下载日志已记录，仅供内部参考

近期地产数据观察

租金反季节走强，房价止跌逻辑强化

优于大市

◆ 行业研究·行业快评 ◆ 房地产 ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	任鹤	010-88005315	renhe@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040006
证券分析师：	王粤雷	0755-81981019	wangyuelei@guosen.com.cn	执证编码：S0980520030001
证券分析师：	王静	021-60893314	wangjing20@guosen.com.cn	执证编码：S0980522100002

事项：

根据冰山租金数据，我们发现，6月住宅租金出现反季节走强，80城租金价格为25.96元/平方米/月，延续了5月开始的上涨趋势。同时，租金的上行并非局限于个别城市，而是广泛存在于不同能级的城市。

国信地产观点：

1）根据冰山数据，6月住宅租金出现反季节走强，延续了5月开始的上涨趋势，是自2021年租金系统性下跌以来，首次出现淡季的租金上行。此外，租金连续两个月的上行并非局限于个别城市，而是广泛存在于不同能级的城市。因此我们可以认为，**租金走强并非来自于季节性，而是出现了真实的改善**。

2）十四五期间，保租房硬性指标650万套，实际完成量870万套，根据十五五相关规划，保租房并无硬性指标，压制市场租金的保租房投放量大幅减少。我们认为，**在宏观环境没有出现明显改善的情况下，租金反季节走强的原因可能是供给端保租房对租金的压制明显下降**。

3）我们在《租金收益率的陷阱》中提出，根据永续增长模型，均衡房价=租金/（资金成本-租金增长率），并据此解释了，在租金收益率持续改善、贷款利率持续下降的情况下，房价仍然快速下跌的原因是租金出现了持续数年的快速下跌，类似于股票EPS持续走弱，此时股息率被动提升并不能稳住股价。当前市场对数据改善漠不关心的主要是因为缺乏对房价止跌的逻辑解释，而**租金连续两个月的反季节走强，意义类似于股票的EPS止跌回升，为房价的止跌提供了资产定价角度的逻辑支撑**。

4）投资建议：地产股具备价值空间、进入中期底部。6月地产基本面延续“没那么差”，这与市场普遍的保守态度形成了一定的预期差，我们在中期策略中提出，当前地产股PB隐含房价跌幅超15%，而当前房价跌速年化在5%以内，地产股折价幅度已对未来房价跌幅充分甚至过度悲观定价。此外，前期受资金风格影响明显回调后，已经出现了较为扎实的底部迹象。后续若数据上行，有望再次出现价值修复，若数据下行，股价下跌空间也不大。优选拿地积极、布局合理、折价充分的标的。推荐：中国金茂、绿城中国、越秀地产、华润置地、中国海外发展、招商蛇口。

5）风险提示：房价、租金数据超预期下行。

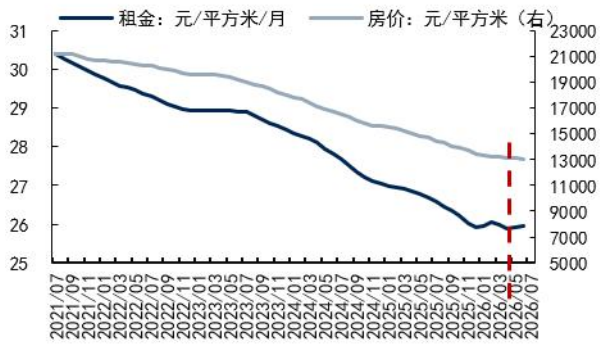
评论：

◆ 6月住宅租金出现反季节走强

根据冰山数据，6月80城租金价格为25.96元/平方米/月，延续了5月开始的上涨趋势，这是自2021年租金系统性下跌以来，首次出现淡季的租金上行。此外，租金连续两个月的上行并非局限于个别城市，而是广泛存在于不同能级的城市，包括上海、中山、佛山、兰州、北京、南京、南宁、南昌、南通、台州、合肥、大连、天津、太原、威海、常州、广州、廊坊、徐州、惠州、成都、新乡、无锡、昆明、杭州、武汉、江门、沈阳、济南、深圳、烟台、盐城、福州、芜湖、苏州、襄阳、许昌、贵阳、郑州、重庆、金华、银川、镇江、长春、马鞍山等。因此我们可以认为，**租金走强并非来自于季节性，而是出现了真实的改善**。

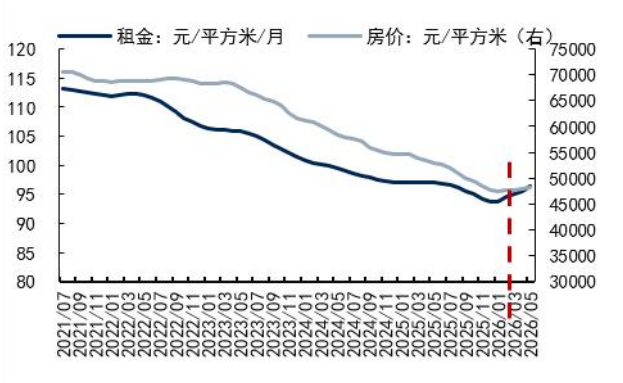
下载日志已记录，仅供内部参考

图1：全国租金和房价走势



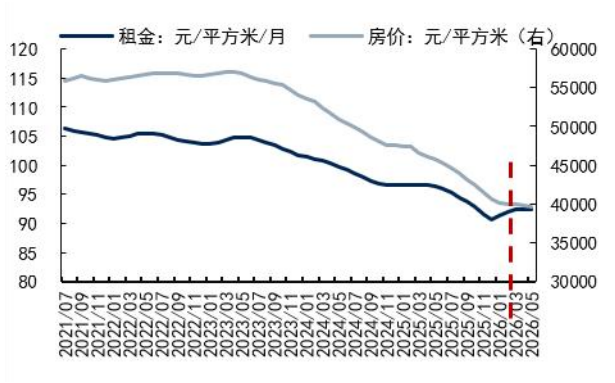
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图2：上海租金和房价走势



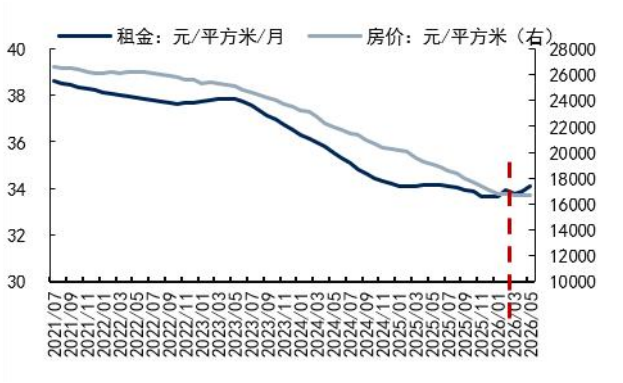
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图3：北京租金和房价走势



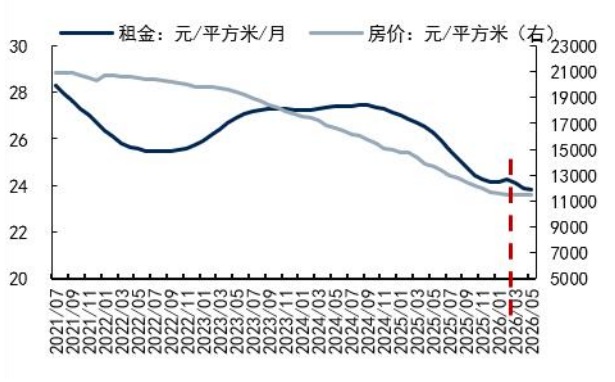
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图4：苏州租金和房价走势



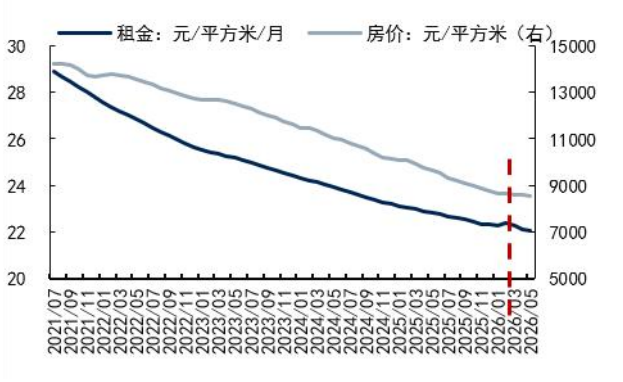
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图5：合肥租金和房价走势



资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图6：郑州租金和房价走势



资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

◆ 租金走强的原因或为供给端保租房对租金的压制明显下降

下载日志已记录，仅供内部参考

由于当前经济、就业收入等宏观环境并没有明确改善，租金的走强似乎是反直觉的，其真实原因或许来自于供给端。十四五期间，保租房硬性指标 650 万套，实际完成量 870 万套。由于保租房租金相对于市场租金往往有 20%到 30%的折价，同时质地也不差，对市场租金必然造成压制。而根据十五五相关规划，保租房并无硬性指标。而保租房投放市场的减少，或许解释了**需求端并无明显复苏时，供给端压制减弱，带来租金的改善**。

图7：消费者收入信心指数



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图8：消费者就业信心指数



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

表1：“十四五”规划和“十五五”规划对于保租房的表述

十四五规划	扩大保障性租赁住房供给，将发展保障性租赁住房作为住房建设的重点任务，住建部披露：“十四五期间，全国 40 个重点城市初步计划新增保障性租赁住房 650 万套（间）”，截至 2025 年底，全国保障性租赁住房建设筹集 870 万套（间），解决 2000 多万新市民、青年人住房困难。
十五五规划	优化保障性住房供给。

资料来源：国务院、住建部，国信证券经济研究所整理

◆ 租金走强的意义类似于股票的 EPS 止跌回升，为房价止跌提供了更强的逻辑支撑

我们在此前的专题报告《租金收益率的陷阱》中提出，相比起租金收益率，租金预期对房价解释力更强。

按照基本的折现定价模型 $P_0=A_0/(r-g)$，其中 P_0 为资产当期均衡价格，A_0 为当期收益，r 为要求收益率，g 为 A_0 的预期增长率。对应到房价，P_0 为当期均衡房价，A_0 为当期租金，r 为要求收益率（综合考虑债务利率、自有资金成本、风险和流动性补偿），g 为租金的预期增长率。

对公式变形可得：$r = A_0/P_0 + g$，即房价达到均衡的条件是，表观租金收益率与租金预期增长率之和，等于要求回报率。如小于要求回报率，则房价下跌，反之则房价上涨，以使左右两侧相等。因此，可定义 $(A_0/P_0 + g) - r$ 为租金吸引力，理论上，该指标越大，则市场吸引力越大（买房比租房更划算），反之则越小（买不如租）。可以看到，租金的预期增长率在其中至关重要，同样的要求收益率和租金收益率，租金增长率是+2%还是-2%，将得到完全相反的结论。

表2：6 城租金年增长率

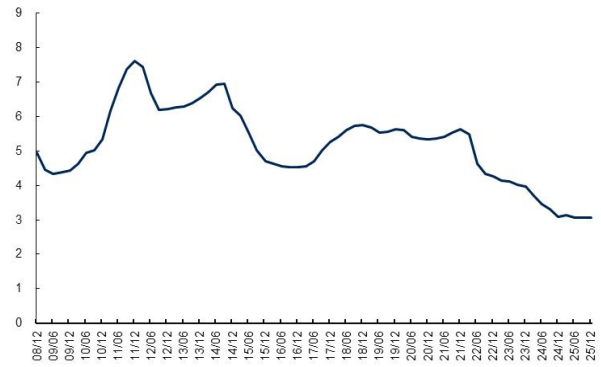
年份	上海	北京	深圳	广州	天津	成都
2009	-6.2%	-6.2%	-2.1%	-9.3%	-3.7%	
2010	10.2%	18.9%	11.6%	10.4%	9.1%	
2011	9.8%	1.4%	2.4%	9.9%	6.8%	
2012	3.5%	4.5%	0.3%	7.1%	2.7%	
2013	14.8%	1.0%	5.1%	11.3%	5.3%	2.3%
2014	11.4%	2.1%	12.2%	9.3%	4.2%	7.2%

下载日志已记录，仅供内部参考

2015	7.2%	6.4%	16.4%	3.8%	4.5%	-10.9%
2016	24.8%	14.7%	11.0%	3.8%	9.7%	4.4%
2017	-4.8%	3.4%	-1.0%	-2.9%	0.3%	9.9%
2018	0.3%	6.0%	7.6%	-0.9%	-7.2%	1.9%
2019	-0.3%	-2.2%	2.9%	1.0%	-3.2%	9.6%
2020	3.0%	-7.0%	0.0%	-2.3%	-3.2%	3.6%
2021	4.5%	1.6%	-5.8%	0.0%	-3.3%	2.0%
2022	5.9%	6.9%	-4.1%	-0.6%	-0.2%	-1.9%
2023	-4.1%	4.0%	0.5%	-1.8%	-0.6%	-1.5%
2024	-8.9%	-11.4%	-1.1%	2.4%	-7.6%	-2.0%
2025	-5.5%	-6.5%	-2.2%	-4.8%	-5.3%	-2.1%

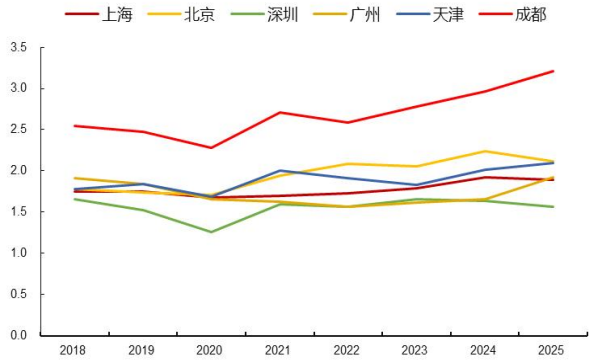
资料来源：中原地产，国信证券经济研究所整理

图9：个人住房贷款加权平均利率（单位：%）



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图10：6城住宅租金收益率（单位：%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理　取12个月平均

表3：6城租金吸引力（单位：%）

年份	上海	北京	深圳	广州	天津	成都
2018	-3.70	1.99	3.49	-4.72	-11.15	-1.25
2019	-4.12	-6.13	-1.14	-2.78	-7.03	6.46
2020	-0.69	-10.64	-4.08	-6.01	-6.81	0.53
2021	0.60	-2.07	-9.86	-4.00	-6.96	-0.94
2022	3.37	4.70	-6.82	-3.29	-2.55	-3.61
2023	-6.27	2.04	-1.77	-4.15	-2.69	-2.68
2024	-10.08	-12.28	-2.52	1.00	-8.71	-2.14
2025	-6.70	-7.39	-3.66	-5.89	-6.23	-1.90

资料来源：中原地产，中国人民银行，国信证券经济研究所整理

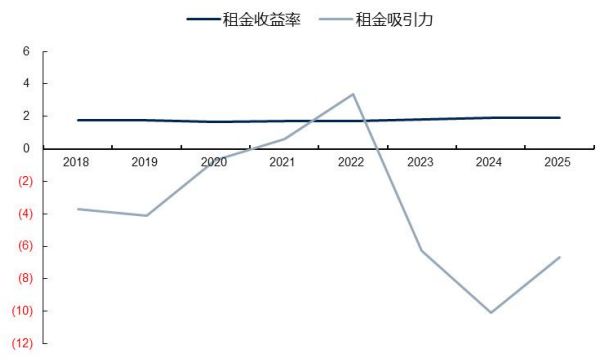
纵向来看，租金预期对房价解释力更强，以上海、北京为例，2023年起，租金收益率稳中有升，房贷利率持续下降，如果只看租金收益率和房贷利率，那么显然2023年至2025年的京沪房价，相对于2022年之前更具优势。但这显然与市场表现并不相符。

原因在于：由于租金预期明显恶化，真实的租金吸引力相对于2022年之前明显下降。2023年至2025年，上海平均租金吸引力为-7.68%（2018年至2022年为-0.91%），北京平均租金吸引力为-5.88%（2018年至2022年为-2.43%），均相对于2018年至2022年有明显下降。

我们认为这在一定程度上解释了2023年至今北京上海的房价，在租金收益率改善、房贷利率下降的情况下，仍然出现了明显下跌。而显然，相对于租金收益率，租金预期对房价的解释性明显更强。

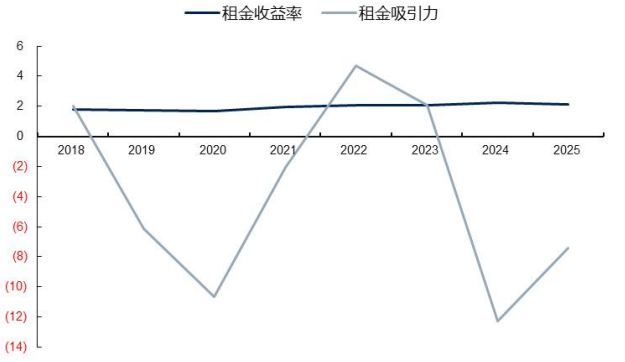
下载日志已记录，仅供内部参考

图11：上海租金收益率 vs 租金吸引力（单位：%）



资料来源：中原地产，中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图12：北京租金收益率 vs 租金吸引力（单位：%）



资料来源：中原地产，国信证券经济研究所整理

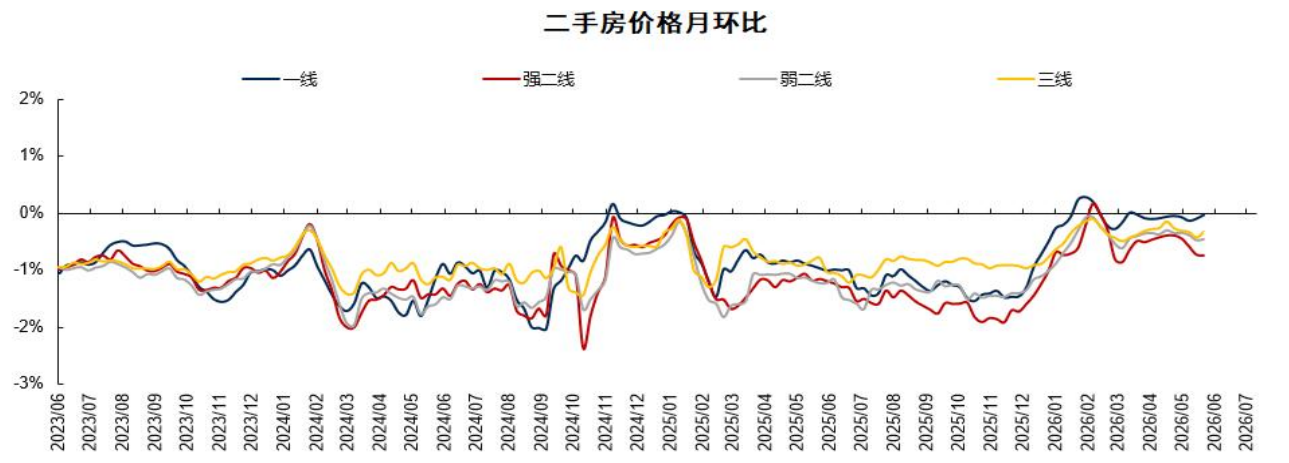
横向来看，租金预期对房价同样解释力更强，以北京、天津对比，可以看到 2018 年至 2025 年，二者租金收益率的绝对水平和走势均几乎一致，但以 2017 年底房价为起点，8 年间，北京累计-13.8%，而天津累计-30.3%。单从租金收益率也无法解释上述现象。而引入租金预期和租金吸引力后，可以看到，2018 年至 2025 年，北京平均租金吸引力为-3.72%，而天津为-6.52%，对房价的差异同样具备较好的解释力。

相较于租金收益率，租金预期对房价的横向和纵向表现，具备较强的解释力，稳住租金，才能稳住房价，当前市场对数据改善漠不关心的主要是因为缺乏对房价止跌的逻辑解释，**5 月 6 月租金连续反季节走强，意义类似于股票的 EPS 止跌回升，为房价的止跌提供了资产定价角度的逻辑支撑**。

◆ 投资建议：地产股具备价值空间、进入中期底部

6 月地产基本面延续“没那么差”，这与市场普遍的保守态度形成了一定的预期差，我们在中期策略中提出，当前地产股 PB 隐含房价跌幅超 15%，而当前房价跌速年化在 5%以内，地产股折价幅度已对未来房价跌幅充分甚至过度悲观定价。此外，前期受资金风格影响明显回调后，已经出现了较为扎实的底部迹象。后续若数据上行，有望再次出现价值修复，若数据下行，股价下跌空间也不大。优选拿地积极、布局合理、折价充分的标的。推荐：中国金茂、绿城中国、越秀地产、华润置地、中国海外发展、招商蛇口。

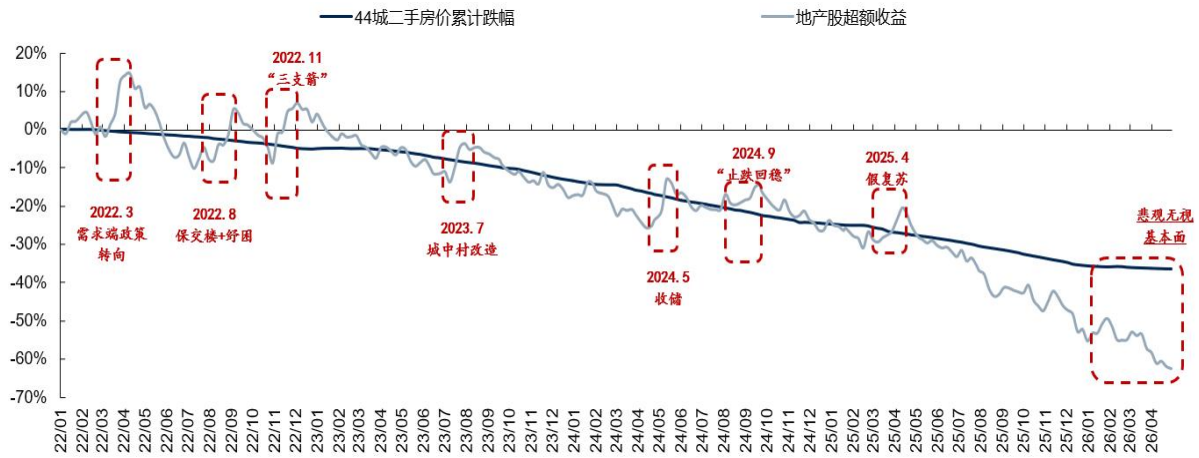
图13：二手房价格月环比



资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

图14：地产股超额收益 vs 二手房价累计跌幅



资料来源：冰山指数、Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示：

房价、租金数据超预期下行。

相关研究报告：

《房地产行业专题-长三角区域研究（三）：上海楼市跑赢全国但内部显著分化》 ——2026-06-29
《统计局 2026 年 1-5 月房地产数据点评-5 月房价指标持续边际好转，关注地产股估值修复空间》 ——2026-06-17
《房地产行业 2026 年中期投资策略-关注数据边际转好带来的估值修复空间》 ——2026-06-15
《统计局 2026 年 1-4 月房地产数据点评-销售量价持续改善，建议继续增配地产股》 ——2026-05-20
《近期地产数据观察-淡季不淡延续，建议继续增配地产股》 ——2026-05-13

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032