仅供内部参考，请勿外传！

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 09 月 03 日

供给中期缩量是本轮楼市寻底的核心驱动力

——中国房地产止跌回稳系列报告之二

看好

相关研究

《以国际经验为鉴，探地产链价值之道——房地产链白皮书：房地产篇》 2026/06/25

《核心城市先行，星火亦可燎原——中国房地产止跌回稳系列报告之一》 2026/05/18

《核心城市引领止跌回稳，龙头房企先行弹性十足——日美房地产止跌回稳路径复盘》 2026/03/24

《房地产行业 2026 年投资策略：潮平待风起，扬帆更远航》 2025/11/17

证券分析师
袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com
联系人
陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **2026 年的供给寻底不同于 2025 年前的需求寻底。**1）2025 年前供给高位下需求刺激寻底。2022-2025 年，我国房地产行业在住宅总需求有支撑（2022-2025 年一二手房合计成交稳定在 14 亿平）、并行业政策放松至最宽松的背景下，全国房地产市场多次寻底失败，二手房量价持续呈现“放量下跌”，目前我国二手房房价累计下跌约 42%，其失败的原因并非都在于需求端，而根源在于供给端保交付托举竣工高位运行，使二手房挂牌量持续累库，市场陷入"供过于求→价格下行"的负反馈。2）2026 年需求韧性下供给缩量寻底。2026 年至今，在无宏观政策强刺激、居民购买力未明显改善的背景下，全国房地产市场却又出现了超预期寻底，核心 20 城 1-7 月二手房成交同比+13.0%（上海+13.0%、北京+15.4%、苏州+28.2%、合肥+29.8%），40 城房价 4-7 月连续企稳，上海/苏州房价连涨 6 个月（累计+4.3%/+2.7%），76 城租金上半年+0.2%，部分核心城市呈现“量价租三修”，其修复也并非需求端的刺激所致，而根本原因是 2025 年末二手房挂牌量由“累库”转为“去库”，市场供需关系开始真正修复。
- **判断供给中期缩量是本轮楼市寻底的核心驱动力。**2022-2025 年“放量下跌”是挂牌驱动，2026 年“量价租三修”也是挂牌驱动，我们认为供给中期缩量是核心定价变量，并判断 2025 年 10 月为全国二手挂牌中期顶，未来 3 年续降，源于：1）竣工补跌：拿地→开工→竣工→挂牌的传导链约 3.5–4 年，2021 年拿地见顶后累计降幅超 77%，2025 年保交付退坡后这一势能集中释放，挂牌量迎来中期顶部，并 2026H1 拿地同比再降 27%，并考虑现房制度，按 3 年传导，挂牌下行至少到 2028 年后。2）租售比走高：2026 年全国租金回报率升至 2.7%，赶超公积金贷款利率 2.6%，房东资产重估逻辑启动，新增挂牌主动收缩，2026H1 一线城市新增挂牌同比-18%，“持有成本<租金收益”锁死供给。两大逻辑均为中期逻辑，决定本轮寻底不是短期脉冲，而是可持续的底部构筑。此外，进一步交叉验证支撑：2026H1 挂牌降幅与 2026Q2 房价/租金涨幅显著负相关（沪苏合挂牌降多→价租涨多）；一线议价率走低（沪 9.2%→6.4%）。
- **供给主导寻底，需求决定弹性，上海等陆续见底中。**价格由供给+需求共定，供给缩量决定寻底“健康度与持续性”，需求弹性决定反转“高度与扩散顺序”。核心城市二手房渗透率高，二手房供给主导定价，“供给收缩最彻底+需求弹性最多元”者率先见底。上海凭借显著供给收缩（挂牌-32%、去化月数仅 6 个月），叠加人口流入、政策放松、城市更新、科技产业、外资回流五大多远需求弹性，实现了 2026 年 2-7 月上海房价连涨 6 个月（累计+4.3%）、租金连涨 6 个月（累计+4.1%），500 万以下刚需 1 月起持续涨、500 万以上置换链重建；预判上海 9 月二手房同比转正、Q4 同比正增长，上海底部确立。预计核心一二线陆续企稳，全国底部滞后 2-3 年，判断北京、苏州、深圳和合肥等城市也处于陆续筑底过程中、并梯度扩散，北京（挂牌-17%、租金改善、8 月新政助力）、苏州（房挂牌-16%、租金改善、房价连涨 6 个月）、深圳（挂牌-10%、租金改善、房价连涨 6 个月）、合肥（挂牌-14%、科技产业助力）。
- **投资分析意见：供给缩量塑造新格局，维持“看好”评级。**我们认为，供给中期缩量是本轮楼市寻底的核心驱动力，判断二手房挂牌量中期见顶回落，并且将继续下行 3 年，叠加今年租售比赶超公积金利率，共同推动了上半年量、价、租金的超预期存底。判断上海房价已经于 2026 年年初见底，如北京、苏州、深圳和合肥等城市也处于陆续筑底过程中。8 月京沪接连出台楼市新政策，推出时点超预期，将夯实核心城市底部，并判断楼市政策仍有优化空间。此外，日美经验显示核心城市房价见底后板块资机会明确，龙头弹性十足。我们维持“**看好**”评级，推荐：1）优质房企：建发国际、滨江集团、中国海外发展、中国金茂、绿城中国、招商蛇口、中海宏洋、建发股份、保利置业、越秀地产、保利发展、华发股份，关注城投控股；2）二手房中介：贝壳-W，关注我爱我家；3）商业地产：华润置地、新城控股、太古地产、嘉里建设、恒隆地产、领展房产基金，关注新城发展；4）物业管理：华润万象、绿城服务、招商积余。
- **风险提示：销售和融资资金趋紧，收储和城改推进不及预期。**

仅供内部参考，请勿外传！

投资案件

结论和投资分析意见

我们认为，供给中期缩量是本轮楼市寻底的核心驱动力，判断二手房挂牌量中期见顶回落，并且将继续下行 3 年，叠加今年租售比赶超公积金利率，共同推动了上半年量、价、租金的超预期存底。判断上海房价已经于 2026 年年初见底，如北京、苏州、深圳和合肥等城市也处于陆续筑底过程中。8 月京沪接连出台楼市新政策，推出时点超预期，将夯实核心城市底部，并判断楼市政策仍有优化空间。此外，日美经验显示核心城市房价见底后板块资机会明确，龙头弹性十足。我们维持“**看好**”评级，推荐：1）优质房企：建发国际、滨江集团、中国海外发展、中国金茂、绿城中国、招商蛇口、中海宏洋、建发股份、保利置业、越秀地产、保利发展、华发股份，关注城投控股；2）二手房中介：贝壳-W，关注我爱我家；3）商业地产：华润置地、新城控股、太古地产、嘉里建设、恒隆地产、领展房产基金，关注新城发展；4）物业管理：华润万象、绿城服务、招商积余。

原因与逻辑

1）2026 年的供给寻底不同于 2025 年前的需求寻底。2022-2025 年，我国房地产行业在住宅总需求有支撑、并行业政策放松至最宽松的背景下，全国房地产市场多次寻底失败，二手房量价持续呈现“放量下跌”。2026 年上半年，在无宏观政策强刺激、居民购买力未明显改善的背景下，全国房地产市场却又出现了超预期寻底，部分核心城市呈现“量价租三修”。

2）判断供给中期缩量是本轮楼市寻底的核心驱动力。我们判断 2025 年 10 月为全国二手挂牌中期顶，未来 3 年续降，源于：1）竣工补跌： 2021 年拿地见顶后累计降幅超 77%，2025 年保交付退坡后这一势能集中释放，挂牌量迎来中期顶部。2）租售比走高：2026 年全国租金回报率升至 2.7%，赶超公积金贷款利率 2.6%，房东资产重估逻辑启动，新增挂牌主动收缩。

3）供给主导寻底，需求决定弹性，上海等陆续见底中。价格由供给+需求共定，供给缩量决定寻底“健康度与持续性”，需求弹性决定反转“高度与扩散顺序”。上海 2026 年 2-7 月房价连涨 6 个月（累计+4.3%），判断上海 9 月二手房同比转正、Q4 同比正增长，上海底部确立。判断北京、苏州、深圳和合肥等城市也处于陆续筑底过程中、并梯度扩散。

有别于大众的认识

市场认为，我国房地产行业仍处于持续调整阶段，量价下行压力仍然较大，房地产公司股价将受制于全国房地产市场低景气度影响持续低位。但我们认为，当前居民资产负债表已经见顶、同时判断供给中期见顶回落，核心城市房价将领先于全国房价见底；而龙头地产公司股价起点又主要跟踪核心城市房价，而明显领先于全国房价走势；且房企能充分享受格局优化红利，在规模增长、盈利能力、市场估值上均会明显改善。因此，我们判断龙头地产公司后续在股价表现上将有明显超额收益，房地产板块配置价值明显提升。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1．为何 2025 年前楼市寻底迟迟未果？ 6

2．为何 2026 年楼市量价又超预期寻底？ 8

3．这都源于楼市供给中期缩量参与定价 14

4．供给助力寻底，需求决定弹性，核心城市先行 28

5．投资分析意见：供给缩量塑造新格局，维持看好评级 37

6．风险提示：行业资金趋紧，收储和城改不及预期 38

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图 1：冰山 40 城二手房成交价走势 6
图 2：中国一二手房合计成交面积 7
图 3：二手房成交量和成交价的关系 7
图 4：核心 20 城二手房实时成交 8
图 5：2026 年 1-7 月核心 20 城分能级二手房实时成交同比 8
图 6：冰山 40 城二手房成交价走势 10
图 7：冰山指数 40 城二手房房价月环比（成交价指数） 10
图 8：冰山指数核心城市二手房房价月环比走势 11
图 9：冰山 76 城二手房租金指数（租金挂牌价指数） 11
图 10：冰山指数 76 城二手房租金月环比（租金挂牌价指数） 12
图 11：冰山指数核心城市二手房租金月环比走势 12
图 12：2025 年 10 月以来冰山 50 城二手房挂牌量均值持续下降 14
图 13：近期一线城市二手房挂牌量均值下降最为明显 15
图 14：2025 年以来主流城市二手房挂牌量累计降 15
图 15：预计二手房挂牌量中期下行 16
图 16：房地产市场一二手房供给链 16
图 17：土地成交、竣工和二手房挂牌量对比 17
图 18：2026 年上半年拿地和新开工仍在快速下降中 18
图 19：全国（76 城）租售比和公积金利率走势对比 19
图 20：全国及主要城市租金回报率 19
图 21：上海二手房老公房和次新房租金回报率 19
图 22：一线城市二手房新增挂牌量 20
图 23：二手房房价涨跌幅和二手房挂牌量涨跌幅之间呈现负相关关系 21
图 24：二手房租金涨跌幅和二手房挂牌量涨跌幅之间呈现负相关关系 21
图 25：一线城市二手房成交议价率 22
图 26：两层次的供给端缩量行为推动的楼市价格修复 23
图 27：20 城二手房前台挂牌量去化周期 23

仅供内部参考，请勿外传！

图 28：20 城新房可售面积去化周期 24
图 29：20 城二手房和新房库存去化周期 24
图 30：一线城市二手房实时成交/新增挂牌比 25
图 31：上海二手房前后台挂牌量及结构走势 25
图 32：上海二手房前后台挂牌存量去化周期 26
图 33：上海二手房和新房等效去化率走势 26
图 34：上海新房可售面积去化周期走势 27
图 35：房地产价格的定价机制 28
图 36：上海需求弹性 1——上海常住人口和户籍人口变化 29
图 37：上海需求弹性 5——上海的房价与汇率、FDI 同比呈现显著相关性 31
图 38：上海分总价段二手房成交单价周环比走势 32
图 39：北京分总价段二手房成交单价周环比走势 32
图 40：广州分总价段二手房成交单价周环比走势 33
图 41：深圳分总价段二手房成交单价周环比走势 33
图 42：成都分总价段二手房成交单价周环比走势 34
图 43：杭州分总价段二手房成交单价周环比走势 34
图 44：苏州分总价段二手房成交单价周环比走势 35
图 45：合肥分总价段二手房成交单价周环比走势 35
图 46：统计局一线城市二手房房价环比 36
图 47：统计局一线城市二手房房价同比 36
图 48：房地产板块基金持仓变化 37

表 1：2026 年前 7 月核心 20 城二手房实时成交及同比 9
表 2：2022-2025 年保交付的时间轴 17
表 3：核心一二线城市保租房 2025 年和 2026 年筹建计划对比（单位：万套） 22
表 4：上海需求弹性 2——2026 年 2 月 25 日上海房地产政策措施内容对比 29
表 5：上海需求弹性 3——《上海市城市更新行动方案（2026—2028 年）》 30
表 6：上海需求弹性 4——核心十城科技红利明显 30
表 7：主流 AH 上市房企估值表 37
表 8：主流 AH 上市物业管理/经纪企业估值情况 38

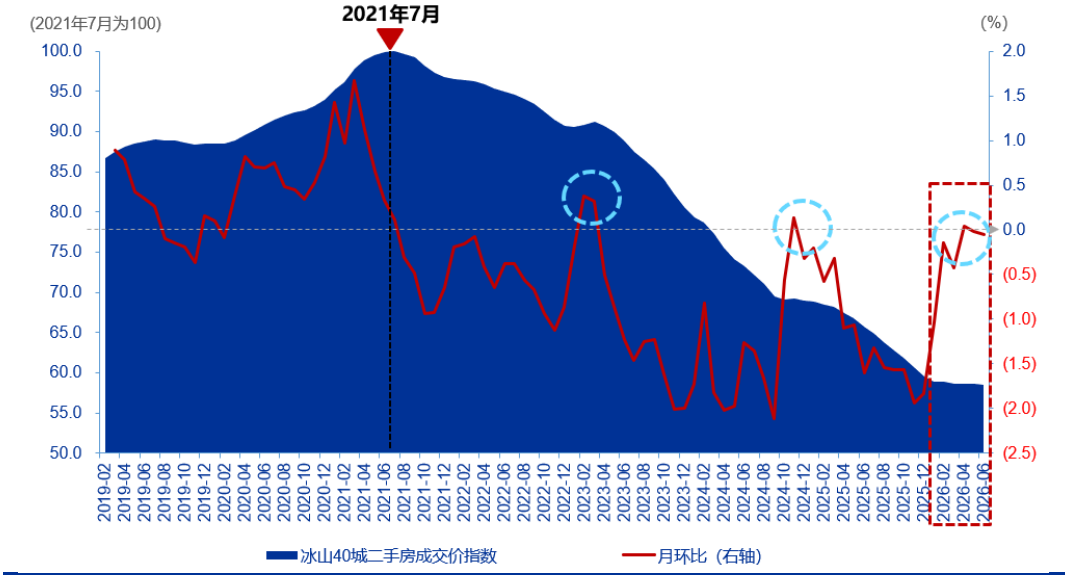
仅供内部参考，请勿外传！

1．为何 2025 年前楼市寻底迟迟未果?

在过去 5 年中，房地产在政策催化下于 2023Q1 和 2024Q4 两次寻底、但均未成功。2021 年 7 月至 2026 年 6 月，我国二手房房价累计下跌了 42%、并持续了 5 年时间，对比国际上 42 国房地产泡沫平均房价下跌 34%、持续时间为 6.1 年的经验，我国房价跌幅已经较为充分。

在过去 5 年中，有过两次楼市寻底，第一次是 2023 年 1 季度“前期融资三支箭+疫情政策调整”推动了市场供需两端改善，第二次是 2024 年 4 季度“924 金融政策组合拳+房地产止跌回稳政策”推动了楼市信心的回升，但两次政策效果更多反应在成交量的修复上面、但并没有传导到价格的市场改善，最终这两次寻底都失败了。

图 1：冰山 40 城二手房成交价走势



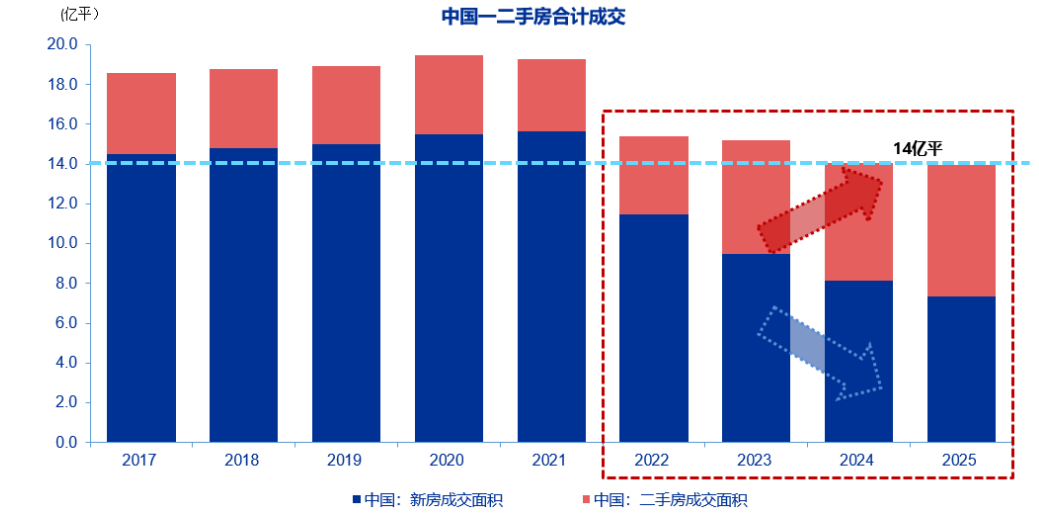
资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

2022 年以来全国一二手房合计成交逐步稳定在 14 亿平，表明总需求已有一定支撑。自 2022 年以来，全国新房销售规模由 2021 年的 15.7 亿平持续下降到 2025 年的 7.3 亿平、累计-53%，但二手房销售规模由 2021 年的 3.6 亿平持续提升到 2025 年估算的 6.6 亿平、累计+85%。

过去三年全国一二手房总成交也已稳定在 14-15 年亿平之间（2022-2025 年 15.4、15.2、14.0、14.0 亿平），其中 2024-2025 年总成交 14.0 亿平已经持平于我们前期估算的需求中枢 14 亿平（增量需求+存量需求-空置供应），表明总需求已有一定支撑。

仅供内部参考，请勿外传！

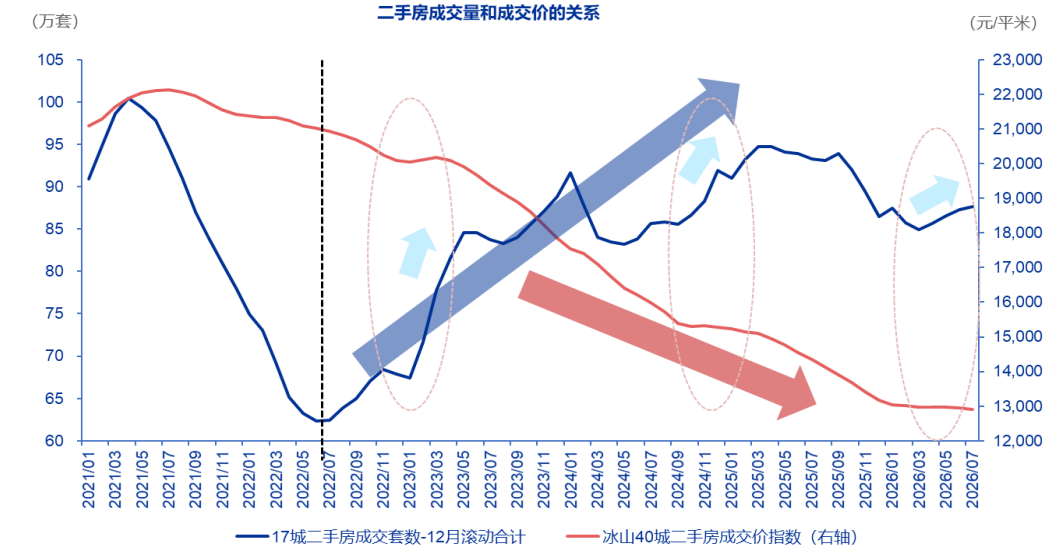
图 2：中国一二手房合计成交面积



资料来源：统计局，贝壳，申万宏源研究

但 2022 年以来二手房市场量价呈现了“放量下跌”，似乎楼市寻底进入了死循环。根据以往“量在价先”的经验规律，过去近 5 年中，二手房成交量的持续放量应该会最终传导到二手房成交价，并且 2022 年以来一二手房合计成交逐步稳定在 14 亿平，表明总需求已有一定支撑，但 2021 年在楼市放松政策不断推出的背景中，全国房价持续下行，并且反倒是呈现出了“放量下跌”的反常现象，似乎楼市寻底进入了死循环。

图 3：二手房成交量和成交价的关系



资料来源：Wind，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

2021 年以来房地产市场的量价已经深度调整，同时二手房成交放量也表明需求有支撑，此外房地产行业放松政策也不断推出，但为什么 2025 年前楼市迟迟寻底未果，并还反常呈现出“放量下跌”，这形成了过去几年的市场困惑，到底如何解释并推演?

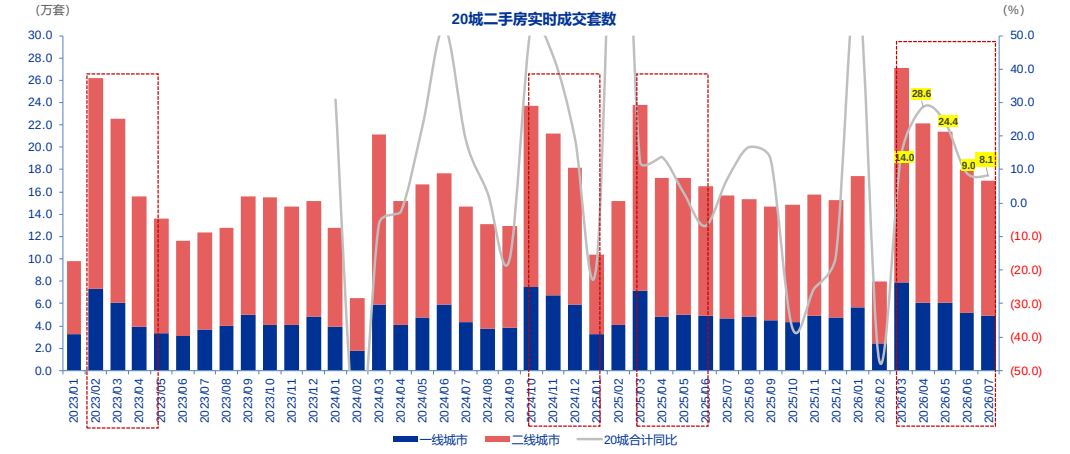
仅供内部参考，请勿外传！

2．为何 2026 年楼市量价又超预期寻底?

就在市场悲观预期更重的背景下，2026年上半年的房地产市场又呈现了超预期修复。2026年年初以来，房地产进入第三次寻底阶段，在无宏观政策放松以及居民购买力走弱的背景下，二手房市场量、价、租金呈现了超预期修复。

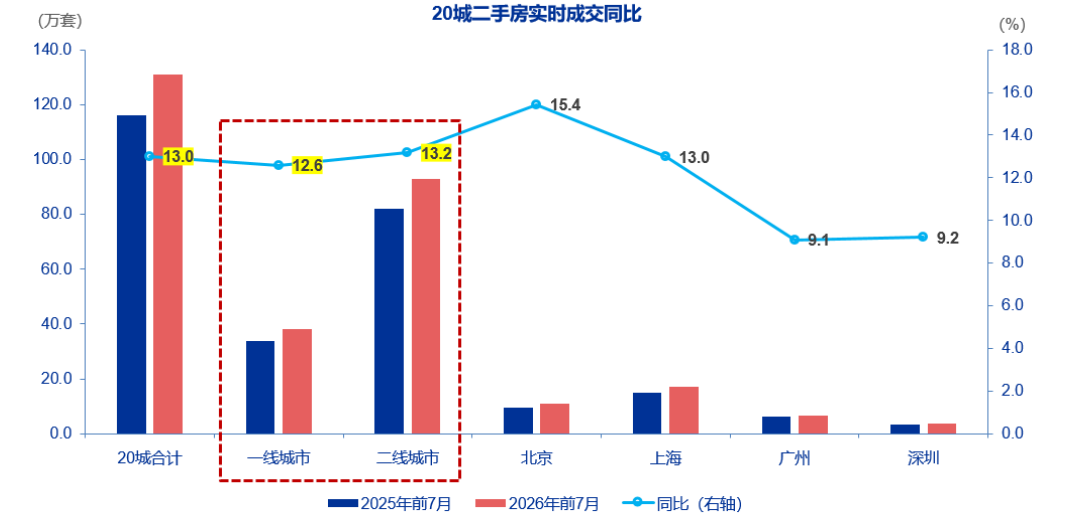
从二手房成交量来看，核心城市二手房成交量显著改善、并且呈现了普遍改善。根据冰山指数数据，2026 年 1-7 月 20 城二手住宅实时成交套数同比+13.0%，其中一线城市同比+12.6%、二线城市同比+13.2%。从具体城市来看，核心一二线城市普遍出现了 10%-40%的同比增长，如：上海+13.0%、北京+15.4%、苏州+28.2%、合肥+29.8%、宁波+29.2%、无锡+35.1%等。

图 4：核心 20 城二手房实时成交



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

图 5：2026 年 1-7 月核心 20 城分能级二手房实时成交同比



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

仅供内部参考，请勿外传！

表 1：2026 年前 7 月核心 20 城二手房实时成交及同比

城市	2025 年前 7 月	2026 年前 7 月	同比（%）
无锡	2.39	3.23	35.1
东莞	1.78	2.37	33.1
佛山	2.94	3.89	32.0
合肥	4.61	5.99	29.8
宁波	3.64	4.71	29.2
苏州	3.58	4.59	28.2
厦门	1.20	1.49	24.3
武汉	5.16	6.30	22.0
南京	6.32	7.67	21.4
西安	5.33	6.35	19.0
北京	9.45	10.90	15.4
上海	14.99	16.94	13.0
广州	3.32	3.62	9.2
深圳	6.19	6.76	9.1
沈阳	6.91	7.41	7.3
天津	8.67	9.26	6.8
重庆	7.78	8.07	3.7
成都	13.51	13.70	1.4
长沙	3.54	3.58	1.0
杭州	4.64	4.23	-8.8
20 城合计	115.97	131.05	13.0

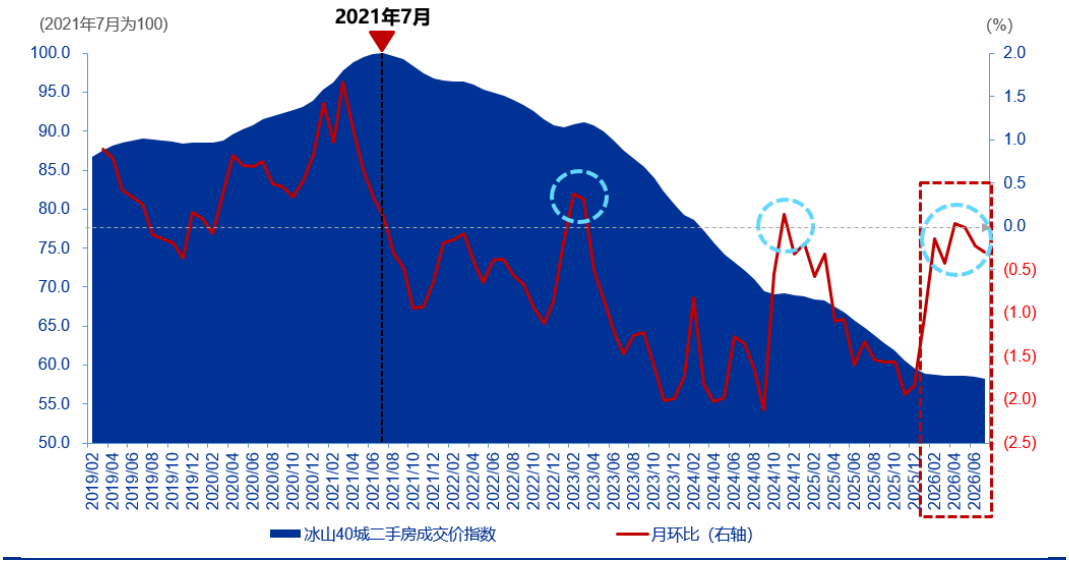
资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

从二手房成交价来看，2 季度全国房价呈现企稳趋势，超预期进入第三次寻底阶段。根据冰山数据，2026 年 4-7 月，40 城房价呈现了连续 4 个月企稳态势，其中 4 月、5 月、6 月分别环比+0.04%、-0.02%、-0.22%，虽然修复幅度上还不如 2023Q1 和 2024Q4 两次寻底阶段，但其持续时间已经强于前两轮；7 月 40 城房价环比-0.29%。

在无宏观政策放松背景以及居民购买力走弱的背景下，今年上半年房价超预期进入了寻底阶段。26 年 1-7 月，40 城二手房房价今年累计-2.1%，较 2025 年全年累计-13.7%降幅显著收窄，同时距 2021 年 7 月高点累计下降了 41.7%，虽然全国房价仍没有完全止跌，但也超预期进入了磨底阶段。

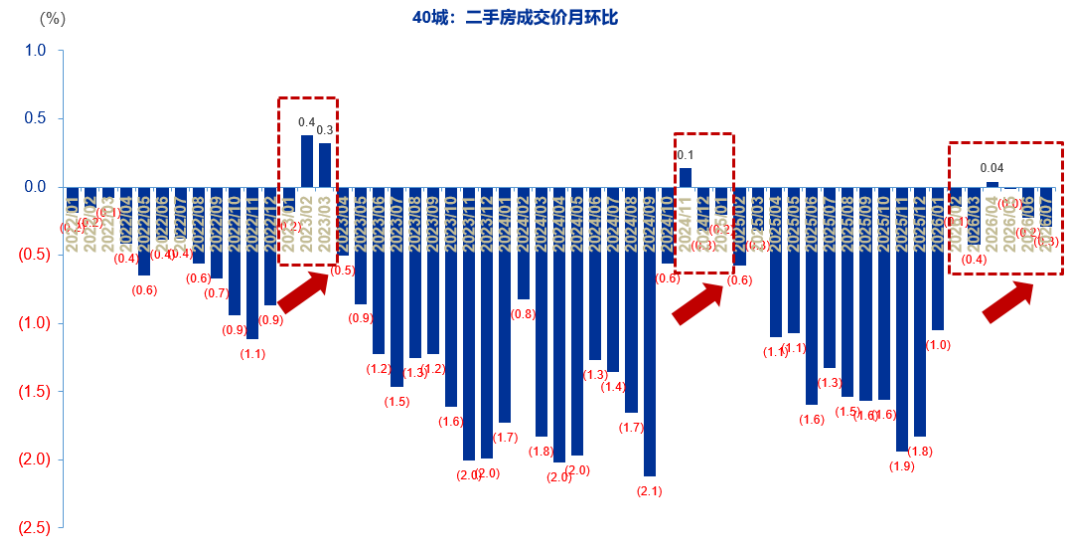
仅供内部参考，请勿外传！

图 6：冰山 40 城二手房成交价走势



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

图 7：冰山指数 40 城二手房房价月环比（成交价指数）

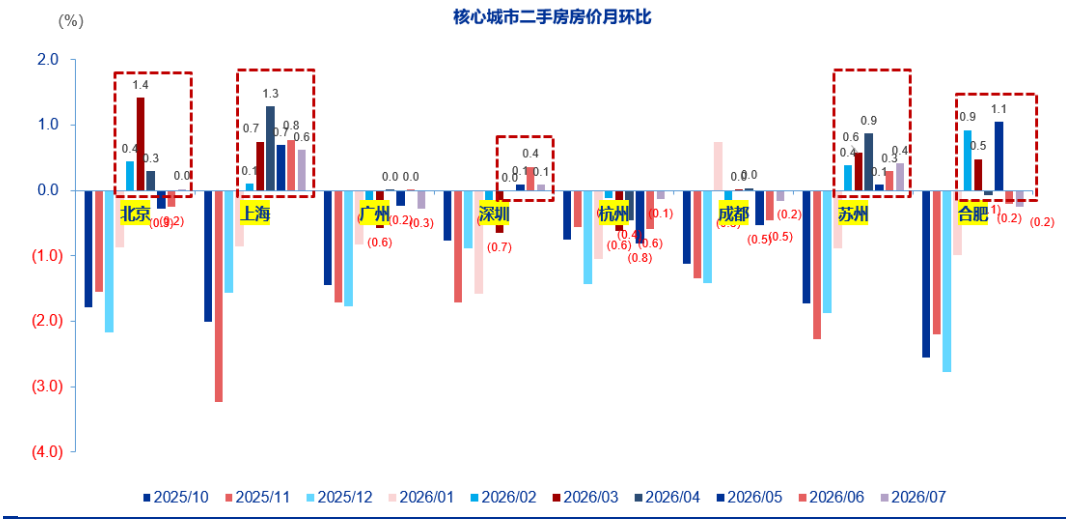


资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

其中部分一二线城市房价改善尤为明显，尤其上海和苏州房价均已连续 6 个月上涨。截至 2026 年 7 月末，上海 2-7 月连续 6 个月环比上涨，累计上涨幅度达+4.3%（目前较最低点，下同）；苏州 2-7 月连续 6 个环比上涨，累计上涨幅度达+2.7%；深圳 4-7 月连续 4 个月环比上涨，累计上涨幅度达+0.7%；其他如北京和合肥虽然未连续上涨，但 2 月以来也已经进入房价磨底阶段，北京 2-7 月累计上涨幅度达+1.6%、合肥 2-7 月累计上涨幅度达+1.9%。

仅供内部参考，请勿外传！

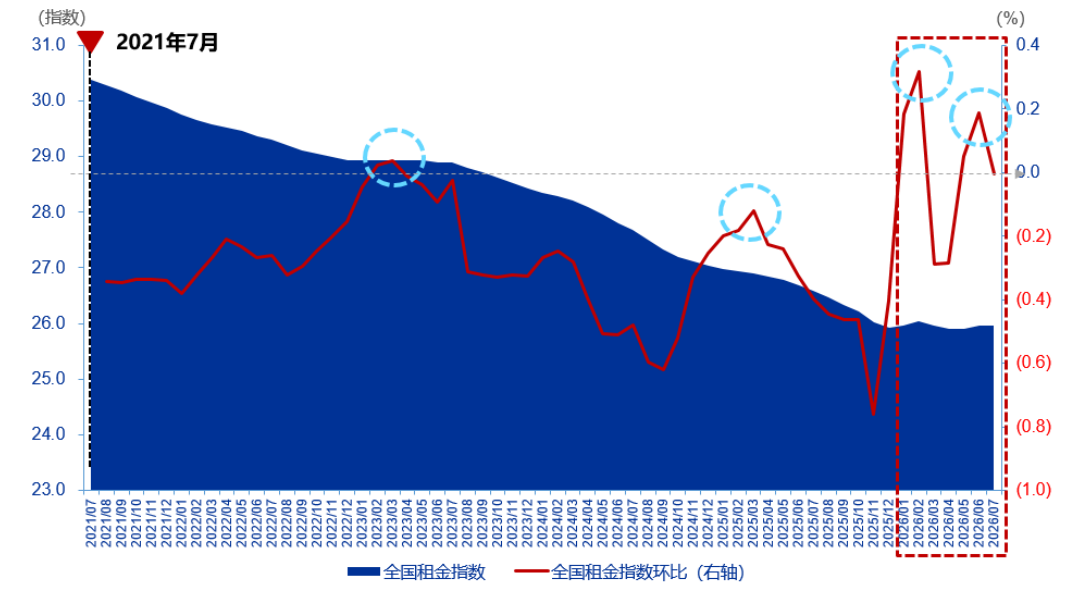
图 8：冰山指数核心城市二手房房价月环比走势



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

从二手房租金来看，上半年租金改善更是大超预期，并且显著强于前两轮寻底阶段。根据冰山数据，2026 年 1-7 月 76 城租金指数累计上涨+0.2%，其中 4 个月出现了环比上涨，1 月+0.2%、2 月+0.3%、5 月+0.1%、6 月+0.2%，其租金的改善幅度和改善连续性已经显著强于前两轮周期。同样，在无宏观政策放松背景以及居民购买力走弱的背景下，今年上半年租金也超预期进入了寻底阶段。

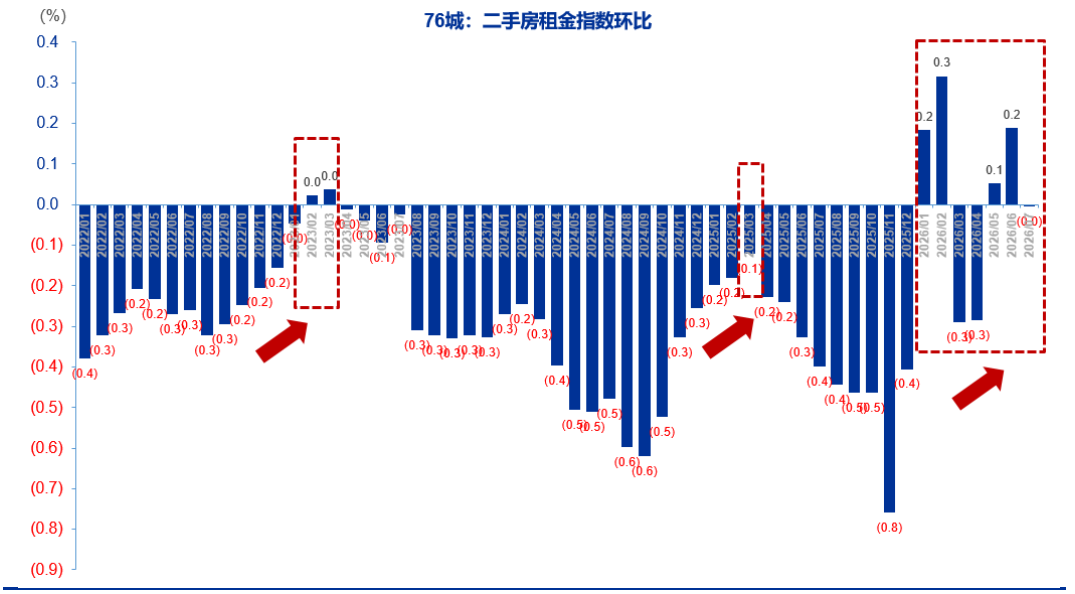
图 9：冰山 76 城二手房租金指数（租金挂牌价指数）



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

仅供内部参考，请勿外传！

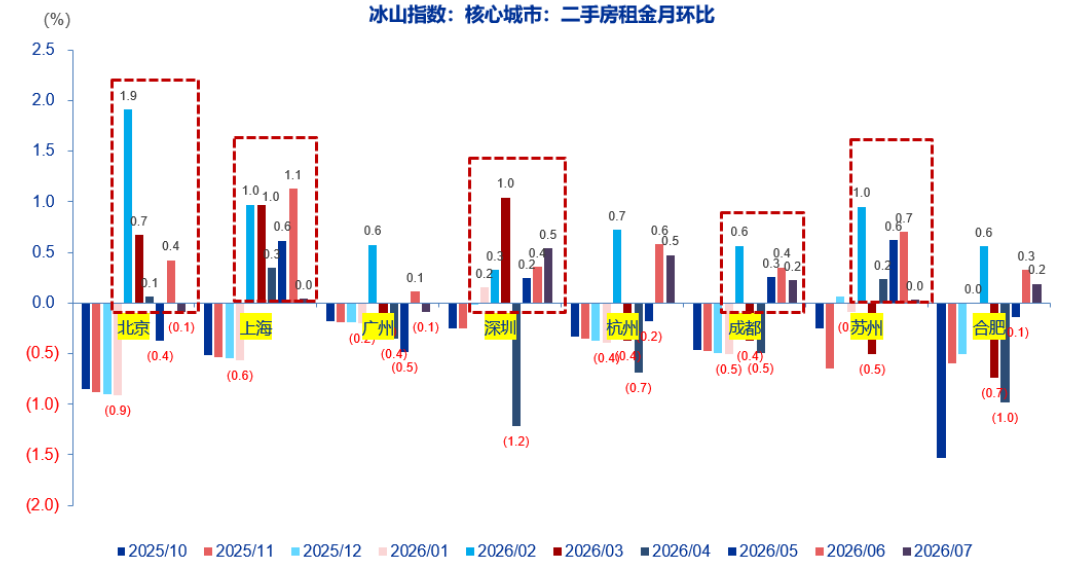
图 10：冰山指数 76 城二手房租金月环比（租金挂牌价指数）



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

其中部分一二线城市租金改善尤为明显，尤其上海、北京和苏州租金改善最为显著。截至 2026 年 7 月末，上海 2-7 月连续 6 个环比上涨，累计上涨幅度达 4.1%；苏州 2-7 月阶段中 5 个月环比上涨，累计上涨幅度达 2.1%；深圳 2-7 月阶段中 4 个月环比上涨，累计上涨幅度达 2.6%；深圳 1-7 月阶段中 6 个月环比上涨，累计上涨幅度达 1.5%；其他如成都和杭州 2-7 月中分别累计上涨分别为+0.5%和+0.5%，也均进入了租金企稳阶段。

图 11：冰山指数核心城市二手房租金月环比走势



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

仅供内部参考，请勿外传！

2021-2025 年，房地产市场的持续下行，并还反常呈现出“放量下跌”，让市场的悲观预期在不断加深，因而 2026 年年初市场对于今年楼市企稳预期很低。但也就是市场对于楼市企稳不报预期的时候，并且在无宏观政策放松以及居民购买力走弱的背景下，今年上半年二手房市场量、价、租金呈现了超预期修复，其中尤其是租金修复最为超预期。为什么 2026 年二手房市场超预期修复，这又产生今年新的市场困惑，这到底又如何解释并推演?

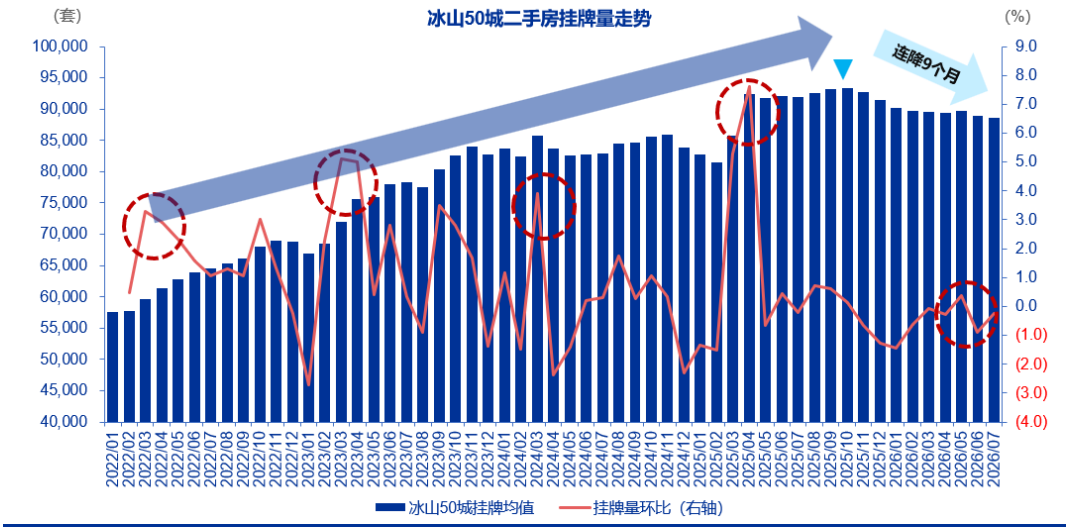
仅供内部参考，请勿外传！

3．这都源于楼市供给中期缩量参与定价

为何 2025 年前楼市寻底迟迟未果？为何 2026 年楼市量价又超预期寻底？对于上述两个疑问的解答，我们认为问题的核心关键在于供给的变化，并且判断房地产的供给在 2025 年末见到中期顶部，表现为二手房挂牌量从 2025 年 10 月起由“累库”转为“去库”，这将成为本轮楼市寻底的关键力量之一。

2025 年 10 月以来，全国二手房挂牌量持续下降，其中核心一二线城市下降尤其显著。根据冰山数据，50 城二手房挂牌量 2025 年 10 月达最高点，至 2026 年 7 月累计下降幅度达到了 5%，并且从更高频数据来看，主流城市的二手房挂牌量仍在进一步下降。该下降行为有两点值得关注，更说明了本轮二手房挂牌量下降的趋势性之强：1）本轮挂牌量下降的持续性强于过去 2021 年以来的任何一个阶段；2）本轮挂牌量下降也打破了往年春节后季节性上涨的规律。

图 12：2025 年 10 月以来冰山 50 城二手房挂牌量均值持续下降

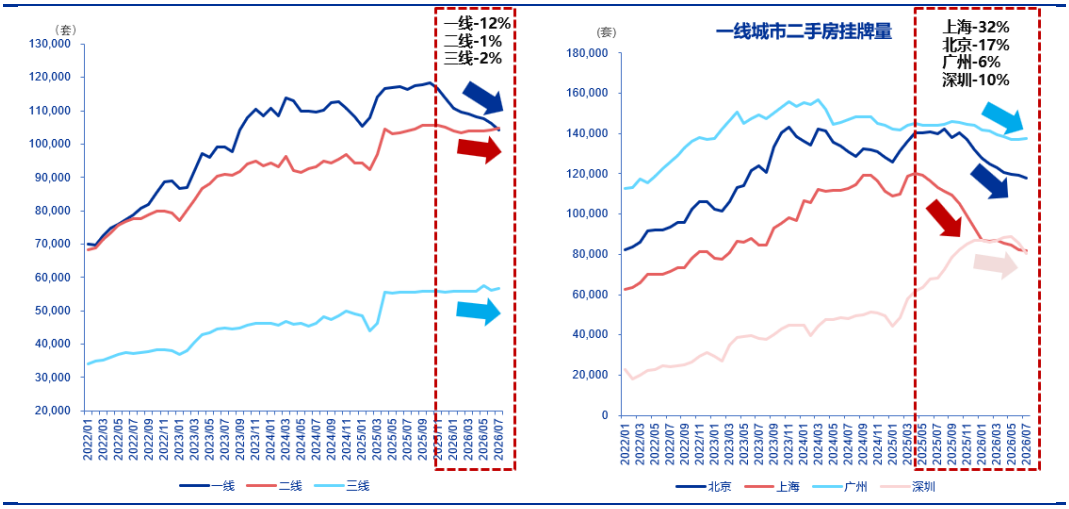


资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

结构中，一二线城市挂牌量下降最为明显，其中上海、武汉、北京、苏州下降最显著。从城市能级来看，截至 2026 年 7 月末，一线城市、二线城市、三线城市挂牌量自高点以来分别累计-12%、-1%和-2%。从具体城市来看，截至 2026 年 7 月末，上海-32%、武汉-27%、厦门-27%、北京-17%、苏州-16%、合肥-14%、珠海-14%、南京-12%、石家庄-11%、兰州-10%、深圳-10%、绍兴-10%、郑州-8%、大连-7%、无锡-7%、温州-7%、天津-6%、金华-6%、广州-6%、宁波-5%、南通-5%、佛山-5%、嘉兴-4%、台州-3%、青岛-2%、杭州-2%、中山-2%、南宁-1%。

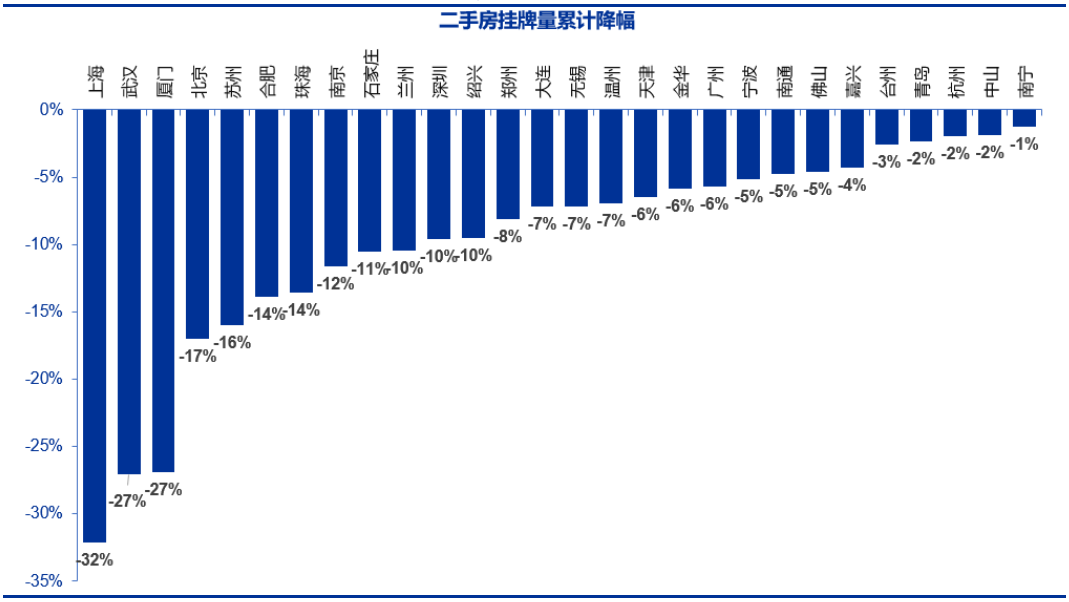
仅供内部参考，请勿外传！

图 13：近期一线城市二手房挂牌量均值下降最为明显



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

图 14：2025 年以来主流城市二手房挂牌量累计降

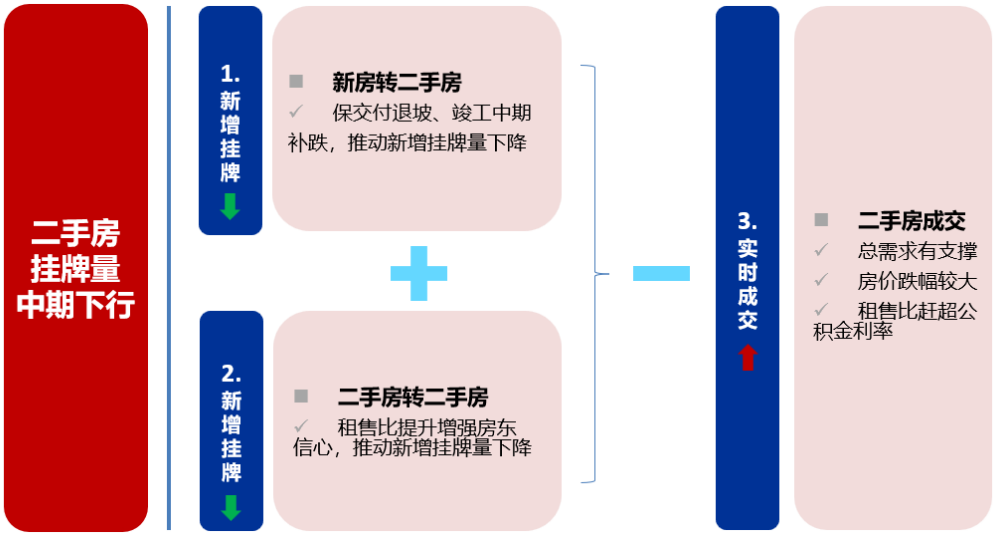


资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

我们认为，2025 年末二手房挂牌量见到中期拐点，未来将迎来 3-4 年的中期下行。主要基于两方面逻辑：**1）竣工补跌逻辑：**本轮竣工中期补跌推动二手房挂牌量从 2025 年 10 月起由“累库”转为“去库”；**2）租售比逻辑：**租售比赶超公积金利率推动房东信心提升从而新增挂牌量下降。

仅供内部参考，请勿外传！

图 15：预计二手房挂牌量中期下行

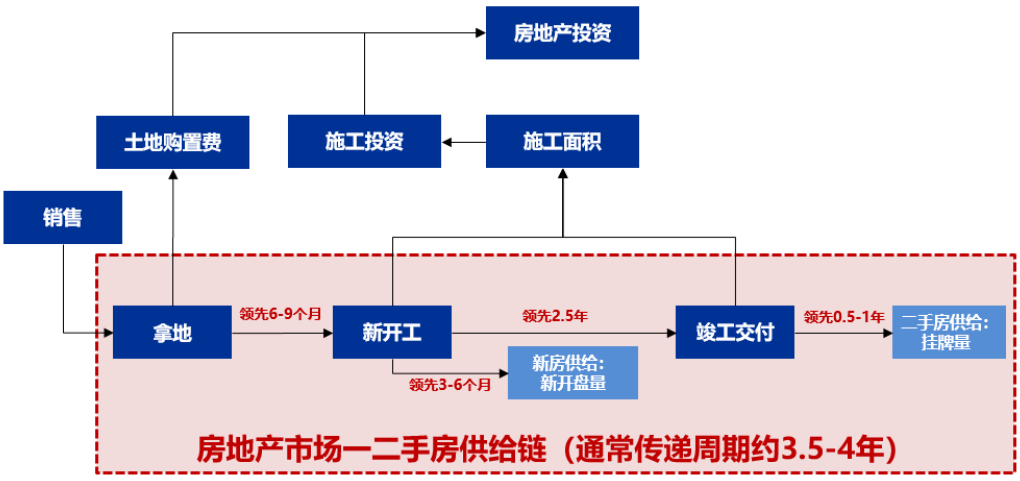


资料来源：申万宏源研究

1）竣工补跌逻辑：竣工补跌将推动新增挂牌量下降

一般而言，楼市的供给链传导是相对固定而周期性的，通常传递周期约为 3.5-4 年。楼市的供给链传导囊括了新房和二手房供给传导，遵循着：新房拿地->(0.5 年)->新房开工->(2.5 年)->新房竣工->(0.5-1 年)->二手房挂牌量，合计传导周期是 3.5-4 年，也就是说，从拿地那一刻起就决定了 3-4 年后二手房挂牌量的走势，在常规周期中，这是固定而周期性的。

图 16：房地产市场—二手房供给链



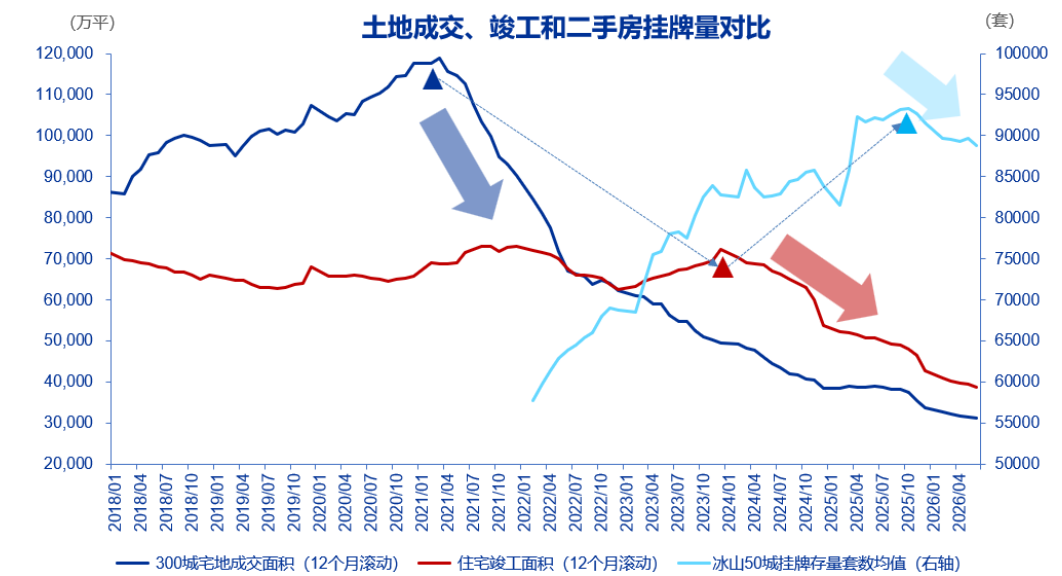
资料来源：申万宏源研究

原本 2024 年年底二手房挂牌量应进入中期下降通道，但保交付延后了该拐点的到来。从 2021 年 4 月拿地见顶以来，目前拿地累计下降了 77%、开工累计下降了 77%，按照传统规律经历 3.5-4 年的传导，我们应该能看到 2024 年年底前后二手房挂牌量的显著下降，

仅供内部参考，请勿外传！

但在本轮周期中，保交付托举了竣工、并使得竣工长时间维持在了一个本不应该在的高位，从而延长了上述传导链条中二手房挂牌量的走高持续时间（其中保交付房子对于挂牌量增加的贡献率显著高高），并延后了挂牌量在 2024 年年底的显著下降时刻的到来。

图 17：土地成交、竣工和二手房挂牌量对比



资料来源：统计局，中指院，冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

2025 年开始保交付退坡对竣工支撑走弱，而竣工补跌将推动挂牌量中期顶部到来。2024 年年底我国的保交付基本上完成了（总交付率达到 85%），并且接下来保交付出现了快速退坡，而同时前期开工和拿地累计下降均 77%已经积累了比较强的竣工补跌势能、并且将持续 3 年多时间，这就意味着从 2025 年开始二手房挂牌量将迎来中期顶部，所以 2025 年 10 月的全国二手房挂牌量就是中期顶部，并且考虑到 2026 年上半年全国土地成交和新开工分别同比下降-27%和-24%，按照拿地到竣工 3 年的传导时间来看，预计二手房挂牌量未来还将继续下行 3 年以上。

表 2：2022-2025 年保交付的时间轴

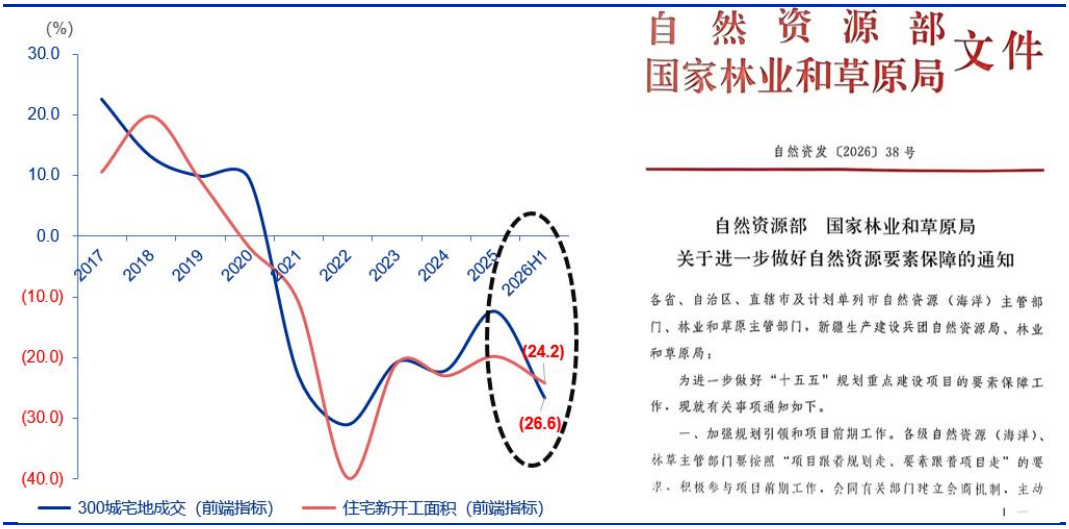
时间节点	事件/政策动作	关键数字	说明
2022 年 7 月	银保监会表态：银行要积极履行自己的职责，既要遵循市场化、法治化原则，又要主动承担社会责任，千方百计推动“保交楼”	—	
2022 年 8 月	住房和城乡建设部、财政部、中国人民银行等部门联合出台措施，明确通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。		政策性银行专项借款 2000 亿元落地，各地成立专班
2023 年初	保交楼专项借款+配套融资全面落地，“一楼一策”推进	—	出险房企项目复工续建大面积铺开
2024 年 5 月	国务院召开全国切实做好保交房工作视频会议，要着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付，保障购房人合法权益。	锁定 396 万套	全国 297 个地级及以上城市建立了房地产融资协调机制。
2024 年 8 月	国新办发布会，董建国副部长通报攻坚战台账	锁定 396 万套	住建部建立全国保交房信息系统

仅供内部参考，请勿外传！

时间节点	事件/政策动作	关键数字	说明
2024 年末	2024 年全年交付盘点	交付约 338 万套	2024 年 12 月全国住建工作会议确认
2025 年 10 月	**住建部副部长董建国发声，攻坚战收官前最后一次月度盘点**	**累计交付 750 多万套（“已售难交付”总盘）**	**“白名单”项目贷款审批超 7 万亿元**
2025 年 11 月	**住建部官网发布最终攻坚台账**	**全国 396 万套保交房攻坚战任务已交付 391.8 万套，交付率达 99%**	**剩余几千套进入扫尾**
2025 年 12 月	**全国住房城乡建设工作会议（北京）**	**保交房任务全面完成**	

资料来源：中国政府网，住建部官网，各地政府官网，申万宏源研究

图 18：2026 年上半年拿地和新开工仍在快速下降中



资料来源：统计局，中指院，自然资源部，申万宏源研究

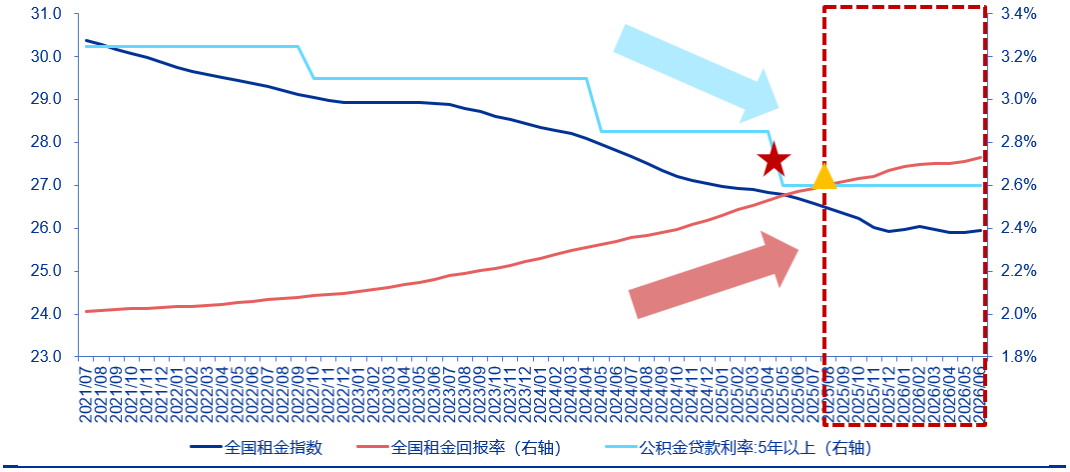
2）租售比逻辑：租售比走高也将推动新增挂牌量下降

2026 年租售比赶超公积金利率、叠加公积金贷款额度放量，购房性价比逻辑启动。2025 年 5 月后公积金贷款利率下降至 2.6%，同年 7 月租金回报率提升至 2.6%，进入 2026 年目前已升至 2.7%，并叠加 2026 年公积金贷款额度大幅提升，公积金贷款呈现出“量多价优”的局面，形成了住房贷款变相降息的作用，本轮房价寻底的性价比逻辑开始正式启动。

二三四线城市租售比普遍赶超公积金利率，一线城市老公房也出现类似性价比逻辑。2026 年 6 月，全国租金回报率已经提升至 2.7%，其中一线、二线、三四线分别提升至 2.0%、2.7%、2.8%，租金回报率-公积金利率差显著改善。目前，二三四线城市的租售比普遍赶超公积金利率，如长春 3.8%、贵阳 3.5%、沈阳 3.5%、长沙 3.4%、大连 3.4%、兰州 3.2%、中山 3.1%、许昌 3.1%、烟台 3.0%、南宁 2.9%、武汉 2.9%、南昌 2.8%、昆明 2.8%、重庆 2.8%、芜湖 2.7%、西安 2.6%、太原 2.6%等。此外，一线城市的老公房或低总价房源也出现租售比赶超公积金利率的现象。

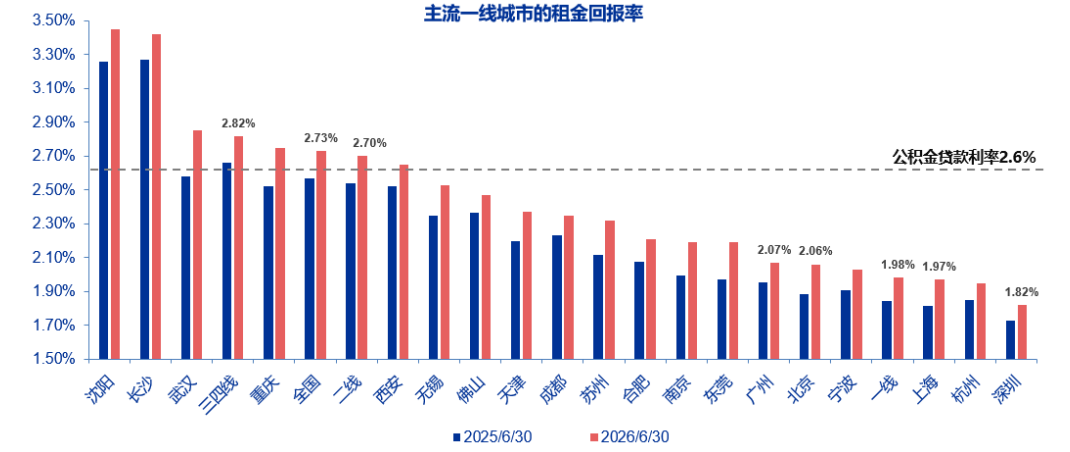
仅供内部参考，请勿外传！

图 19：全国（76 城）租售比和公积金利率走势对比



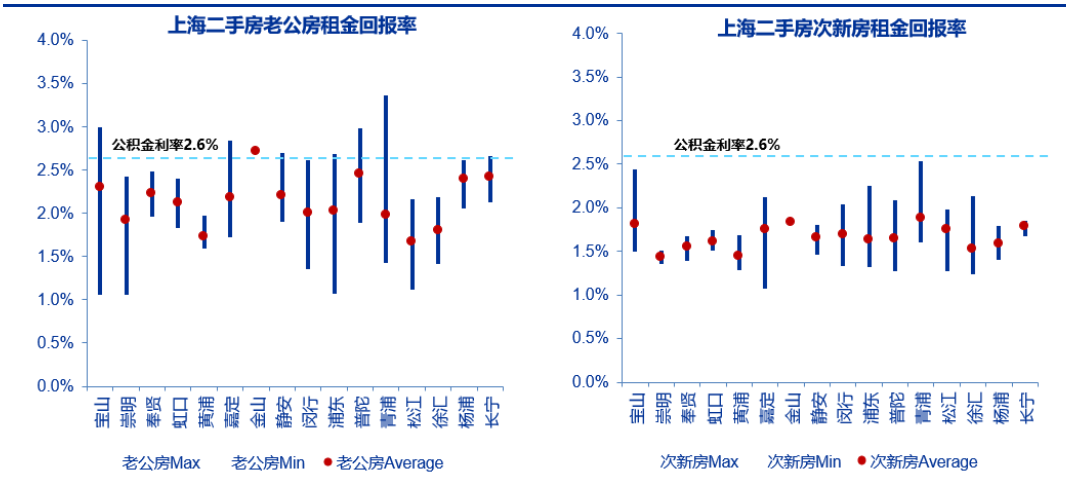
资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

图 20：全国及主要城市租金回报率



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

图 21：上海二手房老公房和次新房租金回报率

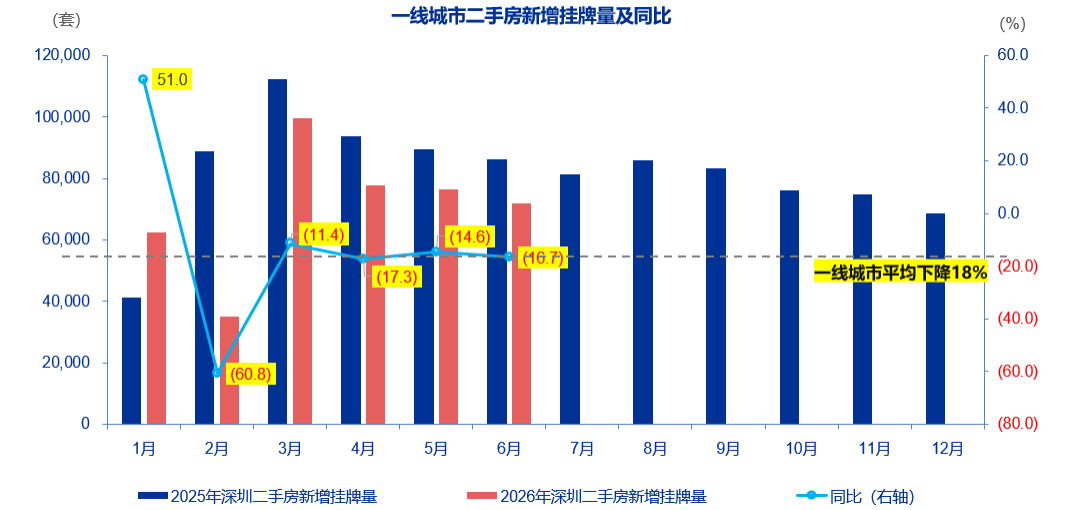


资料来源：房外房，申万宏源研究

租售比赶超公积金率将在三个方面提升房东信心：1）租售比赶超公积金利率将提升购房者的购买意愿和购买力，感受着更多购房者的看房需求，房东的定价信心将得到增强；2）租售比赶超公积金利率将推动房东重新审视资产价值的问题，目前全国租售比 2.7%已经赶超公积金利率、更是显著超过了银行 1-5 年期的存款利率，房东的定价信心将得到增强；3）购房性价比逻辑启动推动成交放量、并推动二手房挂牌量进入去库存阶段，同类竞争房源数量下降也将推动房东的定价信心将得到增强。

租售比赶超公积金利率增加房东信心推动新增挂牌量下降。根据冰山指数，2026 年上半年，一线城市的二手房新增挂牌量平均同比下降 18%，其中上海同比-17%、北京同比-9%、广州-22%、深圳同比-30%。考虑到一线城市过往土地成交和新开工相对更平稳、同时保交付项目也相对更少，因而由于竣工补跌推动的新增挂牌量下降的逻辑在一线城市解释力更弱，因而一线城市的新增挂牌量下降更多源于租售比逻辑推动，当然二三线城市的新增挂牌量下降也有租售比逻辑的部分推动。

图 22：一线城市二手房新增挂牌量



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

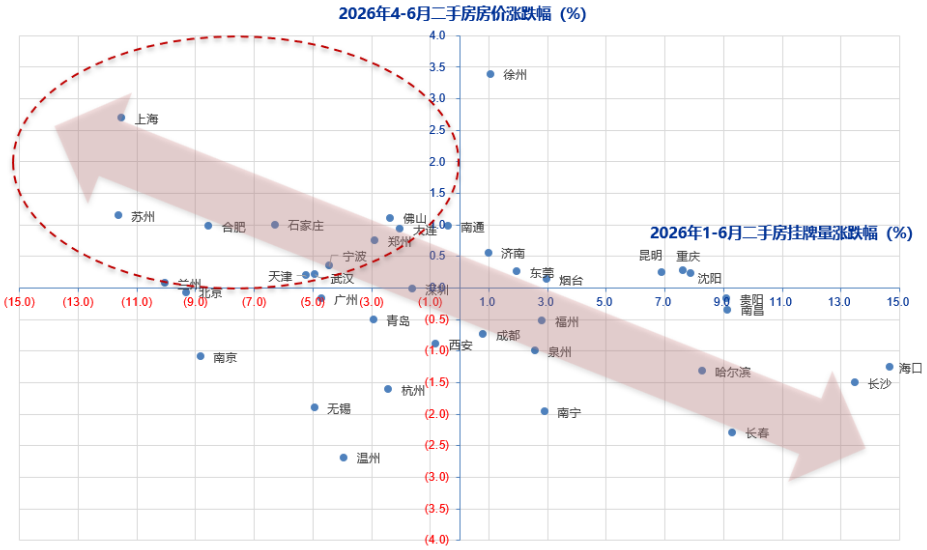
因而，综上所述，2025 年末以来，竣工补跌逻辑和租售比逻辑两大推动因素，并且两大逻辑都是偏中期逻辑，因而共同决定了 2025 年末二手房挂牌量见到中期拐点，并判断未来将迎来 3 年左右的中期下行、而非短期阶段性下行。

理解了楼市供给端的变化，也就可以解释 2025 年前楼市的走弱和 2026 年的改善：1）一方面，这就可以解释 2022 年至今二手房成交量放量、但成交量不断下降的放量下跌的死循环，原因在于保交付延长了的攻击链传导周期，让市场持续处于供过于求的状态，2022-2024 年房价超预期的下跌是因为挂牌量；2）另一方面，也同时就可以解释 2026 年以来，宏观需求端政策低于预期、同时居民购买力更弱的背景，今年上半年房地产市场实现了二手房量、价、租金的超预期的改善，2026 年房价超预期的修复也是因为挂牌量，尤其上海和苏州连续的房价和租金上涨。这都是因为供给见到了中期顶部的原因。

仅供内部参考，请勿外传！

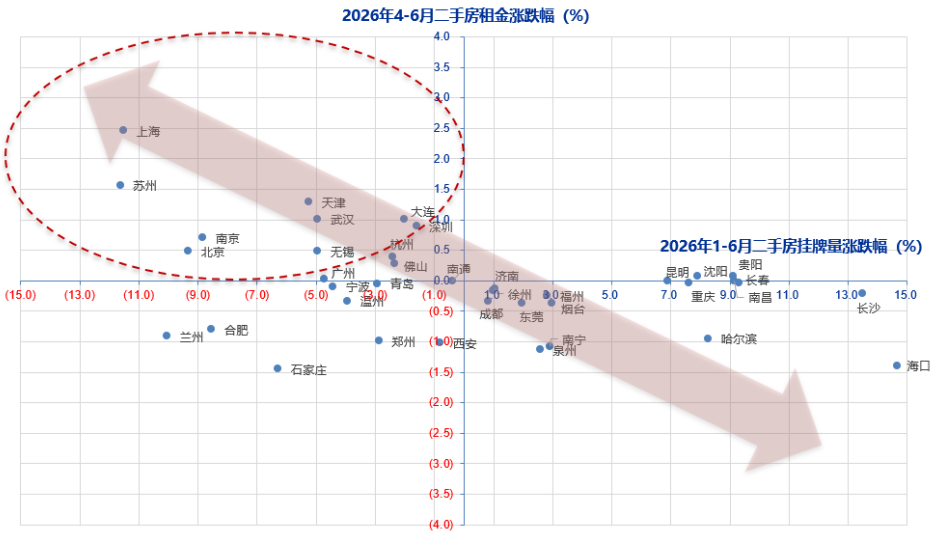
一般价格是由需求和供给共同决定的，以往周期中我们习惯于需求端更主导定价、相对忽视供给端的变化，而当前周期中供给端的缩量也再更大程度上参与定价，包括房价和租金。我们通过两个数据分析可以更一步支撑上述逻辑：1）对比 2026 年 4-6 月二手房房价涨跌幅和 2026 年 1-6 月二手房挂牌量的涨跌幅，我们可以发现两者之间有着显著的负相关性，其中二手房挂牌量降幅大的城市的房价上涨更多，比如上海、苏州和合肥等；2）对比 2026 年 4-6 月二手房租金涨跌幅和 2026 年 1-6 月二手房挂牌量的涨跌幅，我们可以发现两者之间也有着显著的负相关性，其中二手房挂牌量降幅大的城市的租金上涨更多，比如上海、苏州、南京、北京等。

图 23：二手房房价涨跌幅和二手房挂牌量涨跌幅之间呈现负相关关系



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

图 24：二手房租金涨跌幅和二手房挂牌量涨跌幅之间呈现负相关关系

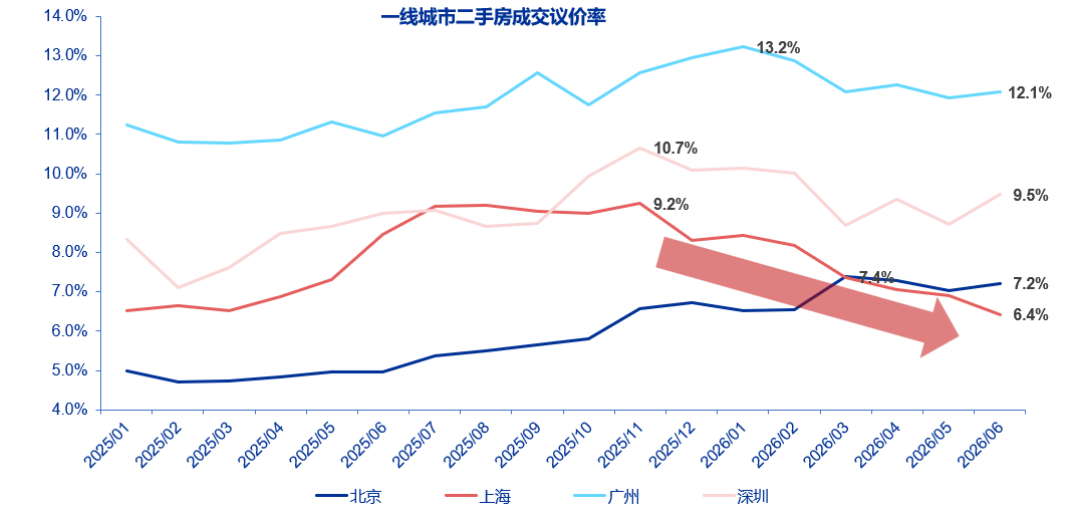


资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

仅供内部参考，请勿外传！

此外，根据上述讨论，还有两点值得关注的是：1）当供给参与定价，尤其是库存走低的时候，由于购房者可选房源的减少，房价的改善会伴随着议价率的走低，我们也确实观察到了一线城市的二手房成交议价率走低，其中尤其上海成交议价率从 2025 年 11 月的 9.2%下降至了 2026 年 6 月的 6.4%，下降了 2.8pct、这部分就直接贡献在了成交价的上涨幅度上；2）当供给参与定价，供给的高低会直接影响房价和租金，而且是同方向变化，尤其是库存走低的时候，供给缩量可以推动房价和租金同时上涨，从而延长租售比的性价比逻辑，从而推动房价改善更健康和更持续。

图 25：一线城市二手房成交议价率



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

对于今年的租金的超预期改善，我们还可以提供一个逻辑可能，保租房投资高峰期的过去也将推动供给缩量从而参与租金修复的定价。对于房价而言，上文中我们判断保交付的退坡和竣工的补跌是二手房挂牌量下降的关键因素，也就造成了供给缩量、从而参与房价修复的定价；而在租金而言，除了二手房销售挂牌量造成了部分同源租赁挂牌量的下降之外，我们认为 2026 年开始保租房投资高峰期的逐步过去，也将推动更多一个层次的租赁供给的下降，从而推动多层次的租赁供给缩量从而参与租金修复的定价。

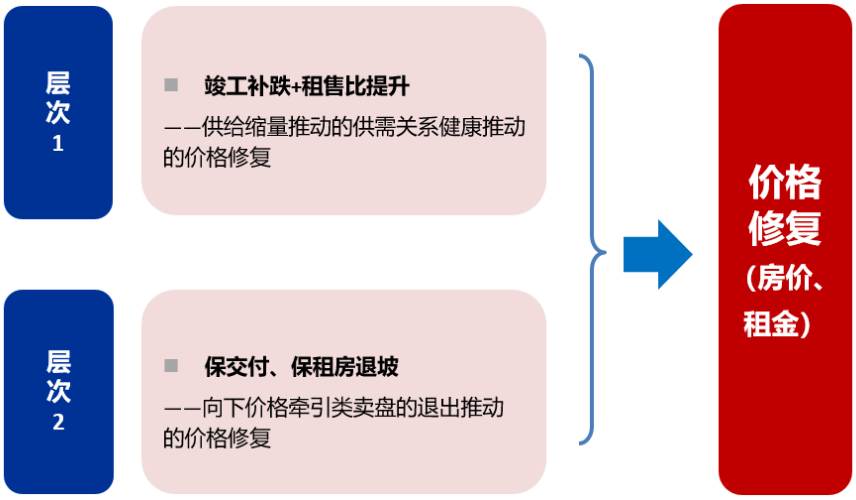
表 3：核心一二线城市保租房 2025 年和 2026 年筹建计划对比（单位：万套）

城市	2025 筹建目标（保租房纯口径）	2026 筹建目标（保租房纯口径）	2026 筹建目标（保障房打包口径）
北京	约 5 万套（实际 6.7 万套）	**首批 0.34 万间（套）**	-
上海	7.0 万套（实际 7.4 万套）	**约 1.2 万套**	-
广州	10.0 万套（实际 13.86 万套）	-	3.0（含保租+配售+公租房）
深圳	未公布纯保租整数，保障房 4 万套	-	3.0（含保租+配售+公租等）
武汉	5.4 万套（实际约 5.6 万套）	**4.0**	-
郑州	3.8 万套	**0.5 万套**	-
重庆	2.4 万套	**1.2 万套**	-
成都	约 1.0 万套（1–10 月实筹 0.95 万套）	**0.5 万套**	-
杭州	0.8 万套	**0.4 万套**	-

资料来源：各地政府官网，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

图 26：两层次的供给端缩量行为推动的楼市价格修复

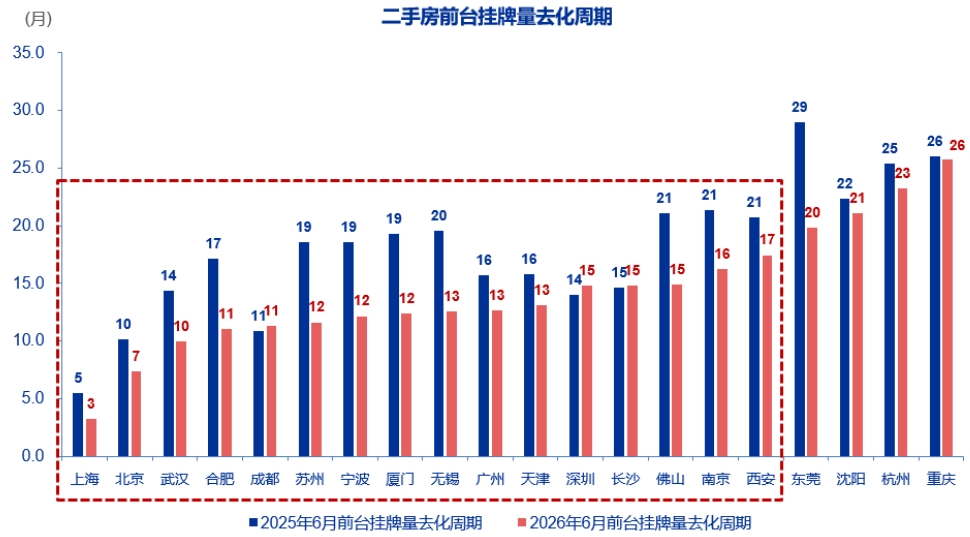


资料来源：申万宏源研究

如果供给参与定价，由于每个城市的供给差异较大，因而每个城市的供给情况就较为关键，包括二手房供给和新房供给。在二手房供给方面（二手房前台挂牌量去化周期）。2026 年 6 月二手房供给缩量较多并且绝对值较少的城市包括：上海（3 个月）、北京（7 个月）、武汉（10 个月）、合肥（11 个月）、成都（11 个月）、苏州（12 个月）等城市。在新房供给方面（拿证未售可售面积去化周期），2026 年 6 月新房供给缩量较多并且绝对值较少的城市包括：深圳（3 个月）、杭州（8 个月）、合肥（10 个月）、上海（15 个月）、宁波（16 个月）、厦门（17 个月）等城市。

预计未来全国房地产行业的止跌回稳在城市间扩散的行为就将是从供给缩量多的城市逐步向供给缩量少的城市逐步传递，其中还需要关注的是，因为核心城市二手房成交渗透率更高、因而二手房更主导楼市市场定价，因而二手房供给相对于新房供给在市场定价过程中起到更关键作用。综合上述分析，目前我们认为，供给收缩最明显的三个城市：上海、北京、合肥。

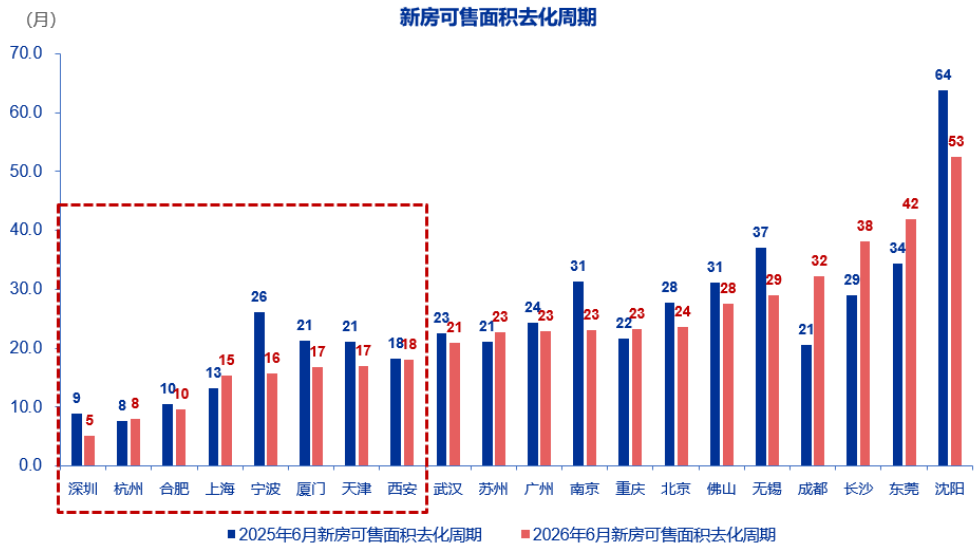
图 27：20 城二手房前台挂牌量去化周期



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

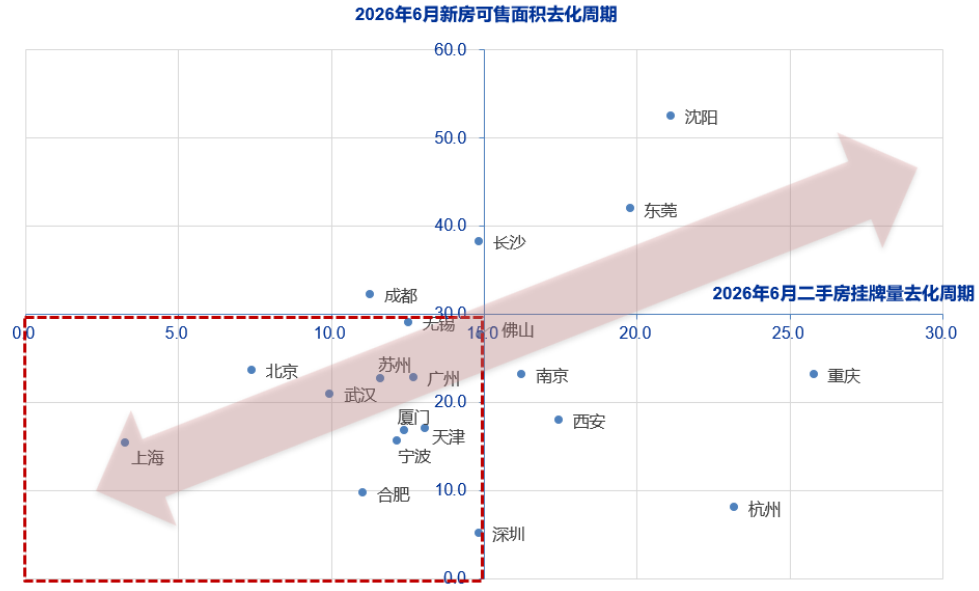
仅供内部参考，请勿外传！

图 28：20 城新房可售面积去化周期



资料来源：普睿数智研究中心，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

图 29：20 城二手房和新房库存去化周期



资料来源：冰山指数，普睿数智研究中心，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

为什么上海的房价和租金的改善是最显著的？从供给的角度来分析，这是因为上海的供给缩量最为显著，包括：

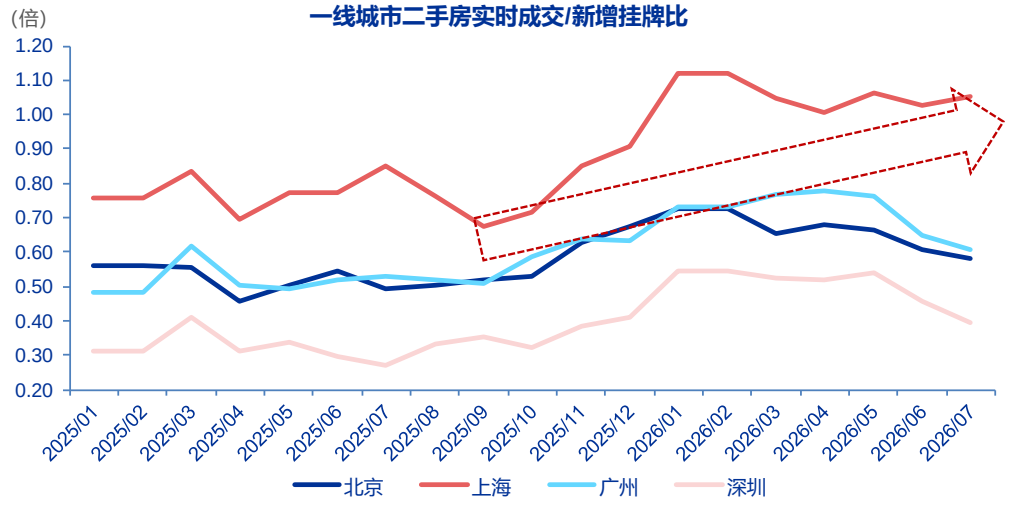
1）二手房供给收缩：一方面，从增量供需关系来看，上海二手房实时成交/新增挂牌比从 2026 年 1 月以来就持续大于 1 倍，这就意味着上海每个月新增挂牌都会被当月的实时成交消化，推动上海二手房挂牌量从今年年初以来开始进入到净去库存的阶段；另一方面，从存量供需关系来看，上海二手房挂牌去化月数（二手房存量挂牌量/实时成交）也持

仅供内部参考，请勿外传！

续下降，2026 年 6 月上海二手房挂牌去化月数降至 6.2 个月，300 万以下房源二手房挂牌去化月数降至 3.3 个月，都已经降至历史的底部区域。

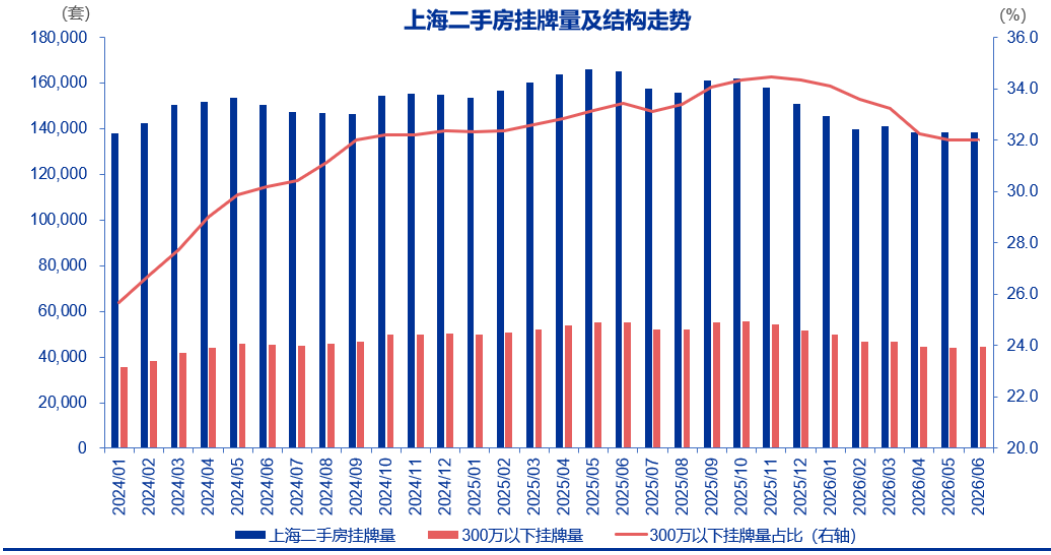
2）新房供给收缩：一方面，从增量供需关系来看，上海新房市场从今年 2 月开始也出现了新房成交/新开盘套数比也持续大于 1 倍，这就意味着上海每个月新增开盘套数也都会被当月的成交套数消化，推动上海新房库存从今年年初以来开始也进入到净去库存的阶段；另一方面，从存量供需关系来看，上海新房可售面积去化月数（新房可售面积/成交面积）也在快速下降，从 2026 年 3 月的 28 个月降至 2026 年 6 月的 15 个月。

图 30：一线城市二手房实时成交/新增挂牌比



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

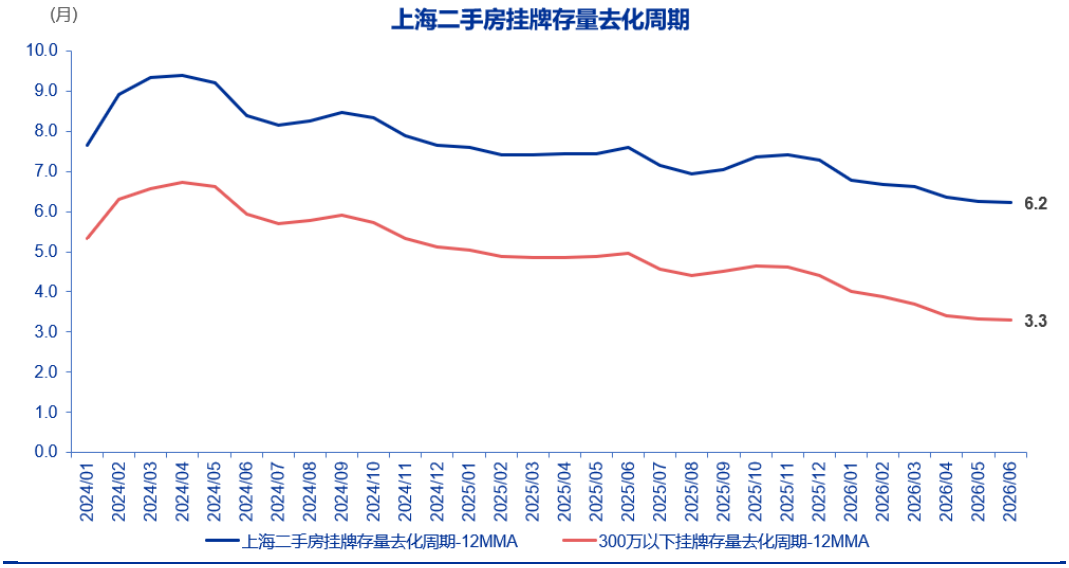
图 31：上海二手房前后台挂牌量及结构走势



资料来源：兔博士，冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

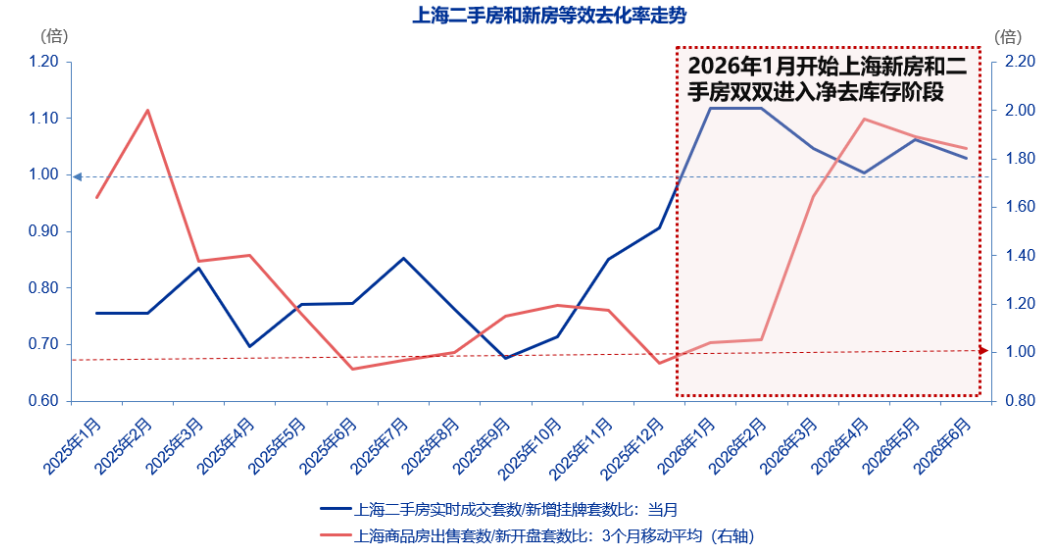
仅供内部参考，请勿外传！

图 32：上海二手房前后台挂牌存量去化周期



资料来源：兔博士，冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

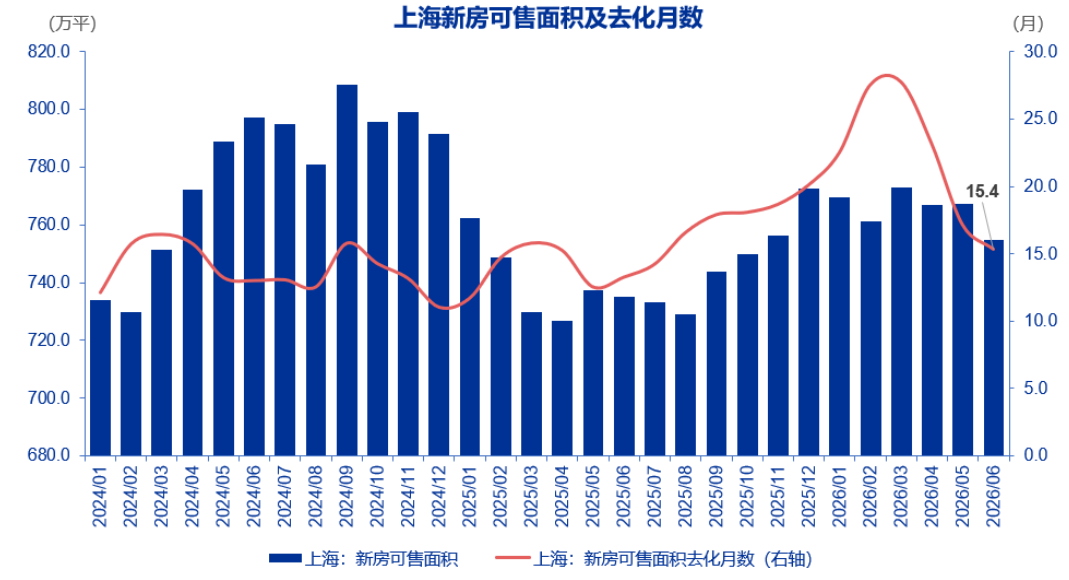
图 33：上海二手房和新房等效去化率走势



资料来源：冰山指数，Wind，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

仅供内部参考，请勿外传！

图 34：上海新房可售面积去化周期走势



资料来源：普睿数智研究中心，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

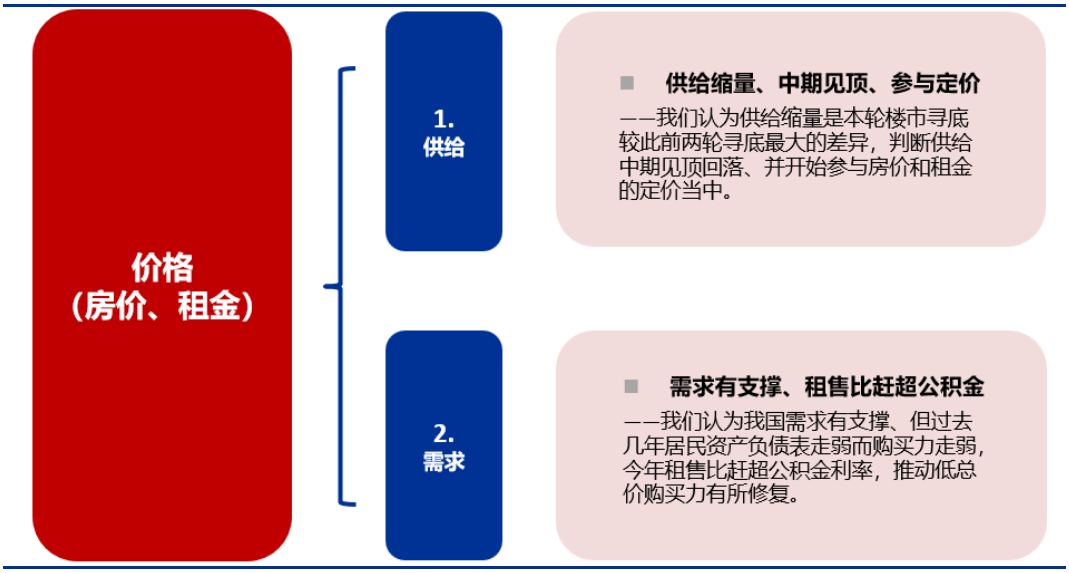
仅供内部参考，请勿外传！

4．供给助力寻底，需求决定弹性，核心城市先行

通过上文分析，我们认为供给缩量是本轮楼市寻底较此前两轮寻底最大的差异，判断供给中期见顶回落、并开始参与房价和租金的定价当中，因而判断及衡量全国供给的缩量的程度以及持续时间较为重要，同时分析各个城市的缩量程度和结构则是判断各城市后续企稳节奏的关键指标之一。

不过值得注意的是，一般而言，价格（包括房价和租金）是供应和需求两端因素共同决定。**供给是关键的一面，是本轮持续而健康寻底的关键，而需求则是关键的另一面，其则将决定未来弹性强弱。因而，一方面，对于全国而言，在判断了全国进入供给缩量的背景下，我们依然需要判断需求端修复程度及弹性如何；另一方面，对于城市而言，我们需要同时判断各个城市的供给缩量和需求弹性，并且综合排序。**

图 35：房地产价格的定价机制

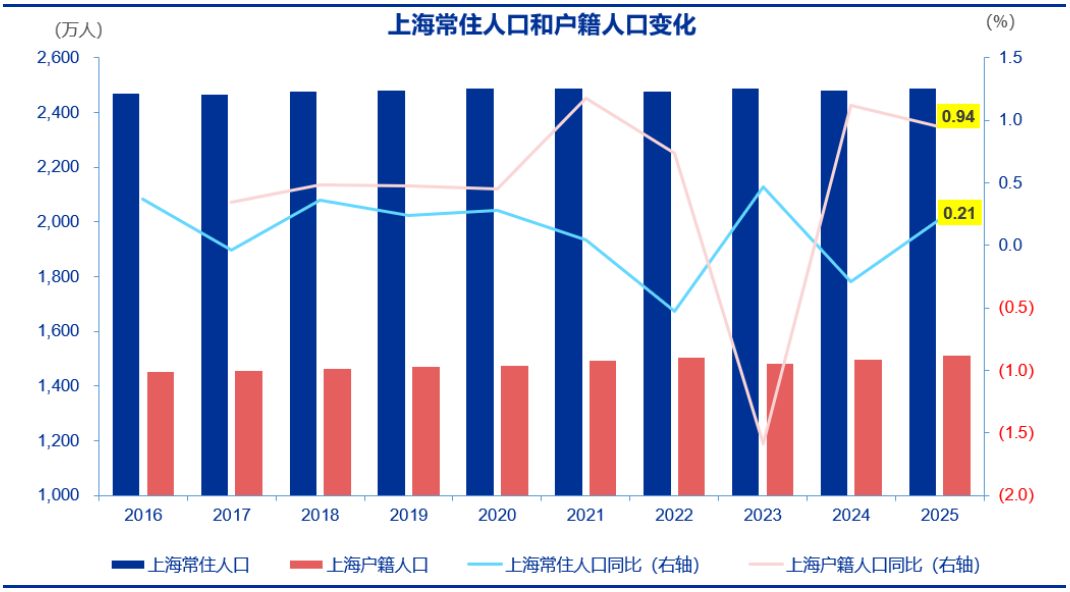


资料来源：申万宏源研究

通过上文的分析可知，目前上海目前全国房价和租金改善时间最领先、并且改善幅度最大的城市，这一方面来源于上海供给端缩量最为彻底，另一方面也来源于需求端的弹性最为多元化，包括：1）上海常住人口和户籍人口的持续流入；2）上海限购政策和公积金政策放松；3）上海城市更新持续推进；4）上海科技产业聚集推动的造富；5）人民币升值和 FDI 同比改善对上海需求的提振等等。因而上海供给端的显著收缩，叠加需求端的多元化弹性，共同推动了上海成为了本轮楼市最领先企稳回升的城市。

仅供内部参考，请勿外传！

图 36：上海需求弹性 1——上海常住人口和户籍人口变化



资料来源：冰山指数，Wind，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

表 4：上海需求弹性 2——2026 年 2 月 25 日上海房地产政策措施内容对比

调整类别	调整前				调整后（2026/2/25）			
	户籍	购房区域	可购套数	具体要求	户籍	购房区域	可购套数	具体要求
调整住房限购政策	非沪籍（成年单身=居民家庭）	外环外	不限套数	连续社保或个税满 1 年及以上	非沪籍（成年单身=居民家庭）	外环外	不限套数	连续社保或个税满 1 年及以上
		外环内	1 套	连续社保或个税满 3 年及以上		外环内	**1-2 套**	**连续社保或个税满 1 年及以上限购 1 套，3 年及以上限购 2 套**
				居住证群体无购房权限		不限	**1 套**	**在沪居住证满 5 年**
	沪籍（成年单身=居民家庭）	外环外	不限套数		沪籍（成年单身=居民家庭）	外环外	不限套数	
		外环内	2 套			外环内	2 套	
	沪籍多子女	外环外	不限套数		沪籍多子女	外环外	不限套数	
		外环内	3 套			外环内	3 套	
	购房套数	***贷款额度***			***购房套数***	***贷款额度***		
优化住房公积金政策	首套	额度	160 万		首套	额度	**240 万**	
		多子女家庭首套	216 万	叠加购买绿色建筑		多子女家庭首套	**324 万**	叠加购买绿色建筑
	二套	额度	130 万		二套	额度	**相应予以提高**	
		多子女家庭首套	130 万			多子女家庭首套	**基础额度上提升 20%**	
	-				**优化贷款套数认定：对于贷款已经结清、本市无住房或仅有 1 套住房，可继续公积金贷款**			
调整类别	购房套数			房产税政策	购房套数			房产税政策
完善个人住房房产税	首套			暂免征收房产税	首套**及成年子女家庭唯一住房**			免征收房产税
	二套及以上			合并计算家庭全部住房面积后，给予人均 60 平方米的免税面积扣除。若首套非免征，则二套及以上均全额征收。	二套及以上			不变

资料来源：财联社，上海住房城乡建设管理，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

表 5：上海需求弹性 3——《上海市城市更新行动方案（2026—2028 年）》

维度	核心内容
文件定位	新一轮（2026—2028）城市更新行动纲领，承接 2023—2025 第一轮三年行动，对接"十五五"规划与中央城市更新八项任务；导向从单点改造转向片区整体焕新、从拆改为主转向"安全兜底+品质提升+新质培育"并重。
总体原则	践行人民城市理念；统筹安全底线与品质提升、存量盘活与新质培育、风貌保护与活化利用、生态建设与公共服务；构建"政府引导、市场运作、公众参与"格局，完善规划—评估—征询—建设全流程市民参与机制，探索全生命周期可持续模式。
七大更新板块	1. 人居环境品质提升（旧住房成套改造、城中村、老旧小区）
	2. 存量资源提质增效（低效商办/产业用地功能转换）
	3. 基础设施韧性强化（燃气/供水/排水管网更新）
	4. 生态系统拓展优化（"一江一河一带"、环城生态公园带）
	5. 历史文脉赓续传承（外滩第二立面、老城厢、优秀历史建筑活化）
	6. 服务功能完善升级（15 分钟社区生活圈、嵌入式服务）
	7. 重点片区焕新引领（北外滩、虹桥商务区核心区、吴淞创新城、复兴岛、世博浦西等）。
三年关键节点（硬指标）	• 2026 年：全面启动城中村整体改造项目；旧住房成套改造全年目标 20 万㎡（三年计划共 70 万㎡）
	• 2027 年：全面完成小梁薄板房屋改造；基本完成城中村整体改造收尾；全面完成燃气老化管道改造
	• 至 2030 年（延展）：老旧小区改造累计 3000–4000 万㎡，居住建筑节能改造 2000 万㎡，商办楼宇更新 150 栋/约 200 万㎡，推进≥20 个重点片区、≥300 个更新项目。
居住民生重点	公房/售后公房全覆盖修缮→扩展混合类/早期商品房；旧住房不成套改造（拆除重建/旧改/协议置换三模式）；老旧电梯更新+多层加梯；无卫生设施旧住房消险；"拎马桶"历史遗留清零延续。
商办与产业更新	低效商办楼宇兼容租赁/养老/科创等功能；产业用地提质增效、工业上楼；重点样板片区打造标杆。
滨水与生态	"一江一河"新增约 50 公里贯通岸线；世博水环、复兴岛岛北开放空间、徐汇西岸等提升；滨水驿站/轮渡码头服务升级；千座公园成果巩固+环城生态公园带。
与一线城市差异	上海特征＝居住消险先行（城中村 2026 启动/小梁薄板 2027 清零）+商办滨水并进+风貌严控；不同于深圳城中村统租拆建主导、广州旧村全面改造、北京核心区平房腾退。

资料来源：上海市规划和自然资源局，申万宏源研究

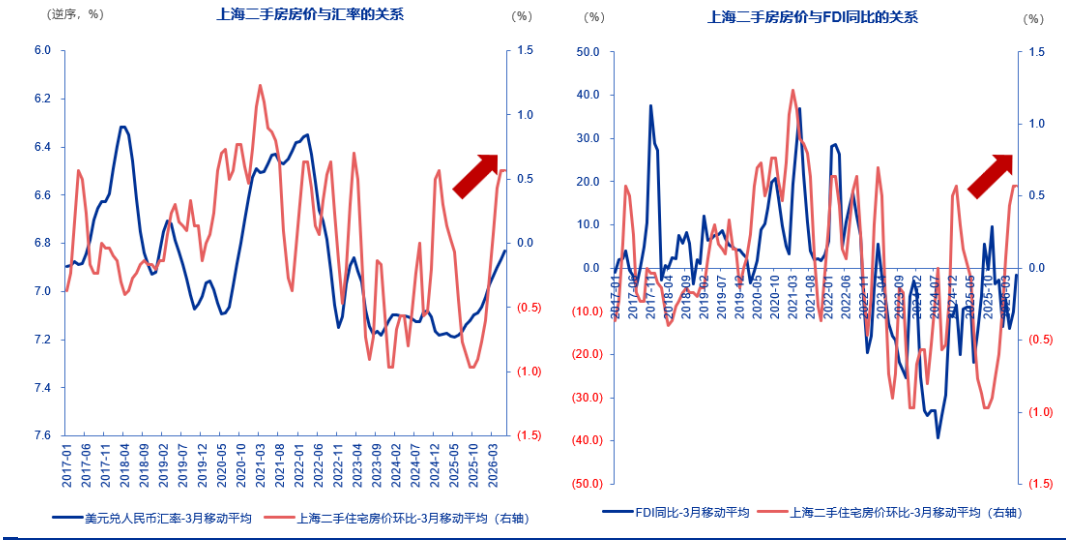
表 6：上海需求弹性 4——核心十城科技红利明显

城市	官方定位	核心产业方向	主要企业
北京	全国政治、文化、国际交往、科技创新中心	信息技术、医药健康、人工智能、集成电路、机器人和智能制造、智能网联汽车、空天技术、新材料	字节跳动、百度、百济神州、蓝箭航天、中芯国际、小米、中材科技
上海	国际经济、金融、贸易、航运、科技创新中心	集成电路、生物医药、人工智能、新能源汽车	中芯国际、上海医药、MiniMax
广州	国际商贸中心、全国先进制造业基地	智能网联与新能源汽车、船舶与海工装备、人工智能、生物医药	广汽集团、文远知行、广船国际、广药集团
深圳	全国性经济中心、先进制造业基地、国家创新型城市	信息技术、人工智能、智能网联新能源汽车、新能源、高端装备、医疗器械、集成电路、低空经济、航空航天	华为、腾讯、中兴通讯、比亚迪、迈瑞医疗、大疆创新
杭州	全国数字经济创新中心、区域性科技创新高地	人工智能、视觉智能、具身智能、集成电路、智能经济	阿里巴巴、DeepSeek、网易、海康威视、宇树科技
成都	全国科技创新中心、全国先进制造业基地	电子信息、装备制造、医药健康、新材料、人工智能、空天产业、低空经济、北斗产业、生物制造	京东方、成都飞机工业集团、科伦药业、海光信息
苏州	国际科技创新中心关键支点城市	生物医药、高端医疗器械、人工智能、半导体与集成电路、商业航天、生物制造、细胞与基因技术	恒瑞医药、中际旭创、魔门塔
合肥	中部先进制造业基地、区域性科技创新高地、国际航空货运集散中心	智能网联新能源汽车、人工智能、集成电路	蔚来、科大讯飞、长鑫存储
武汉	国家科技创新中心、国家商贸物流中心、区域金融中心	光电子信息、生命健康、智能制造、汽车制造、高端装备	长江存储、长飞光纤、华工科技、人福医药、药明康德、华中数控
西安	具有国际影响力的西部科技创新中心、全国先进制造业中心	高端装备制造、航空航天、汽车、新能源、智能算力	中航西飞、比亚迪、陕汽集团、雁塔人工智能创新中心

资料来源：各地政府官网，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

图 37：上海需求弹性 5——上海的房价与汇率、FDI 同比呈现显著相关性



资料来源：冰山指数，Wind，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 6 月）

此外，我们通过分总价段房价周环比数据来进一步分析核心城市的房价变化的结构行为，同时对比房价和租金 VS 挂牌量的关系，我们可以判断：

1）上海目前已经进入到了健康改善的阶段：上海 500 万以下房源自 2026 年 1 月以来持续上涨，奠定了本轮房价企稳回升的扎实基础，同时 500 万以上也开始逐步上涨代表了上海楼市置换链已在重新构建当中，同时考虑到上海房价和租金同时改善，因而判断上海目前已经进入到了健康改善的阶段；

2）除上海之外核心城市筑底也已陆续启动：上海和苏州的二手房房价和租金自今年 2 月至今已经连续上涨 5-6 个月，并且合肥和深圳二手房房价和租金处于磨底改善趋势当中，此外，考虑到北京楼市供给的缩量以及租金的改善，同时考虑北京在 8 月楼市新政将推动需求释放，后续北京楼市的筑底也值得期待；

3）供给缩量是本轮楼市房价寻底关键因素：上海、苏州和合肥的二手房挂牌量下降是对应房价和租金改善的重要因素，都是供给缩量需求有弹性的城市，供给缩量是本轮寻底的重要关键。而北京本轮供给缩量也非常显著、同时去化周期之低也仅次于上海，因而配合 8 月楼市新政推动的需求弹性，预计北京楼市也已经在筑底过程中。

仅供内部参考，请勿外传！

图 38：上海分总价段二手房成交单价周环比走势

上海：二手房分总价段挂牌价：月环比（%）-周环比：周频
周环比（%）：周频

上海	0-200	200-300	300-500	500-700	700-1000	1000-1500	1500-3000	3000+
2025/12/14	(0.33)	(0.25)	(0.39)	(0.24)	(0.25)	(0.39)	(0.49)	1.83
2025/12/21	(0.28)	(0.20)	(0.23)	(0.12)	(0.06)	(0.19)	(0.04)	(0.55)
2025/12/28	(0.23)	(0.27)	(0.28)	(0.48)	(0.24)	(0.49)	(0.02)	(0.22)
2026/1/4	0.07	(0.10)	(0.15)	(0.09)	(0.07)	(0.29)	(0.25)	0.07
2026/1/11	(0.02)	0.01	(0.15)	(0.20)	(0.19)	0.08	0.15	0.75
2026/1/18	0.01	(0.04)	(0.06)	0.04	(0.24)	(0.36)	(0.54)	(0.32)
2026/1/25	0.44	0.04	0.10	(0.14)	0.07	0.07	(0.13)	2.26
2026/2/1	0.17	0.27	0.01	0.06	(0.02)	0.19	(0.10)	0.00
2026/2/8	0.20	0.09	0.09	(0.01)	(0.10)	0.27	(0.16)	1.92
2026/2/15	0.31	0.45	0.34	0.15	0.17	0.23	0.10	(0.09)
2026/2/22	0.12	0.10	0.17	0.09	0.08	0.09	0.05	0.49
2026/3/1	(0.31)	(0.21)	(0.20)	(0.15)	(0.20)	(0.06)	(0.15)	0.00
2026/3/8	(0.34)	(0.12)	(0.23)	(0.35)	(0.36)	(0.26)	(0.18)	0.12
2026/3/15	0.13	0.23	0.15	0.11	(0.01)	0.12	0.00	(0.40)
2026/3/22	0.53	0.40	0.24	0.02	0.08	(0.03)	0.14	(0.94)
2026/3/29	0.46	0.30	(0.04)	0.12	(0.18)	(0.27)	0.05	1.15
2026/4/5	0.50	0.16	0.07	(0.14)	(0.06)	0.21	0.17	(0.39)
2026/4/12	0.18	0.24	0.03	0.01	(0.05)	(0.06)	(0.34)	(0.11)
2026/4/19	0.11	0.26	0.09	0.01	0.02	(0.10)	0.10	(0.72)
2026/4/26	0.45	0.00	0.09	0.13	(0.02)	0.07	0.11	0.00
2026/5/3	0.14	0.21	0.05	0.14	(0.12)	0.08	0.12	(0.25)
2026/5/10	0.16	0.17	0.02	0.13	0.04	(0.21)	(0.07)	(0.02)
2026/5/17	0.42	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.05)	(0.13)	0.02	1.57
2026/5/24	0.04	0.16	0.07	0.17	0.07	(0.22)	0.18	0.28
2026/5/31	0.26	0.03	0.14	(0.01)	0.05	0.16	(0.14)	(0.15)
2026/6/7	0.09	0.20	(0.04)	(0.04)	(0.02)	(0.05)	0.18	(0.70)
2026/6/14	0.14	0.08	0.05	(0.12)	(0.17)	0.15	0.08	(0.17)
2026/6/21	0.29	0.23	0.08	0.02	0.13	(0.07)	0.21	0.07
2026/6/28	0.16	0.07	0.15	0.04	0.09	0.04	(0.15)	0.05
2026/7/5	0.13	0.14	0.08	0.12	0.01	0.07	(0.15)	0.46
2026/7/12	0.16	0.09	0.02	(0.20)	0.12	(0.37)	(0.03)	0.50
2026/7/19	0.06	0.06	0.01	0.06	(0.09)	0.05	(0.02)	(0.16)
2026/7/26	(0.05)	0.08	(0.04)	(0.05)	0.03	(0.08)	(0.13)	(0.09)
2026/8/2	(0.00)	0.05	0.02	0.12	(0.06)	0.10	0.15	(0.03)

资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 8 月 2 日）

图 39：北京分总价段二手房成交单价周环比走势

北京：二手房分总价段挂牌价：月环比（%）-周环比：周频
周环比（%）：周频

北京	0-200	200-300	300-500	500-700	700-1000	1000-1500	1500-3000	3000+
2025/12/14	(0.46)	(0.53)	(0.58)	(0.29)	(0.59)	(0.33)	(0.40)	(0.48)
2025/12/21	(0.51)	(0.49)	(0.47)	(0.49)	(0.41)	(0.39)	(0.39)	(0.01)
2025/12/28	(0.42)	(0.48)	(0.51)	(0.29)	(0.33)	(0.47)	(0.27)	0.68
2026/1/4	(0.17)	(0.49)	(0.20)	(0.34)	(0.12)	(0.06)	(0.17)	0.00
2026/1/11	(0.17)	(0.16)	(0.25)	(0.12)	(0.06)	(0.22)	(0.09)	(0.64)
2026/1/18	(0.16)	0.14	(0.03)	(0.25)	(0.28)	(0.24)	0.21	(0.96)
2026/1/25	(0.14)	0.13	0.01	(0.10)	(0.10)	0.01	(0.11)	0.22
2026/2/1	(0.27)	0.09	0.06	(0.15)	(0.21)	(0.06)	0.16	0.81
2026/2/8	0.20	0.13	0.07	(0.06)	0.06	0.12	0.18	(1.24)
2026/2/15	0.21	0.18	0.24	0.02	0.13	0.35	0.32	0.00
2026/2/22	0.16	0.09	0.07	0.07	0.13	0.11	0.34	0.00
2026/3/1	(0.25)	(0.19)	(0.18)	(0.10)	(0.08)	(0.28)	0.35	0.00
2026/3/8	(0.40)	(0.30)	(0.22)	(0.34)	(0.32)	(0.10)	(0.75)	(1.10)
2026/3/15	0.24	(0.02)	(0.07)	0.18	(0.02)	0.06	(0.75)	0.16
2026/3/22	(0.07)	(0.09)	0.09	(0.17)	(0.16)	0.09	0.55	(0.59)
2026/3/29	0.14	0.08	(0.14)	(0.09)	(0.16)	(0.20)	0.12	(0.51)
2026/4/5	0.01	(0.05)	(0.05)	(0.14)	(0.16)	(0.09)	(0.15)	0.15
2026/4/12	0.07	(0.07)	0.05	(0.08)	(0.11)	0.04	(0.74)	(0.58)
2026/4/19	(0.28)	0.03	(0.23)	(0.27)	(0.20)	(0.15)	0.20	0.66
2026/4/26	(0.19)	0.02	(0.15)	(0.06)	0.11	(0.32)	(0.38)	(0.24)
2026/5/3	0.13	0.01	(0.11)	(0.06)	(0.07)	0.01	(0.21)	(0.41)
2026/5/10	(0.15)	0.06	(0.10)	(0.17)	(0.38)	0.04	(0.24)	0.00
2026/5/17	(0.31)	(0.05)	(0.22)	(0.09)	(0.11)	0.07	0.15	(0.93)
2026/5/24	(0.16)	(0.01)	(0.03)	(0.06)	(0.23)	(0.37)	(0.19)	0.23
2026/5/31	(0.27)	(0.13)	(0.11)	(0.07)	(0.09)	(0.09)	(0.53)	(0.21)
2026/6/7	(0.10)	(0.03)	(0.03)	(0.20)	(0.08)	(0.12)	0.21	(0.49)
2026/6/14	0.09	(0.04)	(0.13)	0.01	(0.06)	(0.31)	(0.08)	0.00
2026/6/21	(0.30)	(0.16)	(0.12)	(0.12)	(0.13)	0.12	(0.70)	0.00
2026/6/28	(0.21)	(0.14)	(0.16)	(0.20)	(0.09)	(0.11)	(0.13)	(0.47)
2026/7/5	0.06	(0.09)	(0.09)	(0.07)	(0.18)	(0.08)	0.01	0.00
2026/7/12	(0.13)	(0.19)	(0.18)	(0.11)	(0.05)	(0.28)	(0.39)	0.43
2026/7/19	0.02	0.01	(0.13)	(0.23)	0.05	(0.02)	(0.23)	(0.22)
2026/7/26	(0.30)	(0.14)	(0.20)	(0.06)	(0.33)	(0.06)	(0.02)	0.00
2026/8/2	(0.27)	(0.05)	(0.07)	(0.17)	(0.10)	(0.10)	0.09	(0.04)

资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 8 月 2 日）

仅供内部参考，请勿外传！

图 40：广州分总价段二手房成交单价周环比走势

广州：二手房分总价段挂牌价：月环比（%）-周环比：周频 周环比（%）：周频							
广州	0-100	100-200	200-300	300-500	500-700	700-1000	1000+
2025/12/14	(0.23)	(0.28)	(0.46)	(0.54)	(0.14)	(0.34)	0.08
2025/12/21	(0.38)	(0.32)	(0.33)	(0.34)	(0.39)	(0.47)	(0.77)
2025/12/28	(0.24)	(0.04)	(0.11)	(0.29)	(0.34)	(0.21)	(0.07)
2026/1/4	0.03	(0.31)	(0.47)	(0.03)	(0.19)	(0.26)	(0.20)
2026/1/11	(0.22)	(0.16)	0.03	(0.12)	(0.06)	0.10	(0.23)
2026/1/18	(0.11)	(0.13)	(0.12)	(0.17)	(0.00)	(0.22)	(0.62)
2026/1/25	(0.18)	(0.07)	(0.09)	(0.10)	0.10	(0.51)	0.64
2026/2/1	(0.02)	0.03	(0.19)	(0.17)	(0.42)	0.21	(0.08)
2026/2/8	(0.12)	(0.15)	0.05	0.16	0.19	0.06	(0.06)
2026/2/15	0.04	(0.11)	0.08	0.05	(0.03)	0.16	(0.15)
2026/2/22	0.05	0.11	0.03	(0.14)	(0.10)	0.14	0.08
2026/3/1	0.09	0.14	(0.08)	0.02	(0.12)	(0.36)	0.12
2026/3/8	(0.20)	(0.14)	(0.11)	(0.12)	(0.32)	0.24	(0.18)
2026/3/15	(0.05)	(0.19)	(0.13)	(0.15)	(0.37)	(0.38)	(0.21)
2026/3/22	(0.04)	0.01	(0.16)	(0.13)	(0.54)	(0.14)	0.20
2026/3/29	0.04	(0.00)	(0.01)	(0.02)	0.20	(0.42)	(0.07)
2026/4/5	(0.16)	(0.05)	(0.06)	0.04	(0.11)	(0.27)	(0.24)
2026/4/12	0.03	(0.10)	(0.31)	(0.23)	(0.23)	(0.27)	(0.09)
2026/4/19	(0.27)	(0.12)	(0.07)	(0.08)	(0.23)	0.49	(0.60)
2026/4/26	(0.24)	0.00	(0.10)	0.03	(0.25)	0.13	(0.41)
2026/5/3	(0.19)	(0.08)	(0.09)	(0.28)	(0.12)	(0.33)	(0.14)
2026/5/10	(0.05)	(0.06)	0.13	(0.02)	0.16	(0.44)	(0.29)
2026/5/17	(0.19)	(0.04)	0.03	(0.09)	(0.06)	(0.54)	(0.29)
2026/5/24	(0.11)	(0.01)	(0.04)	(0.06)	(0.03)	(0.03)	(0.25)
2026/5/31	(0.10)	(0.02)	(0.04)	(0.27)	(0.05)	(0.04)	(0.17)
2026/6/7	(0.05)	(0.14)	0.05	0.10	(0.11)	0.05	(0.18)
2026/6/14	(0.13)	(0.10)	(0.11)	(0.03)	(0.18)	(0.39)	(0.14)
2026/6/21	(0.09)	(0.16)	(0.12)	(0.13)	(0.32)	(0.23)	(0.21)
2026/6/28	(0.09)	(0.18)	(0.14)	(0.25)	(0.00)	(0.08)	(0.32)
2026/7/5	(0.08)	(0.07)	(0.21)	0.12	(0.27)	0.11	(0.48)
2026/7/12	(0.04)	0.12	(0.21)	(0.01)	(0.01)	(0.20)	(0.24)
2026/7/19	0.03	(0.24)	(0.13)	(0.17)	(0.19)	(0.32)	(0.17)
2026/7/26	(0.10)	(0.04)	0.00	(0.01)	(0.16)	(0.16)	0.02
2026/8/2	(0.04)	(0.32)	0.49	(0.01)	0.30	0.87	0.71

资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 8 月 2 日）

图 41：深圳分总价段二手房成交单价周环比走势

深圳：二手房分总价段挂牌价：月环比（%）-周环比：周频 周环比（%）：周频								
深圳	0-200	200-300	300-500	500-700	700-1000	1000-1500	1500-3000	3000+
2025/12/14	(0.43)	(0.23)	(0.28)	(0.41)	(0.31)	(0.15)	(0.25)	0.72
2025/12/21	(0.41)	(0.32)	(0.18)	0.04	(0.36)	(0.17)	0.12	(1.00)
2025/12/28	(0.29)	(0.21)	(0.27)	(0.21)	(0.06)	(0.08)	(0.18)	(0.98)
2026/1/4	(0.19)	(0.07)	(0.18)	(0.01)	0.02	(0.20)	0.25	(1.90)
2026/1/11	(0.02)	(0.07)	(0.07)	(0.10)	(0.14)	0.03	(0.32)	3.37
2026/1/18	(0.30)	(0.17)	(0.05)	(0.08)	(0.05)	(0.06)	(0.03)	(2.56)
2026/1/25	0.01	(0.10)	(0.06)	(0.15)	0.09	(0.17)	(0.02)	0.05
2026/2/1	0.06	0.07	(0.12)	(0.06)	0.20	(0.12)	0.07	(0.11)
2026/2/8	0.05	0.08	0.16	0.02	0.08	0.01	(0.33)	2.62
2026/2/15	0.17	0.13	0.22	0.16	0.26	0.39	0.30	0.00
2026/2/22	0.06	0.02	0.01	(0.02)	(0.04)	(0.00)	(0.09)	0.00
2026/3/1	(0.26)	(0.19)	(0.09)	0.04	(0.03)	(0.15)	(0.04)	(0.91)
2026/3/8	(0.11)	0.00	(0.16)	(0.15)	(0.07)	(0.19)	(0.17)	(0.60)
2026/3/15	0.20	(0.13)	(0.08)	(0.22)	(0.26)	(0.06)	0.17	(0.02)
2026/3/22	(0.01)	0.00	(0.08)	0.13	(0.13)	0.05	(0.05)	1.21
2026/3/29	(0.16)	(0.19)	(0.03)	0.02	(0.04)	(0.03)	0.03	(0.91)
2026/4/5	0.06	(0.14)	0.09	(0.01)	0.06	(0.38)	0.00	(0.11)
2026/4/12	(0.10)	(0.13)	(0.01)	(0.01)	0.03	0.09	0.23	0.45
2026/4/19	0.04	0.10	(0.03)	(0.13)	(0.05)	0.06	(0.22)	(0.59)
2026/4/26	(0.02)	(0.09)	(0.18)	(0.12)	(0.14)	(0.02)	(0.03)	(0.00)
2026/5/3	0.04	(0.04)	(0.02)	(0.09)	(0.08)	(0.03)	(0.12)	(0.19)
2026/5/10	0.10	0.15	(0.14)	0.10	(0.01)	0.02	0.50	(0.29)
2026/5/17	(0.19)	(0.01)	(0.05)	(0.05)	0.02	0.07	(0.16)	0.02
2026/5/24	(0.00)	(0.05)	0.02	0.07	0.10	(0.20)	0.49	0.60
2026/5/31	(0.07)	0.01	(0.03)	0.11	0.12	0.11	(0.05)	0.19
2026/6/7	0.11	(0.02)	0.02	0.07	0.12	0.00	(0.10)	(0.15)
2026/6/14	(0.05)	(0.09)	(0.02)	0.01	0.04	0.44	0.13	0.40
2026/6/21	0.00	(0.24)	0.00	0.14	0.24	0.05	(0.11)	0.17
2026/6/28	(0.13)	(0.17)	(0.01)	(0.25)	(0.12)	(0.09)	0.37	(0.24)
2026/7/5	0.09	(0.01)	(0.12)	(0.14)	(0.03)	(0.23)	0.23	(0.13)
2026/7/12	(0.11)	(0.25)	0.02	(0.10)	0.04	0.06	(0.14)	0.38
2026/7/19	(0.03)	(0.22)	(0.13)	(0.16)	(0.34)	(0.21)	(0.41)	0.20
2026/7/26	(0.38)	(0.00)	(0.06)	(0.15)	0.07	(0.04)	(0.27)	(0.34)
2026/8/2	(0.30)	(0.46)	(0.02)	(0.18)	0.22	0.08	0.46	0.80

资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 8 月 2 日）

仅供内部参考，请勿外传！

图 42：成都分总价段二手房成交单价周环比走势

成都：二手房分总价段挂牌价：月环比（%）-周环比：周频
周环比（%）：周频

成都	0-100	100-200	200-300	300-500	500-700	700-1000	1000+
2025/12/14	(0.24)	(0.31)	(0.31)	(0.22)	0.03	0.44	(0.57)
2025/12/21	(0.29)	(0.26)	(0.25)	(0.25)	(0.28)	(0.61)	(0.10)
2025/12/28	(0.14)	(0.23)	(0.08)	(0.32)	(0.30)	(0.74)	(0.18)
2026/1/4	(0.12)	(0.13)	(0.06)	(0.02)	(0.42)	(0.28)	0.10
2026/1/11	(0.22)	(0.24)	(0.40)	(0.42)	0.02	(0.21)	(0.31)
2026/1/18	(0.21)	(0.21)	(0.31)	(0.06)	(0.33)	(0.40)	(0.07)
2026/1/25	(0.15)	(0.10)	0.07	(0.16)	(0.29)	(0.02)	(0.31)
2026/2/1	(0.00)	(0.04)	(0.19)	(0.19)	(0.21)	(0.54)	0.12
2026/2/8	(0.01)	0.00	(0.07)	0.11	0.26	(0.30)	(0.45)
2026/2/15	0.00	0.02	0.11	(0.06)	(0.08)	0.31	0.14
2026/2/22	0.00	0.00	(0.01)	0.02	(0.01)	(0.22)	0.00
2026/3/1	(0.14)	(0.18)	(0.28)	(0.10)	0.01	(0.43)	0.06
2026/3/8	(0.13)	(0.19)	(0.22)	(0.19)	(0.23)	(0.44)	(0.23)
2026/3/15	(0.22)	(0.16)	(0.22)	(0.07)	(0.20)	(0.39)	(0.37)
2026/3/22	(0.06)	(0.13)	(0.13)	(0.14)	(0.45)	(0.44)	(0.25)
2026/3/29	(0.06)	(0.20)	(0.27)	(0.01)	(0.16)	0.14	0.08
2026/4/5	(0.09)	(0.03)	(0.17)	(0.09)	(0.10)	(0.14)	0.08
2026/4/12	(0.12)	(0.15)	(0.16)	(0.09)	(0.01)	(0.23)	(0.13)
2026/4/19	(0.06)	(0.11)	(0.20)	(0.33)	(0.12)	0.08	(0.23)
2026/4/26	0.00	(0.13)	(0.24)	(0.18)	(0.02)	(0.49)	(0.45)
2026/5/3	(0.12)	(0.14)	(0.02)	(0.14)	(0.06)	(0.30)	0.03
2026/5/10	(0.07)	(0.04)	(0.02)	0.02	(0.16)	(0.08)	(0.06)
2026/5/17	(0.16)	(0.18)	(0.33)	(0.28)	0.01	(0.53)	(0.36)
2026/5/24	(0.13)	(0.21)	(0.06)	(0.38)	(0.14)	(0.10)	(0.27)
2026/5/31	(0.10)	(0.08)	(0.12)	(0.11)	(0.07)	(0.67)	(1.81)
2026/6/7	(0.03)	(0.18)	(0.07)	(0.28)	(0.18)	(0.04)	(0.87)
2026/6/14	(0.19)	(0.17)	(0.18)	(0.19)	(0.00)	(0.11)	(0.53)
2026/6/21	(0.20)	(0.17)	(0.00)	(0.16)	(0.28)	(0.20)	(0.44)
2026/6/28	(0.16)	(0.27)	(0.27)	(0.08)	(0.44)	(0.32)	(0.36)
2026/7/5	(0.09)	(0.18)	(0.07)	0.03	(0.19)	0.03	(0.48)
2026/7/12	(0.13)	(0.19)	(0.09)	(0.24)	(0.35)	0.07	(0.35)
2026/7/19	(0.01)	(0.12)	(0.09)	0.05	0.04	(0.47)	0.20
2026/7/26	(0.09)	(0.10)	(0.23)	(0.23)	(0.24)	(0.11)	(0.46)
2026/8/2	(0.94)	(0.77)	0.01	0.98	0.35	1.12	3.86

资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 8 月 2 日）

图 43：杭州分总价段二手房成交单价周环比走势

杭州：二手房分总价段挂牌价：月环比（%）-周环比：周频
周环比（%）：周频

杭州	0-100	100-200	200-300	300-500	500-700	700-1000	1000+
2025/12/14	0.19	(0.25)	0.01	(0.17)	(0.32)	(0.29)	(0.05)
2025/12/21	(0.47)	(0.30)	(0.22)	(0.06)	(0.24)	(0.38)	0.16
2025/12/28	0.01	(0.27)	(0.26)	(0.20)	(0.11)	0.32	(0.32)
2026/1/4	(0.51)	0.17	(0.49)	(0.24)	(0.05)	(0.39)	0.22
2026/1/11	(0.83)	(0.41)	(0.21)	(0.21)	(0.25)	(0.43)	(0.08)
2026/1/18	0.46	(0.04)	0.46	(0.03)	0.60	(0.21)	(0.16)
2026/1/25	(0.31)	0.03	(0.09)	(0.19)	0.50	0.38	(0.02)
2026/2/1	(0.06)	0.06	(0.10)	0.06	(0.01)	(0.49)	(0.00)
2026/2/8	(0.54)	(0.22)	(0.21)	(0.01)	0.01	0.31	0.02
2026/2/15	0.60	0.11	0.12	0.13	(0.02)	(0.36)	0.26
2026/2/22	(0.08)	(0.08)	(0.04)	(0.02)	0.04	0.00	(0.14)
2026/3/1	(0.32)	0.03	(0.05)	(0.25)	0.03	(0.11)	(0.21)
2026/3/8	0.09	(0.20)	(0.25)	(0.07)	(0.14)	0.05	(0.46)
2026/3/15	(0.15)	(0.11)	(0.12)	(0.24)	(0.44)	(0.18)	0.38
2026/3/22	(0.37)	(0.21)	(0.08)	(0.32)	(0.08)	(0.39)	(0.22)
2026/3/29	(0.11)	(0.03)	(0.17)	(0.19)	(0.20)	(0.14)	(0.06)
2026/4/5	(1.30)	(0.21)	(0.42)	(0.23)	(0.23)	(0.61)	(0.52)
2026/4/12	0.72	(0.16)	(0.01)	(0.31)	(0.15)	0.16	(0.19)
2026/4/19	(0.02)	(0.03)	(0.46)	(0.23)	(0.15)	(0.32)	(0.82)
2026/4/26	0.03	(0.17)	(0.14)	(0.02)	(0.06)	0.01	0.24
2026/5/3	(0.37)	(0.06)	(0.18)	(0.20)	(0.10)	(0.29)	(0.47)
2026/5/10	(1.03)	(0.33)	(0.35)	(0.19)	(0.13)	(0.07)	0.18
2026/5/17	1.20	0.16	(0.07)	(0.25)	(0.23)	(0.05)	(0.20)
2026/5/24	(0.09)	(0.27)	(0.23)	(0.15)	(0.30)	(0.07)	0.06
2026/5/31	(0.16)	(0.23)	(0.19)	(0.18)	(0.17)	(0.13)	(0.07)
2026/6/7	(0.07)	(0.29)	(0.06)	(0.32)	(0.16)	(0.18)	(0.26)
2026/6/14	(0.29)	(0.10)	0.01	(0.18)	(0.17)	(0.28)	(0.30)
2026/6/21	(0.23)	(0.09)	0.00	(0.17)	(0.12)	(0.10)	0.01
2026/6/28	(4.82)	(1.83)	(1.32)	0.28	0.03	0.16	(0.22)
2026/7/5	(0.55)	(0.24)	(0.20)	(0.31)	(0.30)	(0.16)	0.43
2026/7/12	(0.06)	(0.12)	(0.06)	(0.18)	(0.36)	(0.16)	(0.28)
2026/7/19	(0.16)	(0.20)	(0.17)	(0.12)	(0.24)	(0.30)	(0.17)
2026/7/26	(0.01)	(0.04)	(0.04)	(0.26)	(0.03)	(0.11)	0.17
2026/8/2	0.04	(0.12)	(0.15)	(0.23)	(0.18)	(0.17)	(0.08)

资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 8 月 2 日）

图 44：苏州分总价段二手房成交单价周环比走势

苏州：二手房分总价段挂牌价：月环比（%）-周环比：周频 周环比（%）：周频							
苏州	0-100	100-200	200-300	300-500	500-700	700-1000	1000+
2025/12/14	(0.46)	(0.44)	(0.45)	(0.51)	(0.84)	(0.97)	(0.85)
2025/12/21	(0.41)	(0.33)	(0.35)	(0.26)	(0.45)	0.08	(0.88)
2025/12/28	(0.29)	(0.32)	(0.30)	(0.24)	(0.16)	(0.57)	(0.22)
2026/1/4	(0.50)	(0.23)	(0.27)	(0.46)	(0.26)	0.01	(0.68)
2026/1/11	(0.39)	(0.28)	(0.39)	(0.25)	(0.22)	(0.64)	(1.00)
2026/1/18	(0.08)	(0.24)	(0.21)	(0.20)	0.17	(0.65)	(0.37)
2026/1/25	(0.04)	0.00	(0.10)	(0.03)	(0.01)	0.04	0.06
2026/2/1	(0.10)	(0.09)	(0.21)	0.04	0.11	(0.55)	(0.14)
2026/2/8	0.44	(0.04)	0.04	(0.01)	(0.07)	(0.25)	0.22
2026/2/15	0.01	0.10	0.02	0.09	0.12	0.58	0.19
2026/2/22	0.06	0.09	0.11	0.24	0.00	0.24	0.36
2026/3/1	0.03	(0.01)	0.03	(0.09)	(0.20)	(0.13)	0.04
2026/3/8	(0.76)	(0.64)	(0.78)	(0.62)	(0.49)	(0.55)	0.13
2026/3/15	0.25	0.13	(0.04)	(0.05)	(0.06)	(0.22)	(0.20)
2026/3/22	0.17	(0.13)	(0.40)	0.01	(0.25)	(0.01)	0.00
2026/3/29	(0.00)	(0.11)	(0.16)	(0.16)	(0.10)	(0.59)	0.15
2026/4/5	(0.01)	(0.10)	0.05	(0.09)	(0.33)	(0.21)	0.39
2026/4/12	0.07	(0.11)	(0.19)	(0.22)	(0.40)	(0.68)	(0.23)
2026/4/19	(0.05)	(0.03)	(0.01)	0.05	0.30	(0.27)	(0.65)
2026/4/26	0.04	0.04	0.00	0.16	(0.31)	(0.24)	0.04
2026/5/3	0.09	0.02	(0.13)	0.01	(0.34)	(0.39)	(0.56)
2026/5/10	0.23	0.08	0.04	(0.04)	0.04	0.77	(0.29)
2026/5/17	0.33	(0.01)	0.03	0.03	0.19	(1.02)	0.34
2026/5/24	(0.35)	0.07	(0.08)	(0.03)	(0.74)	(0.04)	(0.25)
2026/5/31	(0.01)	0.10	(0.04)	(0.04)	(0.21)	0.30	(0.18)
2026/6/7	0.36	(0.02)	(0.10)	(0.03)	(0.06)	0.55	0.02
2026/6/14	0.03	(0.01)	(0.01)	(0.03)	(0.13)	(0.68)	0.27
2026/6/21	0.16	(0.04)	0.10	(0.02)	(0.05)	0.91	(0.06)
2026/6/28	(0.22)	0.06	0.12	(0.08)	(0.09)	0.36	(0.37)
2026/7/5	0.07	0.04	0.02	(0.11)	0.01	(0.04)	(0.25)
2026/7/12	(0.37)	(0.00)	(0.02)	(0.14)	(0.04)	(0.38)	(0.67)
2026/7/19	0.06	(0.01)	0.06	0.12	0.22	0.33	0.39
2026/7/26	0.04	(0.01)	(0.01)	(0.11)	(0.19)	(0.71)	(0.54)
2026/8/2	0.12	0.03	(0.06)	0.09	0.33	(0.09)	(0.00)

资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 8 月 2 日）

图 45：合肥分总价段二手房成交单价周环比走势

合肥：二手房分总价段挂牌价：月环比（%）-周环比：周频 周环比（%）：周频						
合肥	0-100	100-200	200-300	300-500	500-700	700-1000
2025/12/14	(0.54)	(0.36)	(0.66)	(0.46)	0.17	(0.64)
2025/12/21	(0.42)	(0.32)	(0.52)	(0.50)	(0.93)	(0.18)
2025/12/28	(0.26)	(0.29)	(0.21)	(0.37)	(0.61)	(0.24)
2026/1/4	(0.41)	(0.28)	0.01	(0.53)	(0.78)	(0.22)
2026/1/11	(0.30)	(0.55)	(0.23)	0.25	(0.26)	(0.11)
2026/1/18	(0.15)	(0.16)	(0.12)	(0.17)	0.82	0.25
2026/1/25	(0.25)	(0.17)	(0.06)	0.00	0.01	(0.46)
2026/2/1	(0.05)	0.02	0.12	0.22	(0.02)	0.20
2026/2/8	(0.17)	0.13	0.31	0.03	0.25	0.39
2026/2/15	0.12	0.19	(0.07)	0.14	0.29	0.56
2026/2/22	(0.03)	0.03	0.10	0.22	0.07	0.00
2026/3/1	(0.04)	(0.03)	(0.06)	(0.10)	0.04	0.00
2026/3/8	(0.37)	(0.42)	(0.34)	(0.06)	(1.10)	0.14
2026/3/15	(0.04)	(0.05)	(0.04)	(0.01)	(0.00)	(0.56)
2026/3/22	(0.21)	0.13	(0.14)	(0.08)	(0.05)	(0.00)
2026/3/29	(0.12)	0.16	0.02	0.43	0.00	0.08
2026/4/5	(0.13)	0.10	(0.07)	0.47	(1.27)	(0.03)
2026/4/12	(0.12)	0.09	0.06	0.06	0.32	1.27
2026/4/19	(0.04)	0.16	0.12	(0.17)	(0.44)	0.93
2026/4/26	(0.16)	(0.09)	(0.04)	(0.04)	1.41	(0.87)
2026/5/3	(0.11)	(0.03)	0.10	0.35	(0.06)	(0.46)
2026/5/10	(0.01)	(0.05)	(0.16)	0.15	(0.26)	(0.53)
2026/5/17	(0.19)	0.01	0.30	(0.08)	(0.04)	(0.76)
2026/5/24	(0.13)	0.01	0.07	0.16	(0.12)	(0.37)
2026/5/31	(0.24)	0.05	(0.15)	(0.75)	(0.45)	0.00
2026/6/7	(0.16)	(0.03)	0.03	(0.30)	(0.09)	0.22
2026/6/14	(0.18)	0.02	(0.17)	0.10	(0.37)	0.00
2026/6/21	0.01	(0.09)	(0.09)	(0.31)	(0.03)	(0.85)
2026/6/28	(0.08)	(0.08)	(0.12)	(0.09)	0.12	(1.28)
2026/7/5	(0.00)	(0.08)	0.03	0.02	(0.71)	(0.16)
2026/7/12	(0.20)	(0.08)	0.07	0.03	(0.09)	(0.42)
2026/7/19	(0.16)	(0.14)	(0.08)	(0.33)	(0.09)	0.20
2026/7/26	(0.20)	(0.08)	(0.15)	(0.23)	(0.14)	(0.04)
2026/8/2	0.02	(0.13)	0.05	(0.03)	0.30	(0.82)

资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 8 月 2 日）

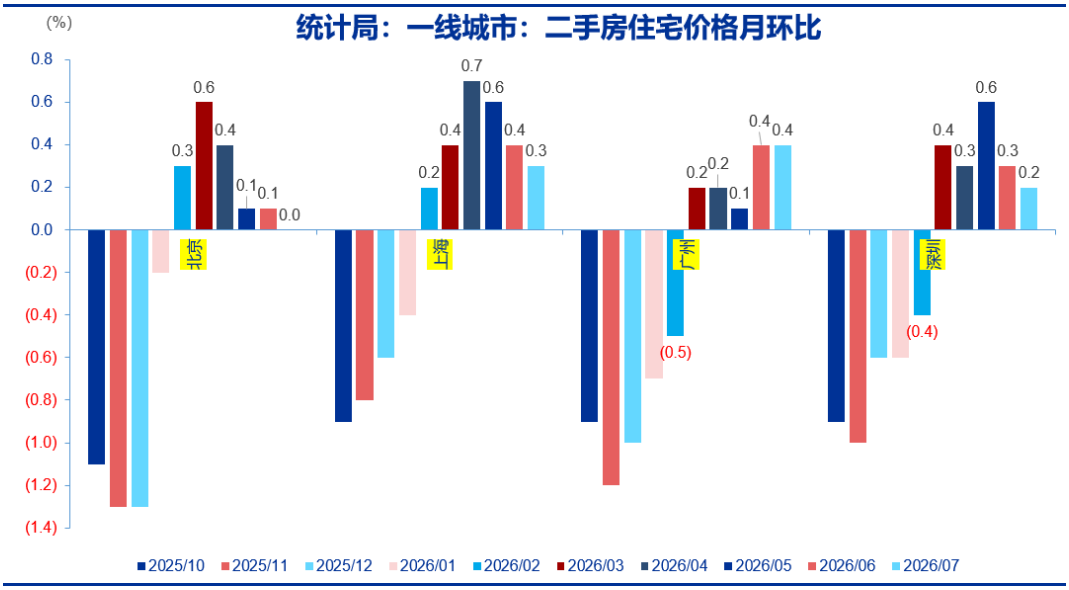
此外，值得注意的是，预判上海二手房房价 9 月同比大概率转正、Q4 获得同比正增长。根据统计局数据，2026 年 7 月，四个一线城市的二手房房价环比仍在持平改善中，其中，上海 7 月环比+0.3%、年初以来连续改善了 6 个月；北京 7 月环比持平、年初以来连续改善了 5 个月；广州 7 月环比+0.4%、年初以来连续改善了 5 个月；深圳 7 月环比+0.2%、年初以来连续改善了 5 个月。

在此基础上，7 月一线城市的二手房房价同比也再进一步收窄，上海同比-2.1%、北京同比-4.4%、广州同比-4.6%、深圳同比-3.5%，其中值得关注的是，2026 年 7 月上海的二

仅供内部参考，请勿外传！

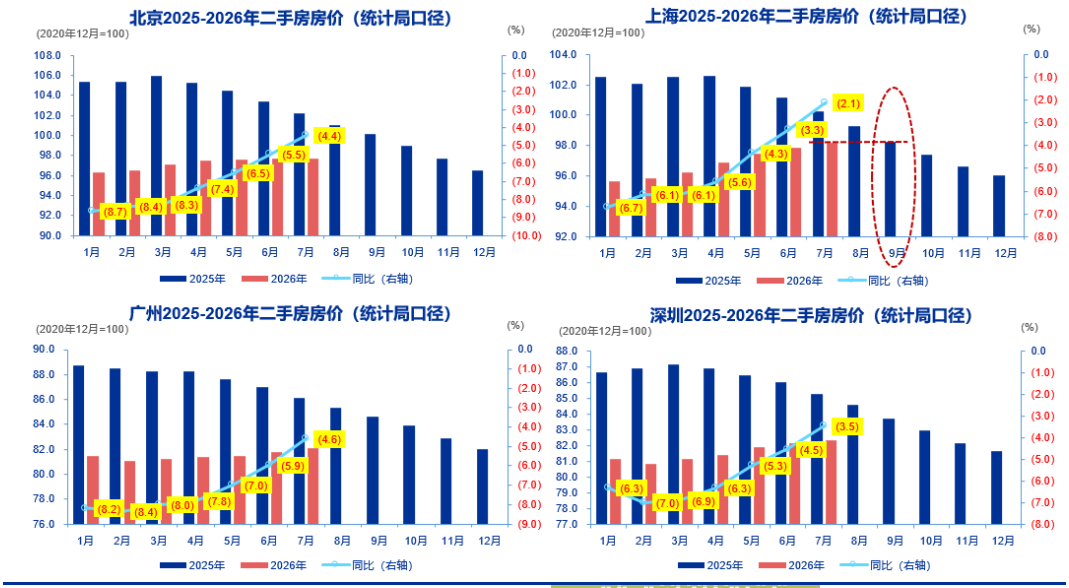
手房房价指数 98.2 较 2025 年 9 月 98.3 仅下降 0.1%，**预判上海二手房房价 9 月同比大概率转正、并预计 2026Q4 将获得同比正增长，这将进一步成为上海底部已经确立的支撑，并也将成为后续城市陆续启动筑底的引领信号。**

图 46：统计局一线城市二手房房价环比



资料来源：统计局，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

图 47：统计局一线城市二手房房价同比



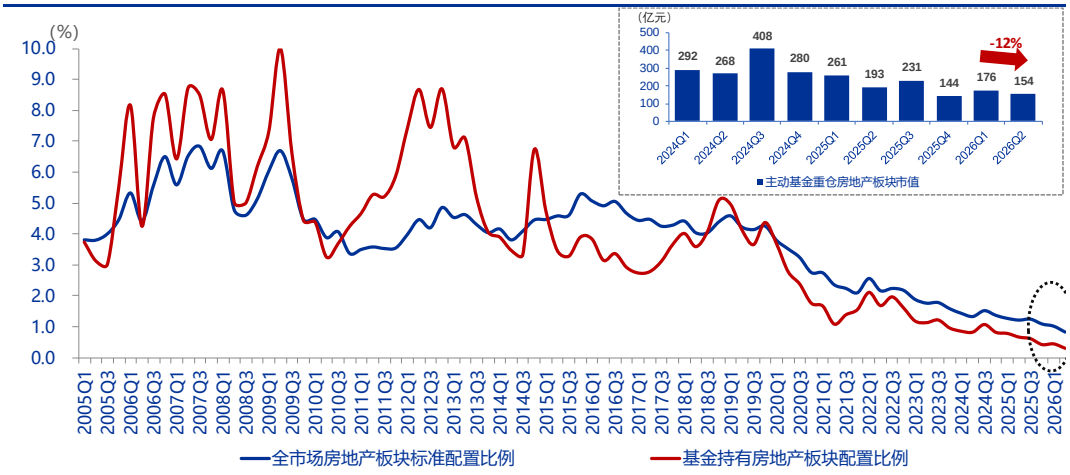
资料来源：统计局，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

仅供内部参考，请勿外传！

5．投资分析意见：供给缩量塑造新格局，维持看好评级

我们认为，供给中期缩量是本轮楼市寻底的核心驱动力，判断二手房挂牌量中期见顶回落，并且将继续下行 3 年，叠加今年租售比赶超公积金利率，共同推动了上半年量、价、租金的超预期存底。判断上海房价已经于 2026 年年初见底，如北京、苏州、深圳和合肥等城市也处于陆续筑底过程中。8 月京沪接连出台楼市新政策，推出时点超预期，将夯实核心城市底部，并判断楼市政策仍有优化空间。此外，日美经验显示核心城市房价见底后板块资机会明确，龙头弹性十足。我们维持“**看好**”评级，推荐：1）优质房企：建发国际、滨江集团、中国海外发展、中国金茂、绿城中国、招商蛇口、中海宏洋、建发股份、保利置业、越秀地产、保利发展、华发股份，关注城投控股；2）二手房中介：贝壳-W，关注我爱我家；3）商业地产：华润置地、新城控股、太古地产、嘉里建设、恒隆地产、领展房产基金，关注新城发展；4）物业管理：华润万象、绿城服务、招商积余。

图 48：房地产板块基金持仓变化



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 7：主流 AH 上市房企估值表

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			市盈率			市净率 PB（LF）	归母净利润（亿元）			归母净利润增速		
		9 月 3 日	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
601155.SH	新城控股	12.14	0.30	0.40	0.62	40.3	30.3	19.6	0.4	6.8	9.0	14.0	-9.6%	32.9%	54.9%
001979.SZ	招商蛇口	6.83	0.08	0.09	0.10	60.1	77.0	71.9	0.6	10.2	8.0	8.6	-74.6%	-21.9%	7.1%
600048.SH	保利发展	5.09	0.09	0.13	0.14	58.9	37.7	36.8	0.3	10.3	16.2	16.6	-79.3%	56.1%	2.5%
002244.SZ	滨江集团	8.71	0.68	0.71	0.73	12.8	12.2	12.0	0.9	21.2	22.2	22.6	-16.9%	4.7%	2.0%
600325.SH	华发股份	2.51	-3.48	-1.10	0.01	-0.7	-2.3	363.6	1.1	-95.0	-30.1	0.2	-1098.2%	-68.3%	-100.6%
600153.SH	建发股份	8.21	-3.91	0.53	0.86	-2.2	15.4	9.5	0.6	-108.1	15.4	25.0	-467.1%	-114.3%	62.1%
0960.HK	龙湖集团	5.05	0.15	0.01	0.02	35.0	628.3	221.1	0.2	10.2	0.6	1.6	-90.2%	-94.4%	184.2%
0123.HK	越秀地产	2.74	0.01	0.02	0.12	200.1	180.6	21.9	0.2	0.6	0.6	5.0	-94.7%	10.8%	724.6%
3900.HK	绿城中国	5.19	0.03	0.08	0.31	185.6	64.0	16.6	0.4	0.7	2.1	8.0	-95.6%	190.2%	285.9%
1972.HK	太古地产	20.86	1.34	1.29	1.34	16.1	16.2	15.5	0.5	74.5	74.2	77.3	27.4%	-0.4%	4.1%
0101.HK	恒隆地产	6.13	0.33	0.45	0.52	19.5	14.0	12.2	0.3	16.3	22.8	26.2	-18.2%	40.1%	14.6%

仅供内部参考，请勿外传！

0683.HK	嘉里建设	16.05	0.59	0.84	1.59	27.5	19.2	10.1	0.3	8.5	12.1	23.1	13.2%	43.3%	90.2%
0823.HK	领展房产基金	33.05	-3.18	-1.52	-0.79	-13.7	-22.0	-42.3	0.7	-64.0	-39.7	-20.7	255.8%	-37.9%	-48.0%
0688.HK	中国海外发展	11.39	1.16	1.04	1.01	9.8	10.9	11.3	0.3	126.9	114.1	110.4	-18.8%	-10.1%	-3.3%
1109.HK	华润置地	26.34	3.56	3.14	3.18	7.4	8.4	8.3	0.6	254.2	224.0	226.4	-0.6%	-11.9%	1.1%
1908.HK	建发国际集团	11.07	1.58	1.31	1.46	8.1	8.7	7.8	0.8	31.8	29.3	32.8	-25.4%	-7.9%	11.8%
0817.HK	中国金茂	1.17	0.04	0.05	0.06	26.7	21.4	19.2	0.4	5.9	7.4	8.2	-15.6%	24.6%	11.5%
0081.HK	中国海外宏洋集团	2.34	0.09	0.11	0.13	27.4	21.9	18.2	0.3	3.0	3.8	4.6	-68.1%	25.1%	20.5%
0119.HK	保利置业集团	1.14	0.06	(0.11)	0.06	19.3	-10.4	17.8	0.1	2.3	-4.2	2.4	23.2%	-285.6%	-158.4%
	平均值		**(0.0)**	**0.4**	**0.6**	**38.8**	**59.6**	**44.8**	**0.5**	**16.7**	**25.7**	**31.2**	**-97.5%**	**-11.8%**	**61.4%**

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：以上单位均为人民币，盈利预测为申万宏源房地产团队预测，取 2026/9/3 收盘价，汇率为 0.86。建发国际集团、中国金茂 2025 年归母净利润采用扣除永续债后口径；太古地产采用归母核心净利润口径；领展房产基金 2025 年归母净利润对应其 FY2026 归母净利润。）

表 8：主流 AH 上市物业管理/经纪企业估值情况

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			市盈率			市净率 PB（LF）	归母净利润（亿元）			归母净利润增速		
		9 月 3 日	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
001914.SZ	招商积余	8.91	0.62	0.89	0.94	14.3	10.0	9.5	0.9	6.5	9.4	9.9	-22.1%	43.8%	5.5%
2423.HK	贝壳-W	40.16	0.90	1.42	1.56	46.1	27.6	25.2	2.1	29.9	50.0	54.8	-26.3%	66.9%	9.7%
2869.HK	绿城服务	3.68	0.28	0.33	0.38	13.2	11.3	9.8	1.4	8.8	10.3	11.9	12.1%	17.2%	15.4%
2669.HK	中海物业	3.07	0.42	0.40	0.42	7.4	7.7	7.3	1.6	13.7	13.1	13.8	-9.5%	-4.4%	5.4%
6049.HK	保利物业	24.49	2.81	2.95	3.11	8.7	8.3	7.9	1.3	15.5	16.3	17.2	5.1%	5.3%	5.4%
1209.HK	华润万象生活	34.97	1.74	1.93	2.11	20.1	18.2	16.5	4.9	39.7	44.0	48.2	9.4%	10.8%	9.7%
	平均值		**1.13**	**1.32**	**1.42**	**18.3**	**13.8**	**12.7**	**2.0**	**19.0**	**23.8**	**26.0**	**-5.2%**	**23.2%**	**8.5%**

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：以上单位均为人民币，盈利预测为申万宏源房地产团队预测，A、H 股均取 2026/9/3 收盘价，汇率为 0.86。）

6．风险提示：行业资金趋紧，收储和城改不及预期

1）房企销售回款进一步下行，导致经营现金流走弱、房企基本面下行；

2）房企融资现金流进一步下行，导致房企出险情况增加；

3）房企受限资金占比进一步提升，导致可动用现金持续承压、增加房企资金端压力；

4）收储政策和城中村改造政策推进不及预期。

仅供内部参考，请勿外传！

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。