仅供内部参考，请勿外传！

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

房地产 2026 年 08 月 10 日

房地产行业跟踪报告

置换链的错觉：二手房量价企稳为何不等于地产拐点——洞见地产（四）

推荐（维持）

- **当前房地产市场存在“置换链错觉”。**1）市场对二手房的判断经常从一个直观的微观故事出发：刚需买低总价二手房，原业主置换高总价二手房，再向上置换新房，于是成交量逐级传导，最后地产和经济一起企稳。这个故事这两年反复在地产成交量脉冲中被证伪，市场一直以置换链条未打通来解释。2）但更本质的问题是，这个故事在个体层面完全可能发生，但在宏观层面无法形成逻辑闭环，从而每次都会被证伪。这是典型的用微观经济思维去推演宏观经济均衡的问题。
- **低总价二手房成交好转，为什么不能直接推演到新房？**1）二手房成交只是既有住房在不同家庭之间转移，新房成交则使居民部门持有的住房存量增加。宏观上真正的约束不是“置换链有没有走到新房”，而是新增住房有没有最终吸收者，主要包括：家庭数/常住人口增加、人均居住面积提高、拆旧换新，以及存量房空置率继续上升。前三项是有效需求，其最重要的来源是城市边界的扩张或者更新。2）成熟住房市场天然可能“二手房很活跃，新房却很少”，北京近年来二手房成交面积约为新房的 3 倍；美国 2000 年以来成屋销量约为新房销量的 8 倍。一个经济体完全可以拥有活跃的二手房市场，同时新房成交占比持续下降。
- **居民存款是否为房价的潜在支撑？我们认为有理论逻辑，但是现实中尚未看到。**1）不能笼统地说“购房下降带来居民存款增长”。如果买卖双方都属于居民部门，二手房交易中买方存款下降、卖方存款上升，部门合计后大体抵消；真正改变的是居民内部资产分布、流动性分布和负债分布。2）新房购买则不同。居民向房企支付房款，居民部门金融资产转移到企业部门；按揭贷款同时增加居民存款/支付能力和居民负债。因而，在其他条件不变时，新房购买减少确实会使居民存款更高。3）居民存款的增长本身是新房成交量下行的结果，新房成交量的下行背后更重要的原因是城市边界扩张的放缓。那么，从资产配置角度看二手房价企稳的逻辑就是，居民是否愿意加大对住宅的配置，最终通过房价上涨达到居民资产配置的合意水平。
- **二手房价格更适合作为确认指标，而不适合作为单独的早周期催化剂。**1）旧地产周期里，新房和土地市场好转可以直接增加开发投资、地产链需求与地方政府支出，并通过土地财政和土地金融放松地方融资约束，会直接移动总需求曲线，随后收入与就业上升，从而带来消费改善。2）二手房交易则不同。居民之间交换存量住房并不会产生同规模的新增投资和土地财政收入，直接增加值主要来自中介、税费、装修和金融服务。3）这与我们此前提出的地产后周期判断一致。过去可以从地产先行去推演收入和消费，当前更应该反过来：当二手房价格、租金或挂牌边际改善时，需要去验证其他内需相关指标是否同步改善。
- **投资策略：**三个方向，寻找地产 alpha。当前房地产市场三个问题仍需关注：新房需求中枢下滑；库存尚未解决；土地财政对经济的拖累，对地产有负面影响，我们预计 2026 年房地产销售量价或仍面临一定下行压力，寻找 alpha 尤为重要。1）对于开发类房企，我们认为高拿地精准度才能保障资产端收益率，进而走出 alpha 行情，区域深耕型房企更适应本轮房地产市场缩圈的大趋势，同时对深耕城市楼市非常熟悉，管理半径小促进沟通成本降低，拿地决策胜率高，建议关注绿城中国、滨江集团、建发国际集团、中国海外宏洋集团、华润置地、越秀地产。2）对于稳定红利资产，一个方向是头部购物中心，α 属性强，即使面临消费下行也能保持租金稳定甚至增长，推荐旗下购物中心基本为商圈头部且运营能力处于第一梯队的太古地产，建议关注香港铜锣湾头部购物中心持有者希慎兴业。3）另一个重要方向为中介龙头，通过对经纪人强管控建立高效的中央交易系统，大幅提高交易效率，保持高市占率，因此建议关注中介龙头贝壳-W，重视贝壳降本增效后稳态现金流。
- **风险提示：**产业、人口兑现不及预期，广义财政发力不足。

华创证券研究所

证券分析师：单戈

邮箱：shange@hcyjs.com
执业编号：S0360522110001

证券分析师：许常捷

邮箱：xuchangjie@hcyjs.com
执业编号：S0360525030002

证券分析师：杨航

邮箱：yanghang@hcyjs.com
执业编号：S0360525090001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	107	0.01
总市值(亿元)	10,245.24	0.79
流通市值(亿元)	9,929.27	0.99

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-0.1%	-18.9%	-13.5%
相对表现	2.0%	-20.0%	-27.6%



相关研究报告

《房地产行业跟踪报告：房价阶段性止跌，为何消费疲软？——洞见地产（三）》
2026-08-07

《房地产行业周报（2026 年第 31 周）：重点房企拿地积极度提升，政治局会议最新定调房地产》
2026-08-04

《房地产行业周报（2026 年第 30 周）：楼市成交环比增加，广州拟出台住房“十五五”规划》
2026-07-29

仅供内部参考，请勿外传！

市场对二手房的判断经常从一个直观的微观故事出发：刚需买低总价二手房，原业主置换高总价二手房，再向上置换新房，于是成交量逐级传导，最后地产和经济一起企稳。这个故事这两年反复在地产成交量脉冲中被证伪，市场一直以置换链条未打通来解释。

但更本质的问题是，这个故事在个体层面完全可能发生，但在宏观层面无法形成逻辑闭环，从而每次都会被证伪。这是典型的用微观经济思维去推演宏观经济均衡的问题。

一、低总价二手房成交好转，为什么不能直接推演到新房？

1、微观链条描述是“需求”，而宏观意义上需要回答“净需求”

从微观来看，卖掉旧房的人可以购买更高总价住宅，最终有人进入新房市场。但把这条路径加总到全社会后，新房与二手房出现了一个根本差异：二手房成交只是既有住房在不同家庭之间转移，新房成交则使居民部门持有的住房存量增加。

因此，宏观上真正的约束不是“置换链有没有走到新房”，而是新增住房有没有最终吸收者。新增住房净吸收大体只能来自四类来源：家庭数/常住人口增加、人均居住面积提高、拆旧换新，以及存量房空置率继续上升。前三项是有效需求，其最重要的来源是城市边界的扩张或者更新。

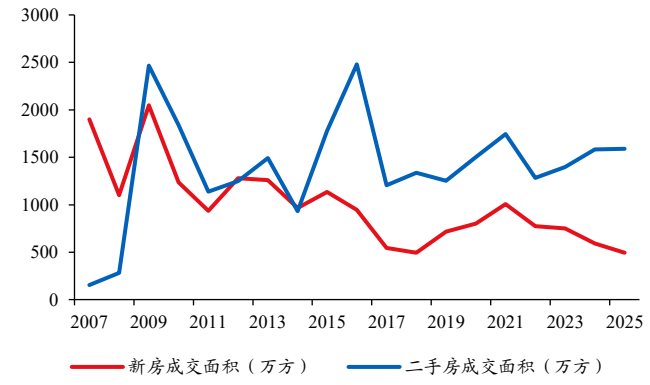
若上述四种来源做乐观推演，微观均衡向宏观均衡转变的卡点就出现在了：1）新进城居民可能买的是退出城市居民的住宅，这本身就是人口流动或者人口更替带来的自然换手；2）对于从租住到购买的需求，其在宏观意义上是买了其租住的房屋，这本是住房自有率提升，或者是不同居民资产配置的互换。这也是我们需要重点提示的一个误区，住房自有率提升不必然带来新房需求的提升。因此从二手房成交量的好转，推演新房可能好转，这本身就有较大的误区。

2、成熟住房市场天然可能“二手房很活跃，新房却很少”

我们在前期报告中已经提示，新房需求的底层变量更接近城市扩张和住房存量扩张，而二手房成交更多来自存量换手。北京近年来二手房成交面积约为新房的 3 倍；美国 2000 年以来成屋销量约为新房销量的 8 倍。一个经济体完全可以拥有活跃的二手房市场，同时新房成交占比持续下降。

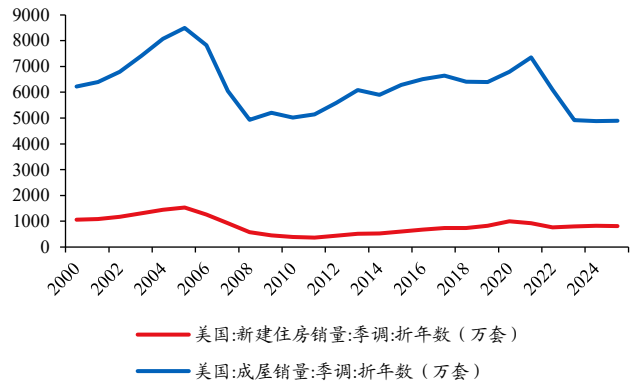
仅供内部参考，请勿外传！

图表 1 2025 年北京二手房成交面积约为新房的 3.2 倍



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 2000 年以来美国成屋销量约为新房销量的 8 倍



资料来源：Wind，华创证券

这意味着，“二手房成交量提升”本身不能作为新房总量回升的前导指标。它最多说明存量市场的匹配效率、流动性或居民资产配置意愿发生了变化。只有当人口导入、家庭形成、收入与新增住房净吸收同步改善时，才有理由把二手房的好转进一步外推到新房。

3、二手房价不是供需问题，而是边际定价问题

市场倾向于以供需考虑二手房价格，但我们假设常住人口、住房存量和收入短期不变，二手房价格仍然可以上涨，因为居民可以提高住宅资产在总财富中的配置比例。反之，即使成交量很高，只要收入预期下降、住房预期回报下降、融资约束收紧或被迫卖方增加，价格仍然可能下跌。

因此，二手房价格更应该定义为一个资产定价问题而非供需问题：居民可支配收入和永久收入预期决定支付能力；租金和未来租金决定使用价值；按揭利率和其他资产收益率决定机会成本；房价预期、流动性偏好和被迫卖方占比决定风险溢价与卖方保留价格。成交量与价格受到部分共同变量影响，但成交量不是房价的充分统计量。

二、居民存款是否为房价的潜在支撑？

1、严格的流量约束：存款只是居民资产负债表的一项

居民储蓄是流量，居民存款是存量。用居民部门的资金流量表来写，最简化的会计关系是：$\Delta D^H = S^H + K^H - I^H - \Delta FA^H(other) + \Delta L^H + \varepsilon$

其中：S^H=居民储蓄；I^H=居民净购置非金融资产（主要包括新增住房）；$\Delta FA^H(other)$=其他金融资产净增加；ΔL^H=净新增负债；K^H/ε 为资本转移及统计调整。

这条恒等式直接说明，存款增加并不等于储蓄增加。即使居民储蓄不变，只要新房购买减少、股票基金理财等非存款资产配置下降，或新增负债增加，存款都可能上升；反过来，即使储蓄率很高，如果居民大量还贷或配置非存款资产，存款增量也可能下降。

仅供内部参考，请勿外传！

2、存款增长是否能支撑房价？

这里最需要修正一个常见表述：不能笼统地说“购房下降带来居民存款增长”。如果买卖双方都属于居民部门，二手房交易中买方存款下降、卖方存款上升，部门合计后大体抵消；真正改变的是居民内部资产分布、流动性分布和负债分布。

新房购买则不同。居民向房企支付房款，居民部门金融资产转移到企业部门；按揭贷款同时增加居民存款/支付能力和居民负债。因而，在其他条件不变时，新房购买减少确实会使居民存款更高，而按揭收缩与提前还贷则可能同时压低存款和负债。

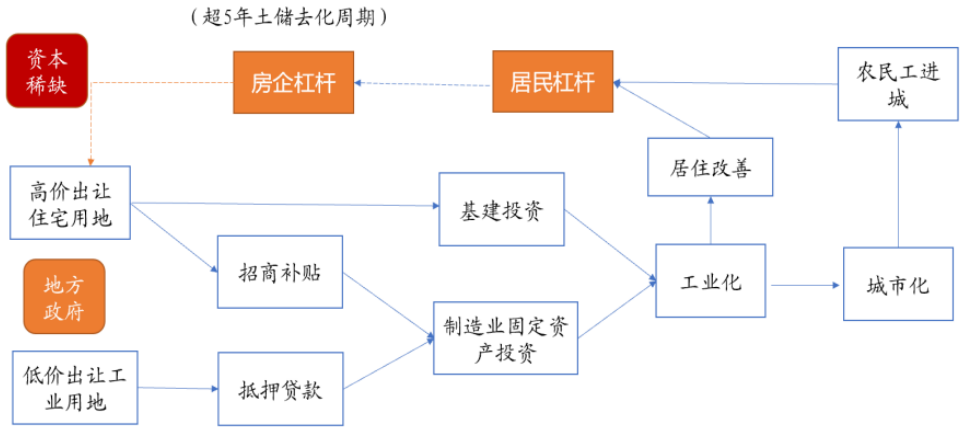
至于居民存款是否可以转化为房价的支撑？我们认为有理论逻辑，但是现实中尚未看到。居民存款的增长本身是新房成交量下行的结果，新房成交量的下行背后更重要的原因是城市边界扩张的放缓。那么，从资产配置角度看二手房价企稳的逻辑就是，居民是否愿意加大对住宅的配置，最终通过房价上涨达到居民资产配置的合意水平。这可能得需要住宅首先证明自身为安全资产。从乐观来说，如果内需和收入相对稳定，房价和居民资产配置需求可以相互加强；但反过来说，如果因为其他外生因素继续导致房价下行，则可能会带来房价和资产配置需求的螺旋下行。

三、二手房价格更适合作为确认指标，而不适合作为单独的早周期催化剂

1、为什么二手房无法成为经济周期的催化剂了？

旧地产周期里，新房和土地市场好转可以直接增加开发投资、地产链需求与地方政府支出，并通过土地财政和土地金融放松地方融资约束，会直接移动总需求曲线，随后收入与就业上升，从而带来消费改善。

图表 3　旧地产周期下，土地财政推动地方经济发展循环



资料来源：华创证券总结

二手房交易则不同。居民之间交换存量住房并不会产生同规模的新增投资和土地财政收入，直接增加值主要来自中介、税费、装修和金融服务。二手房交易本质上把流动性从买方转移给卖方。若卖方拿到现金后主要还贷或配置低风险资产，而买方因首付和按揭

仅供内部参考，请勿外传！

提高流动性约束，且买方边际消费倾向高于卖方，则一笔二手房交易甚至可能降低短期消费。这可能是我们前篇报告中解释房价和消费之间并未呈现显著正相关的另一个解释。

2、逻辑变化对于地产研究方法论的影响

这与我们此前提出的地产后周期判断一致。过去可以从地产先行去推演收入和消费，当前更应该反过来：当二手房价格、租金或挂牌边际改善时，需要去验证其他内需相关指标是否同步改善。这也导致地产研究已经从产业思维扩展到宏观思维，与我们在 2022 年底的报告《大拐点的宿命》一脉相承。

投资策略：三个方向，寻找地产 alpha。当前房地产市场三个问题仍需关注：新房需求中枢下滑；库存尚未解决；土地财政对经济的拖累，对地产有负面影响，我们预计 2026 年房地产销售量价或仍面临一定下行压力，寻找 alpha 尤为重要。1）对于开发类房企，我们认为高拿地精准度才能保障资产端收益率，进而走出 alpha 行情，区域深耕型房企更适应本轮房地产市场缩圈的大趋势，同时对深耕城市楼市非常熟悉，管理半径小促进沟通成本降低，拿地决策胜率高，建议关注绿城中国、滨江集团、建发国际集团、中国海外宏洋集团、华润置地、越秀地产。2）对于稳定红利资产，一个方向是头部购物中心，α 属性强，即使面临消费下行也能保持租金稳定甚至增长，推荐旗下购物中心基本为商圈头部且运营能力处于第一梯队的太古地产，建议关注香港铜锣湾头部购物中心持有者希慎兴业。3）另一个重要方向为中介龙头，通过对经纪人强管控建立高效的中央交易系统，大幅提高交易效率，保持高市占率，因此建议关注中介龙头贝壳-W，重视贝壳降本增效后稳态现金流。

风险提示：产业、人口兑现不及预期，广义财政发力不足。



仅供内部参考，请勿外传！

地产链和多元资产研究组团队介绍

房地产及建筑建材组组长、首席分析师：单戈

中国人民大学风险管理与精算学博士，4 年地产研究经验，曾任职于农银理财子、国泰君安证券研究所，2022 年加入华创证券研究所。

组长、资深分析师：郭忠良

曾任职于京东金融战略研究部。2017 年加入华创证券研究所。

分析师：黄雄

南开大学理学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：许常捷

同济大学建筑与土木工程硕士，2 年地产研究经验，曾任职于华润置地，从事房地产投资（涉及住宅、租赁住房、商办综合体等），2022 年加入华创证券研究所。

分析师：杨航

上海财经大学学士，浙江大学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈瀚磊

清华大学金融硕士，2026 年加入华创证券研究所。研究方向：建材、多元化地产。

仅供内部参考，请勿外传！

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传！

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传！

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522