



2025 年二季度房地产行业研究：

二季度市场量稳价跌，政策转向巩固稳定

工商部 | 马天姿 刘博雅 段宏昱 葛若寒

2025 年 8 月 1 日

摘要

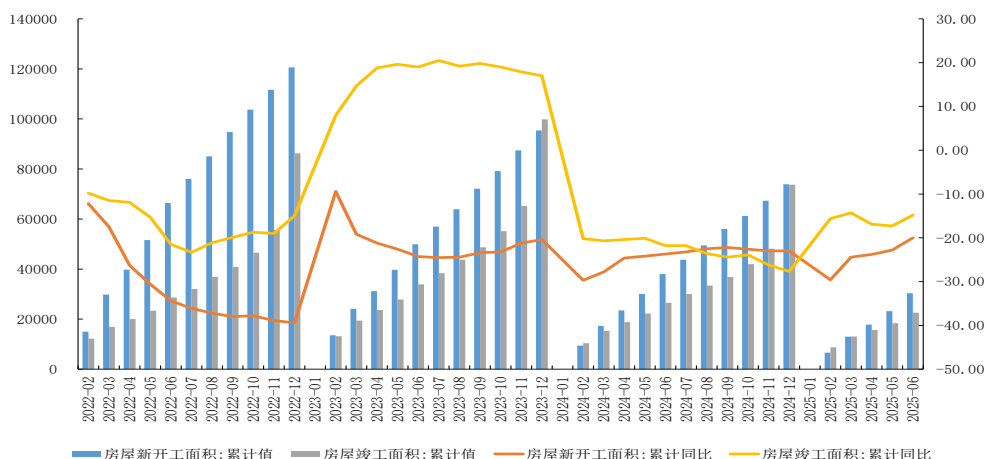
2025 年二季度，房地产行业政策聚焦“巩固稳定态势”，供需两端持续宽松利好；房地产开发投资环比增长，一线城市新房供应结构性上涨，市场销售仍呈现止跌回稳迹象，但二手房价格持续下跌，“以价换量”行情仍主导；融资端修复效果有限，但信用利差环比有所下降。目前，我国房地产行业正处于深度调整向弱复苏过渡的筑底周期，短期政策驱动止跌回稳，长期稳定仍需依赖房地产发展新模式的建立与完善。

一、行业供给能力分析

1.1 行业规模分析

2025 年二季度，房地产开发投资环比增长，新开工与竣工两端呈现分化走势。2025 年二季度，全国房地产开发投资完成 26,753 亿元，环比呈增长趋势。新开工与竣工两端呈现分化走势，2025 年 4~6 月，房地产新开工面积 17,368 万平方米，同比下降 16.26%，降幅略有收窄，但上半年全国房地产新开工面积已降至 2021 年同期的三成以下，且低于同期商品房销售面积，供给侧收缩或已接近周期底部；竣工情况方面，二季度竣工面积为 9,506 万平方米，同比下降 15.58%，降幅有所收窄，其中 6 月单月房屋竣工面积 4,181.47 万平方米，同比仅微降 2.16%，较上月降幅收窄 16.96 个百分点，创下 2024 年以来最小降幅，竣工端表现出较强的修复动能。

图 1 2022 年以来房屋新开工和竣工情况（单位：万平方米/左轴；%/右轴）



数据来源：Wind，大公国际整理

1.2 行业供给结构分析

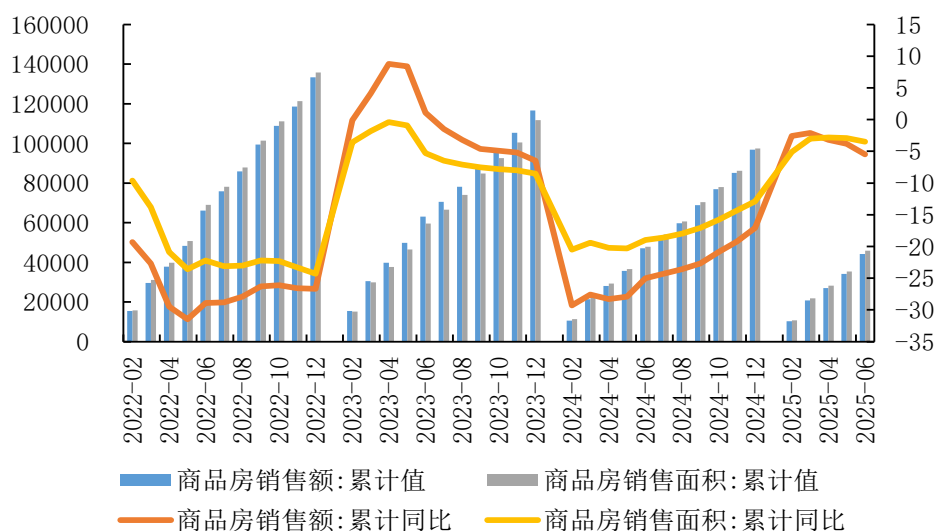
行业供给仍以住宅为主，新房供应方面一线城市呈现结构性上涨。2025 年 1~6 月，房地产投资中住宅投资、办公楼投资和商业营业用房投资分别为 35,770.41 亿元、1,792.41 亿元和 3,293.53 亿元，投资仍集中在住宅方面。同期，全国房地产施工面积 633,321.43 万平方米，其中商品住宅施工面积 441,239.90 万平方米，占比达 70%，商品住宅竣工面积 16,266.21 万平方米，房地产供给仍以住宅为主。新房供应方面，根据克而瑞数据，2025 年二季度，监测的 30 座重点城市商品住宅新增供应面积 2,905.43 万平方米，环比增加 39.6%，但同比仍有所下降，其中一线城市供应同比、环比均呈现增长，环比大幅增长 93.6%；二、三线城市环比略增但同比有所下降，整体来看，新房供应方面一线城市呈现结构性上涨。

二、行业需求匹配能力分析

2.1 行业总体需求分析

2025 年二季度，房地产销售市场仍呈现止跌回稳迹象。2025 年二季度，全国商品房销售金额 23,443 亿元，同比下降 9.06%，销售面积 23,981 万平方米，同比仍呈现下降趋势，但降幅较去年同期收窄，销售情况较一季度环比增长。利好政策对短期楼市起到了一定提振作用，市场呈现止跌回稳迹象。

图 2 2022 年以来商品房销售面积和销售额情况（单位：亿元、万平方米、%）



数据来源：Wind，大公国际整理

2.2 行业需求结构分析

2025 年二季度，需求端亦集中在商品住宅，刚性和改善性购房需求进一步释放，核心城市呈现结构性回暖，其中一线城市成交面积增幅明显。2025 年二季度，房地产销售面积中商品住宅销售面积和销售额分别为 19,876.69 万平方米和 20,486.96 亿元，需求端亦以住宅为主。同期，办公楼销售面积和商业营业用房销售面积分别为 644.15 万平方米和 1,434.53 万平方米，均呈现增长趋势，其中办公楼销售整体体量最小，但增幅最大。2025 年二季度，30 大



中城市商品房成交面积为 2,406.60 万平方米，同比下降 7.88%，其中一线城市增幅明显，二、三线城市同比均有所下降，降幅均有所收窄，环比均有所增长。整体来看，随着一系列调整优化措施对行业需求的刺激，刚性和改善性购房需求进一步释放，30 大中城市房地产销售指标逐步好转。

表 1 2024 年及 2025 年 1~6 月 30 大中城市商品房成交面积（万平方米、%）

项目	30 大中城市	一线城市	二线城市	三线城市
2025 年 1~3 月成交面积	2,121.68	610.79	1,034.47	476.42
2025 年 4~6 月成交面积	2,406.60	719.66	1,181.61	505.34
2025 年 4~6 月成交面积同比	-7.88	3.05	-11.90	-11.79
2025 年 4~6 月成交面积环比	13.43	17.82	14.22	6.07

数据来源：Wind，大公国际整理

2.3 行业供需平衡分析

整体来看，2025 年二季度，房地产开发投资环比增长，供给侧收缩或已接近周期底部，一线城市新房供应结构性上涨，全国商品房销售指标环比实现增长，止跌回稳态势延续，市场供需关系逐步修复。预计后续，随着政策的落地及效应的逐步显现，房地产市场供需状况或将持续改善，市场将进入平稳修复阶段。但长期来看，新政策刺激的边际效应有限，房地产新开工、施工等方面仍承压，市场恢复基础尚不稳固，市场长期健康发展仍需依赖房地产发展新模式的建立与完善。

三、行业的产业链地位分析

房地产行业是国民经济的重要支柱产业之一，连接着上、中、下游的众多产业，同时又与银行和地方政府有着密不可分的关系。因房地产业涉及到拿地、建设、开发、销售等多个阶段，且房地产开发高度依赖金融杠杆，因此产业链主要可以分为上游（土地供应、建材原料供应、金融资金提供等）、中游（房地产开发、建筑施工等）、下游（房屋销售、物业服务、商业运营、配套服务等）。房地产投资和开发能够直接拉动上游建材、钢铁、水泥、工程机械等涉及到的众多行业的需求，并带动下游装修、家电、家居等配套服务的消费，处于产业链的核心枢纽位置。

3.1 行业纵向议价能力

房地产行业处于产业链核心枢纽地位，对上下游具有强大的拉动效应，但其在产业链中不同环节及不同时期的议价能力存在一定差异。

对上游议价能力差异较大，其中土地多为地方政府供应，供应方较为单一，在土地市场火热时地产企业议价能力较弱，常常需要高价竞拍获取，但在市场下行的阶段，出于政府吸引投资等原因，地产开发商可获得一定议价空间。但对建材原料供应商来说，地产开发商议价能力较强，房地产开发对建材原料的需求波动可直接影响建材的价格波动，加之建材行业供应商数量众多，竞争激烈，相较而言地产企业议价能力更强。

中游方面，建筑行业整体产能过剩，行业竞争激烈，房地产开发商具有甲方选择权，议价能力很强。

对下游议价能力呈现分化，房价高度依赖市场供需，供需关系决定了商品房价格，不同能级的城市、不同类型的房子、不同开发商品牌等均使得价格呈现分化。

3.2 行业价格波动分析

二季度，百城新建住宅价格呈现结构性微涨态势，二手房价格持续下跌，“以价换量”行情仍主导。根据中指研究院数据，2025年4~6月，百城新建住宅价格分别为16,764元/平方米、16,815元/平方米和16,847元/平方米，环比及同比均保持增长态势，同比涨幅保持在2.5%左右；但随着政策刺激的边际效应消退，多数城市二手房市场延续“以价换量”，百城二手住宅均价分别为13,892元/平方米、13,794元/平方米和13,691元/平方米，二手房价格持续下跌。根据国家统计局70个大中城市商品住宅销售价格指数数据，一、二、三线新建商品住宅销售价格及二手住宅价格均持续呈下降趋势，其中一线城市二手房价格同比跌幅均小于二、三线城市。整体来看，受部分城市优质改善型项目入市的积极影响，百城新建住宅价格呈现结构性微涨态势，短期内“以价换量”行情仍在主导二手房市场。

四、行业创新能力分析

4.1 宏观政策导向

政策基调转向“巩固稳定态势”。具体来看，6月13日国务院常务会强调了构建房地产发展新模式的重要意义，指出要稳中求进，有序搭建相关基础性制度，并强调有力推进“好房子”建设及工作统筹，给予规划、土地、财政、金融等方面的支持，同时提到进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性、有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳。近日，央行二季度例会中提出“加大存量商品房和存量土地盘活力度，持续巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。”这体现了国家对房地产市场发展的基调从一季度的“推动止跌回稳”逐渐升级为“巩固稳定态势”，释放了政策重心转向深化修复的信号。

4.2 供需端政策导向

需求端，进一步降低成本，刺激需求释放。5月，央行进一步降准、降息，5年期以上LPR下调至3.50%，个人住房公积金贷款利率下调0.25个百分点，5年以上首套住房公积金贷款利率同步下调至2.6%，5年以下（含5年）首套住房公积金贷款利率同步下调至2.1%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.525%和3.075%，不断降低购房者的置业成本，持续刺激居民住房需求释放。同时，“好房子”建设持续推进落地，5月以来，新版《住宅项目规范》实施，国务院常务会将“好房子”建设纳入城市更新机制，给予多方面支持，进一步刺激改善需求。此外，全国各地出台不同优化政策，提供购房补贴、推广“以旧换新”、放宽保障房申请资格等，从不同方面激活多群体需求，促进整体市场需求加速释放。

供给端，金融支持“去库存”、“提品质”并行。二季度仍延续 2025 年以来的专项债支持存量收购、房企融资“白名单”等政策方向。5 月 7 日，国新办举行新闻发布会介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，金融监管总局将加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场稳定态势。后续配套融资政策的出台或将进一步促进现城市更新、存量土地收储等“存量盘活”进展，支撑“好房子”政策逐步落地，同时为房企提供化债、转型支撑，为供给端恢复及房地产发展新模式的构建提供金融支持。

4.3 房地产发展新模式建立

2025 年以来，随着两会及国务院常务会的各项宏观政策引导，我国房地产发展新模式正在逐步建立，以因城施策政策导向叠加好房子产品升级等为核心，推进行业健康发展。二季度以来，全国各地多省市出台不同住宅建设等具体细则，逐步形成“好房子”建设的差异化路径，从产品升级、品质提升方面逐渐推进房地产发展新模式的建立。此外，各地因城施策的实施各项创新政策，以人才补贴、城市更新、保障房建设等为“去库存”提供支撑。

二季度房地产行业政策基调由前序的“止跌回稳”转向“巩固稳定态势”，持续宽松利好的整体方向未发生变化，侧重于降低利率、配套融资等金融方面支持来调整优化供给、激活需求，调整供需状况，短期内或仍能支撑市场稳定，但行业全面修复及长期平稳健康发展仍需依托房地产发展新模式的不断成熟。

五、行业信用评级情况分析

5.1 信用利差

2025 年第二季度房地产行业无担保债券发行信用利差（平均数）环比有所下降，增信方式对降低信用利差的作用有限。房地产行业发行债券期限以 3 年及 5 年为主，发债主体以国有企业为主。信用利差方面，2025 年第二季度，除 AA+ 级别 5 年期债券信用利差同比上升外，房地产行业无担保债券发行整体信用利差环比有所下降；担保发行方面，2025 年二季度，担保发行债券 3 年期及 5 年期发行信用利差分别为 144.05BP 和 109.40BP，环比变化不大。

从担保后债项级别来看，2025 年第二季度，债项级别为 AAA 的债券 3 年期及 5 年期信用利差分别为 88.12BP 和 84.72BP，债项级别为 AA+ 的 5 年期债券信用利差为 158.41BP，使用增信方式获取债项 AAA 级别的企业平均信用利差与主体级别为 AAA 的企业信用利差间差距有所缩小，但使用增信方式获取债项 AA+ 级别的企业信用利差仍大于主体级别为 AA+ 企业的信用利差，增信对降低信用利差的作用有限。



表 2 2025 年以来房地产行业企业无担保债券发行信用利差（平均值）（单位：BP）

级别	期限	2025 年 4~6 月	2025 年 1~3 月
AA	3 年	130.43	-
AA+	3 年	58.04	85.96
	5 年	110.97	84.74
AAA	3 年	85.48	122.95
	5 年	80.33	119.50
总计		85.69	115.75

数据来源：Wind，大公国际整理

5.2 债券发行情况

2025 年二季度，房地产行业融资端修复有限，行业债券发行数量、金额及发债主体数量同比均仍下降。2025 年二季度，房地产行业债券发行规模金额合计 997.78 亿元，同比下降 2.15%，发行主体 57 家，同比减少 4 家，发行数量 106 只，同比减少 6 只，房企发债节奏延续持续放缓趋势。其中，发行债券类型以中期票据、公司债和资产支持证券为主，其中中期票据和公司债规模均同比上升，新增一只发行规模 85.00 亿元的可转债，其余各类型的发行规模均同比下降。同期，发债主体中中央或国有企业数量为 53 家，发债规模占比 95.39%；非国企央企发债主体仅 4 家，分别为绿城房地产集团有限公司、美的置业集团有限公司、杭州滨江房产集团股份有限公司和中海宏洋地产集团有限公司，涉及发行规模共 46.00 亿元。

表 3 2025 年二季度房地产行业信用债发行情况

类型	规模（亿元）	规模同比（%）	债券类型占比同比（百分点）
中期票据	438.05	9.36	1.02
公司债	287.90	13.85	3.77
资产支持证券	131.23	-6.70	1.31
超短期融资券	36.60	-69.50	-3.56
短期融资券	-	-100.00	-0.53
定向工具	19.00	-72.51	-0.28
企业债	-	-100.00	-0.36
可转债	85.00	-	0.20
合计	997.78	-2.15	1.57

数据来源：Wind，大公国际整理

从信用等级分布情况来看，2025 年二季度，新发行债券主体中，AAA 级别、AA+级别和 AA 级别发债规模均同比减少，一家 A-发行主体，为天津津投城市开发股份有限公司，发行债券类型为公司债，发行规模为 7.50 亿元。发行主体仍主要集中在 AAA，发债规模占比 78.70%，占比有所下降，其中 AAA 主体中 27 家为央企或国企，发债规模 635.96 亿元。



表 4 2025 年二季度房企新发债级别分布情况¹ (单位: 亿元、%)

主体级别	主体数量	发债规模	发债规模占比
AAA	31	681.96	78.70
AA+	11	145.14	16.75
AA	5	31.95	3.69
A-	1	7.50	0.87
总计	48	866.55	100.00

数据来源: Wind, 大公国际整理

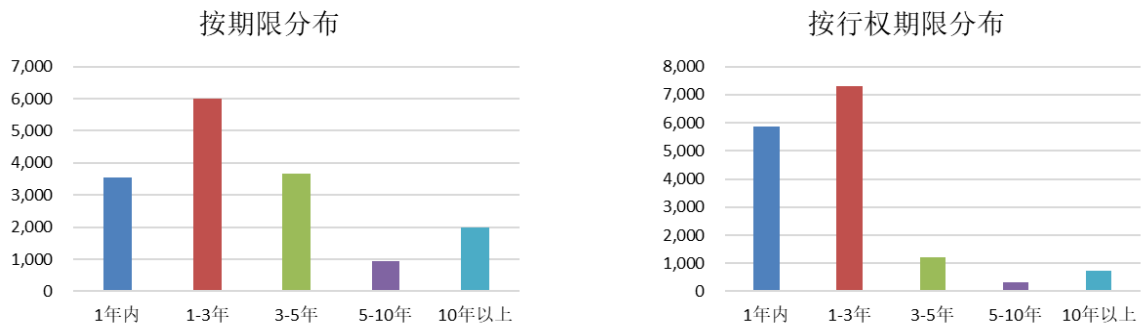
5.3 违约情况

从债券违约来看, 房地产行业违约问题得到进一步控制。2025 年二季度, 未按时兑付本息、展期及触发交叉违约债券为 9 只, 同比减少 13 只, 违约日债券余额 87.06 亿元, 规模同比下降 78.28%。

5.4 债务压力

从存续债分布来看, 未来 1 年行业整体仍处于偿债高峰。截至 2025 年 6 月末, 房地产行业信用债存续规模为 16,147.82 亿元。按期限分布来看, 未来 3 年仍为到期偿付高峰期, 债务偿还压力以及债务置换需求均较大, 其中, 未来 1 年内到期债务规模为 3,558.55 亿元, 若考虑行权, 则到期规模为 5,878.41 亿元, 需关注到期债务较为集中、流动性紧张的房企新发债券置换及兑付情况。

图 3 截至 2025 年 6 月末房地产行业存续债券期限结构情况



数据来源: Wind, 大公国际整理

海外债存续规模仍较大, 行业整体债务偿还压力以及债务置换需求均较大。海外债方面², 2025 年二季度, 新发行地产债 10 只, 实际发行金额合计 29.93 亿美元, 其中债务主体主要为恒基兆业地产有限公司、太古地产有限公司和越秀房地产投资信托基金等。截至 2025 年 6 月末, 房地产中资海外债券余额 1,256.94 亿美元, 较去年同期有所下降但规模仍较大, 期限结构也以未来 3 年内到期为主, 仍存在一定兑付压力。

¹ 不含部分无主体信用级别的债券。

² 数据来源: Wind。

六、周期发展展望

我国房地产市场下行周期已进入第四年，2025 年以来市场呈现止跌回稳迹象，二季度，房地产开发投资环比增长，商品房销售同比下降幅度有所收窄，但二手房价格仍持续下降，“以价换量”行情仍在主导二手房市场；预计未来市场供给端开工投资修复速度快于销售端，短期内销售端“止跌”进度还需看后续政策响应情况。

政策方面，2025 年第二季度，政策基调转向“巩固稳定态势”，并提到优化现有政策、提升政策实施系统性有效性等，止跌回稳政策出台频率有所下降，预计后续在确保止跌回稳的基础上，保持以稳固为主的趋势，集中于深化修复市场。

融资方面，2025 年第二季度，房地产行业债券市场同比仍未好转，融资端修复效果有限，但信用利差环比有所下降，发生未按时兑付本息、展期及触发交叉违约债券数量和规模均同比大幅下降，信用风险蔓延得到进一步控制，根据存续债分布，房地产行业短期内仍处于偿债高峰期，债务偿还压力以及债务置换需求均较大。

整体来看，房地产行业正处于深度调整向弱复苏过渡的筑底周期，政策托底不断巩固稳定态势，消费端市场尚在修复中，房地产企业融资改善情况有限，长期行业将逐步向新模式转型。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。