 5 月末，上海共有存量房屋 962 万套，其中超过 20 年房龄的套数占比 64%



资料来源：中指院，中银证券

图表 3. 浦东新区 20 年以上楼龄的小区占全市存量小区的比重为 14.4%，静安区占比 7.3%

| 上海 2.75 万个存量小区数量分布（数量占比） |       |          |           |           |          |
|--------------------------|-------|----------|-----------|-----------|----------|
| 区县                       | 次新房   | 6-10 年楼龄 | 11-15 年楼龄 | 16-20 年楼龄 | 20 年以上楼龄 |
| 黄浦区                      | 0.01% | 0.13%    | 0.31%     | 0.31%     | 6.98%    |
| 徐汇区                      | 0.02% | 0.07%    | 0.24%     | 0.33%     | 6.28%    |
| 长宁区                      | 0.01% | 0.02%    | 0.12%     | 0.20%     | 4.95%    |
| 静安区                      | 0.03% | 0.10%    | 0.21%     | 0.31%     | 7.27%    |
| 普陀区                      | 0.03% | 0.07%    | 0.13%     | 0.16%     | 4.04%    |
| 虹口区                      | 0.03% | 0.08%    | 0.12%     | 0.20%     | 5.37%    |
| 杨浦区                      | 0.04% | 0.10%    | 0.24%     | 0.21%     | 4.98%    |
| 浦东新区                     | 0.33% | 0.77%    | 1.27%     | 1.66%     | 14.37%   |
| 闵行区                      | 0.15% | 0.17%    | 0.54%     | 0.72%     | 6.55%    |
| 宝山区                      | 0.12% | 0.23%    | 0.59%     | 0.54%     | 4.19%    |
| 嘉定区                      | 0.16% | 0.31%    | 0.75%     | 0.47%     | 3.89%    |
| 金山区                      | 0.05% | 0.14%    | 0.29%     | 0.25%     | 1.99%    |
| 松江区                      | 0.13% | 0.52%    | 0.58%     | 0.66%     | 3.76%    |
| 青浦区                      | 0.17% | 0.35%    | 0.58%     | 0.37%     | 2.55%    |
| 崇明区                      | 0.04% | 0.10%    | 0.22%     | 0.14%     | 1.45%    |
| 奉贤区                      | 0.11% | 0.29%    | 0.41%     | 0.32%     | 3.04%    |

资料来源：中指院，中银证券

图表 4. 浦东新区和市中心的房龄问题突出

| 上海 962 万套存量房屋数量分布（数量占比） |       |          |           |           |          |
|-------------------------|-------|----------|-----------|-----------|----------|
| 区县                      | 次新房   | 6-10 年楼龄 | 11-15 年楼龄 | 16-20 年楼龄 | 20 年以上楼龄 |
| 黄浦区                     | 0.01% | 0.06%    | 0.08%     | 0.14%     | 1.81%    |
| 徐汇区                     | 0.02% | 0.06%    | 0.25%     | 0.32%     | 3.90%    |
| 长宁区                     | 0.01% | 0.01%    | 0.10%     | 0.21%     | 2.92%    |
| 静安区                     | 0.04% | 0.12%    | 0.22%     | 0.36%     | 3.88%    |
| 普陀区                     | 0.05% | 0.14%    | 0.31%     | 0.36%     | 7.53%    |
| 虹口区                     | 0.04% | 0.08%    | 0.12%     | 0.19%     | 2.75%    |
| 杨浦区                     | 0.06% | 0.11%    | 0.35%     | 0.23%     | 4.01%    |
| 浦东新区                    | 0.57% | 1.71%    | 3.36%     | 4.36%     | 15.22%   |
| 闵行区                     | 0.22% | 0.34%    | 1.42%     | 1.85%     | 7.21%    |
| 宝山区                     | 0.26% | 0.68%    | 1.54%     | 1.57%     | 4.83%    |
| 嘉定区                     | 0.33% | 0.66%    | 1.64%     | 0.96%     | 2.35%    |
| 金山区                     | 0.12% | 0.47%    | 0.49%     | 0.49%     | 1.19%    |
| 松江区                     | 0.23% | 0.91%    | 1.28%     | 1.15%     | 2.64%    |
| 青浦区                     | 0.28% | 0.56%    | 0.98%     | 0.50%     | 1.31%    |
| 崇明区                     | 0.07% | 0.16%    | 0.48%     | 0.31%     | 0.72%    |
| 奉贤区                     | 0.24% | 0.64%    | 0.78%     | 0.42%     | 1.66%    |

资料来源：中指院，中银证券

## 1.2 上海楼市是如何变迁的？

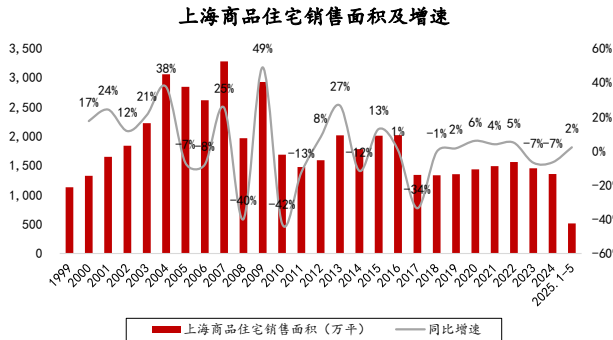
上海楼市经历了近 30 年的发展，演变成了上文所呈现的当前的存量住房格局。这一章节我们将从量与价的角度对上海楼市的周期性进行全面的复盘（本章节数据均采用国家统计局、上海房管局、上海市统计局官方口径数据）。上海的商品房发展历程大致可以分为三大阶段：1）稳步发展期（1999 年-2006 年）；2）黄金时代（2007-2021 年）；3）白银时代（2022 年至今）。

1999-2006 年，随着经济发展的稳中向好，上海楼市稳步发展。2000 年上海商品住宅成交均价（新房房价）仅 3157 元/平，第一代商品房陆续进入市场，国企和事业单位的福利分房随着商品房的发展开始逐渐减少，当年商品住宅成交面积（新房成交面积）1327 万平。2001 年上海成功举办 APEC 峰会，同时上海经济也开始了高速发展，步入了新阶段，2002 年经济发展稳中向好，2001、2002 年新房房价连续两年涨幅超过 12%，成交面积也持续上涨。2003 年市场上的商品房种类开始多样化，楼梯、电梯板楼、塔楼等，新房房价也涨至 4989 元/平，同比涨幅达 25%，成交面积 2224 万平，同比增长 21%。2004 年是上海电梯商品房大量上市建造的年代，2004 年新房成交面积达 3060 万平，同比增长 38%，2004、2005 年连续两年房价涨幅超过 15%。2005 年下半年-2006 年，在前期经过了数年量价大幅上涨后，楼市进入“停歇期”，2005、2006 年新房成交面积连续两年下滑，2006 年新房房价为 7039 元/平，涨幅缩小至 5%。这一阶段，上海二手房成交面积占比不足 4 成，二手房成交量在 1999-2004 年出现了快速上涨，成交面积年复合增速为 37%，但 2005、2006 年二手房成交量跌幅均明显大于新房。

2007-2021 年，上海楼市的发展受调控政策影响显著，不过整体处于快速发展的黄金时代。2007 年以来，上海楼市政策由降息降准的大宽松环境到 2010 年开始楼市限购、限贷，2017 年全面进入“五限”时代，后来的近十年中坚持调控，在楼市下行期允许阶段性宽松补救。2007 年，经过前面两年的横盘，在人口导入和需求增加的情况下，楼市成交量价都开始大幅上涨，新房成交面积、二手房成交面积、新房房价涨幅超过 15%。2008 年受金融危机影响，楼市成交量价均下滑，其中新房成交面积同比下滑 40%，二手房成交面积同比下滑 35%，也是 2000 年以来第一次出现了新房房价下跌的情况。2009 年为提振经济实行宽松政策，新房成交量价涨幅均达五成左右，新房房价也在 2009 年首次破万，达 12364 元/平，二手房成交量同比翻番。2010 年，经济逐步恢复，上海世博会成功举办，新房房价同比再度上涨 15%至 14213 元/平。2011 年，上海开始正式限购，也是从这个时候开始，上海新房的成交规模明显下了一个台阶，新房、二手房成交面积同比分别下滑 13%、30%，新房房价同比下滑 5%。2012 年，楼市政策微调，成交量价开始逐渐回升。2013 年，楼市再次升温，楼市量价均出现了大幅上涨，政策再次收紧，二套房首付提高到 7 成，外地户口买房缴纳社保或个税年限从“2 满 1”调整为“3 满 2”。2014 年，经过前一年的政策调整，楼市再次降温，新房、二手房成交面积同比分别下降 12%、41%。2015 年，政策持续放宽，房产营业税由“满五”改为“满二”，公积金贷款额度从家庭 60 万调整为 120 万，且五年期以上利率从 3.5%调至 3.25%，楼市量价再度快速上涨。2016 年，史上最严楼市新政“沪九条”出台，限购升级，外地户口买房由“两年”改为“五年”，推出“认房又认贷”，在政策影响下，2017-2018 年，楼市成交量低迷。2019 年，长三角一体化的大规划带动了很多周边城市房价上涨，楼市开始重启。2020 年，为应对疫情，金融政策放宽以及“五年一户”的学区房政策调整，导致房价出现了一波上涨。2021 年，楼市政策密集出台，新房积分制度以及 8 月的核验价“三价取低”政策，进一步增加了购房难度，但楼市成交量价仍在增长，2021 年新房均价突破 4 万元/平。

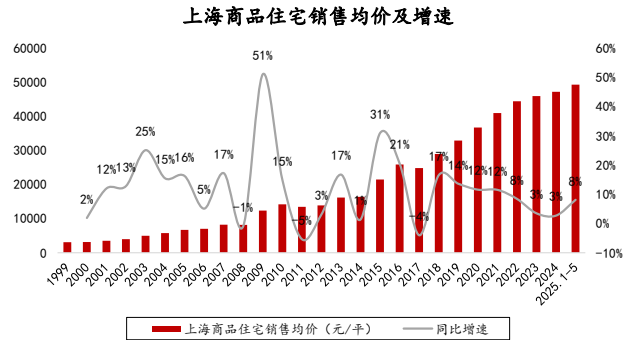
2022 年以来，上海楼市的发展速度放缓，且出现了明显的结构性分化，进入“白银时代”。受 2021 年 8 月“三价取低”政策的影响，新房、二手房在 2022 年开始出现分化，2022 年新房量价仍能保持正增长，而二手房成交面积同比下降 44%。2022 年 4-6 月上海受疫情影响，解封后 7、8 月有一波小涨，但随后市场再度进入低迷期。在市场下行压力下，自 2023 年 9 月“认房不认贷”开始，上海楼市政策逐步放松，但上海 2023、2024 年新房成交面积同比均出现了 7%的下滑，2024 年新房成交面积为 1357 万平，不足 2007 年最高峰时期一年 3279 万平的成交量的一半；二手房成交面积虽然在市场“以价换量”的影响下连续两年出现了双位数正增长，但从绝对量来看，也显著低于 2020-2021 年的水平。

图表 5. 2024 年新房成交面积为 1357 万平，不足 2007 年最高峰时期一年 3279 万平的成交量的一半



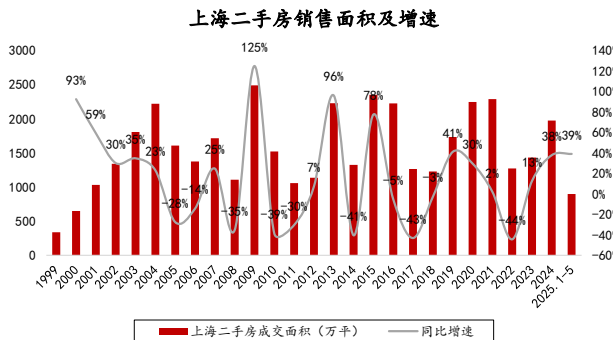
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 6. 2018 年以来新房房价仍在逐年上涨，2025 年 1-5 月达 4.93 万元/平



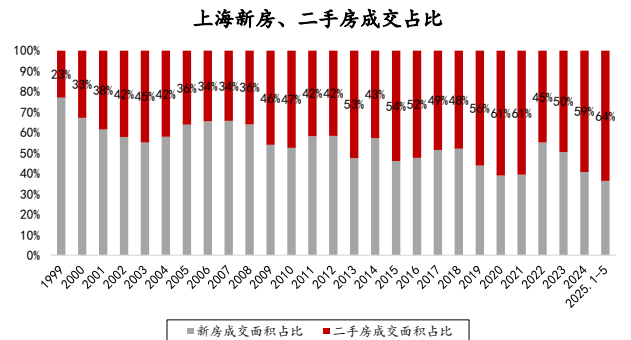
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 7. 2023、2024 年二手房成交面积虽然连续两年出现了双位数正增长，但绝对量显著低于 2020-2021 年水平



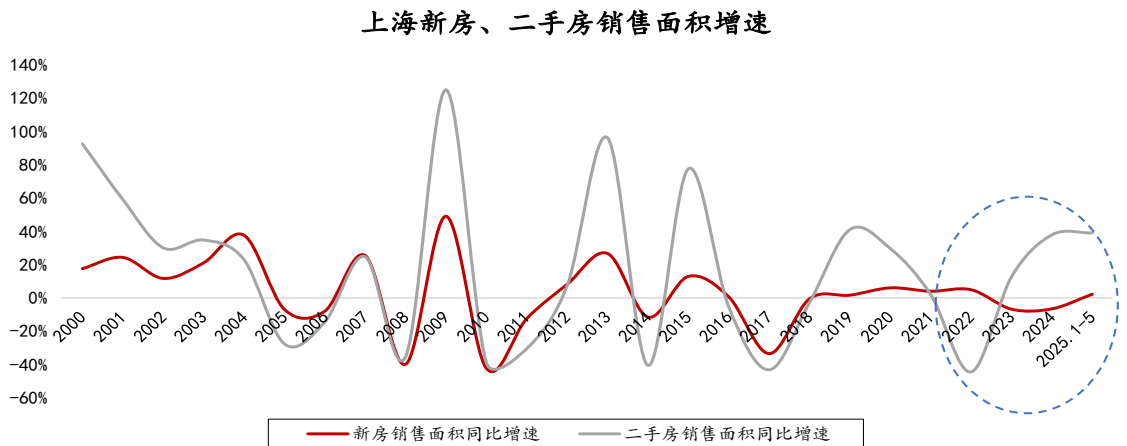
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 8. 2013 年，上海二手房成交面积占比首次超过新房



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 9. 2022 年以前上海新房、二手房成交面积基本同涨同跌，2022 年以来出现背离



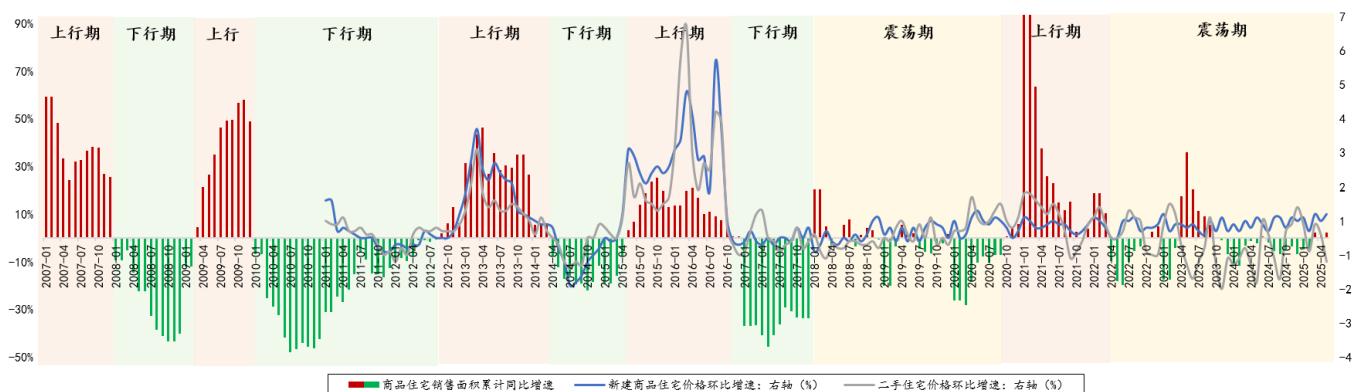
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

### 1.3 2007 年至今，上海楼市经过了五轮明显的上行周期，四轮明显的下行周期，当前处于震荡期

我们以国家统计局公布的商品住宅销售面积（新房成交面积）同比增速、新房房价环比增速来划分周期，我们将商品住宅销售面积同比增速持续为正的阶段视为地产上行周期，通常这个阶段新房房价的环比增速表现为持续为正；我们将商品住宅销售面积同比增速为负的阶段视为地产下行周期，通常这个阶段新房房价环比增速明显下行或在负增长区间波动。2007 年至今，上海楼市经过了五轮明显的上行周期，四轮明显的下行周期，当前处于震荡期。

图表 10. 2007 年至今，上海楼市经过了五轮明显的上行周期，四轮明显的下行周期，当前处于震荡期

上海新房销售、房价走势



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

**第一轮地产上行周期（2007 年 1-12 月，持续时间 12 个月）：**经过 2005、2006 年两年新房成交量下滑后，在人口流入和需求再次增加的情况下，2007 年上海商品住宅销售面积同比增速持续为正，当年商品住宅销售均价（商品住宅销售金额/销售面积）同比增长 17%。

**地产下行周期（2008 年 1 月-2009 年 2 月，持续时间 14 个月）：**遭遇金融危机后，2008 年 1 月-2009 年 2 月上海商品住宅销售面积同比增速持续为负，最低点在 2008 年 11 月出现（-43.6%），2008 年当年的商品住宅销售均价同比下降 1%，是自 2000 年以来上海第一次出现了新房房价下跌。

**第二轮地产上行周期（2009 年 3-12 月，持续时间 10 个月）：**2008 年，在全球实体经济面临严重困境的情况下，央行多次降息。结合上海实际情况，2008 年 10 月 22 日上海推出了“沪 14 条”救市政策，也是从 2008 年 12 月开始，上海商品住宅销售面积同比降幅收窄，并于 2009 年 3 月增速转正。2009 年在宽松的货币政策大背景下，上海房地产市场呈现量价齐增行情。2009 年上海商品住宅销售面积同比大幅增长 48.9%，销售均价也首次突破了 1 万元，直接从 2008 年的 8182 元/平大涨 51.1%至 12364 元/平。上海迎来了房价最大的一波主升浪。

图表 11. 2008 年 10 月 22 日上海推出了“沪 14 条”救市政策

| 2008 年 10 月 22 日“沪 14 条” |         |                                                               |                                                |
|--------------------------|---------|---------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 序号                       | 措施项目    | 内容                                                            | 适用范围/情况说明                                      |
| 第一条                      | 契税      | 下调至 1%                                                        | 个人首套普通住宅                                       |
| 第二条                      | 印花税     | 免征                                                            | 个人买卖                                           |
| 第三条                      | 土地增值税   | 免征                                                            | 个人出售                                           |
| 第四条                      | 贷款条件    | 首付比例下调至 20%，利率可下调至基准 0.7 倍                                    | 个人首套自住和改善型住宅                                   |
| 第五条                      | 公积金贷款利率 | 各档次分别下调 0.27 个百分点                                             | 个人住房公积金贷款                                      |
| 第六条                      | 营业税     | 免征                                                            | 个人购买超 2 年住房出售                                  |
| 第七条                      | 个人所得税   | 免征                                                            | 个人出售 2 年以上唯一住房                                 |
| 第八条                      | 公积金贷款   | 首付比例下调至 20%，人均最高公积金贷款额度提高至 30 万，户最高 60 万；有补充公积金最高至 80 万。      | 购买自住普通住宅                                       |
| 第九条                      | 登记、交易费  | 免收                                                            | 个人购买普通住宅                                       |
| 第十条                      | 普通住宅标准  | 单套 140 平，内环总价 245 万以下，内外环 140 万，外环 80 万，五层以上多高层及五层以下老式公寓、里弄等。 | 由房屋、规土、财政、税务 10 月 31 日联合发布，2008 年 11 月 1 日起执行。 |
| 第十一条                     | 旧区改造    | 加大中心城区旧区改造，重点二级旧里以下。                                          |                                                |
| 第十二条                     | 住房保障    | 增加廉租房，加大实物配租，扩大廉租补贴范围。                                        |                                                |
| 第十三条                     | 信息发布    | 加强信息整合、检测与分析，加强市场管理与资金监督。                                     |                                                |
| 第十四条                     | 土地管理    | 加强土地管理，从紧经营性土地供应。                                             |                                                |

资料来源：上海市财政局，上海税务局，上海住房保障和房屋管理局，上海住建委，上海规划和国土资源管理局，中银证券

**地产下行周期（2010 年 1 月-2012 年 8 月，持续时间 32 个月）：**2010 年 5-10 月，上海楼市经历了严厉的调控，从抑制需求、增加供给、加强房地产市场的监管等三个方面对市场全方位调控，着力抑制房价过快上涨，2010 年商品住宅销售面积同比跌幅扩大至 4 成。其中，2010 年 9 月 2 日，“沪五条”出台，严厉打击虚拟交易、捂盘惜售或可售房源拒外销售等行为。2010 年 10 月 7 日，“沪十二条”出台，主要针对楼市供需等方面调控，以遏制房价。调控内容主要包括首付比例上调、房贷利率上调、限购和限售。2011 年随着年初“国八条”的出台，房地产调控达到空前力度。2011 年 2 月 1 日，上海出台了“限购令”，正式开启起了上海各类限制性政策出台的时代，此外，“房产税”和“新沪四条”推出，明显抑制了楼市热度。在此轮政策调控的影响下，2011 年上海楼市购房者和开发商再度陷入观望状态。从全年来看，2011 年上海商品住宅销售面积同比下降 13%，销售均价同比下降 5%至 13448 元/平，出现了 2000 年以来上海历史上的最大房价降幅。

图表 12. 2010-2011 年上海楼市经历了严厉的调控

| 时间              | 政策          | 调控内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----------------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2010 年 9 月 2 日  | “沪五条”       | <ul style="list-style-type: none"> <li>强调 3 万平方米以下楼盘必须一次性上市预售，并明确规定未取得预售许可的项目，不得以认购、预定、排号等方式向买受人收取或变相收取定金、预定款等费用。房地产经纪机构和从业人员不得采取雇人排队、炒卖房号等方式扰乱正常销售秩序。</li> <li>若房地产开发企业存在虚拟交易、捂盘惜售或可售房源拒外销售等行为，违规情节严重者将面临暂停网上签约备案、降低直至取消开发企业资质等处罚。</li> </ul>                                                                                                          |
| 2010 年 10 月 7 日 | “沪十二条”      | <ul style="list-style-type: none"> <li>各商业银行对居民家庭贷款购买商品住房的，其首付款比例不得低于 30%；对贷款购买第二套住房的，其首付款比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。</li> <li>对贷款购买第三套及以上住房的，停止发放住房贷款。</li> <li>暂定本市及外省市居民家庭(包括夫妻双方及未成年子女，下同)只能在本市新购一套商品住房(含二手存量住房)。</li> <li>动迁房允许交易期限由房产证满 5 年调整为满 3 年。</li> </ul>                                                                               |
| 2011 年 1 月 28 日 | 房产税试点       | <ul style="list-style-type: none"> <li>上海市和重庆市同时开征房产税。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 2011 年 2 月 1 日  | “沪九条”正式开始限购 | <ul style="list-style-type: none"> <li>本市已有 1 套住房的本市户籍居民家庭、能提供自购房之日起算的前 2 年内在本市累计缴纳 1 年以上个人所得税缴纳证明或社会保险(城镇社会保险)缴纳证明的非本市户籍居民家庭，限购 1 套住房(含新建商品住房和二手住房)。对在本市已拥有 2 套及以上住房的本市户籍居民家庭、拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭、不能提供 2 年内在本市累计缴纳 1 年以上个人所得税缴纳证明或社会保险(城镇社会保险)缴纳证明的非本市户籍居民家庭，暂停在本市向其售房。</li> <li>对居民家庭向商业银行贷款购买第二套住房的，其首付款比例不得低于 60%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。</li> </ul> |
| 2011 年 7 月 26 日 | “沪四条”       | <ul style="list-style-type: none"> <li>施行“一房一价”即销售现场公布的房源价格应与经房管部门备案的价格保持一致。</li> <li>未取得预售许可或未办理现房销售备案的商品住房项目，房地产开发企业不得以认购、预订、排号、发放 VIP 卡等方式，向买受人收取或变相收取定金、预订款等性质的费用</li> <li>继续严格执行住房限售政策，补缴的个人所得税不予认可。</li> <li>开展房地产经纪市场专项整治。</li> </ul>                                                                                                            |

资料来源：上海市人民政府，上海住房保障和房屋管理局，中银证券

**第三轮地产上行周期（2012 年 9 月-2014 年 3 月，持续时间 19 个月）：**虽然上海地产的调控格局不变，仍然围绕抑制投资性需求，但楼市经过了两年多的调整，已经进入平稳发展期，整体成交规模下降了一个台阶，回归合理区间，低基数下，商品住宅销售面积同比增速于 2012 年 9 月回正。而新房、二手房房价环比增速在更早的时间点，分别于 2012 年 6 月、2012 年 4 月已经回正。2012 年 9 月至 2013 年 3 月，新房房价环比增速从 0.0%快速逐月提升至 3.2%的阶段性的低点，二手房房价环比增速从 0.2%提升至 2.6%的阶段性的低点。

由于上海房价持续上涨，2013 年 3 月上海“新国五条”，确定 2013 年房价调控目标，明确对第三套及以上的购房进行停贷、适时调整二套房的首付比例和贷款利率，提出对二手房交易严格征收 20%个人所得税等要求。由于 2013 年下半年住宅价格增长较快，11 月上海出台“沪七条”调控政策进一步收紧，其中将商业贷款二套房首付比例从 60%提高至 70%，非本市户籍居民家庭购房缴纳税收或社保费年限调整至购房之日起的前 3 年内的在本市累计缴纳 2 年以上。2013 年 4 月以后，房价环比增速虽然逐步下行，不过一直到 2014 年 3 月房价绝对值都是始终保持正增长。

**地产下行周期（2014 年 4 月-2015 年 4 月，持续时间 13 个月）：**在政策持续收紧的态势下，2014 年 4 月-2015 年 4 月商品住宅销售面积同比增速出现了连续 13 个月的负增长，期间新房、二手房房价也出现了 5-8 个月环比持续下跌的情形。2014 年，在国家确立的“分类指导、双向调控”的楼市调控主基调下，上海楼市量价持续下行，前三季度楼市持续低迷，但上海未对楼市限购松绑，在四季度做了一些“补救”措施，例如调整了公积金个贷政策和上调普通住宅标准，此举下促进了刚需和改善需求积极入市。新标准的实施，使得上海普通住宅受惠面明显扩大，不仅减轻了购房者的税费负担，降低交易成本。从 2014 年年末开始，商品住宅销售面积的同比降幅逐步收窄。

图表 13. 2013 年上海“国五条”、“沪七条”相继出台，2014 年公积金贷款利率下调、修改普宅标准

| 时间               | 政策        | 调控内容                                                                                                                                   | 调控方向 |
|------------------|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 2012 年 2 月 13 日  | 普宅标准调整    | 上海住房保障和房屋管理局等部门联合发布调整上海市普通住房标准的通知，该标准自 3 月 1 日起执行。新标准与 2008 年制定的旧标准对比显示，仅就价格而言，内环线以内套总价提高 85 万元/套，内环线和外环线之间提高 60 万元/套，外环线以外提高 62 万元/套。 | 放松   |
| 2012 年 7 月 26 日  | “新沪六条”    | 上海市人民政府官方网站发布《关于进一步严格执行房地产市场各项条款政策的通知》(即“新沪六条”)，其中明确提到要严格执行国家和本市住房政策确定的各项操作口径。主要包括严格二套房认购标准、公寓式酒店严禁分套销售、加强房地产交易环节税收监管等。                | 收紧   |
| 2013 年 3 月 30 日  | “新国五条”细则  | 确定 2013 年房价调控目标，适时调整第二套住房贷款的首付比例和贷款利率，二手房交易严格按照转让所得 20%征收个人所得税等。                                                                       | 收紧   |
| 2013 年 11 月 8 日  | “沪七条”     | 将商业贷款二套房首付比例从 60%提高至 70%，非本市户籍居民家庭购房缴纳税收或社保费年限调整至购房之日起的前 3 年内的在本市累计缴纳 2 年以上。                                                           | 收紧   |
| 2014 年 11 月 4 日  | 公积金贷款利率下调 | 上海公积金中心发布通知，对拥有 1 套住房并已结清贷款，再次申请贷款购买普通住宅，参照首套房贷款政策执行                                                                                   | 放松   |
| 2014 年 11 月 22 日 | 公积金贷款利率下调 | 从 11 月 22 日起下调个人住房公积金贷款利率，五年期以上个人住房公积金贷款利率由 4.5%下调至 4.25%。                                                                             | 放松   |
| 2014 年 11 月 13 日 | 修改普宅标准    | 从 11 月 20 日起执行新的普通住宅认定标准，新的标准大幅度提高了各环线内外的房源单套总价，内环内、内外环间和外环价格标准分别提升 36%、55%、44%。                                                       | 放松   |

资料来源：上海市住房保障和房屋管理局、上海市规划和国土资源管理局、上海市财政局、上海市地方税务局，上海市人民政府，新华网，新华社，上海本地宝，人民网，中银证券

**第四轮地产上行周期（2015 年 5 月-2016 年 12 月，持续时间 20 个月）：**2015 年去库存成为楼市主旋律，信贷政策宽松，减轻了购房者的资金压力的同时，也刺激了潜在购房者的需求加速释放，新房、二手房房价环比增速均在 2015 年 4 月转正，2015 年 5 月开始上海商品住宅销售面积同比增速由负转正，2015 年上海商品住宅成交量创 6 年新高，当年同比增长 13%，房价也大幅攀升至 2 万元的阶段，当年商品住宅销售均价同比增长 31%至 21501 元/平。2015 年以来上海楼市不断升温，量价齐增，市场行情一直延续到 2016 年，新房、二手房房价环比增速是所有地产上行周期中最高的一段时期，新房房价环比增速在 2016 年 8 月达到 5.2%，二手房房价环比增速在 2016 年 3 月达到 6.2%，均为 2011 年以来的峰值水平。

由于房价的快速上涨，2016 年 3 月 25 日，最严楼市新政“沪九条”出台，其中主要内容包括加码限购以及首付比例提升。史上最严新政之后，上海商品住宅销售面积同比增速开始下降，但仍然保持正增长，行情热度依然在延续，因此下半年，上海楼市又出台了多条楼市新政，包括政府 10 月 9 日颁布的“沪六条”、11 月末出台的“认房又认贷”、首付比例上调等政策。在政策作用下，2016 年下半年的楼市政策急速制冷，房价上涨周期也在 2016 年 12 月结束。

图表 14. 2016 年 3 月 25 日，最严楼市新政“沪九条”出台

| 时间               | 政策               | 调控内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 调控方向 |
|------------------|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 2015 年 4 月 9 日   | 公积金贷款额度提升        | 上海市公积金管理中心宣布，购买首套住房，个人贷款额度由 30 万元调整至 50 万元，家庭贷款额度由 60 万元调整至 100 万元；缴交补充公积金的，个人贷款额度在 50 万元基础上增加 10 万元保持不变，家庭贷款额度在 100 万元基础上增加 20 万元保持不变。                                                                                                                                                              | 放松   |
| 2015 年 7 月 6 日   | 人才新政 20 条        | 对达到上海市居住证积分标准值且缴纳个人所得税达到一定数额或职工社会保险缴费基数达到一定标准的非沪籍人员，定向微调住房限购政策。                                                                                                                                                                                                                                      | 放松   |
| 2016 年 3 月 25 日  | “沪九条”            | <ul style="list-style-type: none"> <li>从严格执行住房限购政策，提高非本市户籍居民家庭购房缴纳个人所得税或社会保险的年限，将自购房之日起计算的前 3 年内在本市累计缴纳 2 年以上，调整为自购房之日前连续缴纳满 5 年及以上。</li> <li>对拥有 1 套住房的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房的，首付款比例不低于 50%；对拥有 1 套住房的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买非普通自住房的，首付款比例不低于 70%。</li> </ul>                         | 收紧   |
| 2016 年 10 月 8 日  | “沪六条”            | <ul style="list-style-type: none"> <li>进一步加大商品住房用地供应力度。</li> <li>进一步加强商品住房用地交易资金来源监管。</li> <li>进一步加强新建商品住房预售管理。</li> <li>严厉查处房地产市场违法违规行为。</li> </ul>                                                                                                                                                 | 收紧   |
| 2016 年 11 月 28 日 | 认房又认贷、首套首付比例下限上调 | <ul style="list-style-type: none"> <li>自 2016 年 11 月 29 日起，居民家庭购买首套住房申请商业贷款的，首付款比例不低于 35%。在本市已拥有 1 套住房的、或在本市无住房但有住房贷款记录的居民家庭申请商业贷款，购买普通自住房的，首付款比例不低于 50%；购买非普通自住房的，首付款比例不低于 70%。</li> <li>首套房的认定标准也趋严格执行，认房又认贷。具体而言，居民家庭名下在上海市无住房，且通过人民银行征信系统显示在全国各地无商业性住房贷款记录、无公积金住房贷款记录的，才可以按照首套房贷政策执行。</li> </ul> | 收紧   |

资料来源：上海市公积金管理中心，上海市房管局，人民网，中证网，央视网，中银证券

**地产下行周期（2017 年 1 月-2017 年 12 月，持续时间 12 个月）：**2017 年政策继续收紧，从供需两端发力，在类住宅整顿、开盘摇号新规、土地市场新政、住房“十三五”规划发布等一系列的重大政策调整后，上海楼市进入限购、限贷、限价、限售的全面限制性时代。2017 年 1-12 月商品住宅销售面积持续出现双位数负增长，全年跌幅高达 34%，新房、二手房房价环比增速于 2016 年 11 月也进入了负增长区间。

**震荡期（2018 年 1 月-2020 年 9 月，持续时间 33 个月）：**2018 年，上海房地产政策表现平稳，政策方面更多的是对原有政策的补充和巩固，需求释放平缓，房价整体平稳。2019 年，楼市政策逐步放宽，在中央“稳地价、稳房价、稳预期”调控主基调下，上海没有出台重磅调控政策，而是以微调为主，稳定市场走向。这一阶段，新房、二手房房价环比增速在 0%附近徘徊，2018、2019 年商品住宅销售面积同比增速分别为-1%、2%，也基本稳定。

图表 15. 上海 2017-2019 年调控政策梳理

| 时间              | 政策              | 调控内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-----------------|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2017 年 4-6 月    | 对商办公寓类项目出台了调控政策 | <ul style="list-style-type: none"> <li>4 月 21 日，商办土地出让明确不得建设公寓式办公、酒店，并且以层为单元进行销售；</li> <li>5 月 17 日，停止审批公寓式办公项目；</li> <li>6 月 12 日，上海住建委重申商办整顿。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 2017 年 5 月 4 日  | 买房摇号            | <ul style="list-style-type: none"> <li>5 月 4 日，上海明确要求新开盘商品住房采取由公证机构主持的摇号方式公开销售；严格落实购房实名制；不得以任何名义收取价外价。</li> <li>7 月中旬，商品房摇号细则公布，开发商要在新房开盘至少 10 日前向公证机构申请摇号排序公证，并在售楼现场公示全部准售房源和已积累客户名单。在积累客户时，不得设置有利于内部、关系户等购房的入围条件，本项目代理销售企业以及其他房地产经纪机构的员工不得入围。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 2017 年 7 月 7 日  | 土地供应            | <ul style="list-style-type: none"> <li>“十三五”期间，本市住房用地供应总量将明显增加，预计供应 5500 公顷，其中商品住房用地稳中有升，租赁住房用地大幅增加，保障性住房用地确保供应。城镇住房供应总量也将显著增加，预计新增供应各类住房约 170 万套。其中，商品住房约 45 万套，以中小套型普通商品住房为主；租赁住房约 70 万套；各类保障性住房约 55 万套。此外，以市场为主，新增代理经租房源 30 万套（间）左右。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 2018 年 7 月 2 日  | 公司买房政策调整        | <ul style="list-style-type: none"> <li>一、企业在本市购买商品住房必须同时符合以下条件，购房时间以合同网签备案日期为准：1、企业设立年限已满 5 年；2、企业在本市累计缴纳税款金额已达 100 万元人民币；3、企业职工人数 10 名及以上，且按照规定在该企业缴纳社保和公积金满 5 年。企业近年缴纳税款金额满 500 万元以上的，购房时不受上述企业设立年限和员工人数等条件的限制。</li> <li>二、企业购买的商品住房再次上市交易年限从“满 3 年”提高至“满 5 年”。</li> <li>三、住建、房管部门会同相关部门对执行商品住房项目公证摇号、按序选房制度加强监管，要求开发企业严格执行全部准售房源、积累客户规则和名单、摇号排序结果公证和公示规定；进一步加强客户认筹规则制订指导审核以及执行监管，严格落实企业购买商品住房规定。</li> <li>四、住建、房管部门会同规土部门（不动产登记机构）加强企业购买、出售商品住房交易登记审核，会同税务、人社、公积金管理等部门建立相关信息共享核查机制，对违反企业购买、出售商品住房相关规定的，不予办理房地产交易登记手续。</li> </ul> |
| 2019 年 8 月 30 日 | 限购调整            | <ul style="list-style-type: none"> <li>按照区域发展和产业导向，对符合一定条件的非本市户籍人才，购房资格由居民家庭调整为个人，可购买新片区普通商品房一套。</li> <li>缩短非本市户籍人才在新片区购房缴纳个人所得税或社会保险金的年限，将自购房之日前连续缴纳满 5 年及以上，调整为连续缴纳满 3 年及以上。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

资料来源：搜狐新闻，人民网，中房网，澎湃新闻，中银证券

**第五轮地产上行周期（2020 年 10 月-2022 年 3 月，持续时间 18 个月）：**2020 年，维护上海房地产市场平稳运行仍然是市场调控的主要方向。虽然这一阶段经历了疫情、2021 年新房摇号政策、2021 年 8 月“三价取低”政策等收紧政策，但整体成交量价稳中有增。2020、2021 年商品住宅销售面积同比增速分别为 6%、4%，销售均价分别为 36741、40974 元/平，同比增速均为 12%。

**震荡期（2022 年 4 月至今，截至 2025 年 5 月持续时间 38 个月）：**2022 年上半年经历了疫情管控，解封后的 6 月楼市才开始出现回暖。随着短期需求的集中释放，7-8 月楼市迎来了一波短暂的行情，9 月上海楼市成交增速再度放缓。2022 年全年住宅销售面积同比增长 5%，销售均价 44430 元/平，同比增长 8%。2023 年，上海房地产政策逐步放松，降息、公积金调整、放宽落户、“认房不认贷”、首付比例和房贷利率下限下调、普宅认定标准调整、局部限购优化等利好政策出现。2024 年上海分别在 5、9 月经历了两次大幅度的政策调整，政策调整后商品住宅销售面积均出现了 1-2 个月降幅收窄的情况。2024 年 5 月 27 日，上海出台楼市“沪九条”，在限购政策上，缩短非沪籍居民购房社保或个税缴纳年限，取消离异购房限制和调整住房赠与规定。信贷政策方面，首套住房商业贷款利率下限和最低首付款比例下调，二套住房在不同区域也有相应利率和首付调整，公积金贷款额度和首付比例也有所优化。到了 9 月 29 日，“沪七条”政策出台，进一步放宽非本市户籍居民家庭以及单身人士购买外环外住房的社保或个税缴纳年限至 1 年，持《上海市居住证》且积分达标、社保满 3 年的非沪籍家庭享受沪籍购房待遇，临港新片区工作且职住分离群体可增购住房。信贷政策上，首套房商业贷款最低首付比例降至 15%，二套房全市最低 25%，差异化区域降至 20%。税收政策方面，个人销售住房增值税免征年限从 5 年调整为 2 年，并按部署取消普通住房和非普通住房标准。11 月 18 日，四部门联合印发《关于取消普通住房标准有关事项的通知》，明确取消普通住房标准后的个人住房交易税收事项，进一步简化交易税费。在供给端，政策引导开发商优化住房供应结构，例如取消土地限价、取消 7090 等政策，更好地匹配市场需求。

**进入 2025 年，政策延续去年的宽松基调。2025 年 8 月 25 日，上海进一步优化了限购限贷政策，且政策力度明显大于北京。**限购政策调整方面，外环外不再限制购房套数，单身按家庭执行限购政策。一方面利好外环外市场，有助于缓解外环外的供需矛盾，另一方面，增加了单身购房套数，有助于吸引年轻人在沪购房，提升市场活跃度。此外，我们认为，**本次政策最大的亮点是信贷政策的调整**，公积金贷款额度提升 15%，支持公积金支付首付与公积金“又提又贷”；商贷利率不再区分首套二套。我们预计，此次信贷政策的调整将有效提高流动性，降低居民房贷压力，提升居民购房能力。

整体而言，2023 年、2024 年上海新房市场量跌价涨，二手房市场量涨价跌，2025 年 1-5 月新房成交量同比由负转正，二手房成交量同比涨幅进一步扩大。从统计局披露的房价环比增速来看，2019 年 8 月至今，新房房价环比增速持续为正，稳中有增；但二手房房价以 2021 年 8 月为界限，波动下行，当前下行压力仍然较大。

图表 16. 上海房地产政策梳理（2021-2025 年 5 月）

| 时间               | 政策                                                                   | 调控内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 调控方向 |
|------------------|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 2021 年 1 月 21 日  | 离婚限购                                                                 | 夫妻离异的，任何一方自夫妻离异之日起 3 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 收紧   |
| 2021 年 2 月 6 日   | 土地供应                                                                 | 增加商品住房用地供应，特别是在郊区轨道交通站点周边、五大新城（南汇、松江、嘉定、青浦、奉贤新城）加大供应力度。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |      |
|                  | 积分摇号政策                                                               | “无房家庭优先”政策，实行积分摇号买房。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |      |
| 2021 年 3 月 3 日   | 限价                                                                   | 深化完善房价地价联动机制。在房价地价联动的基础上，商品住宅用地出让实行限价竞价。竞买人在参与商品住宅用地竞拍前，应签署知晓出让地块房地联动房价查询结果以及理性竞价的承诺书，承诺书纳入土地出让合同。对非理性竞价的企业，规划资源、房屋管理等部门联合约谈警示，后续加强土地出让合同履行、金融信贷、税收、房屋销售等监管。严格新建商品住房价格备案管理。各区应切实承担起新建商品住房项目价格备案管理的主体责任，指导开发企业合理定价，对定价过高的项目，坚决予以调整。市房管部门进一步强化新建商品住房项目价格备案复核，坚决防止上市销售项目备案价格过高。                                                                                                                                                               | 收紧   |
|                  | 限售                                                                   | 实施住房限售。对按照优先购房政策购买的新建商品住房，在购房合同网签备案满 5 年后方可转让。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 收紧   |
|                  | 土地供应                                                                 | 强化住宅用地供应管理。及时公布住宅用地供应计划和存量住宅用地信息。加大商品住宅用地供应力度，保障性住房用地“应保尽保”，单列租赁住房用地计划。压实各区主体责任，量化地价调控目标，合理制定土地出让方案，稳定市场预期，严防高温价，坚决遏制非理性拿地。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |      |
| 2021 年 7 月 23 日  | 限购                                                                   | 自 2021 年 7 月 24 日起，通过赠与方式转让住房的，在住房限购政策执行中，该住房自转移登记之日起 5 年内仍记入赠与入拥有住房套数；受赠人应符合国家和本市住房限购政策。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 收紧   |
| 2021 年 7 月 23 日  | 限贷                                                                   | 7 月 24 日起， <b>上海房贷利率上调</b> ：首套房贷款利率将从现在的 4.65% 调整至 5%，二套房贷款利率从 5.25% 上调至 5.7%。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 收紧   |
| 2022 年 4 月 12 日  | 人才购房政策                                                               | 2022 年重点支持单位中工作的人才，“须在新片区工作满一年以上”可缩短为 3 个月或 6 个月。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 放松   |
| 2022 年 6 月 6 日   | 限贷                                                                   | 自 2022 年 6 月 6 日起，本市购买第二套改善型住房申请公积金贷款的家庭，现持有住房人均住房建筑面积调整为不高于 37.4 平方米。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 放松   |
| 2023 年 3 月 30 日  | 限贷                                                                   | 自 2023 年 3 月 31 日起，本市购买第二套改善型住房申请公积金贷款的家庭，现持有住房人均住房建筑面积调整为不高于 37.46 平方米。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 放松   |
| 2023 年 5 月 1 日   | 限贷                                                                   | 多子女家庭在本市购买首套住房，最高贷款限额（含补充公积金最高贷款限额）在本市最高贷款限额的基础上上浮 20%。其中，首套住房按本市公积金贷款差别化信贷政策认定。其他贷款条件按本市公积金贷款现行规定执行。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 放松   |
| 2023 年 9 月 2 日   | 限贷                                                                   | <b>“认房不认贷”</b> 通知规定，居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在我市名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 放松   |
| 2023 年 12 月 15 日 | 限贷、<br>普宅标准调整                                                        | <b>首付比例下限下调、房贷利率下限下调</b> ：首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减 10 个基点，最低首付比例调整为不低于 30%。二套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 30 个基点，最低首付比例调整为不低于 50%。同时，为支持推进“五个新城”和南北转型重点区域高质量发展，促进产城融合、职住平衡，在自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 6 个行政区全域实行差异化政策，二套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 20 个基点，最低首付比例调整为不低于 40%。将调整本市普通住房标准事宜通知如下：可以享受优惠政策的普通住房，应同时满足以下条件：一是五层以上（含五层）的多高层住房，以及不足五层的老式公寓、新式里弄、旧式里弄等；二是单套住房建筑面积在 144 平方米以下（含 144 平方米）。 | 放松   |
| 2024 年 1 月 3 日   | 限贷                                                                   | 上海公积金管理委员会发布《关于调整本市住房公积金个人住房贷款政策的通知》，二套房最低首付比例调至 40%。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 放松   |
| 2024 年 1 月 13 日  | 限购                                                                   | <b>青浦、奉贤区人才限购放开</b><br>与青浦区、奉贤区用人单位签订 2 年及以上劳动（聘用）合同且工作满 1 年的非沪籍人才；同时，在沪缴纳职工社会保险或个人所得税满 3 年及以上、且在本市无住房；并同时符合单位条件之一、个人条件之一的，可在青浦、奉贤新城区域范围内购买 1 套住房，同时购房资格由居民家庭调整为个人。                                                                                                                                                                                                                                                                        | 放松   |
| 2024 年 1 月 30 日  | 限购                                                                   | <b>上海外环外单身限购优化</b><br>自 1 月 31 日起，在上海连续缴纳社会保险或个人所得税已满 5 年及以上的非上海户籍居民，可在外环以外区域（崇明区除外）限购 1 套住房，以更好满足居民合理住房需求，促进区域职住平衡、产城融合。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 放松   |
| 2024 年 3 月 15 日  | 土拍                                                                   | 上海第二轮土拍中松绑“7090”政策                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 放松   |
| 2024 年 5 月 3 日   | 以旧换新                                                                 | 上海市房地产业协会、上海市房地产经纪行业协会，积极响应第五届上海“五五购物节”，联合倡议在上海市发起商品住房“以旧换新”活动。<br>参加“以旧换新”活动的开发商承诺，在一定期限内，旧房未成功出售的，购房居民可以无条件“退房退款”。房地产经纪机构则承诺，对购房居民的旧房“全城推、优先卖”。                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 放松   |
| 2024 年 5 月 27 日  | <b>“沪九条”：<br/>调整优化住房限购政策、<br/>优化住房信贷政策、<br/>支持“以旧换新”<br/>等九条政策措施</b> | 在限购政策上，缩短非沪籍居民购房社保或个税缴纳年限，新城及重点区域也有相应调整，还扩大了重点区域非沪籍人才和非沪籍单身人士购房区域，取消离异购房限制和调整住房赠与规定，支持企业购房用于职工租住。信贷政策方面，首套住房商业贷款利率下限和最低首付比例下调，二套住房在不同区域也有相应利率和首付调整，公积金贷款额度和首付比例也有所优化。同时，支持多子女家庭增购住房并优化首套认定标准，对居住困难家庭“以旧换新”给予适度补贴。                                                                                                                                                                                                                          | 放松   |
| 2024 年 6 月 7 日   | <b>取消土地限价</b>                                                        | 上海土地市场在官网发布了今年第三批住宅用地出让公告。上海本次的土地出让，对竞买规则做出了重大调整。自该批次起，上海取消商品住宅用地溢价率 10% 的上限要求，成交价格由市场化竞价确定，进一步提升土地资源市场化配置效率。上海土拍 10% 溢价率上限的要求，源于 2021 年。2021 年 4 月，上海对土拍竞价出台措施，在为每宗土地设置起始价的同时，还设置中止价和最高报价。                                                                                                                                                                                                                                                | 放松   |
| 2024 年 8 月 27 日  | 土拍                                                                   | 上海市住房和城乡建设管理委员会等部门发布《关于优化本市新出让商品住房用地套型供应结构的通知》。上海 <b>取消 7090 限制</b> 。<br>• 本市多层、小高层、高层建筑的商品住房中小套型住房建筑面积标准分别调整为 100 平方米、110 平方米、120 平方米。提升住房套型配置均衡性，引导套内空间合理布局。<br>• 原则上，中外环间区域不低于 70%，中环以内区域不低于 60%，新城和南北转型重点区域不低于 60%，外环外其他区域不低于 50%。                                                                                                                                                                                                     | 放松   |
| 2024 年 9 月 29 日  | <b>“沪七条”：<br/>调整限购、<br/>降低首付比例、<br/>减税</b>                           | 关于限购：<br>• 外地户籍购房社保 3 年改为 1 年。<br>• 居住证积分达标+3 年社保，购房资格同本地户籍家庭。<br>• 新片区工作，可在新片区多买 1 套住房。<br>关于贷款：<br>• 降低存量房贷利率。<br>• 首付首套 15%，二套 25%(临港、嘉定、青浦、松江、宝山和金山 20%)。<br>关于减税：<br>• 增值税免征年限 5 改 2。<br>• 及时取消普宅和非普宅标准。                                                                                                                                                                                                                              | 放松   |
| 2024 年 10 月 18 日 | <b>公积金首付比例下调</b>                                                     | 上海公积金官方消息，二套改善最低首付 25%，10 月 18 日起执行。<br>1. 对于认定为第二套改善型住房的，最低首付比例调整为 25%；<br>2. 对于认定为第二套改善型住房，且贷款所购住房位于中国（上海）自由贸易试验区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 6 个行政区全域的，最低首付比例调整为 20%。                                                                                                                                                                                                                                                                       | 放松   |
| 2024 年 11 月 18 日 | <b>取消普宅、非普宅标准</b>                                                    | 上海市税务局等四部门联合印发《关于取消普通住房标准有关事项的通知》，明确取消普通住房和非普通住房标准；明确取消标准后相关个人住房交易税收事项。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 放松   |
| 2025 年 8 月 25 日  | <b>优化限购、商贷利率、<br/>公积金贷款政策</b>                                        | 1. 限购政策优化：本市户籍，外环内：单身 2 套；家庭 2 套；外环外：不限套数；成年单身人士按照居民家庭执行商品住房限购政策。非本市户籍，外环内：单身 1 套；家庭 1 套；外环外：不限套数。<br>2. 在利率定价机制安排方面不再区分首套住房和二套住房，合理确定每笔商业性个人住房贷款的具体利率水平<br>3. 对缴存人购买二星级及以上新建绿色建筑住房的，住房公积金(含补充公积金)最高贷款额度上浮 15%。支持提取住房公积金支付购房首付款（新建预售商品住房）。支持住房公积金“又提又贷”。                                                                                                                                                                                   | 放松   |

资料来源：上海市房屋管理局，上海市公积金管理中心，上海市住建委，上海本地宝，中国证券报，一房一万，太平洋房屋，第一地产，财联社，中银证券

图表 17. 上海市现行限购限贷政策

| 上海现行限购限贷政策 |              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------------|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 首付比例       | 首套           | 15%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|            | 二套           | 核心区域 25%<br>临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 20%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 商贷利率       | 首套           | 在利率定价机制安排方面不再区分首套住房和二套住房，合理确定每笔商业性个人住房贷款的具体利率水平                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|            | 二套           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 限购         | 本市户籍         | 外环内：单身 2 套；家庭 2 套；多孩家庭 3 套<br>外环外：不限套数<br>成年单身人士按照居民家庭执行商品住房限购政策                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|            | 非本市户籍        | 外环内：单身 1 套；家庭 1 套；多孩家庭 2 套<br>外环外：不限套数                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|            | 非本市户籍社保/个税年限 | 核心区 3 年<br>外环外 1 年<br>持有《上海居住证》+分值达到 120 积分+缴纳社保或个税满 3 年及以上的非沪籍家庭，可享受本地户籍家庭购房待遇。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 公积金贷款      |              | 公积金最低首付比例：<br>首套：20%；二套：核心区域 25%，临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 20%<br><br>公积金贷款额度：<br>对缴存人购买二星级及以上新建绿色建筑住房的， <u>住房公积金(含补充公积金)最高贷款额度上浮 15%。</u><br>首套：个人最高贷款额度从 80 万元提高至 <b>92 万元</b> ，家庭最高贷款额度从 160 万元提高至 <b>184 万元</b> ，多子女家庭首套上浮比例可叠加计算，从 192 万元提高至 216 万元；<br>二套：个人最高贷款额度从 65 万元提高至 <b>74.75 万元</b> ，家庭最高贷款额度从 130 万元提高至 <b>149.5 万元</b> 。<br><br><u>支持提取住房公积金支付购房首付款（新建预售商品住房）</u><br><u>支持住房公积金“又提又贷”。</u> 对缴存人提取住房公积金支付购房首付款的，不影响其住房公积金贷款额度计算。 |

资料来源：上海市政府官网，上海市住建局，上海住房公积金管理中心，中银证券

## 2 从二手房房价看 2035 年规划中的两大重点发展区域：CAZ 和“一江一河”

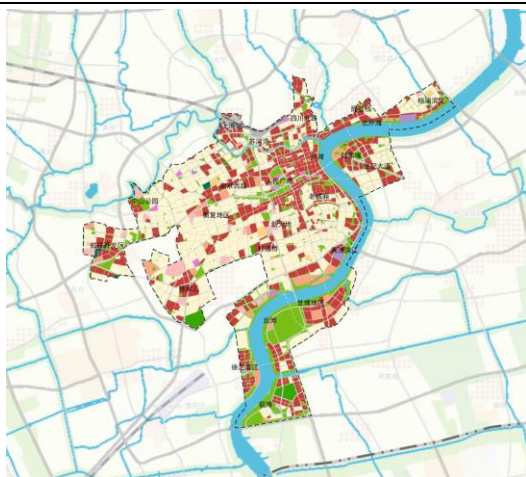
上文我们分析了上海房地产市场的周期特征，当前上海楼市的发展速度放缓，且出现了明显的结构性分化。在后文分析上海楼市结构性特征之前，我们首先需要了解上海整体的城市空间规划。从整体上海发布的几则规划来看，中央活动区（Central Activity Zone，简称 CAZ）、“一江一河”、是上海未来区域发展的重要方向。

### 2.1 未来单纯的环线概念将逐步淡化，CAZ 概念日益强化

从上海的最新城市规划来看，上世纪 90 年代提出的内环、中环、外环这样的环线概念这些年明显淡化，“中央活动区”的概念日益强化。中央活动区（Central Activity Zone，简称 CAZ）具备商业商务、文化艺术、旅游休闲等为一体的大型商旅文活动集聚区，比 CBD 更符合人对城市中心功能的多元性、复合性、丰富性、生态性等诸多要求。2016 年，上海率先提出“中央活动区”的概念，在“上海 2035 城市总体规划”《上海市城市总体规划(2017-2035)》中提出要形成由“城市主中心（中央活动区）、城市副中心、地区中心以及社区中心”构成的中心体系。上海中央活动区的规划范围集中在世博-前滩-徐汇滨江地区、徐家汇、衡山路-复兴路地区、中山公园、虹桥开发区、苏河湾、虹口北外滩、杨浦滨江（内环以内）等地区，总面积约 75 平方公里。中央活动区将代表未来上海的主要形象，承担全球城市核心功能，是“上海市中心的中心”。

同时我们也发现，内环部分区域未包含在中央活动区内，而滨江区域却大多被囊括其中，2035 规划中“滨江强于环线”的概念加强。黄浦区和老静安安全区都属于 CAZ，地段价值最高；徐汇区 4 号线外区域和斜土路被排除在 CAZ 外，徐汇滨江、徐家汇区域价值更高；长宁区的天山和古北等部分中环地段也被划入了 CAZ；浦东、虹口、杨浦均有部分区域被排除在 CAZ 外，只有最中心区域保留；普陀区则被全部排除在了 CAZ 以外。被排除在外的内环区域普遍是以“老破小”为主的老旧社区，例如普陀区的长寿路、浦东新区的联洋板块等。

图表 18. 上海中央活动区的规划范围在世博-前滩-徐汇滨江地区、徐家汇、衡山路-复兴路地区、中山公园、虹桥开发区、苏河湾、虹口北外滩、杨浦滨江等地区



资料来源：上海市规划资源局《上海市城市总体规划(2017-2035)》，中银证券

图表 19. 内环部分区域未包含在中央活动区内，滨江区域却大多被囊括其中



资料来源：小胖看房团，中银证券

图表 20. 上海中央活动区范围所涉及到的主流板块及二手房均价



数据说明：红色底色板块为部分被包含在规划区域内，绿色底色板块为全部被包含在规划区域内。未标注价格的为数据缺失。

图表 21. 上海 CAZ 涉及到的板块 2025 年 1-5 月的二手房均价为 10.0 万元/平，较最高点的跌幅均值为 10%

| 区域         | CAZ 涉及板块 | 2025 年 1-5 月二手房均价 (元/平) | 较最高点跌幅均值 | 最高点时间  | 最高点价格 (元/平) |
|------------|----------|-------------------------|----------|--------|-------------|
| 黄浦区        | 人民广场     | 154016                  | -4%      | 2024 年 | 161272      |
|            | 黄浦滨江     | 135456                  | -6%      | 2024 年 | 143467      |
|            | 老西门      | 121258                  | -4%      | 2023 年 | 125920      |
|            | 打浦桥      | 112860                  | -5%      | 2023 年 | 118301      |
|            | 均值       | 130898                  | -5%      |        | 137240      |
| 徐汇区        | 衡山路      | 123179                  | -7%      | 2023 年 | 132060      |
|            | 徐家汇      | 101916                  | -11%     | 2023 年 | 114883      |
|            | 均值       | 112548                  | -9%      |        | 123472      |
| 静安区        | 南京西路     | 112479                  | -14%     | 2023 年 | 131210      |
|            | 江宁路      | 97452                   | -12%     | 2023 年 | 110474      |
|            | 曹家渡      | 88646                   | -13%     | 2022 年 | 101765      |
|            | 不夜城      | 87320                   | -7%      | 2023 年 | 93926       |
|            | 均值       | 96474                   | -11%     |        | 109344      |
| 长宁区        | 中山公园     | 87176                   | -10%     | 2023 年 | 96584       |
|            | 虹桥       | 79950                   | -7%      | 2023 年 | 86424       |
|            | 均值       | 83563                   | -9%      |        | 91504       |
| 虹口区        | 北外滩      | 97431                   | 当前为历史高位  |        |             |
|            | 四川北路     | 81132                   | -10%     | 2023 年 | 90519       |
|            | 均值       | 89282                   | -10%     |        | 93975       |
| 杨浦区        | 东外滩      | 73985                   | -10%     | 2023 年 | 82544       |
|            | 均值       | 73985                   | -10%     |        | 82544       |
| 浦东新区       | 陆家嘴滨江    | 94368                   | -17%     | 2023 年 | 113191      |
|            | 浦东世博     | 59419                   | -17%     | 2023 年 | 71938       |
|            | 均值       | 76894                   | -17%     |        | 92565       |
| CAZ 涉及板块均值 |          | 100473                  | -10%     | -      | 110112      |

资料来源：上海市政府《上海市城市总体规划(2017-2035)》，中指院，中银证券

数据说明：部分板块数据缺失，表格仅显示有数据的部分，详见附录。

## 2.2 “一江一河”沿岸新 10 年的发展格局基本定调

一江一河未来 10 年的发展格局基本定调。2025 年 3 月 10 日《黄浦江沿岸地区功能融合发展和空间品质提升专项规划（2025—2035 年）》和《苏州河沿岸地区整体风貌与开放空间提升专项规划（2025—2035 年）》正式发布。黄浦江沿岸定位至 2035 年，建成国际大都市核心功能展示区，形成“金融+科创+文化”全球竞争力；苏州河沿岸定位打造超大城市宜居生活典型示范区，实现“水清、岸美、宜游”的人文与生态城区。

黄浦江沿岸：定位至 2035 年，建成国际大都市核心功能展示区，形成“金融+科创+文化”全球竞争力。根据《黄浦江沿岸地区功能融合发展和空间品质提升专项规划(2025-2035 年)》，将黄浦江沿岸地区打造成为多元融合的城市创新功能引领区、人文内涵丰富的浦江空间展示区、人与自然是和谐共生的世界级滨水示范区。规划范围北至军工路隧道，南至银都路-芦恒路覆盖流域两岸总长约 50 公里，向南衔接大吴淞地区，向北衔接黄浦江中北段地区和大吴淞地区，涉及杨浦、虹口、黄浦、徐汇、闵行、浦东 6 个区。

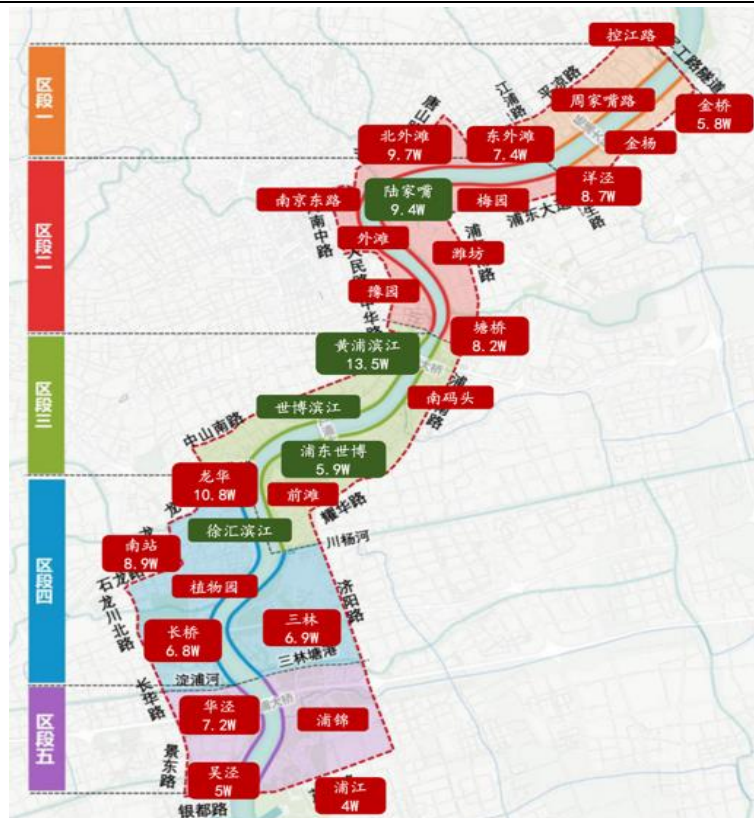
图表 22. 黄浦江沿岸规划分段示意图



黄浦江沿岸地区分段示意图

资料来源：上海市规划资源局《黄浦江沿岸地区功能融合发展和空间品质提升专项规划(2024-2035 年)》，中银证券

图表 23. 黄浦江沿岸规划所涉及到的主流板块及二手房均价



资料来源：上海市规划资源局《黄浦江沿岸地区功能融合发展和空间品质提升专项规划(2025-2035 年)》，中指院，中银证券  
数据说明：红色底色板块为部分被包含在规划区域内，绿色底色板块为全部被包含在规划区域内。未标注价格的为数据缺失。

根据上海 2035 黄浦江沿岸规划（《黄浦江沿岸地区功能融合发展和空间品质提升专项规划（2025—2035 年）》），涉及到的板块主要分布在杨浦、虹口、黄浦、徐汇、闵行、浦东 6 个区，2025 年 1-5 月的二手房均价为 7.9 万元/平，较最高点的跌幅均值为 11%，低于全市（根据中指院，2025 年 1-5 月上海全市二手房房价为 5.3 万元/平，较 2022 年 4 月 6.6 万元/平的最高点跌幅达-20%）。其中，虹口区的北外滩、闵行区的吴泾板块 2025 年 1-5 月二手房均价处于历史最高水平；五大滨江板块：杨浦区的东外滩、虹口区的北外滩、黄浦区的黄浦滨江、徐汇区的龙华板块、浦东新区的陆家嘴滨江板块 2025 年 1-5 月二手房均价高达 10.2 万元/平，浦西的滨江板块二手房均价较最高点跌幅仅 7%，浦东的陆家嘴滨江跌幅相对较大，达 17%。

图表 24. 黄浦江沿岸规划涉及到的板块 2025 年 1-5 月的二手房均价为 7.9 万元/平，较最高点的跌幅均值仅为 11%

| 区域     | 涉及板块          | 区域   | 2025年1-5月<br>二手房均价<br>(元/平) | 较最高点跌幅  | 最高点时间 | 最高点价格<br>(元/平) |
|--------|---------------|------|-----------------------------|---------|-------|----------------|
| 五大滨江板块 | 黄浦滨江          | 黄浦区  | 135456                      | -6%     | 2024年 | 143467         |
|        | 龙华            | 徐汇区  | 107898                      | -4%     | 2023年 | 112616         |
|        | 北外滩           | 虹口区  | 97431                       | 当前为历史高位 |       |                |
|        | 陆家嘴滨江         | 浦东新区 | 94368                       | -17%    | 2023年 | 113191         |
|        | 东外滩           | 杨浦区  | 73985                       | -10%    | 2023年 | 82544          |
| 其他     | 南站            | 徐汇区  | 89449                       | -5%     | 2023年 | 94488          |
|        | 洋泾            | 浦东新区 | 87455                       | -13%    | 2023年 | 100232         |
|        | 塘桥            | 浦东新区 | 81667                       | -13%    | 2023年 | 93623          |
|        | 华泾            | 徐汇区  | 72377                       | -6%     | 2023年 | 76627          |
|        | 三林            | 浦东新区 | 69154                       | -10%    | 2023年 | 76967          |
|        | 长桥            | 徐汇区  | 68499                       | -11%    | 2023年 | 76963          |
|        | 浦东世博          | 浦东新区 | 59419                       | -17%    | 2023年 | 71938          |
|        | 金桥            | 浦东新区 | 58337                       | -17%    | 2023年 | 69919          |
|        | 吴泾            | 闵行区  | 50271                       | 当前为历史高位 |       |                |
|        | 浦江            | 闵行区  | 39764                       | -16%    | 2023年 | 47590          |
|        | 黄浦江沿岸规划涉及板块均值 |      | 79035                       | -11%    | -     | 89243          |

资料来源：上海市规划资源局《黄浦江沿岸地区功能融合发展和空间品质提升专项规划(2025-2035 年)》，中指院，中银证券  
数据说明：部分板块数据缺失，表格仅显示有数据的部分，详见附录。

苏州河沿岸：打造超大城市宜居生活典型示范区，实现“水清、岸美、宜游”的人文与生态城区。根据《苏州河沿岸地区整体风貌与开放空间提升专项规划（2025-2035 年）》，苏州河沿岸规划东起河口，西经虹桥国际中央商务区，至嘉松北路和嘉松中路，涉及两岸总长约 66 公里，沿线涉及黄浦区、虹口区、静安区、长宁区、普陀区、闵行区、嘉定区、青浦区 8 个行政区。从水域到腹地，分为三个层级的规划范围，分别为内层范围（水域及水际向外约 100-200 米），中层范围（为内层向外约 300-800 米），聚焦滨水区的整体提升，外层范围（为中层向外约 1 公里），关注功能与活力的延伸、渗透与联动。规划也将苏州河沿岸地区分为：都市经典段（河口-昌平路桥）、时尚创意段（昌平路桥-曹杨路桥）、校园风情段（曹杨路桥-真北路桥）、新绿宜居段（真北路桥-外环吴淞江桥）、生态创新段（外环吴淞江桥-嘉松北路吴淞江桥）五个特色主题区段。

图表 25. 苏州河沿岸地区规划所涉及到的主流板块及二手房均价



资料来源：上海市规划资源局《苏州河沿岸地区整体风貌与开放空间提升专项规划（2025-2035 年）》，中指院，中银证券  
数据说明：红色底色板块为部分被包含在规划区域内，绿色底色板块为全部被包含在规划区域内。未标注价格的为数据缺失。

根据上海 2035 苏州河沿岸规划（《苏州河沿岸地区整体风貌与开放空间提升专项规划（2025-2035 年）》），涉及到的板块分布在黄浦区、虹口区、静安区、长宁区、普陀区、闵行区、嘉定区、青浦区 8 个行政区，我们能统计到的板块 2025 年 1-5 月的二手房均价为 8.2 万元/平，较最高点的跌幅均值为 11%，低于全市（根据中指院，2025 年 1-5 月上海全市二手房房价为 5.3 万元/平，较 2022 年 4 月 6.6 万元/平的最高点跌幅达-20%）。其中，虹口区的北外滩板块 2025 年 1-5 月二手房均价处于历史最高水平（9.7 万元/平），黄浦区的人广场板块房价高达 15.4 万元/平，较最高点降幅仅 4%；静安区的不夜城板块、普陀区的武宁板块房价较最高点的跌幅也相对较小，为 7%。

图表 26. 苏州河沿岸规划涉及到的板块 2025 年 1-5 月的二手房均价为 8.2 万元/平，较最高点的跌幅均值仅为 11%

| 涉及板块           | 区域  | 2025年1-5月<br>二手房均价<br>(元/平) | 较最高点跌幅  | 最高点时间 | 最高点价格<br>(元/平) |
|----------------|-----|-----------------------------|---------|-------|----------------|
| 人民广场           | 黄浦区 | 154016                      | -4%     | 2024年 | 161272         |
| 南京西路           | 静安区 | 112479                      | -14%    | 2023年 | 131210         |
| 江宁路            | 静安区 | 97452                       | -12%    | 2023年 | 110474         |
| 北外滩            | 虹口区 | 97431                       | 当前为历史高位 |       |                |
| 曹家渡            | 静安区 | 88646                       | -13%    | 2022年 | 101765         |
| 长风             | 普陀区 | 87647                       | -8%     | 2023年 | 94884          |
| 不夜城            | 静安区 | 87320                       | -7%     | 2023年 | 93926          |
| 中山公园           | 长宁区 | 87176                       | -10%    | 2023年 | 96584          |
| 长寿路            | 普陀区 | 84326                       | -14%    | 2023年 | 97573          |
| 武宁             | 普陀区 | 82986                       | -7%     | 2023年 | 89016          |
| 四川北路           | 虹口区 | 81132                       | -10%    | 2023年 | 90519          |
| 长征             | 普陀区 | 64837                       | -16%    | 2023年 | 76954          |
| 光新             | 普陀区 | 64818                       | -12%    | 2023年 | 73610          |
| 华漕             | 闵行区 | 54936                       | -9%     | 2024年 | 60479          |
| 江桥             | 嘉定区 | 42222                       | -17%    | 2023年 | 50571          |
| 安亭汽车城          | 嘉定区 | 30049                       | -16%    | 2023年 | 35575          |
| 苏州河沿岸规划所涉及板块均值 |     | 82342                       | -11%    | -     | 90961          |

资料来源：上海市规划资源局《苏州河沿岸地区整体风貌与开放空间提升专项规划（2025-2035 年）》，中指院，中银证券  
数据说明：部分板块数据缺失，表格仅显示有数据的部分，详见附录。

在 2019 年 1 月，上海市政府便已经对黄浦江及苏州河两岸的发展规划做出了明确的指示与批复（沪府[2019]7 号文），为此次规划的发展与调整奠定了主基调，并在 2020 年 8 月对外发布了首批规划：《黄浦江沿岸地区建设规划（2018-2035 年）》和《苏州河沿岸地区建设规划（2018-2035 年）》。对比来看，此次新发布的 2025-2035 年规划与此前发布的 2018-2035 年规划相比，有以下几点突破：

- 1) **设计深度持续下探：**此次新发布的规划将规划颗粒度进一步下探至具体沿岸地区建筑及景观，规划了具体的建筑格局和景观设计，这使得落地难度降低，实际规划实施更有方向性，例如对世博文化公园、上海植物园等具体地点的设计与串联。
- 2) **规划细化到项目层面：**在新一轮的规划中，规划定位具体落实至项目层面，将定位目标进一步细化，例如在杨浦滨江的规划中，新一轮规划中对于杨浦大桥、人民城市规划展示馆、杨树浦电厂等具体地点的更新改造也有了具体的指导性文字。
- 3) **责任压降至行政区：**在新一轮的规划中，对于“一江一河”沿岸地区的分段式设计将具体的规划推进责任清晰到具体行政区，避免规划因管辖交叉而发生拖延情况，例如将黄浦区沿岸地区的规划分为五段式，分段标准与行政区划分大体一致，将责任进一步明确细分。

综上所述，我们认为整个上海楼市未来发展的大方向将沿着“CAZ”和“一江一河”两大主题，核心区域的韧性也会更加明显。

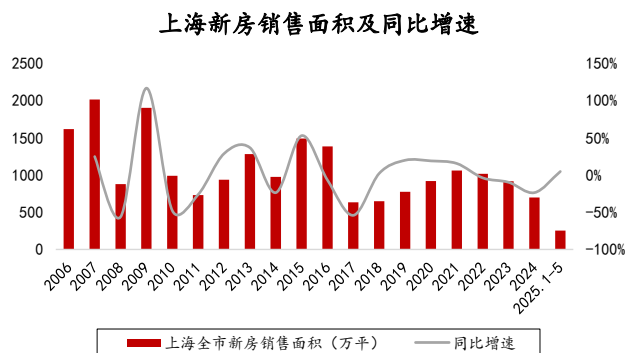
## 3 成交量：今年以来上海中环新房、中高端改善型二手房成交增幅明显

在探讨完上海楼市过去周期演变与未来规划后，我们发现，自 2022 年开始，上海楼市的发展速度已经明显放缓，结构性分化特征日益显著。所以，从本章节开始，报告将围绕环线分布、面积段分布、房龄分布三大视角来重点解读近两年上海楼市的结构性特征。

今年以来上海新房销售同比增速由负转正，二手房销售同比涨幅进一步扩大，二手房销售占比已经超过七成。2022-2024 年上海新房销售面积连续三年负增长，且降幅逐年扩大，销供比也持续<1，2024 年上海新房销售面积同比下降 24%，而 2025 年 1-5 月上海新房销售面积 254 万平，同比增长 5%，扭转了下滑的态势，销供比也重新回到 1 以上，达到 133%。2023 年、2024 年、2025 年 1-5 月上海二手房销售面积同比持续正增长，且涨幅不断扩大，2025 年 1-5 月二手房销售面积同比增长 36%。2022 年以来二手房销售面积占比也逐年提升，2025 年 1-5 月达 76%，较 2022 年提升了 22 个百分点。

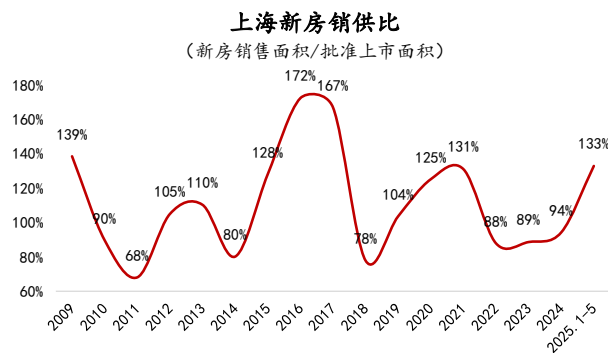
备注：新房为商品住宅（不包含保障性住房）

图表 27. 2022-2024 年上海新房销售面积连续三年负增长，且降幅逐年扩大，2025 年 1-5 月同比增长 5%



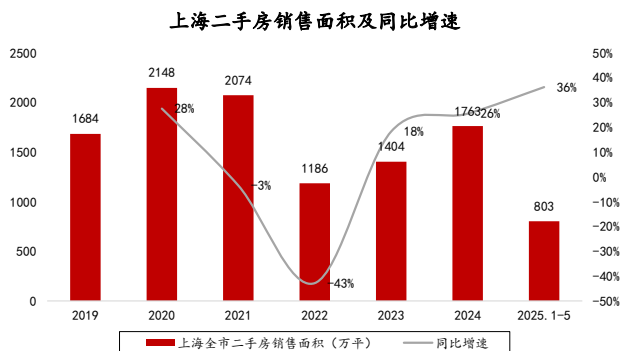
资料来源：中指院，中银证券

图表 28. 2022-2024 年上海新房销供比低于 1，2025 年 1-5 月超过 1



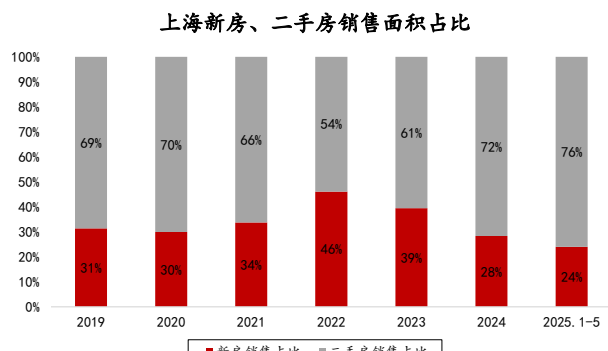
资料来源：中指院，中银证券

图表 29. 2025 年 1-5 月上海二手房销售面积同比增长 36%



资料来源：中指院，中银证券

图表 30. 2025 年 1-5 月上海新房销售面积占比 24%，二手房销售面积占比 76%



资料来源：中指院，中银证券

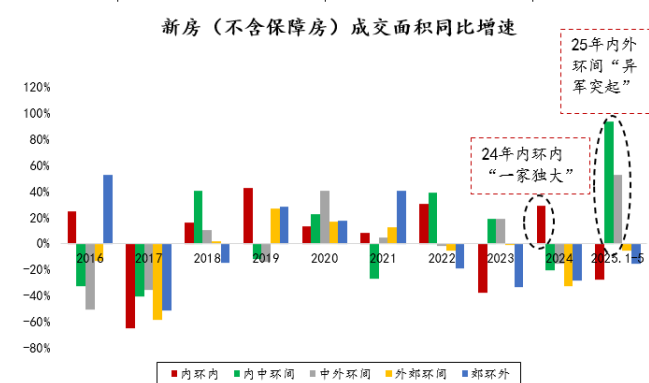
### 3.1 新房成交：今年以来内外环间、120-140 平初级改善产品销售同比增长明显

从环线分布来看，2022 年以来外环内新房销售占比明显提升；从新房销售增速来看，2024 年内环内“一家独大”，2025 年 1-5 月内外环间“异军突起”。2024 年仅内环内新房销售面积同比增长 29%，内环内成交占比达 13%，处于 2010 年以来的最高水平；其余环线新房销售面积同比均下滑。2025 年 1-5 月内中环间、中外环间新房销售面积同比分别增长 94%、53%，而内环内同比下降 28%，2025 年 1-5 月内外环间成交占比 34%，处于 2010 年以来的最高水平。

同时，我们注意到，2022 年以来外环内新房销售占比明显提升，尤其是内环到外环之间跳增明显。2025 年 1-5 月内环内新房销售面积占比为 12%，较 2021 年提升 4 个百分点，内中环间占比 16%，较 2021 年提升 10 个百分点，中外环间占比 18%，较 2021 年提升 9 个百分点。

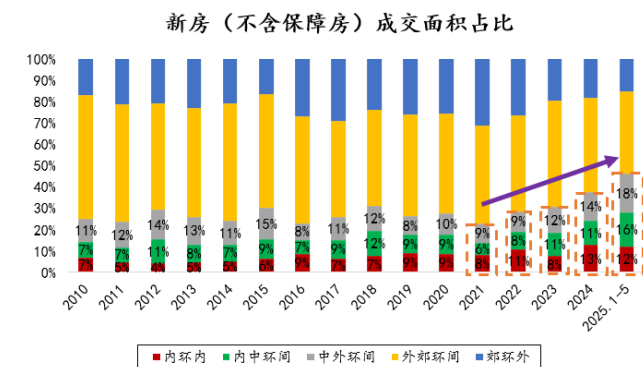
2025 年 1-5 月多数环线供需关系都有所缓和，唯独中外环间的新房动态需求小于供应的环线，我们认为主要原因还是供应量的大幅增加导致。从新房的动态供需状况来看，销供比大于 100% 表示销售情况较好。我们发现，2023 年中环以内新房动态需求 > 供应（销供比 > 100%）；2024 年仅郊环外销供比 > 100%；2025 年 1-5 月多数环线供需关系都有所缓和，唯独中外环间的新房动态需求小于供应的环线，我们认为主要原因还是供应量的大幅增加导致。

图表 31. 2024 年内环内新房销售增长明显，2025 年 1-5 月中环新房销售同比增长明显



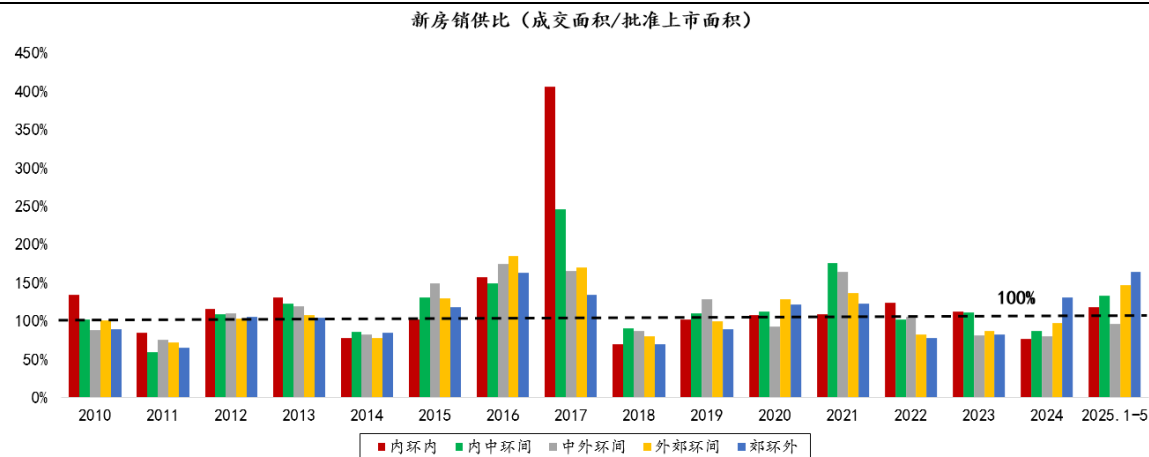
资料来源：中指院，中银证券

图表 32. 2022 年以来外环内新房销售占比明显提升，2024 年内环内成交占比达到 13%，2025 年 1-5 月内外环间占比 34%，均处于 2010 年以来的最高水平



资料来源：中指院，中银证券

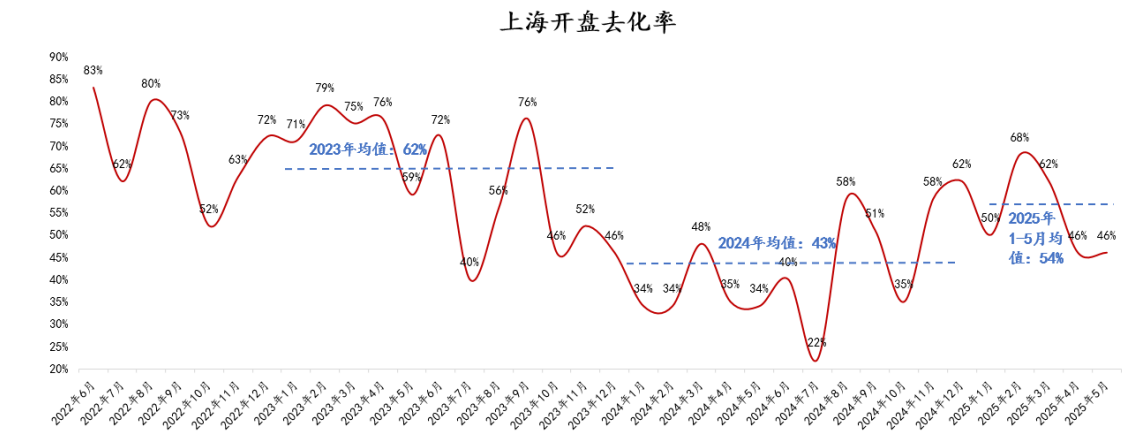
图表 33. 2023 年内环内、内中环间新房动态需求 > 供应（销供比 > 100%），2024 年仅郊环外销供比 > 100%；2025 年 1-5 月各环线销供比均有所回升



资料来源：中指院，中银证券

2025 年 4、5 月上海开盘去化率回落至 46%。2024 年 10 月上海楼市政策刺激下，2024 年 11 月-2025 年 2 月上海开盘去化率明显上升，在 2025 年 2 月一度走高到 68%。但 2025 年 4、5 月出现了明显回落，回落至 46%。但尽管如此，上海仍是四个一线城市中去化率最高的（北京 4、5 月开盘去化率均值为 43%，广州 21%，深圳 29%）。2025 年 1-5 月上海开盘去化率的均值为 54%，好于重点 30 城整体（40%），也好于上海 2024 年的月均值水平（43%）。从结构情况来看，根据克而瑞，2025 年 4 月上海市中心及浦东的项目去化率普遍在 80%-100%，宝山、闵行去化率约 6 成，五大新城较差，多在 4 成以下。

图表 34. 2025 年 4、5 月上海开盘去化率回落至 46%



资料来源：克而瑞，中银证券

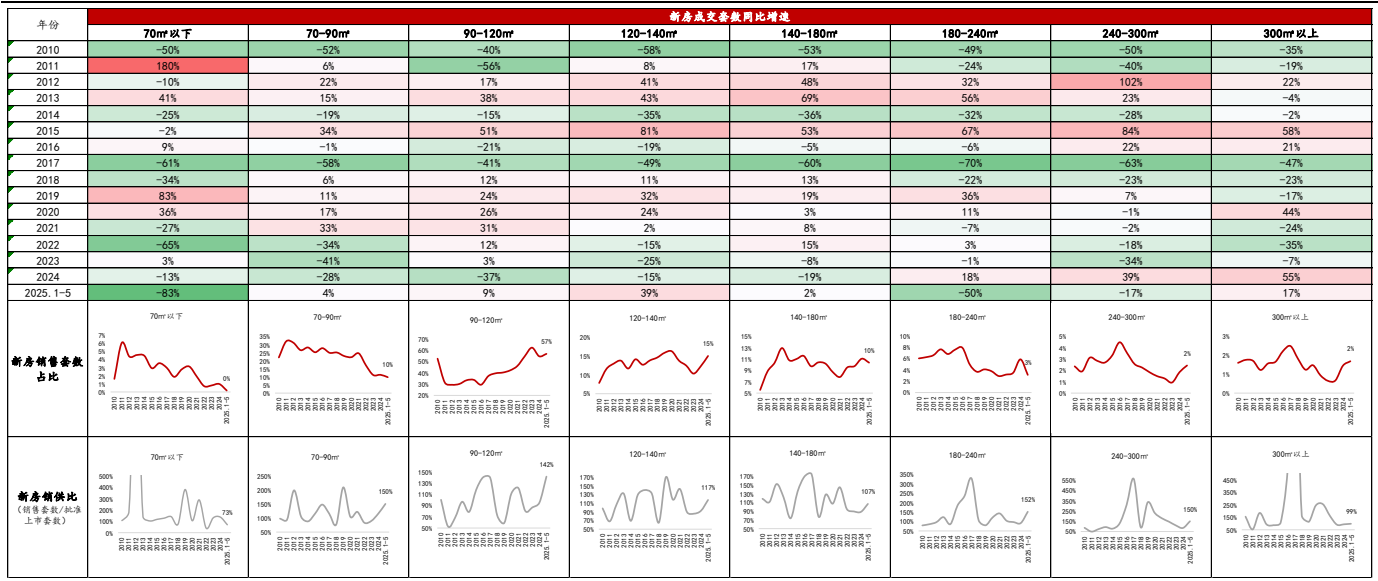
图表 35. 上海 2025 年 5 月开盘的部分项目去化情况

| 项目名称       | 区域板块     | 开盘日期 | 供货 (套) | 截至 5 月末网签率 | 触发积分  |
|------------|----------|------|--------|------------|-------|
| 绿城潮鸣东方     | 徐汇滨江     | 5.11 | 120    | 91%        |       |
| 华润·翡翠悦府    | 二开<br>一开 | 5.16 | 160    | 59%        | 55.64 |
|            |          | 4.27 | 228    | 99%        | 63.84 |
| 国贸西派海上     | 浦东北蔡     | 5.17 | 82     | 79%        | 46.35 |
| 上海壹号院      | 黄浦老西门    | 5.21 | 64     | 95%        | 40    |
| 浦发莲园       | 二开<br>一开 | 5.24 | 134    | 54%        |       |
|            |          | 4.21 | 112    | 92%        | 58.1  |
| 浦开江南里      | 浦东碧云     | 5.25 | 45     | 20%        |       |
| 金茂堂前       | 宝山杨行     | 5.27 | 264    | 41%        |       |
| 保利海玥外滩序 98 | 杨浦东外滩    | 5.27 | 223    | 94%        |       |
| 润雲金茂府      | 普陀桃浦     | 5.27 | 88     | 83%        |       |
| 前滩公馆       | 浦东世博     | 5.28 | 230    | 96%        |       |
| 康定壹拾玖      | 静安曹家渡    | 5.28 | 92     | 97%        | 44.64 |

资料来源：沪楼先声，中银证券

从面积分布来看，上海新房销售仍然集中在 90-120 平的刚改产品，近两年改善型产品仍具韧性，2024 年高端改善以及今年以来 120-140 平初级改善型产品销量同比增长明显。2024 年 180 平以上的高端改善产品新房销售套数同比仍能保持正增长，90-120 平的刚改产品同比降幅最大，达 37%。到了 2025 年 1-5 月，70 平以下的刚需产品同比大幅下降 83%，而 90-120 平刚改产品同比回升 9%，120-140 平初级改善型产品同比涨幅最大，达 39%，300 平以上豪宅产品同比涨幅也有 17%。从成交占比来看，上海新房成交仍然主要集中在 90-120 平的刚改产品，且呈占比上升趋势，2025 年 1-5 月达到 57%。从新房的动态供需状况来看，今年以来 70-90 平的刚改产品、90-300 平的改善型产品的销供比均大于 100%，300 平以上豪宅产品也接近 100%，供需关系相对健康。

图表 36. 上海新房销售仍然主要集中在 90-120 平的刚改产品，近两年改善型产品新房销售仍具韧性

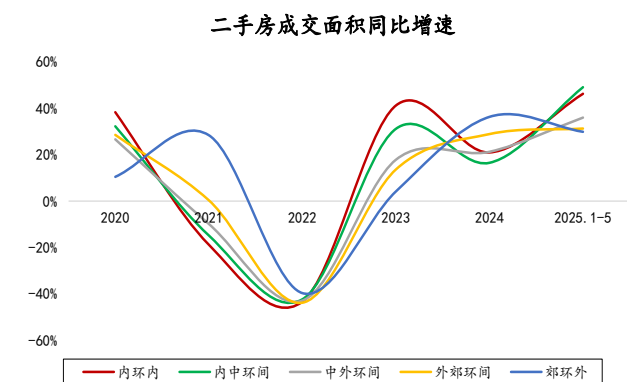


资料来源：中指院，中银证券

### 3.2 二手房成交：2025 年 1-5 月中环以内成交同比涨幅超过 4 成，140-240 平的高端改善户型成交同比涨幅超过 6 成

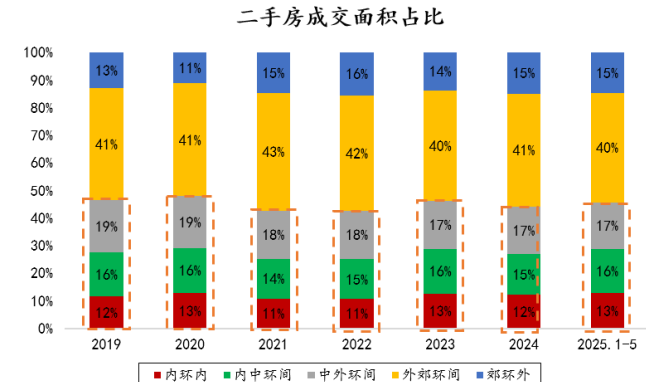
从环线分布来看，2023 年以来上海二手房成交面积增速回升，但成交主力仍为外环外，多年来未发生明显变化，与预算、产业分布、人口流入结构均有关。2023 年、2024 年、2025 年 1-5 月上海各环线的二手房成交面积同比均正增长。其中，2024 年郊环外二手房成交面积涨幅最大，超过三成；2025 年 1-5 月中环以内成交涨幅较大，其中内环内同比增长 46%，内中环间同比增长 49%。上海各环线间二手房成交占比基本保持稳定，2019 年以来内环内二手房成交面积占比在 11-13%之间，内中环间在 14-16%之间，中外环间在 17-19%之间，外郊环间在 40-43%，郊环外在 11-16%。2025 年 1-5 月各环线间二手房成交占整体楼市成交（新房+二手房成交面积）的比重也接近，均在 7-8 成之间，其中内环内略高，二手房成交面积占比为 77%。

图表 37. 上海二手房 2025 年 1-5 月中环以内成交涨幅较大



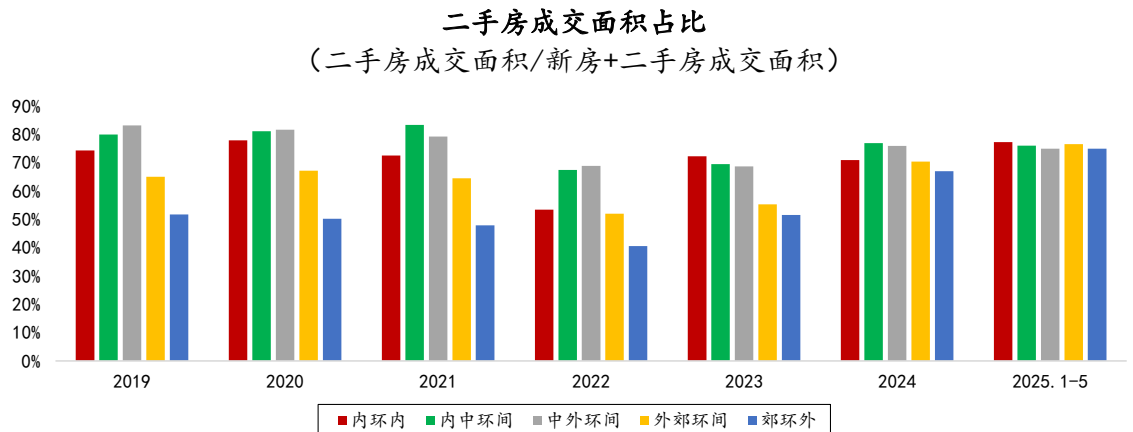
资料来源：中指院，中银证券

图表 38. 上海各环线间二手房成交占比基本保持稳定



资料来源：中指院，中银证券

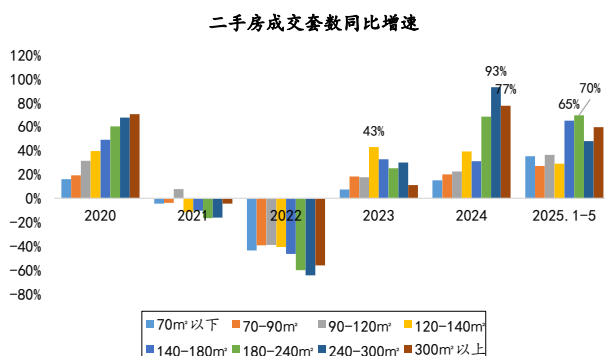
图表 39. 2025 年 1-5 月各环线间二手房成交占整体楼市成交（新房+二手房成交面积）的比重均在 7-8 成之间，其内中环内略高，二手房成交面积占比为 77%



资料来源：中指院，中银证券

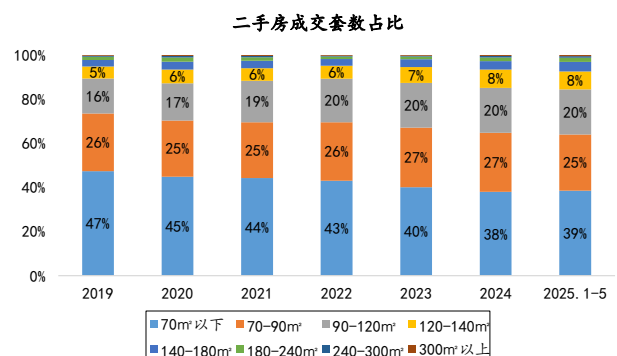
从面积段来看，上海二手房销售仍然主要集中在 90 平以下的刚需产品，不过 2025 年以来 140-240 平的中高端改善户型二手房成交量增长明显。2024 年各类型产品二手房成交套数同比均能保持正增长，其中 240 平以上产品涨幅较大；2025 年 1-5 月 140-240 平的中高端改善产品增长明显，同比增速超过六成。从成交占比来看，上海二手房成交仍然主要集中在 90 平以下的刚需产品（2025 年 1-5 月占比 64%），但近两年占比呈下降趋势，90-120 平刚改产品自 2022 年以来占比稳定在 20%，120 平以上改善型产品 2025 年 1-5 月成交占比为 16%，较 2022 年提升了 5 个百分点。从二手房成交占整体楼市成交（新房+二手房成交面积）的比重来看，刚需产品二手房成交占比最高，2025 年 1-5 月 90 平以下刚需产品二手房成交占比高达 97%，90-120 平刚改产品二手房成交占比 62%。

图表 40. 2024 年 240 平以上产品二手房成交套数同比涨幅较大；2025 年 1-5 月 140-240 平的中高端改善户型二手房成交量增长明显



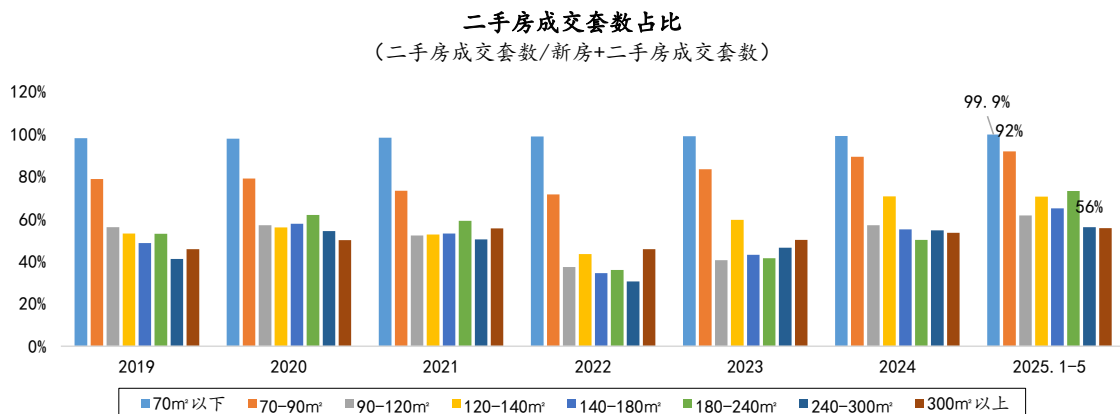
资料来源：中指院，中银证券

图表 41. 上海二手房销售仍然主要集中在 90 平以下的刚需产品



资料来源：中指院，中银证券

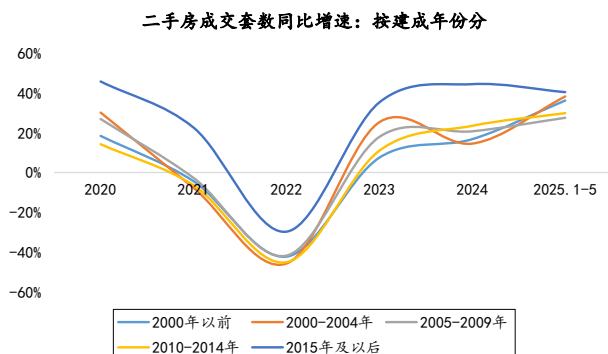
图表 42. 从二手房成交占整体楼市成交（新房+二手房成交面积）的比重来看，刚需产品二手房成交占比最高



资料来源：中指院，中银证券

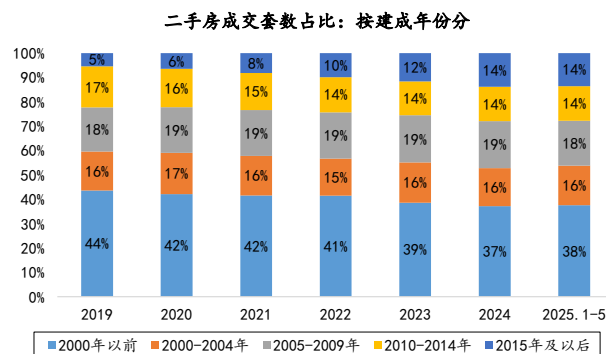
从房龄来看，次新房二手房成交同比增速较高，占比也逐步提升。2023、2024 年、2025 年 1-5 月 2015 年及以后建成的次新房二手房成交套数同比增速最高，分别达 35%、44%、40%。2025 年 1-5 月，2000 年以前建成、2000-2004 年建成的二手房成交同比增速也在 30-40%之间，主要是因为区位因素，2000 年以前建成、2000-2004 年建成的二手房成交集中在内环内、内中环间。从成交占比来看，上海二手房成交仍然主要集中在 2000 年以前建成的住房（2025 年 1-5 月占比 38%），但近两年占比呈下降趋势，2000-2009 年建成的住房成交占比稳定在 34-36%，2022 年以来 2010-2014 年建成的住房成交占比稳定在 14%，2015 年及以后建成的次新房成交占比从 2019 年的 5%逐年提升至 2025 年 1-5 月的 14%。

图表 43. 2025 年 1-5 月上海 2015 年及以后建成的次新房二手房成交套数同比增速相对最高



资料来源：中指院，中银证券

图表 44. 2019 年以来，次新房二手房成交套数占比逐步提升



资料来源：中指院，中银证券

## 4 房价：内环内、140-180 平、次新房二手房相对抗跌

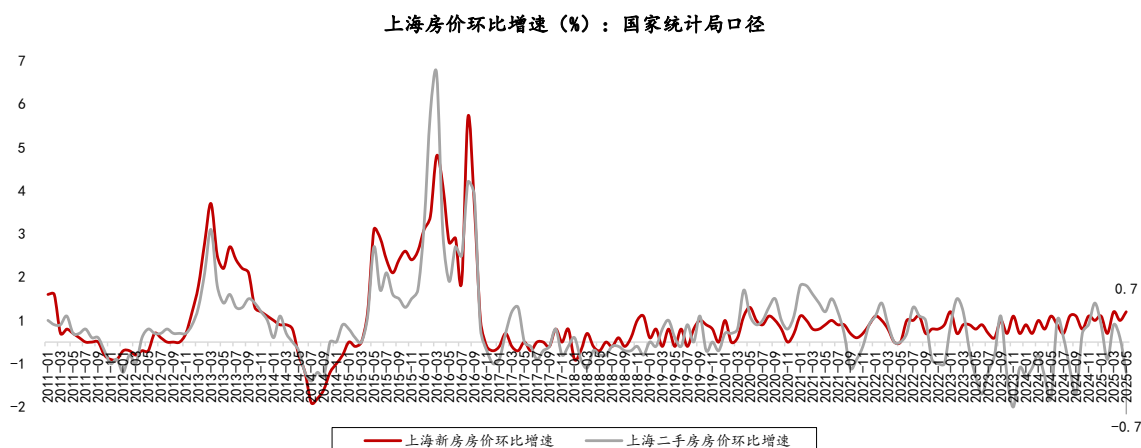
当前上海新房房价处于历史高位，二手房房价显著承压。

1) 从国家统计局口径来看，上海新房房价具有较强韧性，2025 年 5 月环比上涨 0.7%（前值：+0.5%），自 2019 年 8 月以来新房房价环比持续上涨，房价韧性最足；二手房房价环比下降 0.7%（前值：+0.1%），房价由涨转跌，再度走弱。

2) 从中原地产数据来看，当前上海新房房价处于历史高位水平，二手房房价较历史最高位下降三成，已经跌回 2016 年。2025 年 5 月上海商品住宅（不含保障性住房）成交均价为 92119 元/平，处于历史最高水平，较 2024 年 12 月的房价上涨了 28.2%；2025 年 5 月上海二手房价格指数为 485（2004 年 5 月=100），较历史最高点（2022 年 6 月：699）下降了 30.6%，较 2024 年 12 月下降了 0.6%，已经跌回 2016 年 3 月的水平。

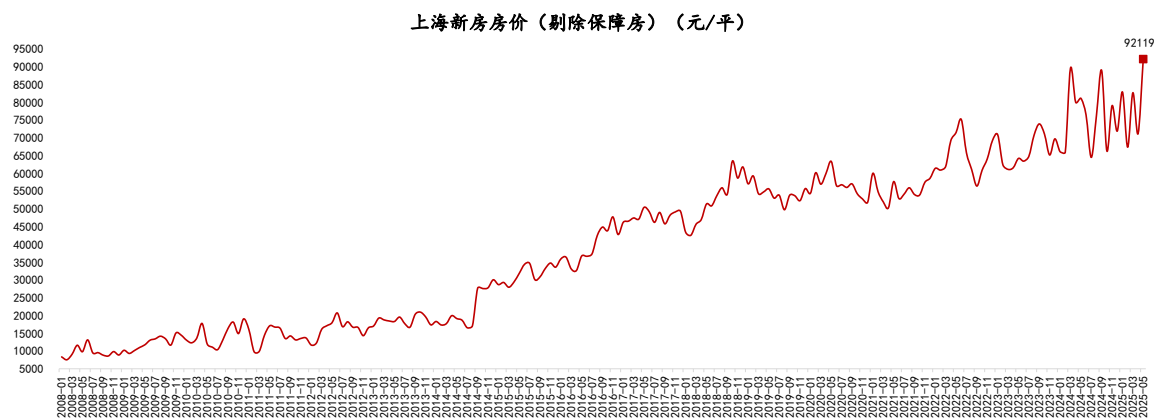
3) 从中指院口径来看，2025 年 5 月上海新房房价（不含保障房）为 92119 元/平（与中原地产数据一致），处于历史最高水平，二手房房价为 52878 元/平，较 2024 年 12 月下降 3.9%，较最高点（2022 年 4 月：66396 元/平）下降 20.4%。此外，二手房挂牌价格自 2025 年 2 月以来连续四个月下跌，2025 年 5 月上海二手房存量挂牌均价为 64073 元/平，较最高点（2022 年 10 月）下降了 12.8%，议价空间（1-二手房成交均价/挂牌均价）为 17%，较 2024 年月均值下降 2 个百分点。

图表 45. 2025 年 5 月统计局口径下上海新房、二手房房价环比增速分别为 0.7%、-0.7%



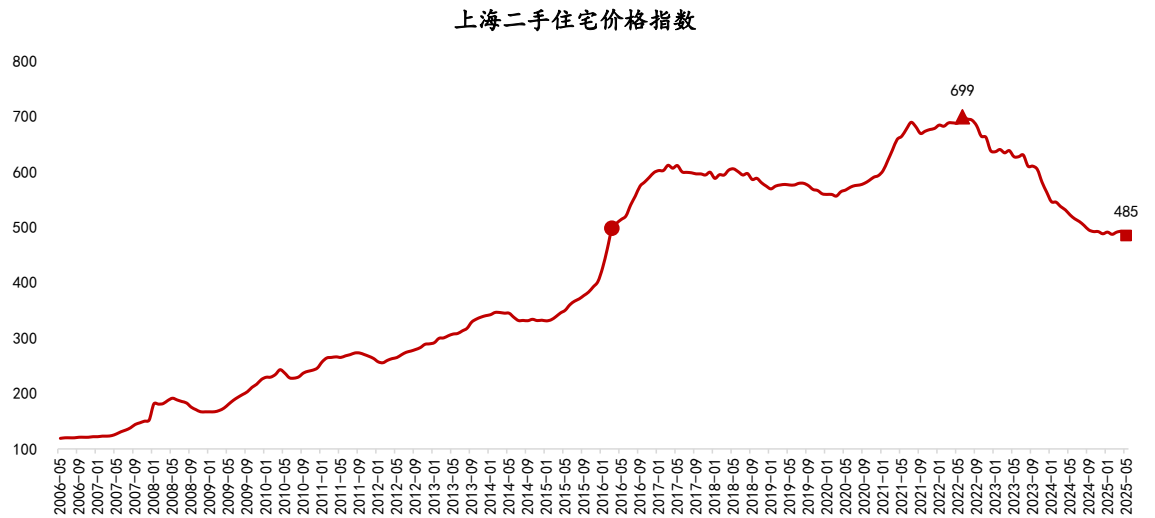
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 46. 2025 年 5 月上海商品住宅成交均价为 92119 元/平，处于历史最高水平



资料来源：中原地产，中银证券

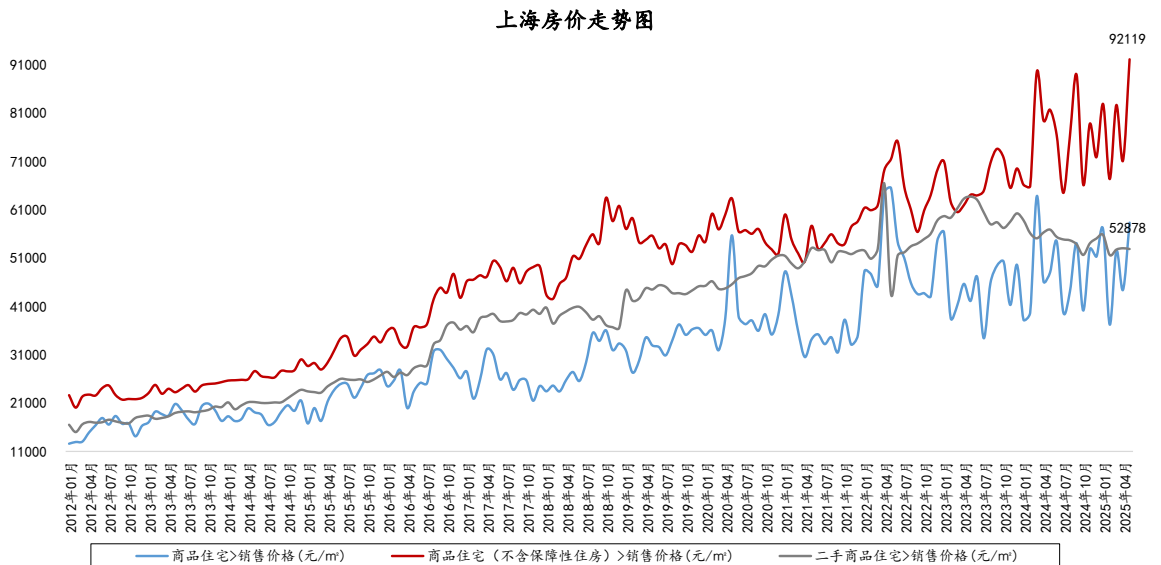
图表 47. 2025 年 5 月上海二手房价格指数为 485（2004 年 5 月=100），较历史最高点下降了 30.6%，较 2024 年 12 月下降了 0.6%，已经跌回 2016 年 3 月的水平



资料来源：中原地产，中银证券

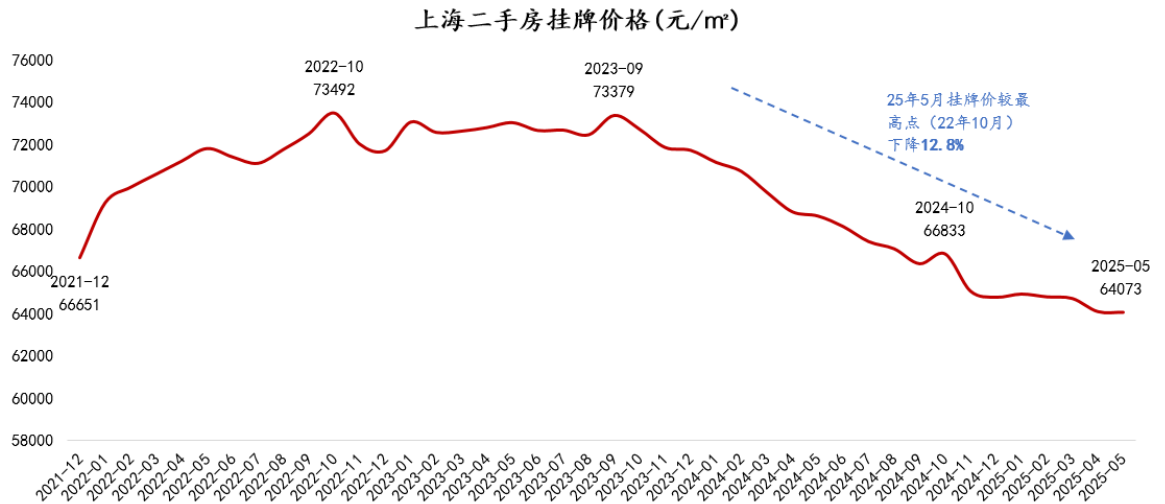
备注：价格指数基准为 2004 年 5 月=100。方形标注为 2025 年 5 月房价，三角形标注为房价最高点，圆形标注为 2025 年 5 月房价回落至的历史房价水平。

图表 48. 2025 年 5 月上海新房房价（不含保障房）为 92119 元/平，处于历史最高水平，二手房房价为 52878 元/平，较 2024 年 12 月下降 3.9%，较最高点下降 20.4%



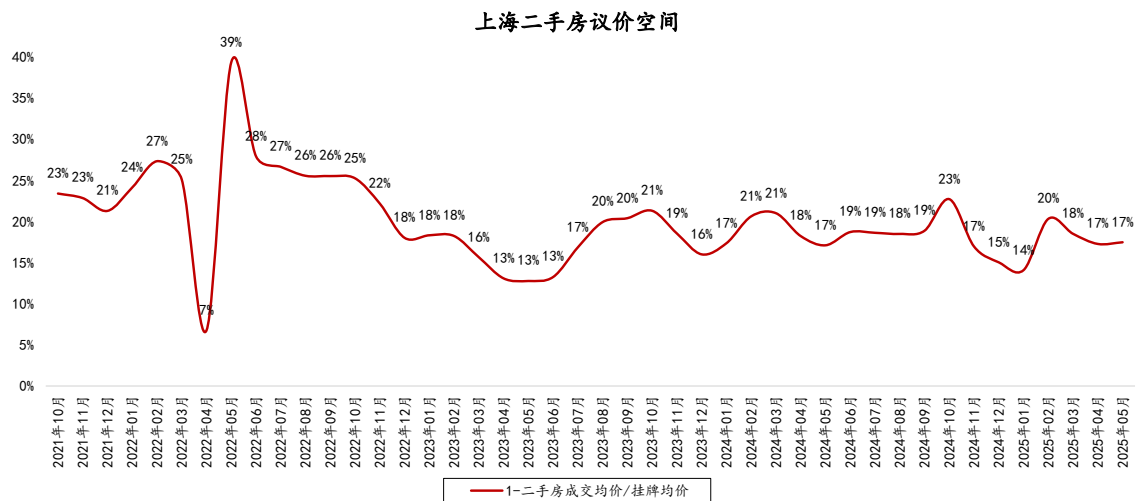
资料来源：中指院，中银证券

图表 49. 2025 年 5 月上海二手房挂牌价较高点下降 13%



资料来源：中指院，中银证券

图表 50. 2025 年 5 月上海二手房议价空间（1-二手房成交均价/挂牌均价）为 17%，较 2024 年月均值下降 2 个百分点



资料来源：中指院，中银证券

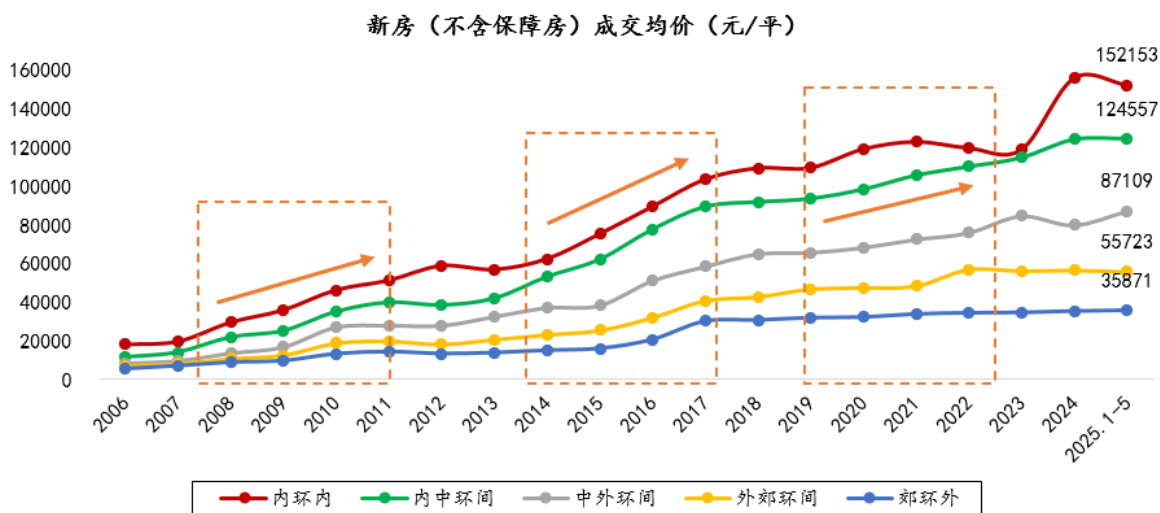
#### 4.1 新房房价：24 年内环内、大户型产品价格上涨明显，25 年 1-5 月中外环间、郊环外价格略有回升

从环线角度来看，2024 年内环内新房房价上涨明显，与集中供应核心地段项目，以及非限价盘入市有关；2025 年 1-5 月中外环间、郊环外房价略有回升。2024 年内环内新房房价同比上涨 31%至 15.6 万元/平，内中环间同比上涨 8%至 12.4 万元/平，与集中供应核心地段项目，以及非限价盘入市有关，外郊环间、郊环外同比分别增长 1%、2%，仅中外环间新房房价同比下降 6%。但 2025 年 1-5 月中外环间、郊环外新房房价同比分别增长 12%、9%，主要还是基数原因。从新房房价绝对值价差来看，各环线内价格差异逐渐拉大。2025 年 1-5 月内、中、外、郊环出现了“15·12·9·6”价格梯度，即内环内 15 万元/平，内中环间 12 万元/平，中外环间 9 万元/平，外郊环间 6 万元/平，而 2016 年内、中、外、郊环的价格梯队为“9·8·5·3”价格梯度，2021 年为“12·11·7·5”。

此外，我们还发现，上海新房房价上涨存在环线轮动，往往高价值环线区域先涨，再带动低价值环线区域上涨。在上海房价整体上涨的表象下，房价区域表现分化。我们将上海的区域按环线划分，分为内环内、内中环间、中外环间、外郊环间、郊环外 5 个环线。从各个环线每年的同比涨幅可以看到，三次上涨周期，都是内环内、内中环间先涨，再传递到中外环，最后传递到外郊环和郊环外。例如在 2008-2010 年的上涨周期，2008 年内环内、内中环间领涨，中外环间、外郊环间在 2010 年涨幅最高。在 2014-2018 年的上涨周期，先是内环内和內中环间在 2014 至 2015 年领涨，然后是中环外的三个区域在 2016 至 2017 涨幅最高。在 2020-2022 年的房价上涨期间，先是内环内和內中环间领涨 2020-2021 年，其余三个区域跟随。

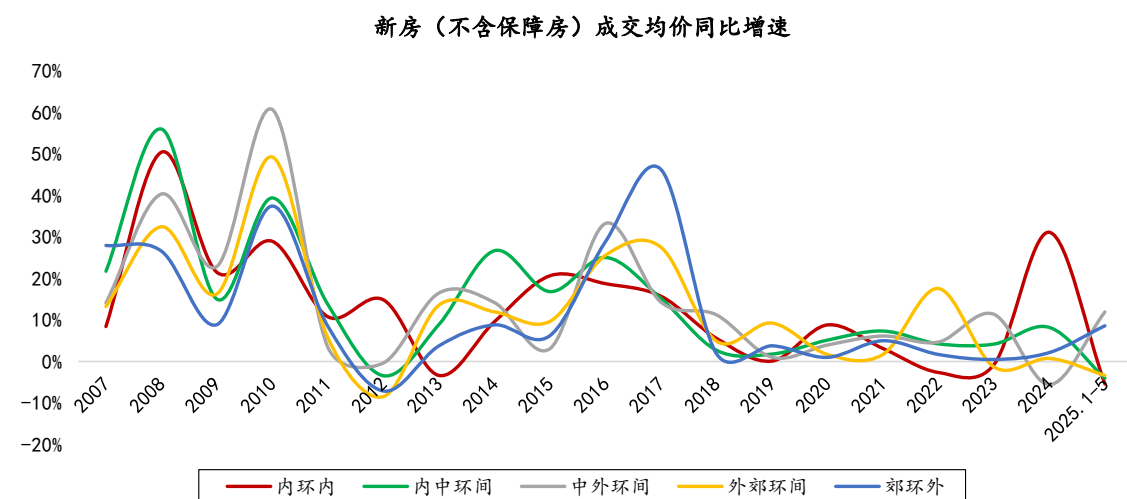
备注：新房为商品住宅（不包含保障性住房）

图表 51. 2024 年内环内新房房价上涨明显，2025 年 1-5 月中外环间、郊环外房价略有回升



资料来源：中指院，中银证券

图表 52. 2024 年内环内新房房价上涨明显，2025 年 1-5 月中外环间、郊环外房价略有回升

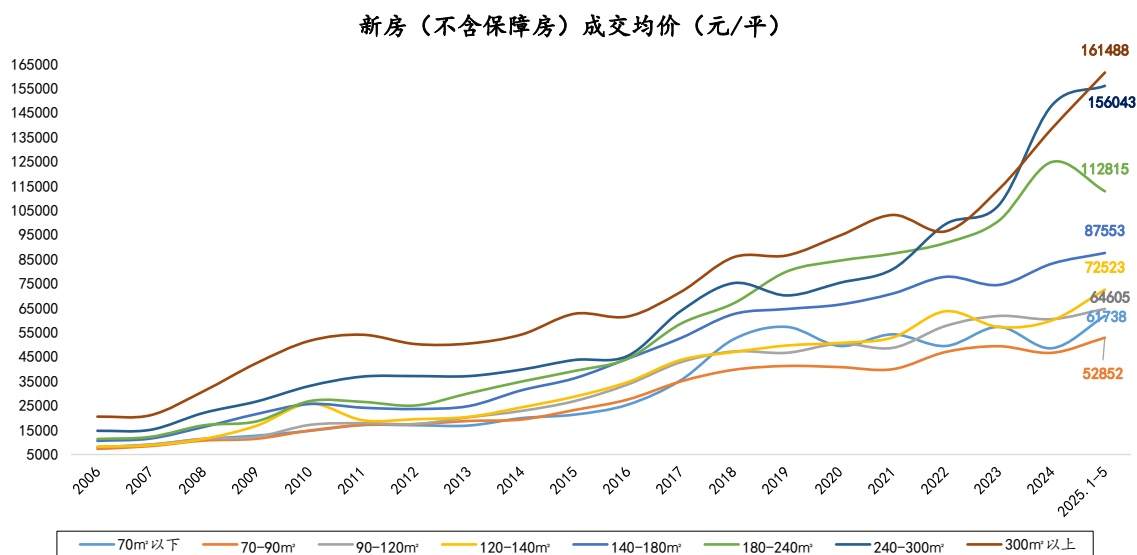


资料来源：中指院，中银证券

从面积段角度来看，2022 年以来虽然整体楼市进入下行周期，但 2025 年 1-5 月上海各面积段的新房房价较 2022 年均在上漲，其中 240 平以上大户型漲幅最为显著。整体而言，基本遵循“面积段越大，新房成交单价越高”。70-90 平的刚需产品 2025 年 1-5 月新房房价相对最低，为 52852 元/平，300 平以上的豪宅产品新房房价最高，为 161488 元/平。240-300 平、300 平以上面积段产品 2025 年 1-5 月的新房成交均价较 2022 年分别上漲 57%、67%，70 平以下刚需产品同期上漲 25%，180-240 平改善型产品同期上漲 23%，其余 70-180 平面积段的产品同期漲幅均在 12-15%。2024 年 120 平以下刚需刚改产品新房房价负增长，120 平以上改善型产品均正增长，其中 180 平以上产品新房房价漲幅较大，且 180 平以上产品新房成交量同比也明显增长，热点板块推售豪宅产品进一步抬升了大面积户型的成交价，核心地段、产品优质的豪宅项目由于其品质与稀缺性依然是市场端接受度比较高的。2025 年 1-5 月 140 平以下产品漲幅明显，这可能是因为 2024 年豪宅供应量、成交量增长明显，但中高净值家庭需求已在 2024 年基本释放完毕，180-240 平、240-300 平产品新房成交量 2025 年 1-5 月同比也是下滑的。

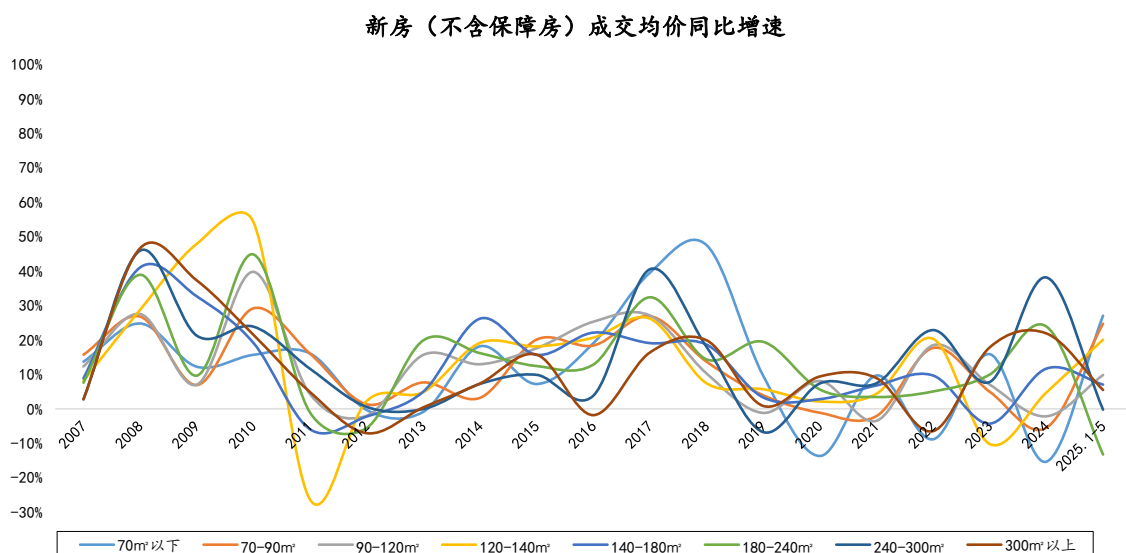
备注：新房为商品住宅（不包含保障性住房）

图表 53. 2025 年 1-5 月各面积段的新房房价较 2022 年均上漲，其中 240 平以上大户型漲幅最为显著



资料来源：中指院，中银证券

图表 54. 2024 年 120 平以下刚需刚改产品新房房价负增长，120 平以上产品均正增长；2025 年 1-5 月 140 平以下产品漲幅明显

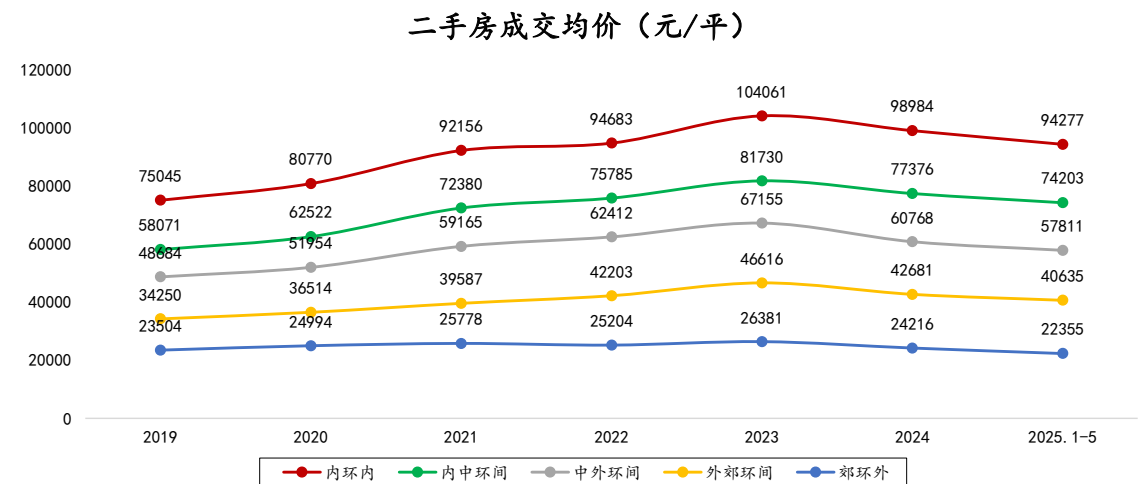


资料来源：中指院，中银证券

#### 4.2 二手房房价：内环内、140-180 平、次新房相对抗跌

从环线角度来看，2023 年是上海二手房房价顶点；郊环外跌幅最大且已回到 2019 年前；中外环间跌回 2021 年；其余均跌回 2022 年水平，其中内环内、内中环间从高点下来跌幅较小。总体来看，2023 年是二手房价格的顶点，郊环外跌幅最大，2025 年 1-5 月的二手房均价为 22355 元/平，已经回到了 2019 年的水平，较 2023 年下跌 15%，较 2024 年下跌 8%。2023 年与 2022 年相比，郊环外二手房房价上涨了 5%，内环内和外郊环间涨幅相对明显，均上涨了 10%。2025 年 1-5 月与 2023、2024 年比，内环内、内中环间二手房房价跌幅相对较小。

图表 55. 从环线角度来看，2023 年是上海二手房房价顶点



资料来源：中指院，中银证券

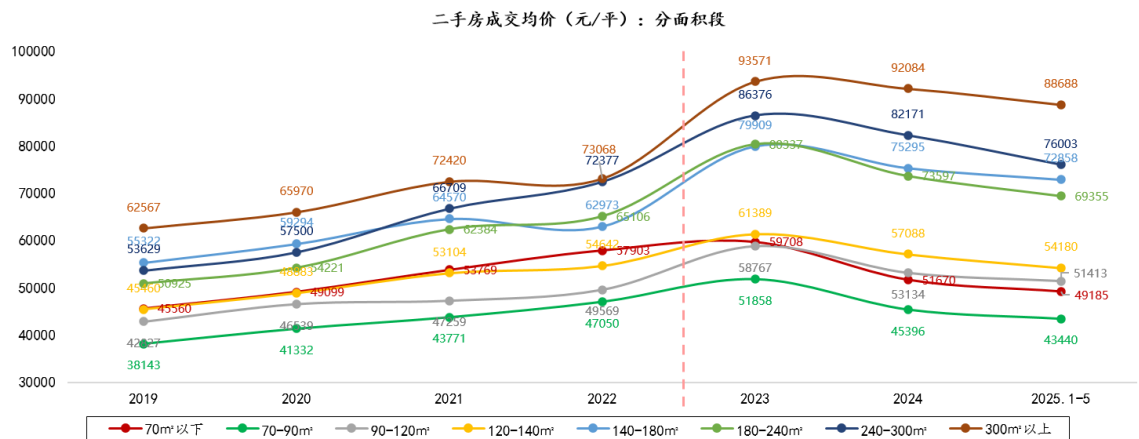
图表 56. 2025 年 1-5 月郊环外二手房均价跌幅最大且已回到 2019 年前；中外环间跌回 2021 年；其余均跌回 2022 年水平，其中内环内、内中环间从高点下来跌幅较小

|                          | 内环内    | 内中环间   | 中外环间   | 外郊环间   | 郊环外     |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 2025 年 1-5 月二手房成交均价（元/平） | 94277  | 74203  | 57811  | 40635  | 22355   |
| 2023 年较 2022 年变化幅度       | 10%    | 8%     | 8%     | 10%    | 5%      |
| 2025 年 1-5 月较 2023 年变化幅度 | -9%    | -9%    | -14%   | -13%   | -15%    |
| 2025 年 1-5 月较 2024 年变化幅度 | -5%    | -4%    | -5%    | -5%    | -8%     |
| 跌回时间                     | 2022 年 | 2022 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2019 年前 |

资料来源：中指院，中银证券

从面积段角度来看，从 2023 年开始 140 平单价成为分界线，大小户型显著拉开差距；90 平以下刚需产品跌幅最大；300+及 140-180 平整体跌幅最小。2023 年之前各面积段二手房房价基本同涨同跌，但 2023 年之后价格出现分化，以 140 平的房源为分界线，大小户型的二手房单价显著拉开差距。2025 年 1-5 月的二手房均价与 2023 年相比，90 平以下的刚需产品跌幅最大，300 平以上及 140-180 平的房价跌幅相对较小，这主要是因为，对于购房者而言，140-180 平的房源总价段相对没有那么高，在当前市场环境下购房者更多考虑一步到位，短线不考虑换房需求，因此 140-180 平面积段房价相对坚挺，同时在二手库存中，140-180 平面积段的房源不多，需求动态大于供给。

图表 57. 2023 年之前各面积段二手房房价基本同涨同跌，但 2023 年之后价格出现分化



资料来源：中指院，中银证券

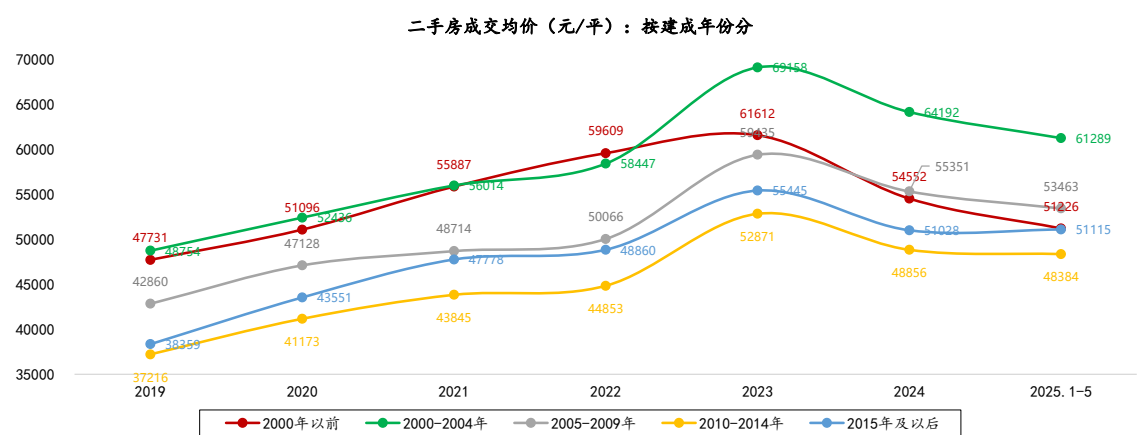
图表 58. 2025 年 1-5 月的二手房均价与 2023 年相比，90 平以下的刚需产品跌幅最大，300 平以上及 140-180 平的房价跌幅相对较小

|                          | 70 m²以下 | 70-90 m² | 90-120 m² | 120-140 m² | 140-180 m² | 180-240 m² | 240-300 m² | 300 m²以上 |
|--------------------------|---------|----------|-----------|------------|------------|------------|------------|----------|
| 2025 年 1-5 月二手房成交均价（元/平） | 49185   | 43440    | 51413     | 54180      | 72858      | 69355      | 76003      | 88688    |
| 2023 年较 2022 年变化幅度       | 3%      | 10%      | 19%       | 12%        | 27%        | 23%        | 19%        | 28%      |
| 2025 年 1-5 月较 2023 年变化幅度 | -18%    | -16%     | -13%      | -12%       | -9%        | -14%       | -12%       | -5%      |
| 2025 年 1-5 月较 2024 年变化幅度 | -5%     | -4%      | -3%       | -5%        | -3%        | -6%        | -8%        | -4%      |
| 跌回时间                     | 2020 年  | 2021 年   | 2022 年    | 2022 年     | 2023 年     | 2023 年     | 2023 年     | 2023 年   |

资料来源：中指院，中银证券

从房龄角度，2000 年前建成的房屋自 2023 年以来跌幅最大；2000-2004 年建成的房屋房价绝对值最高，主因集中在核心区域；次新房房价绝对值较低，因成交集中在外环外，但跌幅最小。2000 年前建成的房屋 2025 年 1-5 月二手房均价为 51226 元/平，与 2023 年相比下跌 17%，跌幅最大，2000-2004 年建成的二手房价格绝对值最高，因为所布局的小区相对成熟，且集中在核心区域，户型较好，是众多购房者的选择。2000 年以前、2000-2004 年建成的二手房成交集中在房价较高的内环内、内中环间。而次新房二手房价格绝对值低，主要是因为大部分 2015 年及以后建成的成交的是价格偏低的外环外、郊环外房屋，但跌幅是最小的。

图表 59. 2000-2004 年建成的房屋二手房均价绝对值最高，次新房房价绝对值较低



资料来源：中指院，中银证券

图表 60. 2000 年前建成的房屋自 2023 年以来跌幅最大；次新房跌幅最小

|                           | 2000 年以前 | 2000-2004 年 | 2005-2009 年 | 2010-2014 年 | 2015 年及以后 |
|---------------------------|----------|-------------|-------------|-------------|-----------|
| 2025 年 1-5 月二手房成交均价 (元/平) | 51226    | 61289       | 53463       | 48384       | 51115     |
| 2023 年较 2022 年变化幅度        | 3%       | 18%         | 19%         | 18%         | 13%       |
| 2025 年 1-5 月较 2023 年变化幅度  | -17%     | -11%        | -10%        | -8%         | -8%       |
| 2025 年 1-5 月较 2024 年变化幅度  | -6%      | -5%         | -3%         | -1%         | 0%        |
| 跌回时间                      | 2020 年   | 2022 年      | 2022 年      | 2023 年      | 2023 年    |

资料来源：中指院，中银证券

从房龄和环线拆分综合来看，内环内 2015 年后建成的二手房均价最高，已达 15 万元/平，与内环内新房价格相近。对于预算在 1000-1600 万的总价段，购房者在内环内选择新房较为困难，因此会倾向于选择二手房，既能满足面积需求，物业费也相对较低。

图表 61. 内环内 2015 年后建成的二手房均价最高，已达 15 万元/平

| 2024 年二手房成交均价 (元/平) |        |        |       |       |       |        |
|---------------------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|
|                     | 内环内    | 内中环间   | 中外环间  | 外中环间  | 郊环外   | 全市     |
| 2015 年及以后建成         | 150414 | 126480 | 73618 | 43184 | 27258 | 51036  |
| 2010-2014 年建成       | 127218 | 97493  | 74535 | 42089 | 26543 | 48856  |
| 2005-2009 年建成       | 118054 | 92330  | 65726 | 44232 | 20979 | 55351  |
| 2000-2004 年建成       | 98005  | 78120  | 63787 | 43142 | 24444 | 64192  |
| 2000 年以前建成          | 83122  | 62812  | 51227 | 39203 | 22224 | 54551  |
| 全市                  | 98994  | 77376  | 60768 | 42681 | 24216 | 55072  |
| 2024 年二手房成交套数占比     |        |        |       |       |       |        |
|                     | 内环内    | 内中环间   | 中外环间  | 外中环间  | 郊环外   | 全市     |
| 2015 年及以后建成         | 0.3%   | 0.6%   | 1.2%  | 8.3%  | 3.3%  | 13.8%  |
| 2010-2014 年建成       | 0.4%   | 0.8%   | 1.4%  | 9.1%  | 2.5%  | 14.1%  |
| 2005-2009 年建成       | 1.5%   | 1.9%   | 2.9%  | 9.8%  | 3.3%  | 19.3%  |
| 2000-2004 年建成       | 3.0%   | 3.3%   | 3.2%  | 4.8%  | 1.3%  | 15.6%  |
| 2000 年以前建成          | 7.1%   | 10.2%  | 9.6%  | 6.4%  | 3.9%  | 37.2%  |
| 全市                  | 12.2%  | 16.7%  | 18.4% | 38.4% | 14.2% | 100.0% |

资料来源：中指院，中银证券

从各板块二手房均价来看，市中心以及受益于板块规划的地区房价表现相对坚挺。

1) 多数板块二手房均价的高点在 2023 年，但虹口区北外滩、闵行区吴泾、金山区漕泾 2025 年 1-5 月的二手房均价处于较高水平；黄浦区黄浦滨江、黄浦区人民广场、杨浦区新江湾城、浦东新区张江、闵行区华漕、青浦区赵巷二手房均价最高点在 2024 年；静安区曹家渡二手房均价最高点在 2022 年，其余还有个别浦东、金山、奉贤、崇明区板块二手房均价最高点在 2020-2021 年。

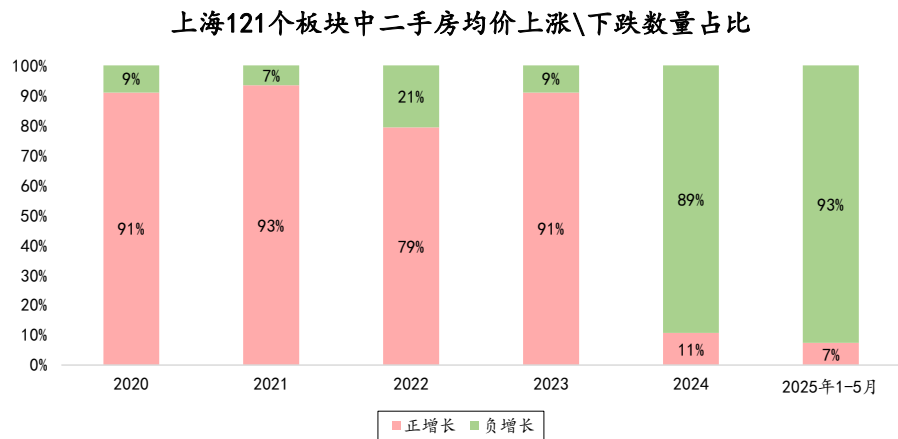
2) 2024 年、2025 年 1-5 月二手房均价下跌的板块数量明显增加，板块下跌数量占比从 2023 年的 9% 增至 2024 年的 89%，2025 年 1-5 月进一步提升至 93%。

3) 市中心区域板块 2025 年 1-5 月二手房均价较最高点的平均跌幅为 10%，郊区跌幅为 15%。从行政区域分布来看，黄浦区、徐汇区、长宁区、青浦区的板块 2025 年 1-5 月二手房均价较最高点的平均跌幅在 10% 以内，其中黄浦区跌幅最小，仅 5%；崇明区的板块二手房均价较最高点的平均跌幅最大，达 22%，金山区、宝山区跌幅也高达 17%；其余各区均在约 10-15% 之间。

4) 从具体板块来看，除了虹口区北外滩、闵行区吴泾、金山区漕泾 2025 年 1-5 月的二手房均价处于较高水平，没有下跌以外；黄浦区打浦桥、黄浦区人民广场、黄浦区老西门、徐汇区龙华、徐汇区田林、青浦区徐泾、青浦区朱家角、松江区新桥、奉贤区海湾二手房均价较最高点跌幅相对较小，小于 5%。

5) 外环以外的板块中，青浦徐泾、闵行吴泾的均价较高。2025 年 1-5 月的二手房均价分别为 6 万元/平和 5 万元/平，两者的共同点在于均受益于大板块规划，如大虹桥和大吴淞概念，郊区板块的房价依托于规划的能级与落实。

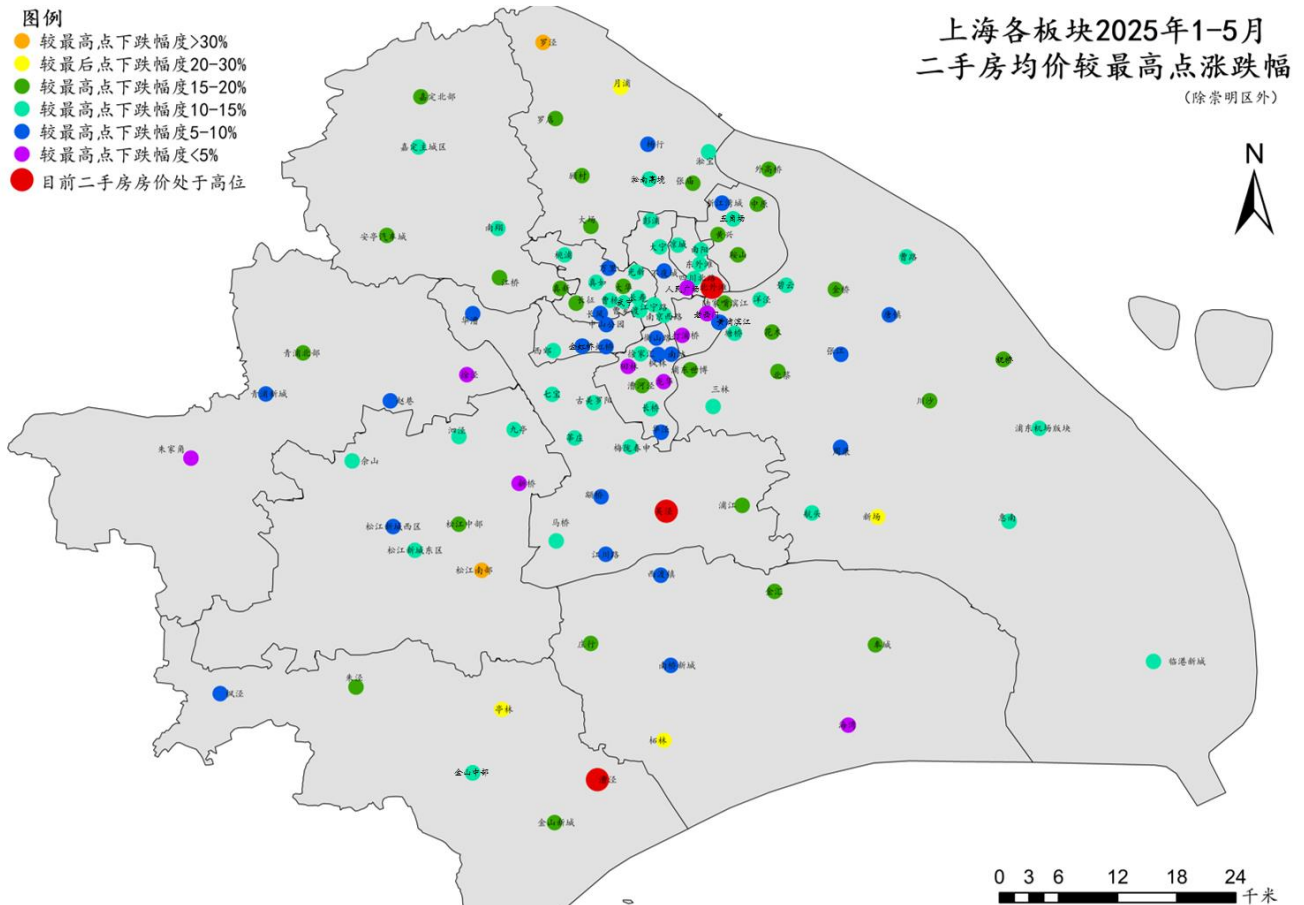
图表 62. 2024 年、2025 年 1-5 月二手房均价下跌的板块数量明显增加



资料来源：中指院，中银证券

备注：上海板块无官方划分，大约可分为202个板块，其中121个板块有房价数据。

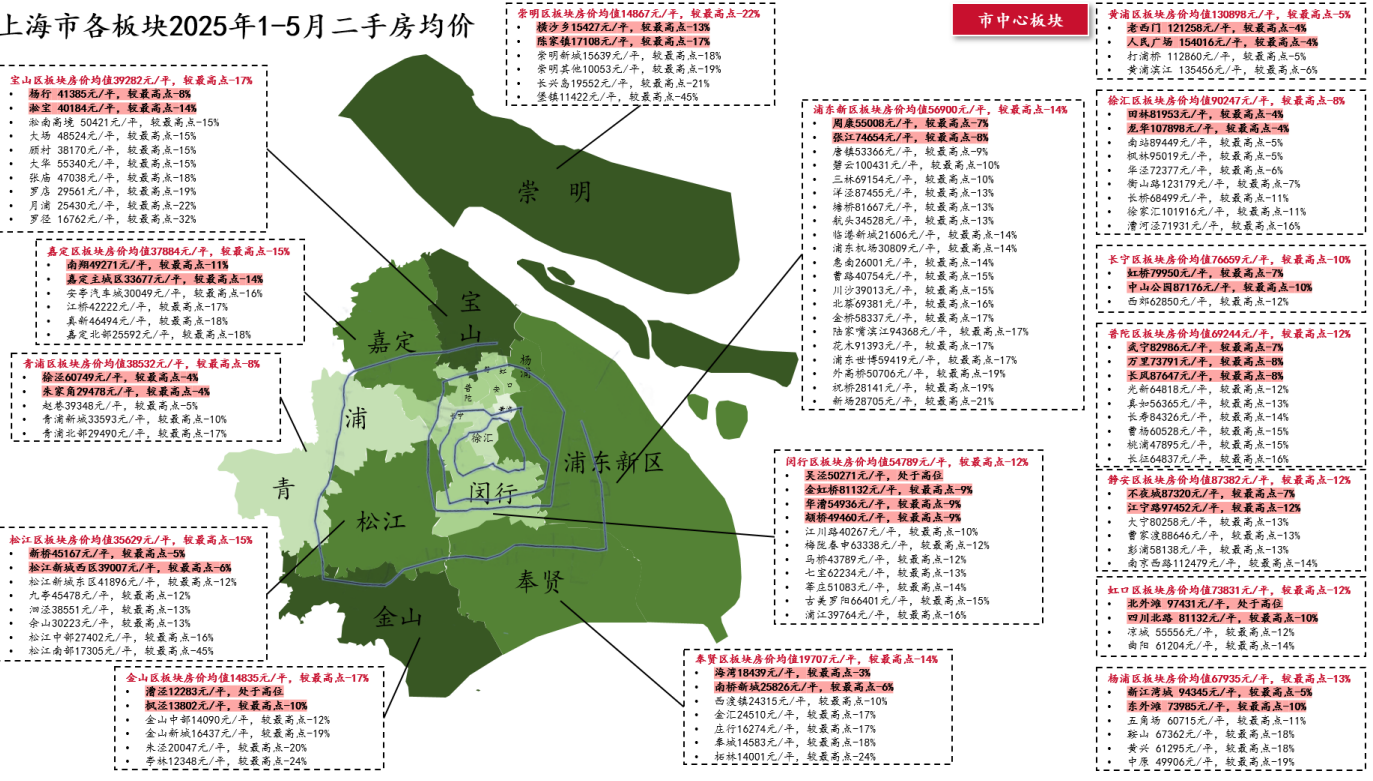
图表 63. 虹口区北外滩、闵行区吴泾、金山区漕泾 2025 年 1-5 月的二手房均价处于较高位置



资料来源：中指院，中银证券

备注：部分板块二手房均价数据缺失，详见附录。

图表 64. 市中心区域、青浦区、闵行区二手房均价跌幅相对较小



资料来源：中指院，中银证券  
备注：部分板块二手房均价数据缺失，详见附录。

## 5 库存：新房去化压力集中在外环外、刚需刚改产品，二手房去化压力集中在中环内、改善型产品

### 5.1 总库存量：整体而言，上海库存量虽然增加，但去化周期仍相对健康

上海新房+二手房的狭义库存总量绝对值明显增加，但去化周期仍在可控范围内。2025 年 5 月末上海新房狭义库存+二手房库存面积达到了 3906 万平，较 2023 年 1 月增长了 998 万平，去化周期为 14.9 个月，较 2023 年 1 月提升了 3.2 个月（由于新房库存数据从 2023 年 1 月开始披露，因此我们均和 2023 年 1 月数据进行对比）。其中：

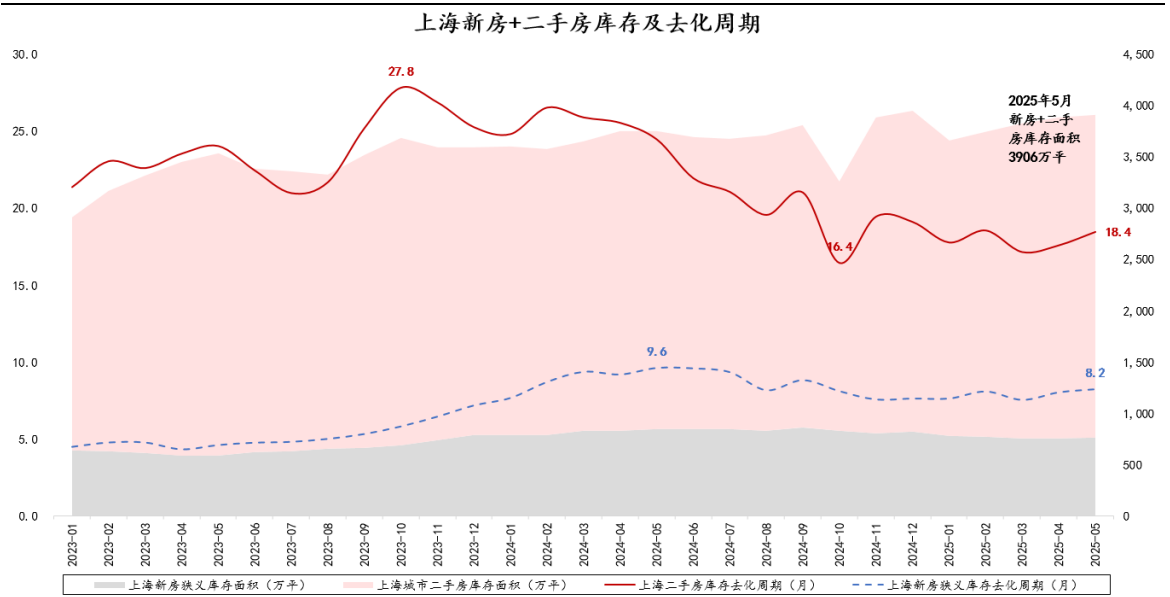
1) **新房屋库**：截至 2025 年 5 月末，上海新房狭义库存面积（已取证未售）为 758 万平，较 2023 年 1 月增加了 121 万平，去化周期为 8.2 个月，较 2023 年 1 月提升了 3.7 个月。

2) **二手房库存**：截至 2025 年 5 月末，上海二手房库存面积（二手房存量挂牌面积）为 3149 万平，较 2023 年 1 月增加了 877 万平，去化周期为 18.4 个月，较 2023 年 1 月下降了 2.9 个月。上海二手房库存存在整体库存的占比为 81%，是四个一线城市中最高的。

当然，我们也要注意虽然上海市场上的待售项目（新房+二手房库存量总和）在增长，但去化周期仍在可控范围内，新房去化周期较短，仅 8.2 个月，二手房去化周期为 18.4 个月，上海新房+二手房库存的去化周期是四个一线城市中最低的（14.9 个月）。

数据说明：中指院口径下，2025 年 5 月末上海存量挂牌套数分别为 30.7 万套，根据一房一万统计截至 2025 年 5 月上海二手房挂牌量为 20.7 万套，链家数据显示，挂牌量约为 20.3 万套。中指院口径下上海等城市挂牌数据与部分中介市场公开数据有差异，原因在与中指院数据包含中介、平台、个人等多渠道房源，数据源涵盖更全面，且包含了部分未挂网数据。

图表 65. 截至 2025 年 5 月末，上海新房+二手房库存量为 3906 万平，整体去化周期为 14.9 个月



资料来源：中指院，中银证券

图表 66. 上海新房+二手房库存去化周期是四个一线城市中最低的

| 2025 年 5 月末一线城市库存与去化周期情况 |                 |                |             |            |              |             |
|--------------------------|-----------------|----------------|-------------|------------|--------------|-------------|
|                          | 新房+二手房库存面积 (万平) | 新房+二手房去化周期 (月) | 新房库存面积 (万平) | 新房去化周期 (月) | 二手房库存面积 (万平) | 二手房去化周期 (月) |
| 北京                       | 4295            | 22.7           | 977         | 22.7       | 3318         | 22.7        |
| 上海                       | 3906            | 14.9           | 758         | 8.2        | 3149         | 18.4        |
| 深圳                       | 1581            | 15.8           | 785         | 16.9       | 796          | 14.8        |
| 广州                       | 3532            | 23.1           | 1622        | 23.6       | 1910         | 22.8        |

资料来源：中指院，中银证券

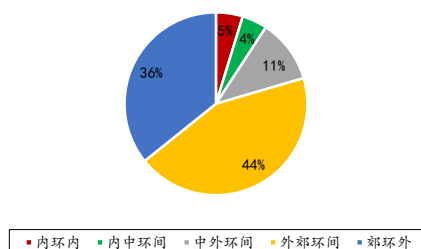
## 5.2 新库存：新房去化压力集中在外环外、刚需刚改产品

从环线分布来看，上海新房库存压力主要集中在外环外（库存占比 80%），内中环间去化周期最低，仅约 5 个月。截至 2025 年 5 月末，新房狭义库存（已取证未售）中，外郊环间、郊环外新房库存套数占比分别高达 44%、36%，内环内占比仅 5%，内中环间占比仅 4%，中外环间占比 11%。从去化周期（新房狭义库存面积/过去六个月新房成交面积均值）来看，内中环间库存去化压力最小，2025 年 5 月末的去化周期仅 4.8 个月，其次是内环内、中外环间，分别为 8.5、8.4 个月，外郊环间去化周期超过 1 年（13.5 个月），而郊环外去化周期超过 2 年（26.6 个月）。因此从上海的库存情况来看，全市范围内出台限购放松的政策意义并不大，2025 年 8 月 25 日出台的限购政策优化的重点也在于松绑外环外的限购，有针对性地解决外环外新房库存的消化问题。

备注：新房为商品住宅（不包含保障性住房）

图表 67. 截至 2025 年 5 月末，新房狭义库存主要集中在外环外（库存占比达 80%），中环以内占比仅 9%

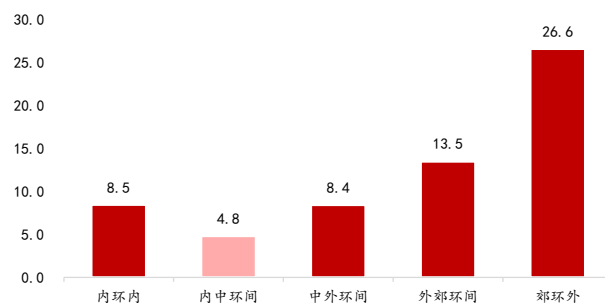
2025年5月末新房狭义库存（已取证未售）套数占比



资料来源：中指院，中银证券

图表 68. 截至 2025 年 5 月末，内中环间新房去化周期最短，仅 5 个月左右

2025年5月末新房狭义库存去化周期（月）



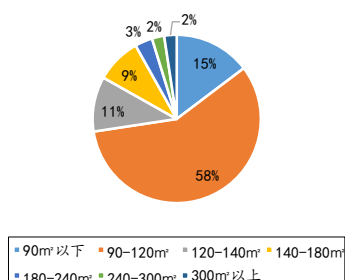
资料来源：中指院，中银证券

从面积段来看，上海新房库存主要集中在 90-120 平面积段，改善型产品中 120-240 平面积段的去化周期最短。截至 2025 年 5 月末，上海新房狭义库存中，90-120 平刚改产品占比最高，高达 58%，其次是 90 平以下刚需产品，占比 15%，以及 120-140 平的改善型产品（占比 11%）。从去化周期来看，120-140 平、180-240 平改善型产品去化周期最短，分别仅为 2.3、3.9 个月，90 平以下刚需产品去化周期最长，高达 18.8 个月，90-120 平刚改产品去化周期也同样高达 16.3 个月。

备注：新房为商品住宅（不包含保障性住房）

图表 69. 截至 2025 年 5 月末，上海新房狭义库存中，90-120 平刚改产品占比 58%，90 平以下刚需产品占比 15%

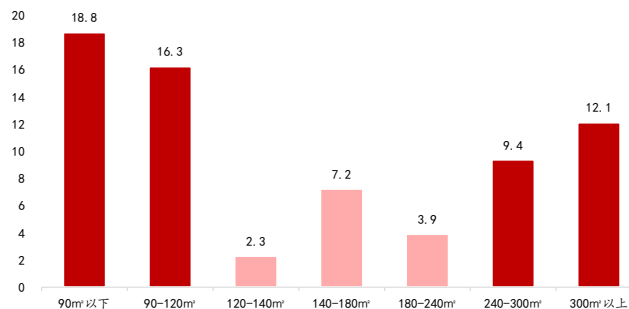
2025年5月末新房狭义库存（已取证未售）套数占比



资料来源：中指院，中银证券

图表 70. 截至 2025 年 5 月末，120-240 平面积段的产品新房去化周期最短，仅 2.3 个月

2025年5月末新房狭义库存去化周期（月）



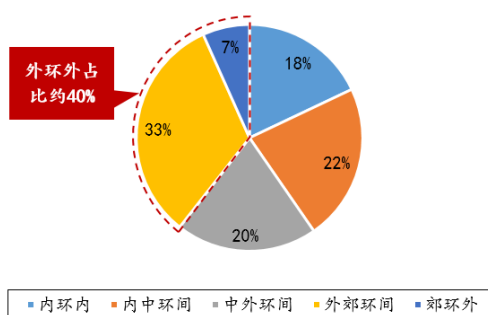
资料来源：中指院，中银证券

## 5.3 二手房库存：中环以内、改善型产品二手房库存去化压力反而较大，与新房刚好相反

从环线分布来看，外环外库存占比约 40%；但中环以内的去库存压力反而较大，与新房刚好相反，主因供给量大且品质偏低而需求萎缩。截至 2025 年 5 月，上海二手房库存（二手房存量挂牌套数）中，外郊环间占比最大，高达 33%；其次是内中环间、中外环间、内环内，占比分别为 22%、20%、18%；郊环外占比仅 7%。从去化周期（二手房存量挂牌套数/过去六个月二手房成交套数均值）来看，从内环到郊环，上海二手房去化压力依次减轻。截至 2025 年 5 月，内环内（21.1 个月），内中环间（19.4 个月）均超过 18 个月，中外环间（17.2 个月）、外郊环间（13.9 个月）均超过 12 个月，郊环外去化周期仅为 7.6 个月。中环以内的库存去化压力较大，主要是因为供给量大且品质偏低而需求萎缩。

图表 71. 截至 2025 年 5 月末，上海二手房库存外环外占比约 40%，外环内占比约 60%

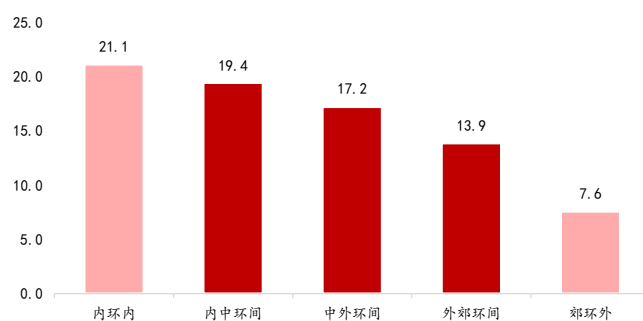
2025年5月末上海二手房存量挂牌套数占比



资料来源：中指院，中银证券

图表 72. 截至 2025 年 5 月末，郊环外新房去化周期最短，仅 7.6 个月

2025年5月末上海二手房库存去化周期（月）

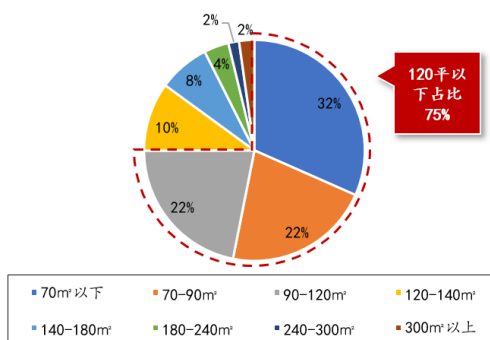


资料来源：中指院，中银证券

从面积段来看，上海二手房库存虽然集中为 120 平以下的刚需刚改产品（占比 75%），但去化速度相对较快，尤其是 70 平以下、70-90 平的刚需产品。截至 2025 年 5 月末，上海存量挂牌套数为 30.7 万套，其中 90 平以下刚需产品占比 53%，90-120 平刚改产品占比 22%。不过刚需刚改产品的去化周期相对较短（截至 2025 年 5 月 90 平以下刚需产品去化周期在 13 个月左右，90-120 平的刚改产品去化周期在 16.5 个月），刚需刚改客户相较于新房，更倾向于选择购买二手房，因为整体总价会相对更低。120-140 平产品去化周期约为 19.1 个月。而 140 平以上改善型产品由于总价较高，所以去化周期较长，超过两年。300 平以上的产品虽然价格稳定（详见报告章节 4.2），但去化周期长达 69 个月，存在有价无市的情况。整体而言，去化周期随面积段增加而增加。

图表 73. 截至 2025 年 5 月末，上海二手房库存中 90 平以下刚需产品占比 53%，90-120 平刚改产品占比 22%

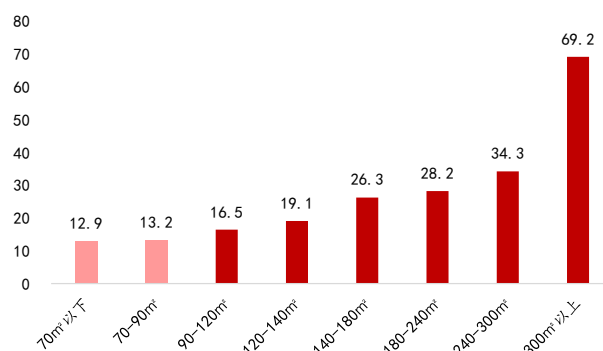
2025年5月末上海存量挂牌套数占比（分面积段）



资料来源：中指院，中银证券

图表 74. 截至 2025 年 5 月末，刚需刚改产品的去化周期相对较短，140 平以上改善型产品去化周期超过两年

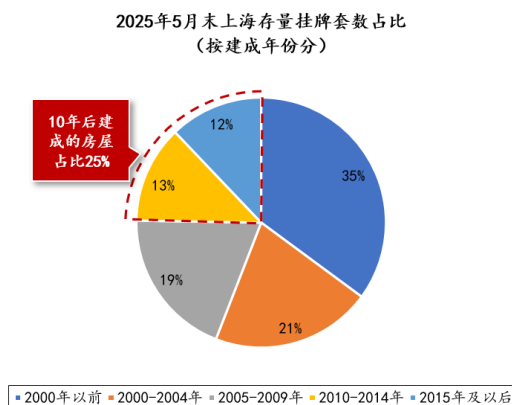
2025年5月末上海各面积段二手房库存去化周期（月）



资料来源：中指院，中银证券

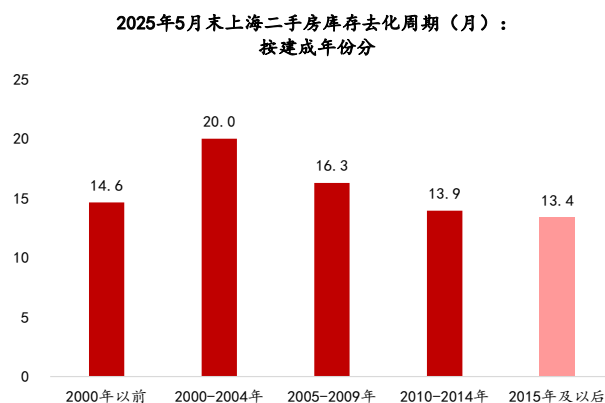
从房龄来看，2010年后建成的房屋二手房库存占比仅 25%；2000-2009 年间建成的去化周期相对较长，但整体来看，2015 年后建成的房源去化速度较快。截至 2025 年 5 月末，上海 30.7 万套的挂牌二手房中，2000 年前建成的住房占比 35%，2000-2004 年占比 21%，2010 年后建成的房屋库存占比仅 25%。其中，2000-2004 年间建成的二手住房去化周期相对较长（截至 2025 年 5 月高达 20.0 个月），一方面是因为房龄较老，另一方面，总价并不算低（2000-2004 年间建成的住房在 2025 年 1-5 月平均成交套均总价为 625 万元）；而 2000 年以前建成的住房虽然房龄更老，但套均成交总价仅 321 万元，更好上车，因此去化周期反而不长（仅 14.6 个月）；2015 年及以后的住房去化周期最短（仅 13.4 个月），因为房龄较新，刚改品质相对更好。

图表 75. 截至 2025 年 5 月末，上海挂牌二手房中，2000 年前建成的住房占比 35%，2000-2004 年占比 21%



资料来源：中指院，中银证券

图表 76. 截至 2025 年 5 月末，上海 2000-2004 年间建成的二手住房去化周期相对较长



资料来源：中指院，中银证券

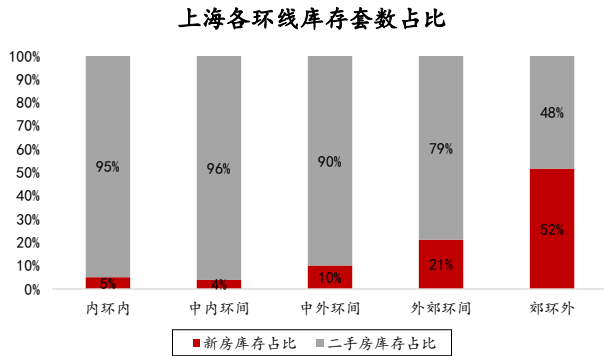
除此之外，我们还从总库存结构中发现，

1) 中环内买房新房的选择范围较小，超过九成的房源均是二手房。截至 2025 年 5 月末，内环内、内中环间总库存中，二手房库存占比分别高达 95%、96%，新房库存占比仅分别为 5%、4%。外郊环间二手房库存占比达 79%，新房库存占比为 21%。而郊环外新房库存占比超过一半，达 52%，二手房库存占比仅 48%。

2) 90 平以下刚需产品新房的选择范围较小，超过九成的房源均是二手房。其中 70 平以下住房库存几乎全部为二手房（二手房库存占比高达 99%）。90-120 平刚改产品新房库存占比最高，达 35%，二手房库存占比 65%；其余 120 平以上改善产品二手房库存占比均在八成左右。

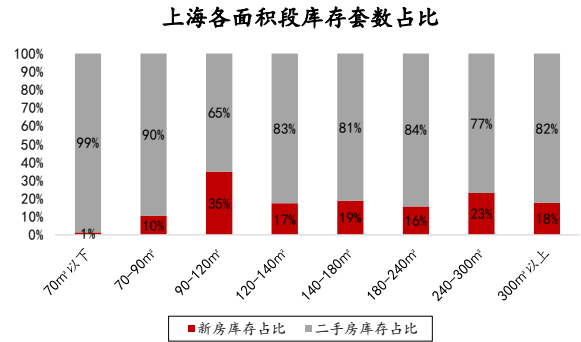
这两点也是当下上海楼市供需关系错配的体现，从而导致了市场的结构性分化。但我们认为，这是任何一个市场在历史进程中必然会出现的情况，短期的规划和供应通常只能着眼于当下的需求，而较难顾及特别长远的居住需求，同时购房能力和意愿不能匹配也是造成两头分化的原因之一。纵观整个上海的楼市变迁，其实早期的外销房反而是在这 20 年的巨变中始终屹立的类型。我们希望，未来上海的楼市能够有更加长远、“以人为本”的发展思路，而不是单纯追求短期利益，或只靠推高土拍价来加注“强心剂”。繁华落尽，才见本真。

图表 77. 截至 2025 年 5 月末，上海内环内、内中环间总库存中，二手房库存占比分别高达 95%、96%，新房库存占比仅分别为 5%、4%



资料来源：中指院，中银证券

图表 78. 截至 2025 年 5 月末，90 平以下刚需产品新房的选择范围较小，超过九成的房源均是二手房



资料来源：中指院，中银证券

## 6 风险提示

房地产调控政策效果不及预期：供需端政策从实施效果来看，对市场的提振效果较为有限。

房地产行业基本面超预期下行：行业销售、新开工、投资等关键性指标存在进一步下行风险。

融资收紧风险：需注意各类融资政策的实际落地效果和资金到位情况，房企仍普遍面临资金紧张的风险。

## 附录

本报告涉及的板块房价数据均来自于中指院，共计 121 个板块。

| 区域   | 板块名称                                                                     |
|------|--------------------------------------------------------------------------|
| 长宁区  | 西郊、中山公园、虹桥                                                               |
| 杨浦区  | 中原、黄兴、鞍山、五角场、东外滩、新江湾城                                                    |
| 徐汇区  | 漕河泾、徐家汇、长桥、衡山路、华泾、枫林、南站、龙华、田林                                            |
| 普陀区  | 长征、桃浦、曹杨、长寿、真如、光新、长风、万里、武宁                                               |
| 静安区  | 南京西路、彭浦、曹家渡、大宁、江宁路、不夜城                                                   |
| 黄浦区  | 黄浦滨江、打浦桥、人民广场、老西门                                                        |
| 虹口区  | 曲阳、凉城、四川北路、北外滩                                                           |
| 浦东新区 | 新场、祝桥、外高桥、浦东世博、花木、陆家嘴滨江、金桥、北蔡、川沙、曹路、惠南、浦东机场、临港新城、航头、塘桥、洋泾、三林、碧云、唐镇、张江、周康 |
| 青浦区  | 青浦北部、青浦新城、赵巷、朱家角、徐泾                                                      |
| 嘉定区  | 嘉定北部、真新、江桥、安亭汽车城、嘉定主城区、南翔                                                |
| 奉贤区  | 柘林、奉城、庄行、金汇、西渡镇、南桥新城、海湾                                                  |
| 崇明区  | 堡镇、长兴岛、崇明其他、崇明新城、陈家镇、横沙乡                                                 |
| 宝山区  | 罗泾、月浦、罗店、张庙、大华、顾村、大场、淞南高境、淞宝、杨行                                          |
| 闵行区  | 浦江、古美罗阳、莘庄、七宝、马桥、梅陇春申、江川路、颛桥、华漕、金虹桥、吴泾                                   |
| 金山区  | 亭林、朱泾、金山新城、金山中部、枫泾、漕泾                                                    |
| 松江区  | 松江南部、松江中部、佘山、泗泾、九亭、松江新城东区、松江新城西区、新桥                                      |

其余板块数据缺失，故无法分析。缺失的板块包括：

长宁区：北新泾、仙霞、古北、天山、新华路。

杨浦区：控江路、周家嘴路。

徐汇区：康健、华东理工、植物园、徐汇滨江、万体馆、建国西路。

普陀区：真光、甘泉、宜川、中远两湾城。

静安区：永和、阳城、闸北公园、西藏北路、镇宁路、静安寺。

黄浦区：南京东路、豫园、董家渡、蓬莱公园、五里桥、斜土路、淮海中路、新天地。

虹口区：江湾镇、鲁迅公园、临平路。

浦东新区：高行、高东、金杨、梅园、潍坊、合庆、南码头、前滩、杨思、宣桥、老港、大团、万祥、书院、泥城。

青浦区：练塘、金泽、白鹤、香花桥、盈浦、夏阳、重固、华新。

嘉定区：马陆、嘉定新城、菊园新区、嘉定老城、新城路、徐行、华亭、外冈。

奉贤区：青村、四团。

宝山区：友谊、吴淞、共富、庙行。

闵行区：九亭、春申、静安新城、航华、龙柏、金汇、浦锦。

金山区：叶谢、山阳、石化、张堰、吕巷、廊下。

松江区：泖港、新浜、石湖荡、小昆山、洞泾、松江大学城、车墩。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371