下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 06 月 23 日

地产专题分析报告

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组
分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：张馨月（执业 S1130525070016）
songxuetao@gjzq.com.cn zhangxinyue@gjzq.com.cn

楼市的双重分化

5 月以来经济的分化在加剧，不仅是宏观数据层面上，外需强于内需、“硅基”好于“碳基”的格局进一步强化，楼市止跌进入磨底期后，也出现了两类不容忽视的分化：

一是“天”、“地”资产和中腰部资产的分化。当前最先止跌的是以小户型、低总价为代表的“地”资产，通常是区域内租金回报率最高的，也是本轮房价下行周期中调整幅度最深的，其金融属性已在下跌过程中得到充分去化，刚需自住的消费属性开始对房价形成支撑。其次是 5 月以来逐渐止跌的以大户型、高总价为代表的“天”资产，基本集中在含“科”量较高的城市，主要受“硅基”通胀带来的实际利率下行和 AI 产业趋势带来的财富效应支撑。

事实上，“天”、“地”资产和中腰部资产的分化也解释了地产销售和居民信贷数据走势的背离。“地”资产率先止跌对应的其实是中腰部资产需求的“坍缩”。但在保持首付金额不变的情况下，居民倾向压缩贷款比例，导致部分群体的购房总价由中腰部资产滑落至“地”资产。

往前看，“天”、“地”资产和中腰部资产的分化究竟是进一步加剧，还是逐渐收敛，本质上取决于当前分化的宏观经济能否逐渐弥合。短期看，核心驱动因素是政策的重心能否从调结构、促改革转向稳增长；中长期看，取决于新动能的扩散和对旧动能的反哺。

二是成交价和挂牌价的分化。尽管当前二手房挂牌价仍小幅下跌，但 4、5 月成交价已率先实现止跌。当前挂牌价和成交价走势分化的背后，是楼市的底部筹码在年初以来的成交放量中逐渐被出清。

随着市场进入成交淡季，未来可能出现两种情形。情形一：如果成交价环比仍能维持在 0 附近甚至环比涨幅走阔，代表楼市止跌的趋势得到确认和延续，随着市场进入 9、10 月的成交旺季，房价有望加速修复。情形二：如果成交价环比再度下跌，并且跌幅逐渐走阔，则意味着楼市止跌进程受阻，在全国层面的地产政策缺位的情况下，磨底期将持续更长时间。

值得注意的是，一线城市的止跌进度有所加快，深圳楼市有望逐渐走向右侧。涨跌比是衡量房价走势的领先指标。如果以香港楼市止跌的时间轴为参考，深圳涨跌比已达到 0.8，类似于香港 2025 年 6 月房价快速上涨前的蓄力期，只要科技牛市仍在持续，深圳房价向上修复的状态也不会拐头。上海的涨跌比在 0.7 附近徘徊，类似于香港 2025 年 4-5 月的走势。而北京和广州尚未止跌，其涨跌比整体在 0.6 附近徘徊，对应香港 2024 年 10 月至 2025 年 2 月的房价走势，依仍处于磨底震荡阶段。

对比香港楼市止跌回升的驱动因素，多数条件内地已经满足，包括房价深度调整、放松楼市限制政策、租金上涨。但核心的差异是香港 2025 年 4-6 月 1M Hibor 利率由 3.65%快速下行至 0.68%，导致 H 贷房贷利率（1M Hibo+1.3%）阶段性低于净租金回报率（扣除差饷、地租、物业费等约 2.5%），带动购房者信心修复，房价止跌反弹。尽管此后 Hibor 利率上行，房贷利率已超过净租金回报率，但房价依然保持上涨态势。

从政策空间看，年内商贷利率的大幅下调可能性较低，但公积金贷款利率的下调仍是值得期待的政策。近期发布的《住房公积金管理条例（修订征求意见稿）》明确将调整公积金贷款利率的权限由央行交还给住建部，地方在优化公积金政策的实践也证明了其提振楼市的有效性。在保障必要支出的前提下，公积金贷款利率的最大降幅可达到 90BP。但目前看，调降公积金贷款利率依然是政策的可选项，作为政策储备在必要时出台的概率更高。若年内公积金贷款利率能够调降 30BP 及以上，对于多数城市主力成交的房产而言，都能够实现类似香港的政策效果，即房贷利率低于净租金回报率，从而加快楼市止跌回稳的进程。

风险提示

政策定力超预期，购房者信心修复程度低于预期，经济结构分化加剧。

下载日志已记录，仅供内部参考

5 月以来经济的分化在加剧，不仅是宏观数据层面上，外需强于内需、“硅基”好于“碳基”的格局进一步强化，楼市止跌进入磨底期后，也出现了两类不容忽视的分化：

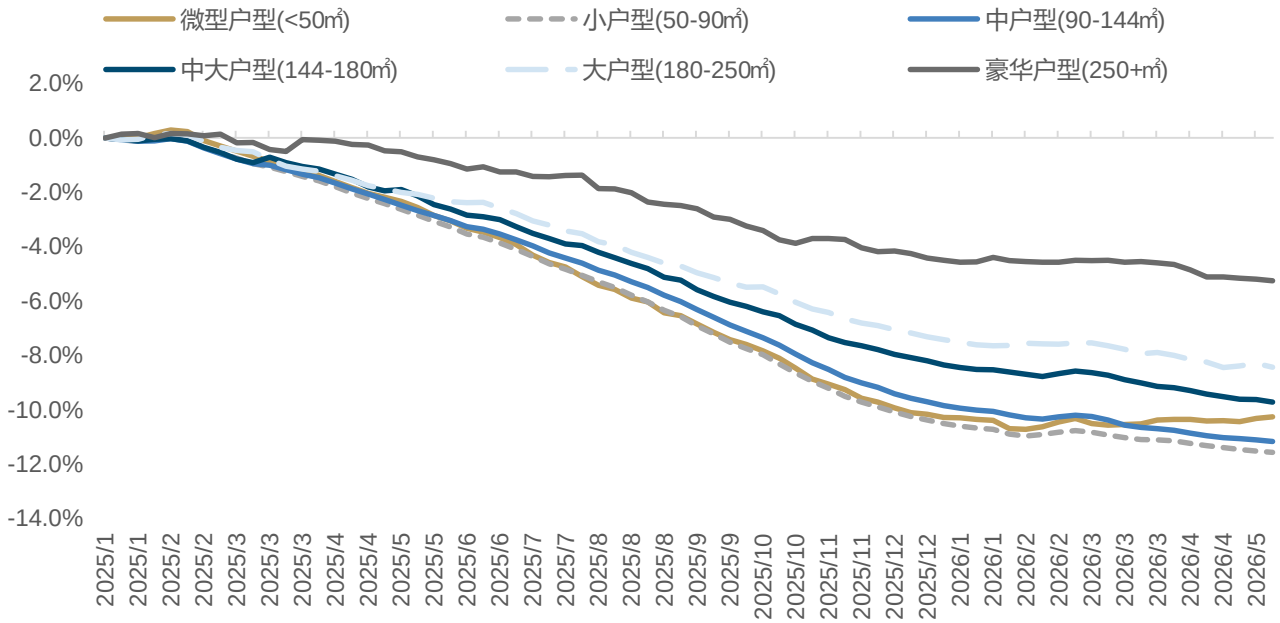
一、“天”、“地”资产和中腰部资产的分化

总量层面看，全国二手房价格仍然处于小幅下跌的状态。但分结构看，房地产市场的“天”、“地”资产正在走出独立行情，并逐渐拉开与中腰部资产的差距。

最先止跌的是以小户型、低总价为代表的“地”资产。我们重点跟踪的 10 个核心城市微型户型（<50 ㎡）二手房挂牌价已于 3 月上旬止跌，目前已较底部反弹 0.34%。其中，上海微型户型的止跌节奏最快，其价格自 2025 年 12 月中旬以来持续回升，涨幅达到 3.3%。

“地”资产通常是区域内租金回报率最高的，也是本轮房价下行周期中调整幅度最深的，其金融属性已在下跌过程中得到充分去化，刚需自住的消费属性开始对房价形成支撑。此外，重点城市核心区域的“老破小”通常隐含了拆迁期权，这也吸引了部分投资需求的买入，但并非本轮成交的主力。

图表1：重点 10 城分面积段价格走势



来源：趋势动物，国金证券研究所

其次是 5 月以来逐渐止跌的以大户型、高总价为代表的“天”资产，基本集中在含“科”量较高的城市。最典型的代表是深圳的大户型（180-250 ㎡）和豪华户型（>250 ㎡），分别较底部反弹 1.1%和 0.8%。上海、苏州的中大户型房价较低点均上涨 0.1%，，北京、武汉的别墅价格触底后分别回升 0.3%、0.8%。

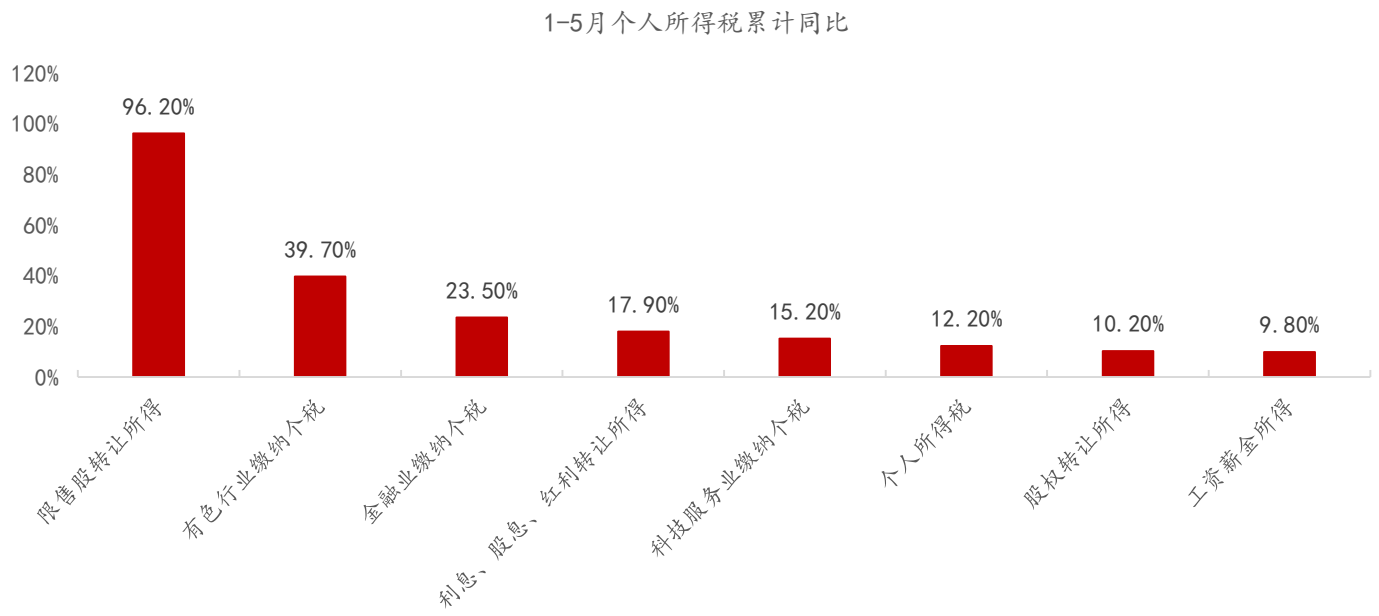
相较于“地”资产高租息带来的安全边际，“天”资产的租金回报率通常偏低。如果仅考虑租金价格和租金回报率对应的房产消费属性，“天”资产似乎尚不具备止跌的条件。然而，当前强劲的科技产业趋势正在改写房地产市场的逻辑。

一是“硅基通胀”导致“天”资产的购房者面临的实际利率快速下行。5 月 AI 行业 PPI 同比增长 8.4%，而除 AI、能化外行业 PPI 同比下降 1.0%。尽管“天”资产的租金回报率明显低于“地”资产，但通胀走势的分化正在抹平实际的差异。

二是 AI 产业趋势带来的少数群体财富效应和收入改善。今年 1-5 月个人所得税同比高增，剔除居民境外收入补税影响，按可比口径计算的同比增速达到 10.1%。资本市场活跃是支撑个税增长的重要原因，1-5 月限售股转让所得、利息股息红利转让所得、股权转让所得对应的个税增速分别为 96.2%、17.9%、10.2%。此外，AI 相关产业的快速增长也逐渐传导至居民收入端，1-5 月工资薪金所得个税同比增长 9.8%，月均收入 2-3 万和高于 3 万元的群体缴税金额分别增长 12%和 12.2%。其中，有色、金融、科技服务业缴纳个人所得税规模同比增速较快，分别为 39.7%、23.5%、15.2%。

然而，当前科技产业带来的财富效应仅局限于少数群体，这也导致“天”资产止跌仅在个别含“科”量较高的城市出现，短期内较难在全国范围内扩散。

图表2：1-5月个人所得税累计同比增速



来源：国家税务总局，国金证券研究所

事实上，“天”、“地”资产和中腰部资产的分化也解释了地产销售和居民信贷数据走势的背离。

“地”资产率先止跌对应的其实是中腰部资产需求的“坍缩”。2026年以来，居民部门加杠杆意愿持续偏低。尽管刚需群体仍在购房，带动二手房成交面积保持较快增长，但在保持首付金额不变的情况下，居民倾向压缩贷款比例，导致部分群体的购房总价由中腰部资产滑落至“地”资产。

贝壳研究院数据显示，今年一季度深圳二手房成交中全款买家占比约25.1%。在成交总价200万元以下的刚需小户型房源中，全款购房的比例高达34.1%。

往前看，“天”、“地”资产和中腰部资产的分化究竟是进一步加剧，还是逐渐收敛，本质上取决于当前分化的宏观经济能否逐渐弥合。短期看，核心驱动因素是政策的重心能否从调结构、促改革转向稳增长；中长期看，取决于新动能的扩散和对旧动能的反哺。

二、成交价和挂牌价的分化

当前房地产市场的另一个分化是成交价和挂牌价的分化。与楼市“天”、“地”资产和“中腰部”资产的结构性分化相比，成交价和挂牌价的分化是相对短暂的过程，本质是楼市止跌的必经环节，即成交价先见底，然后是挂牌价见底。

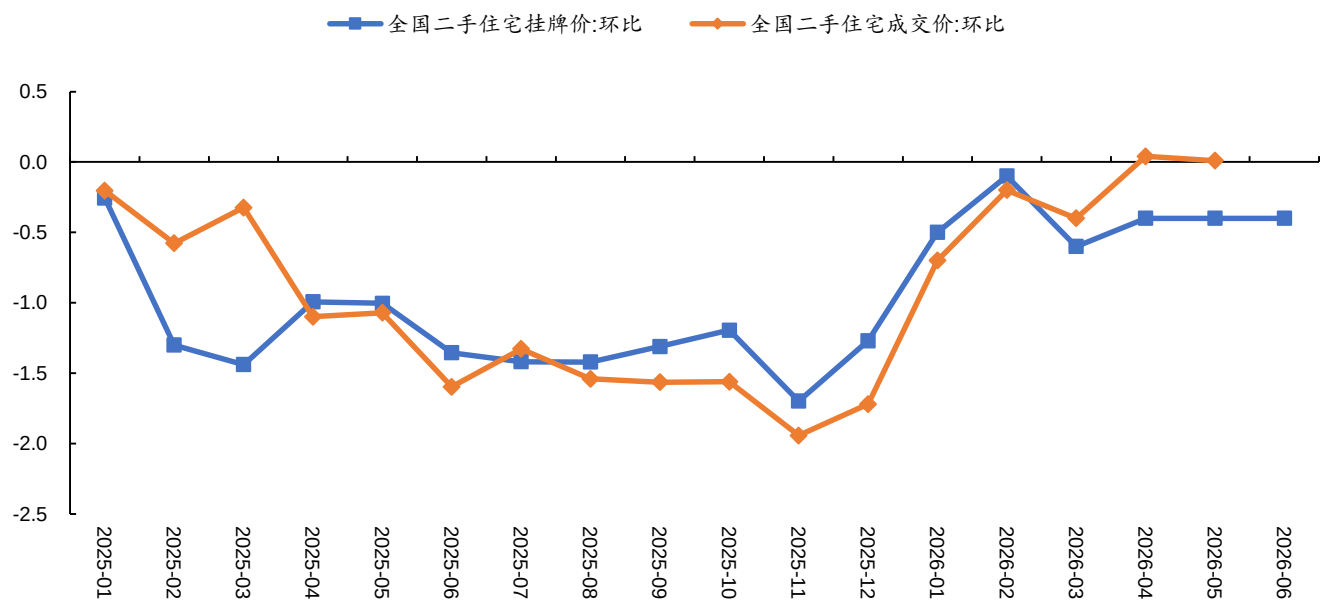
从挂牌价看，5月全国房价月环比跌幅-0.4%，持平于4月。除上海、深圳等少数城市挂牌价回升之外，多数城市挂牌价仍处于小幅调降的状态。根据统计局公布的70城二手房价格涨跌情，5月房价环比上涨的城市由4月的12个回落至10个。基于挂牌价的变化，部分观点认为全国楼市止跌的进程受阻。

但对于二手房市场而言，成交价的止跌才是楼市价格体系企稳的充分必要条件。

从成交价看，继4月环比微幅回升0.04%后，5月全国成交价环比录得0.01%。这意味着以成交价为锚，二手房价格已基本企稳。

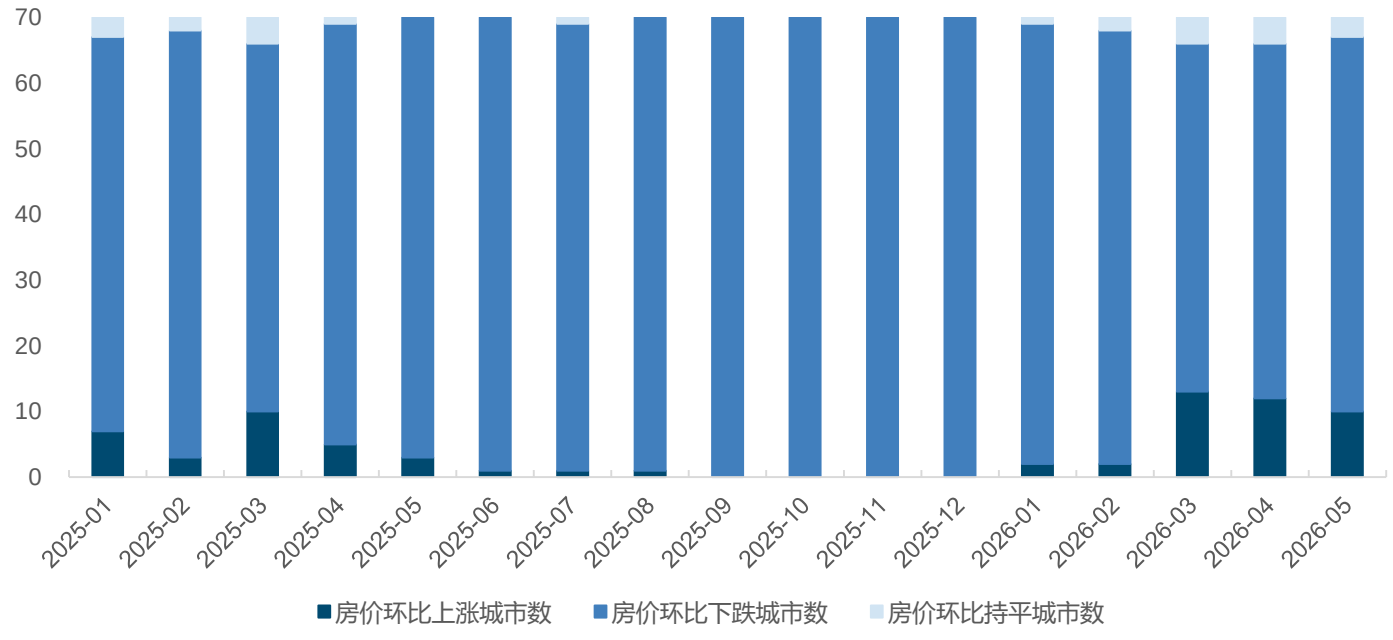
自2021年7月房地产市场进入下行周期以来，成交价共经历三次环比转正，前两次分别是2023年2-3月疫情放开、2024年11月“9.24”一揽子政策刺激的结果，驱动因素均来自外部环境的变化；此次成交价的环比转正则是估值底部的自然企稳，驱动因素来自内部，而开年以来并未出台全国层面提振房地产市场的政策。

图表3：挂牌价和成交价走势分化



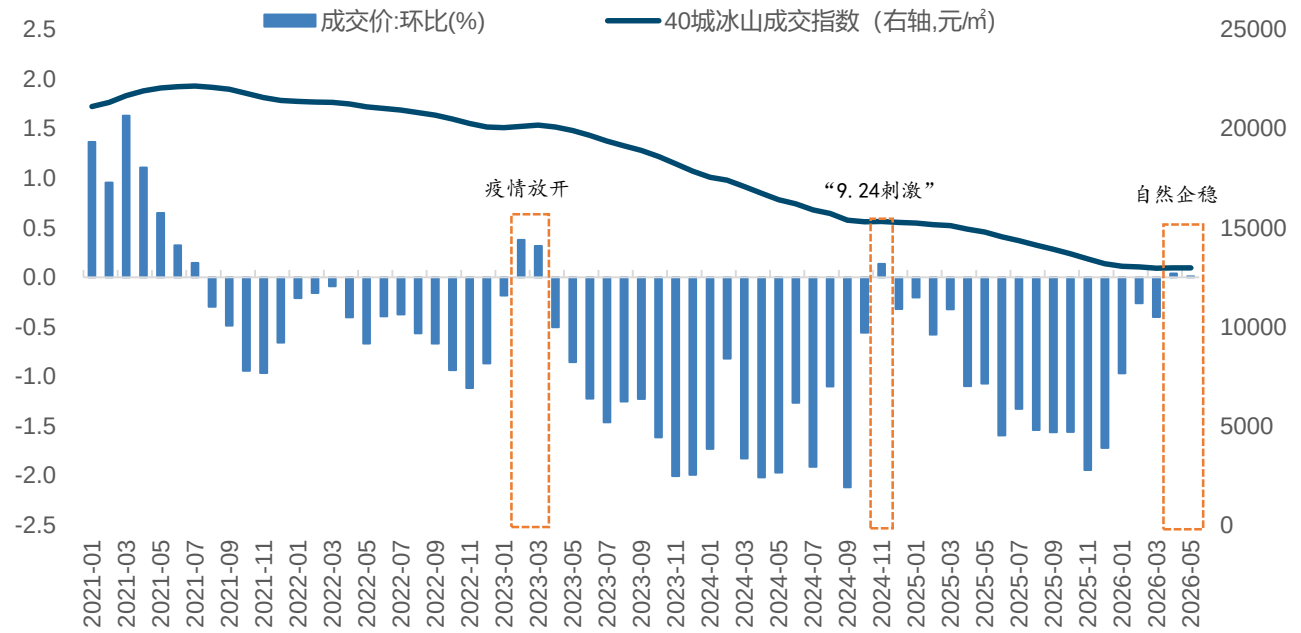
来源：冰山指数，国金证券研究所

图表4：统计局公布的70城二手房环比涨跌城市数



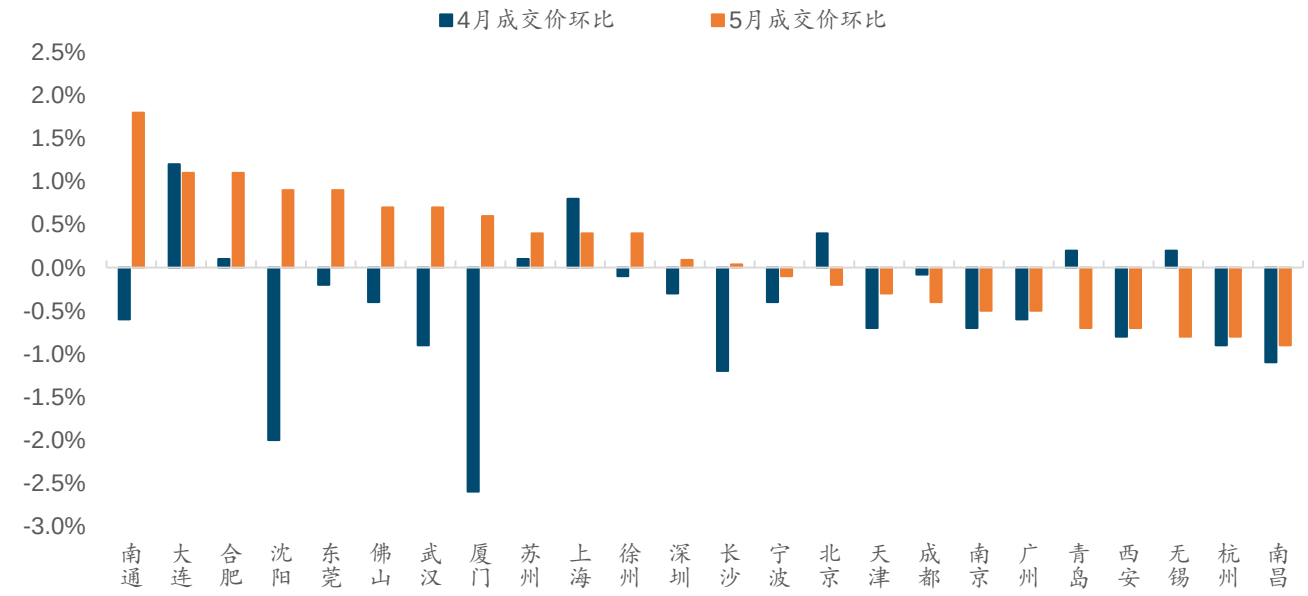
来源：Wind，国金证券研究所

图表5：本轮房价下行周期中成交价共经历三次环比转正



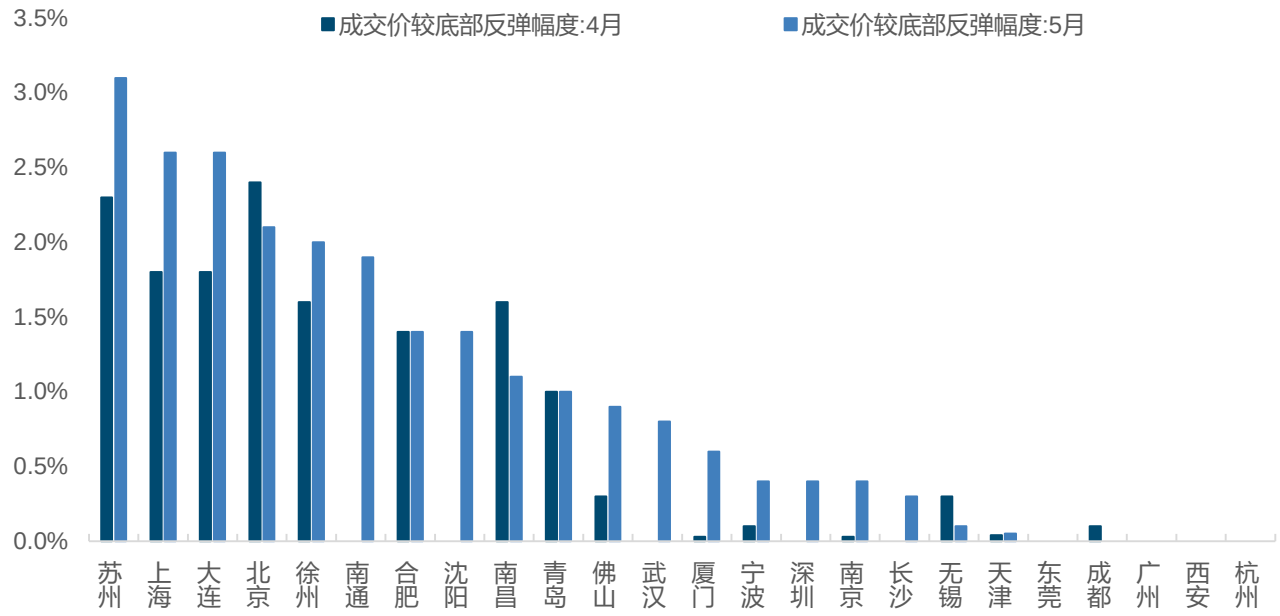
来源：冰山指数，国金证券研究所

图表6：5月成交价环比上涨的城市增加



来源：冰山指数，国金证券研究所

图表7：多数城市成交价已触底回升

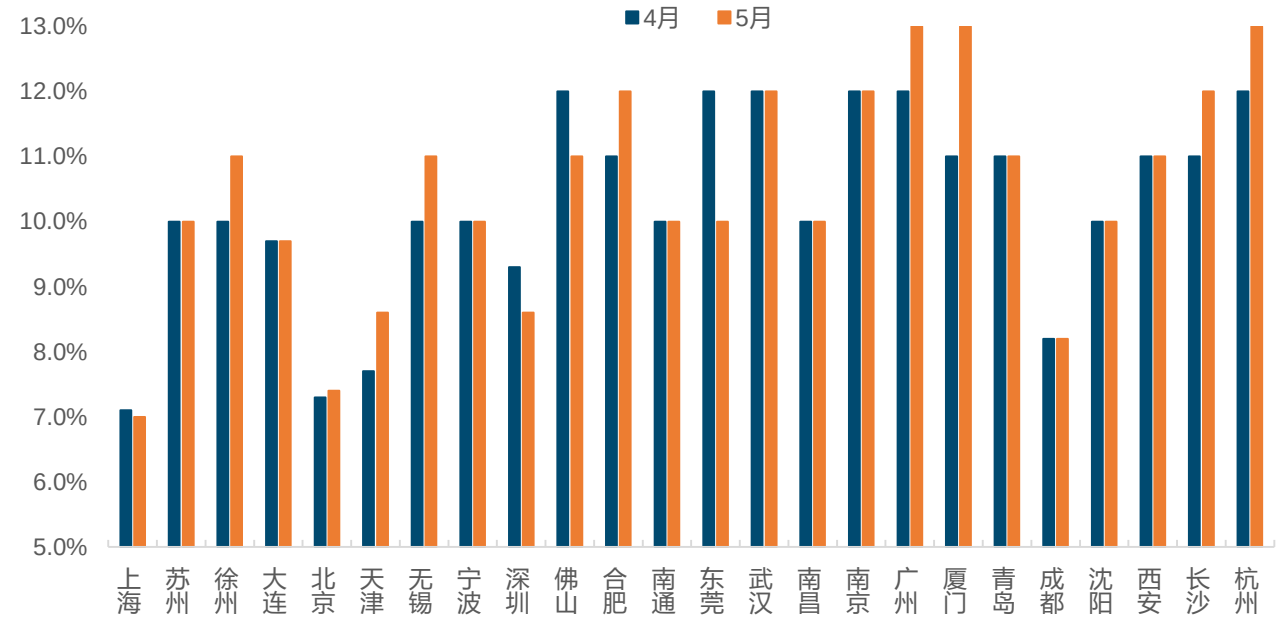


来源：冰山指数，国金证券研究所

尽管5月多数城市挂牌价依然环比下跌，但成交价触底回升的城市却有所增加。在我们重点追踪的24个城市中，5月成交价环比上涨的城市由4月的7个增加至13个，成交价触底回升的城市由4月的15个增加至19个。

其中，深圳、厦门、武汉、长沙、沈阳、佛山、东莞、徐州、南通等城市成交价由跌转涨，北京、无锡、青岛成交价由升转降，上海、苏州、大连、合肥成交价延续回升。

图表8：多数城市成交议价率并未下降



来源：冰山指数，国金证券研究所

结合成交议价率的变化看，当前挂牌价和成交价走势分化的背后，是楼市的底部筹码在年初以来的成交放量中逐渐被出清。

与4月相比，5月多数城市的成交议价率并未收窄。当市场处于下跌周期时，挂牌价回落+议价率走阔的结果是成交价和挂牌价走势趋同，且成交价的跌幅放大。

当市场进入止跌周期时，成交放量首先带动的是同区域内边际挂牌价最低的有效供给去化，而挂牌价偏高的存量二手

下载日志已记录，仅供内部参考

房此时通常充当着“无效供给”的角色。当笋盘逐渐被扫清后，市场买卖双方博弈加剧，但无论是存量挂牌通过降价形成新的有效供给或出现新的笋盘，其挂牌价依然高于已成交边际挂牌价最低的楼盘，从而在挂牌价回落、成交议价率不变甚至走阔的情况下，成交价不降反升。在这一阶段，市场无效供给的价格在回落，但有效供给的价格依然在上升。

往前看，6-8 月全国楼市将进入缩量磨底阶段，对当前的成交价格予以确认。

在此期间，挂牌价的环比跌幅预计小幅走阔，进入淡季后随着买卖双方博弈的加剧，成交量的同比增长也会放缓，但这并不意味着楼市再度进入下跌区间。

相比之下，更应关注的是成交价的变化，未来可能出现以下两种情形：

情形一：如果成交价环比仍能维持在 0 附近甚至环比涨幅走阔，代表楼市止跌的趋势得到确认和延续，随着市场进入 9、10 月的成交旺季，房价有望加速修复。

情形二：如果成交价环比再度下跌，并且跌幅逐渐走阔，则意味着楼市止跌进程受阻，在全国层面的地产政策缺位的情况下，磨底期将持续更长时间。即使在此情形下，楼市也较难进入急跌状态，原因在于年初以来的成交放量主要受刚需的支撑，只要需求仍存，当存量挂牌的价格调整至接近甚至低于此前成交的笋盘时，将会带动新一轮的成交。

值得注意的是，一线城市的止跌进度有所加快，深圳楼市有望逐渐走向右侧。

涨跌比是衡量房价走势的领先指标，其计算方式是挂牌价调增小区数/挂牌价调降小区数。从香港楼市止跌回升的经验看，当涨跌比达到 0.6 时，市场进入震荡磨底区间；当涨跌比达到 0.7，房价止跌并出现小幅回升；当涨跌比持续保持在 0.8 以上时，房价进入上行区间，对应 2025 年 7 月以来的香港房价持续增长的走势。

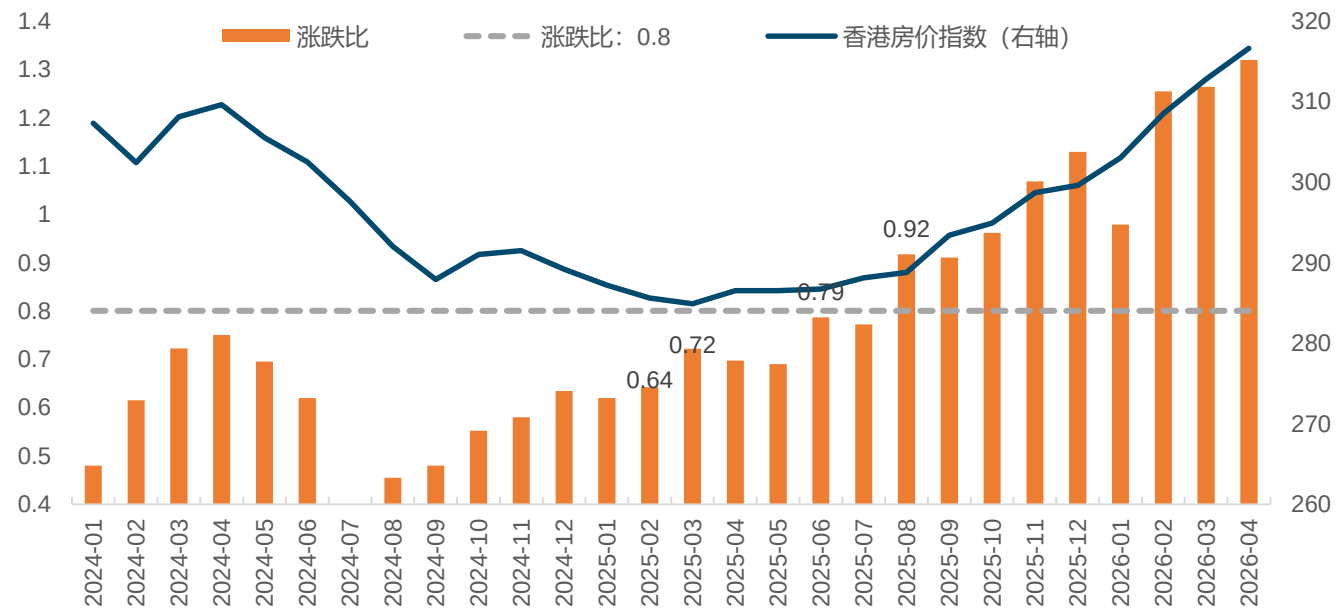
从一线城市的房价走势看，涨跌比的规律依然适用。如果以香港楼市止跌的时间轴为参考，目前上海、深圳率先实现止跌，其涨跌比均处于 0.7 附近，大致对应香港房价在 2025 年 3 月至 6 月的走势；而北京和广州尚未止跌，其涨跌比整体在 0.6 附近徘徊，对应香港 2024 年 10 月至 2025 年 2 月的房价走势，依仍处于磨底震荡阶段。

6 月以来，沪、深楼市的分化也有所加剧。尽管上海的止跌时间早于深圳，但深圳楼市止跌的速度更快。6 月第 2 周深圳的涨跌比已达到 0.8，类似于香港 2025 年 6 月房价快速上涨前的蓄力期；而上海的涨跌比依然在 0.7 附近徘徊，并未进一步提升，类似于香港 2025 年 4-5 月的走势。

分化的出现与沪、深楼市的风格有关。上海低总价、小户型房产率先止跌，防御属性更强，强调购房的安全边际；深圳高总价、大户型房产率先止跌，进攻属性更强，主要受科技红利和金融属性驱动。

只要科技牛市仍在持续，深圳房价向上修复的状态也不会拐头，有望成为率先从底部走向右侧的城市。

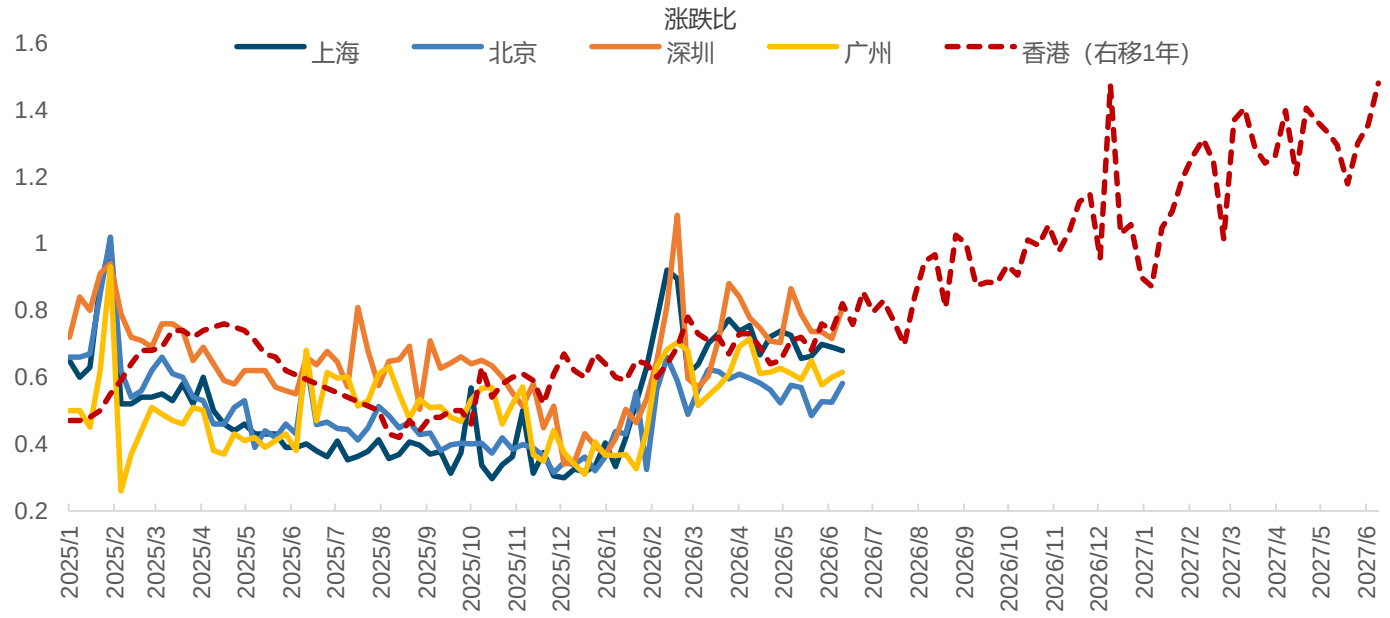
图表9：香港房价指数和涨跌比



来源：趋势动物，差饷物业估价署，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表10：一线城市和香港止跌进度对比



来源：趋势动物，国金证券研究所

对比香港楼市止跌回升的驱动因素，多数条件内地已经满足：

一是房价深度调整。香港楼市 2025 年 3 月见底前，房价已基本跌回 2016 年 7 月的水平，较高点累计跌幅约 28.4%。当前全国房价整体回到了 2016 年 4 月的水平，挂牌价和成交价的累计跌幅分别为 38.1%和 41.5%。其中，北京和深圳已回到 2016 年 2 月，上海和广州分别回到 2016 年的 6 月和 9 月。

二是放松楼市限制政策。2024 年 2 月 28 日，香港宣布全面撤辣，楼市跌速放缓但年内并未实现止跌。类似地，内地多数城市已取消限购政策，一线城市也对购房资格做出定向优化：北京五环外社保年限由 3 年降至 1 年，上海外环内社保年限从 3 年缩短至 1 年，深圳将核心区限购套数调增 1 套。

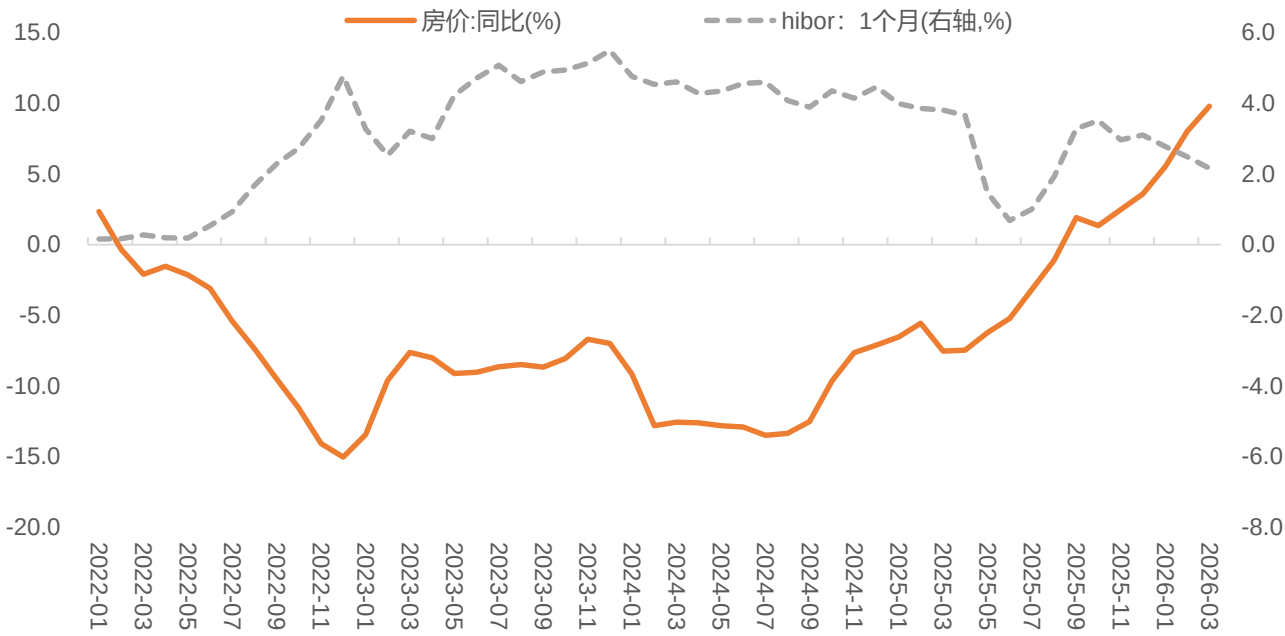
三是租金上涨。香港租金自 2023 年 1 月起止跌回升，2024 年 9 月租金阶段性转跌，但 2024 年 12 月再度止跌并持续走高。目前全国租金实现止跌，北、上、深等城市租金价格延续回升。

但核心的差异是香港 2025 年 4-6 月 1M Hibor 利率由 3.65%快速下行至 0.68%，导致 H 贷房贷利率（1M Hibo+1.3%）阶段性低于净租金回报率（扣除差饷、地租、物业费等约 2.4%），带动购房者信心修复，房价止跌反弹。尽管此后 Hibor 利率上行，房贷利率已超过净租金回报率，但房价依然保持上涨态势。

2025 年 4-6 月 Hibor 利率的快速下行对香港楼市的作用，类似于“9.24”对于 A 股的提振，相比于政策的实质效果，刺激带来的信心修复是更关键的驱动因素。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：香港房价走势和 hibor 利率



来源：Wind，差饷物业估价署，国金证券研究所

6 月 18 日《求是》发布的《以更大力度提振消费》明确指出当前房价下跌导致财富效应减弱是居民消费面临的深层次问题和挑战之一，并提出要“要加快修复居民资产负债表，着力稳定房地产市场，促进资本市场健康稳定发展，防止资产价格下跌对消费信心的负向螺旋”。从政策信号看，年内出台房地产领域增量政策以稳定居民消费的概率不低。

从政策空间看，年内商贷利率的大幅下调可能性较低，但公积金贷款利率的下调仍是值得期待的政策。

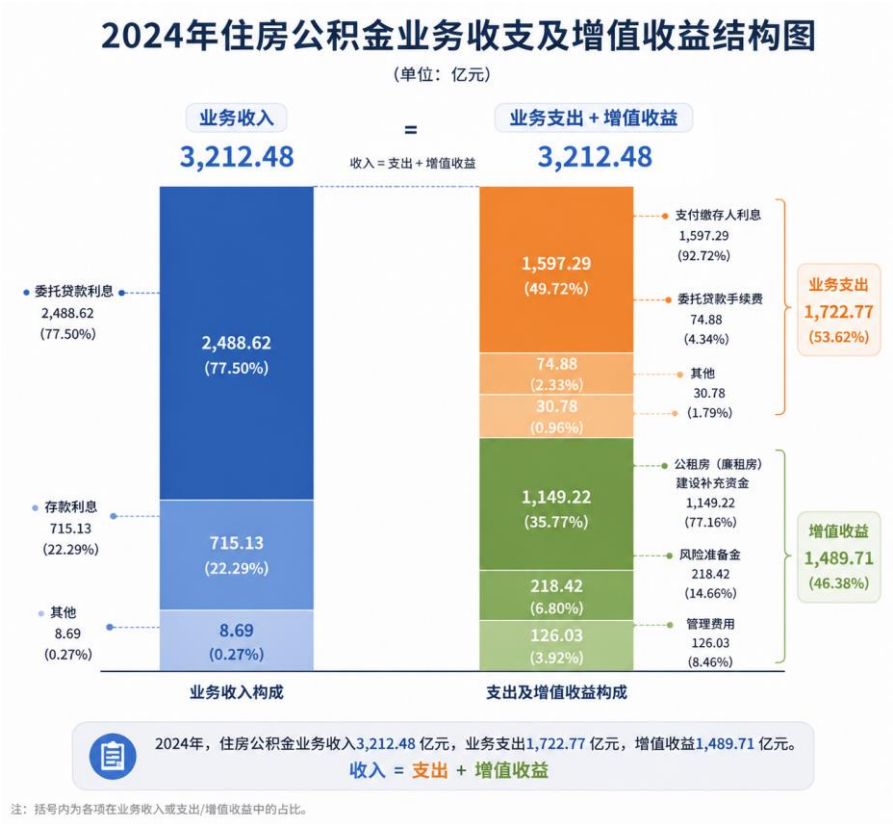
一方面，近期发布的《住房公积金管理条例（修订征求意见稿）》明确将调整公积金贷款利率的权限由央行交还给住建部。现行的《住房公积金管理条例》明确，“住房公积金的存、贷利率由中国人民银行提出，经征求国务院建设行政主管部门的意见后，报国务院批准”，而修订后的条例为“住房公积金的存、贷利率由国务院住房城乡建设主管部门商国务院财政部门、中国人民银行提出，报国务院批准”。这意味着在公积金贷款利率的设定上，住建部拥有了更多的自主权，也增加了后续公积金贷款利率调降的可能性。

另一方面，地方的政策实践已经证明了公积金贷款优化政策的有效性。尽管各地无法自行设定公积金贷款利率和商贷利率，但通过增加公积金贷款额度的方式，依然能够实现购房者实际贷款利率水平的下行。以上海为例，当前二手房成交总价的中位数整体保持在 260-280 万元之间，2 月下旬出台的“沪七条”将公积金贷款额度上限由 160 万元提高至 240 万元，这意味着符合条件的购房者能够将负债成本锁定在 2.6%的公积金贷款利率，本质是对购房者的贴息，而上海的房价也的确实现了止跌回稳，成交价已触底反弹 2.8%。

从政策可行性看，公积金存贷利差仍有较大的压缩空间。

2024 年全国公积金业务收入 3212.5 亿元，业务支出 1722.8 亿元，二者差额为公积金增值收益 1489.7 亿元。根据《住房公积金财务管理办法》，公积金增值收益的分配顺序如下：首先用于住房公积金贷款风险准备金，2024 年为 218.4 亿元；其次用于提取管理费用，2024 年为 126.0 亿元；最后扣除前两项的余额将全额上缴给地方财政，由财政部门拨给廉租住房建设主管部门，专项用于城市廉租住房建设，2024 年为 1149.2 亿元。前两项作为必要支出，占公积金增值收益的比例仅 23%，而当前地方保障房的供给思路也由自建转向收储，当前 1500 亿左右的公积金存贷息差仍有压缩空间。

图表12：住房公积金收支情况概览



来源：《全国住房公积金 2024 年年度报告》，国金证券研究所

在保障必要支出的前提下，公积金贷款利率的最大降幅可达到 90BP。但目前看，调降公积金贷款利率依然是政策的可选项，作为政策储备在必要时出台的概率更高。

若年内公积金贷款利率能够调降 30BP 及以上，对于多数城市主力成交的房产而言，都能够实现类似香港的政策效果，即房贷利率低于净租金回报率，从而加快楼市止跌回稳的进程。

风险提示

如果出口持续高增，政策定力超预期，中央层面地产增量政策或缺位。

居民收入就业预期偏弱，拖累购房者信心修复节奏。

经济结构分化加剧，带动楼市“天”、“地”资产和“中腰部”资产价格走势差异扩大。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究