



房价专题：一线城市房价韧性更强，低线城市房价已经深度调整

2024年11月19日

看好/维持

房地产

行业报告

分析师

陈刚 电话：021-25102897 邮箱：chen_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521080001

投资摘要：

整体而言，新房价格韧性普遍强于二手房，一线城市房价韧性更强，低线城市房价已经深度调整。房价走势呈现出城市能级越高，整体累计涨幅越大的特点，但一线城市新房累计涨幅落后于二手房，二三线城市新房累计涨幅超过二手房。城市能级越高，房价从高点下跌的幅度越小，下跌持续时间越短。

分城市能级而言：

一线城市新房和二手房的供需长期都处于偏紧的状态，对房产价格形成了更强的支撑。特别是旺盛的高端购买力叠加长期的供给不足与套利空间，有力的维持了其高端改善性市场的价格韧性。我们认为，当前一线城市普遍在放松限购限购、取消普通住宅标准，被压制已久的改善性需求有望得到有效释放。二手房价格有望领先于新房出现企稳态势。随着优质二手房供给的去化和新房供给的优化，新房市场价格也有望逐渐企稳。

二线城市的情况较为分化，但也遵循城市相对能级越高，房价越具有韧性的规律。具有较好的人口流入和经济发展的杭州、成都和西安，房价累计涨幅领跑二线城市，从高点的下跌幅度也是二线城市中最小的。我们认为，部分二线城市新房与二手房的累计涨幅差距较大，在限售大幅放松的背景下，大量次新房的入市可能会对新房市场的价格造成一定的压力。

大量三线城市的新房和二手房市场都已经处于深度调整的状态。我们认为，由于成本的支撑作用，很多三线城市新房价格进一步下跌的空间已经不大。但此类城市的房价走势持续疲软，需求已经明显不足，后续新房依然面临缓慢而持久的去库存压力。

分户型而言：

一线城市大户型具有更强需求支撑。我们认为，一线城市和部分核心二线城市高端市场的供给相对稀缺，高净值人群释放的购买力有望支撑其高端改善性市场的价格韧性。但在规划设计标准放松和开发商愈发重视高端改善性产品开发的背景下，后续高端市场的二手房可能面临产品力落后和挂牌量上升的压力。

各线城市的刚需小户型都面临较大压力。我们认为，随着住房紧缺的情况发生了根本性的转变，改善性需求成为市场主导。商品房市场将会更加专注于解决群众“住得好”的问题，刚需小户型将面临需求的下滑和保障房市场的双重挤压。

对比美国而言，中国房价调整时间已经足够长，或许房价下跌压力最大的时期正在过去。中国70城的房价下跌持续时间已经超过美国20城金融危机后的持续下跌时间。虽然中国70城房价从最高点的跌幅尚不及美国20城的跌幅，但以累计涨跌幅计算，中国70城房价在相同时段内的累计涨幅已经显著低于美国20城。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、行业基本面继续下行的风险

目 录

| | |
|---|----|
| 1. 新房累计涨幅显著高于二手房，多数城市二手房已经抹去多年涨幅..... | 4 |
| 2. 一线城市房价韧性更强，低线城市房价已经深度调整..... | 5 |
| 3. 一线城市大户型具有较强需求支撑，刚需小户型普遍面临更大下行压力..... | 10 |
| 4. 同海外对比来看，中国房价调整时间已经足够长..... | 13 |
| 5. 总结..... | 15 |
| 6. 风险提示..... | 15 |
| 相关报告汇总..... | 16 |

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1： 新房与二手房的累计涨幅差距持续扩大，二手房的下跌幅度和下跌持续时间都高于新房..... | 4 |
| 图 2： 70 城新房价格指数已经回落至 2019 年 5 月的水平，二手房价格指数已经回落至 2017 年 4 月的水平..... | 4 |
| 图 3： 70 城新房价格指数中位值为 126.5，其中 65 城的新房价格指数低于 160..... | 5 |
| 图 4： 70 城二手房价格指数中位值为 105，其中 62 城的新房价格指数低于 130..... | 5 |
| 图 5： 城市能级越高，新房累计涨幅越大，从高点下跌的幅度越小，下跌持续时间越短..... | 6 |
| 图 6： 城市能级越高，二手房累计涨幅越大，从高点下跌的幅度越小，下跌持续时间越短..... | 6 |
| 图 7： 一线城市新房累计涨幅落后于二手房，二三线城市新房累计涨幅超过二手房..... | 6 |
| 图 8： 一线城市新房价格指数已经回落至 2021 年 4 月的水平，二线城市回落至 2020 年 2 月，三线城市回落至 2019 年 4 月..... | 6 |
| 图 9： 一线城市二手房价格指数已经回落至 2020 年 5 月的水平，二线城市回落至 2017 年 10 月，三线城市回落至 2017 年 6 月..... | 7 |
| 图 10： 一线城市中，上海新房价格指数创新高且累计涨幅最大，广州新房价格指数已经回落至 2019 年 2 月的水平..... | 7 |
| 图 11： 一线城市中，广州新房价格指数跌幅最大，距离最高点跌幅为 13.1%..... | 7 |
| 图 12： 一线城市中，深圳二手房累计涨幅最大，广州二手房价格指数已经回落至 2017 年 2 月的水平..... | 8 |
| 图 13： 一线城市中，广州二手房价格指数跌幅最大，距离最高点跌幅为 17.1%..... | 8 |
| 图 14： 二线城市中，西安新房价格指数累计涨幅最大，新房价格指数已经回落至 2023 年 12 月的水平..... | 8 |
| 图 15： 二线城市中，兰州新房价格指数累计涨幅最小，新房价格指数已经回落至 2018 年 9 月的水平..... | 8 |
| 图 16： 二线城市中，合肥二手房价格指数累计涨幅最大，二手房价格指数已经回落至 2017 年 7 月的水平..... | 9 |
| 图 17： 二线城市中，贵阳二手房价格指数累计涨幅最小，贵阳、长春和海口二手房价格指数已经跌破 2013 年 12 月的水平..... | 9 |
| 图 18： 新房价格指数距离最高点跌幅最大的城市是哈尔滨，跌幅为 16.6%..... | 9 |
| 图 19： 新房价格指数距离最高点跌幅最小的城市是西安，跌幅为 1.2%..... | 9 |
| 图 20： 二手房价格指数距离最高点跌幅最大的城市是哈尔滨，跌幅为 23.8%..... | 10 |
| 图 21： 二手房价格指数距离最高点跌幅最小的城市是昆明，跌幅为 8.8%..... | 10 |
| 图 22： 从新房来看，一线城市，144 平以上的户型涨幅中位数水平最高，90-144 平的户型涨幅中位数水平最低；二线城市三类户型的涨幅中位数相同；三线城市，90 平及以下的户型涨幅中位数水平最高，144 平以上的户型涨幅中位数水平最低..... | 11 |
| 图 23： 从二手房来看，一线城市，144 平以上的户型涨幅中位数水平最高，90 平及以下的户型涨幅中位数水平最低；二线城市三类户型的涨幅中位数接近；三线城市，各类户型的房价指数中位数都已经低于 2013 年 12 月的水平..... | 11 |

| | |
|--|----|
| 图 24：从新房来看，一线城市，90 平及以下的户型跌幅中位数最大，144 平以上的户型跌幅中位数最小；二线城市，90 平及以下的户型跌幅中位数最大，144 平以上的户型跌幅中位数最小；三线城市，三类户型的跌幅中位数接近..... | 12 |
| 图 25：从二手房来看，一线城市，90 平及以下的户型跌幅中位数最大，144 平以上的户型跌幅中位数最小；二线城市，90 平及以下的户型跌幅中位数最大，90-144 平的户型跌幅中位数最小；三线城市，三类户型的跌幅中位数接近..... | 12 |
| 图 26：从新房来看，一线城市，三类户型累计涨幅最高的城市都是上海..... | 13 |
| 图 27：从二手房来看，一线城市，三类户型累计涨幅最高的城市都是深圳..... | 13 |
| 图 28：从新房来看，一线城市，三类户型跌幅最大的城市都是广州，其中 90 平及以下户型距离最高点跌幅为 13.5%、90-144 平为 12.8%、144 平以上为 12.2%..... | 13 |
| 图 29：从二手房来看，一线城市，90 平及以下户型跌幅最大的是深圳，距离最高点跌幅为 17.3%；90-144 平和 144 平以上户型跌幅最大的是广州，跌幅分别为 17.9%和 17.0%..... | 13 |
| 图 30：金融危机发生后，美国 20 大中城市的房价经历了急跌到波动磨底的过程，前期持续下跌过程持续了 37 个月，经历小幅反弹后，在第 71 个月到达最底部；中国 70 城的房价下跌持续时间已经超过美国 20 城金融危机后的持续下跌时间..... | 14 |
| 图 31：从整体来看，08 金融危机后，美国 20 大中城市房价指数持续下跌 37 个月，累计下跌 31.8%，最低点累计下跌 33.9%；中国 70 城的二手房价格当前已经持续下跌 39 个月，累计下跌 15.8%..... | 14 |
| 图 32：以最高点前 75 个月为基点，美国 20 大中城市房价指数至下跌一阶段的底部，累计涨幅为 40.0%；中国 70 城二手房指数距今(2024/10)的累计涨幅为 12.4%..... | 14 |

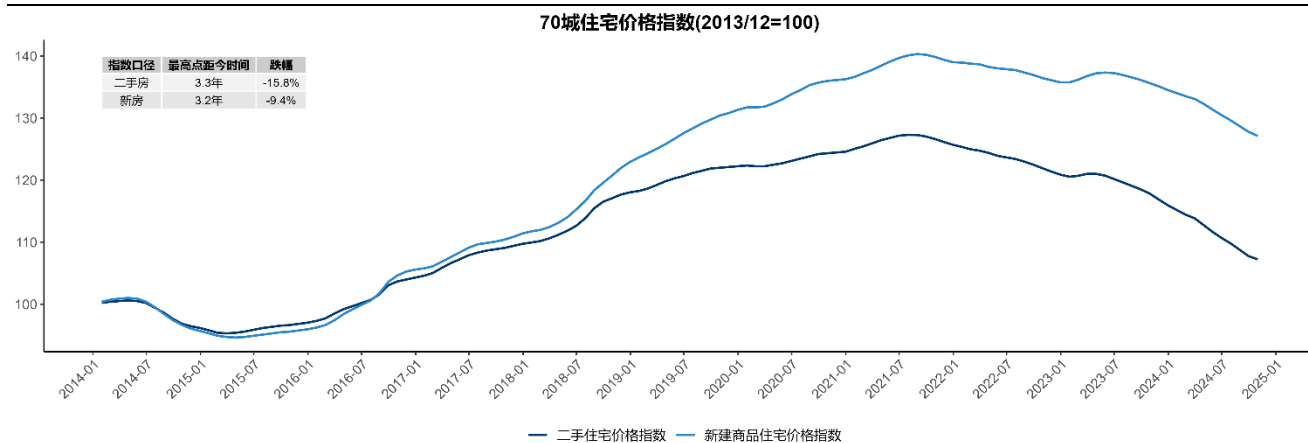
1. 新房累计涨幅显著高于二手房，多数城市二手房已经抹去多年涨幅

当前新房累计涨幅显著高于二手房，新房与二手房的累计涨幅差距较大。以2013年12月为基点，截至2024年10月，70城新建商品住宅价格涨幅为27.1%，二手住宅价格涨幅为7.2%。

房价自2021年下半年开始进入下跌通道，二手房的下跌幅度和下跌持续时间都高于新房。截至2024年10月，70城新建商品住宅价格指数距离最高点下跌9.4%，下跌已经持续3.2年；二手住宅价格指数距离最高点下跌15.8%，下跌已经持续3.3年。截至2024年10月，70城新建商品住宅价格已经回落至2019年5月的水平，二手住宅价格已经回落至2017年4月的水平。

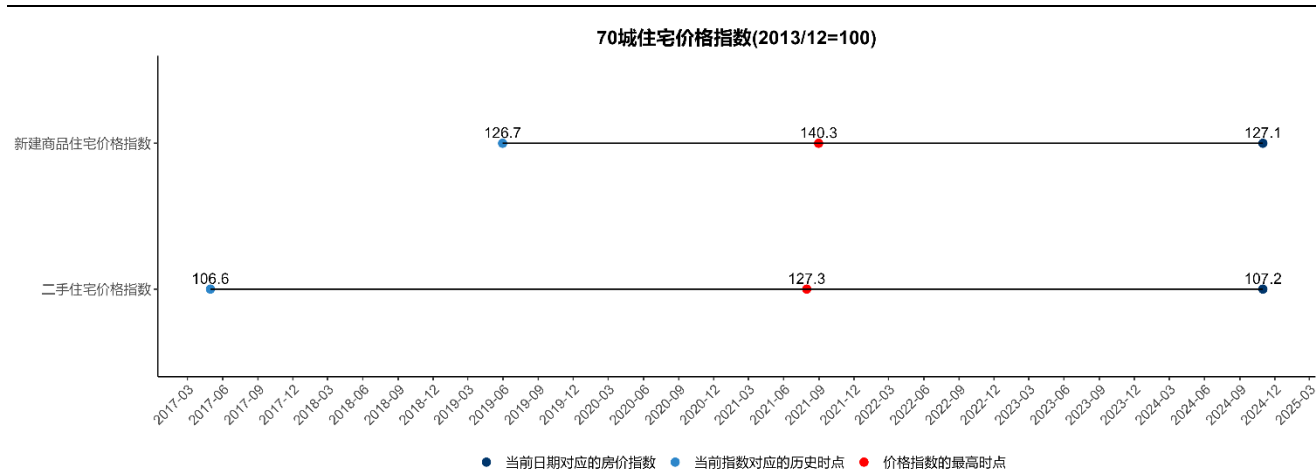
多数城市二手房已经抹去多年涨幅。70城新建商品住宅价格涨幅中位数为26.5%，其中65城的涨幅低于60%。70城二手住宅价格涨幅中位数为5%，其中62城的涨幅低于30%。

图1：新房与二手房的累计涨幅差距持续扩大，二手房的下跌幅度和下跌持续时间都高于新房



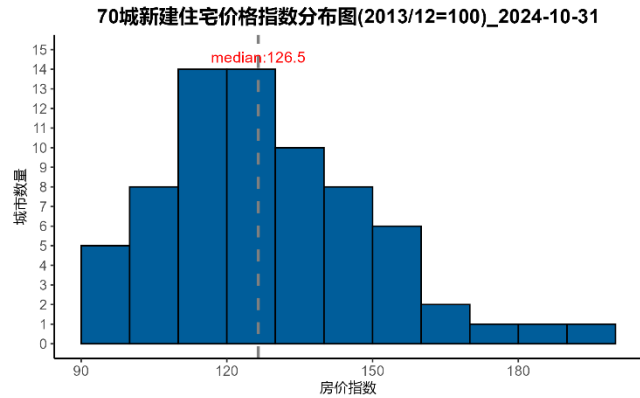
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：70城新房价格指数已经回落至2019年5月的水平，二手房价格指数已经回落至2017年4月的水平



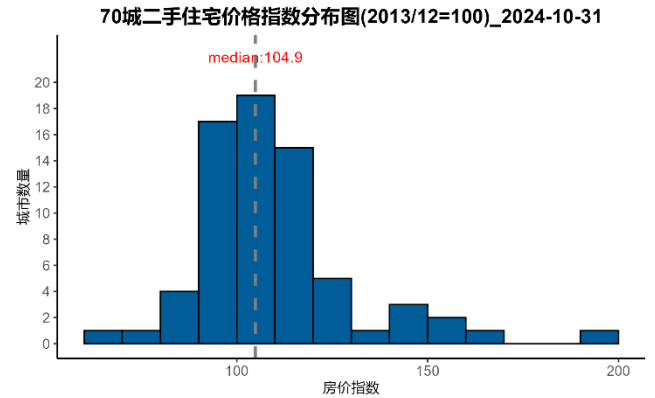
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：70城新房价格指数中位值为126.5，其中65城的新房价格指数低于160



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：70城二手房价格指数中位值为105，其中62城的新房价格指数低于130



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. 一线城市房价韧性更强，低线城市房价已经深度调整

城市能级越高，楼市整体累计涨幅越大，但一线城市新房累计涨幅落后于二手房，二三线城市新房累计涨幅超过二手房。以2013年12月为基点，截至2024年10月，70城中，一线/二线/三线城市新建商品住宅价格涨幅分别为65.2%/39.0%/17.8%，二手住宅价格涨幅分别为66.5%/13.8%/0.2%。

城市能级越高，房价从高点下跌的幅度越小，下跌持续时间越短。截至2024年10月，70城中，一线/二线/三线城市新建商品住宅价格距离最高点分别下跌5.1%/7.2%/12.0%，下跌持续时间分别为1.3年/3.1年/3.2年。一线/二线/三线城市二手住宅价格距离最高点分别下跌11.9%/15.0%/16.9%，下跌持续时间分别为1.5年/3.2年/3.3年。

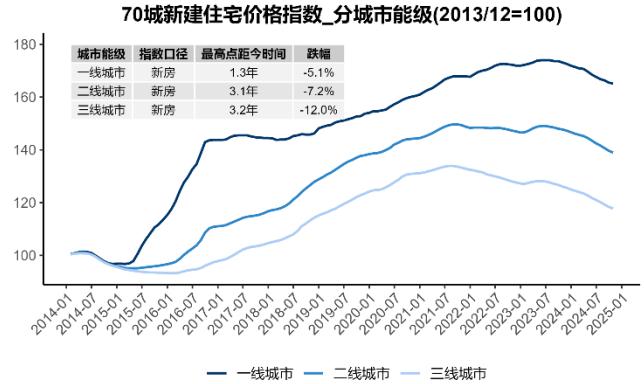
截至2024年10月，一线/二线/三线城市新建商品住宅价格已经分别回落至2021年4月/2020年2月/2019年4月。一线/二线/三线城市二手住宅价格已经分别回落至2020年5月/2017年10月/2017年6月。

我们认为，各线城市的一二手房价格正面临不同的局面：

- 1) 一线城市新房和二手房的供需长期都处于偏紧的状态，随着一线城市楼市政策的持续放松，长期压制的改善性需求正在得到释放，对房产价格形成了一定的支撑。一线城市过去采取了更严格的调控措施来控制房价上涨速度，长期的限购和限价政策压制了新房价格的上涨。部分城市新房价格上涨幅度甚至明显落后于二手房，这是因为过去严格的新房限制政策，推动了大量需求转向二手房，拉升了二手房价格水平。当前，被压制已久的刚需及改善性群体入市推升了二手房成交量，而需要“卖旧买新”的改善性需求释放相对滞后，因此二手房价格有望领先于新房出现企稳态势。随着优质二手房供给的去化和新房供给的优化，新房市场价格也有望逐渐企稳。
- 2) 二线城市的情况较为分化，但也遵循城市相对能级越高，房价越具有韧性的规律。具有较好的人口流入和经济发展的杭州、成都和西安，房价累计涨幅领跑二线城市，从高点的下跌幅度也是二线城市中最小的。
- 3) 大量三线城市的新房和二手房市场都已经处于深度调整的状态。从三线城市的新房与二手房价格指数水平来看，新房价格指数距离2013年12月的中位数涨幅已经低于20%，二手房价格指数中位数已经跌破2013

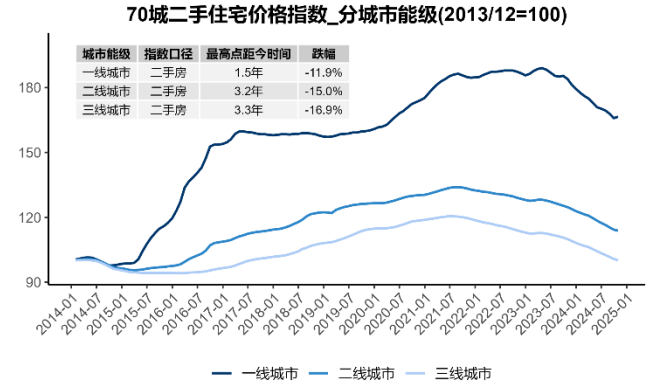
年 12 月的水平。我们认为，由于成本的支撑作用，很多三线城市新房价格进一步下跌的空间已经不大。但此类城市的房价走势持续疲软，需求已经明显不足，后续新房依然面临缓慢而持久的去库存压力。

图5：城市能级越高，新房累计涨幅越大，从高点下跌的幅度越小，下跌持续时间越短



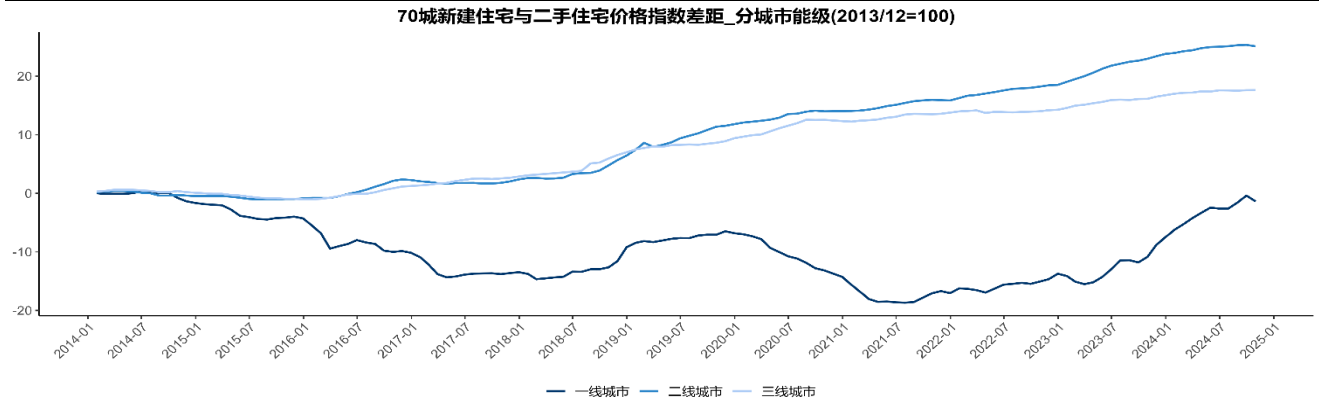
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：城市能级越高，二手房累计涨幅越大，从高点下跌的幅度越小，下跌持续时间越短



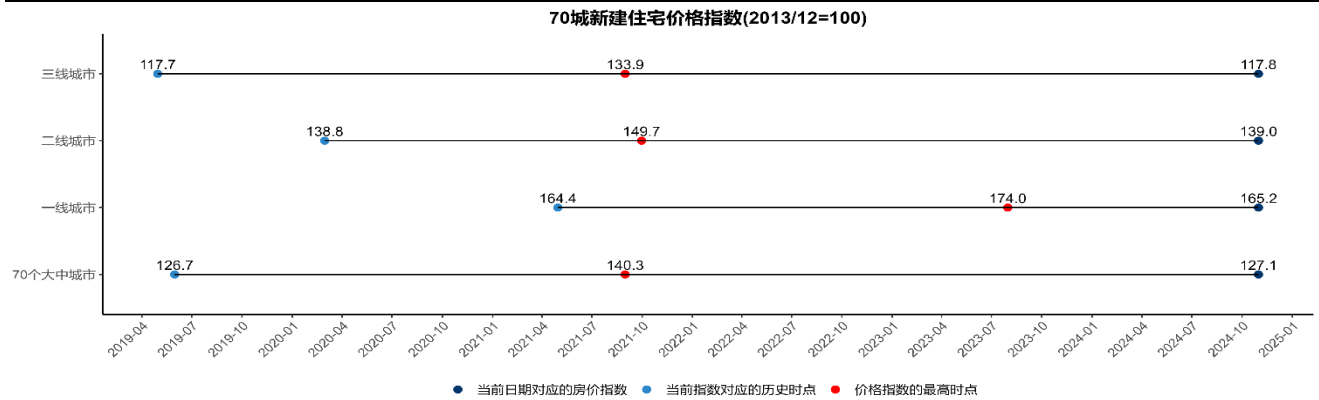
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：一线城市新房累计涨幅落后于二手房，二三线城市新房累计涨幅超过二手房



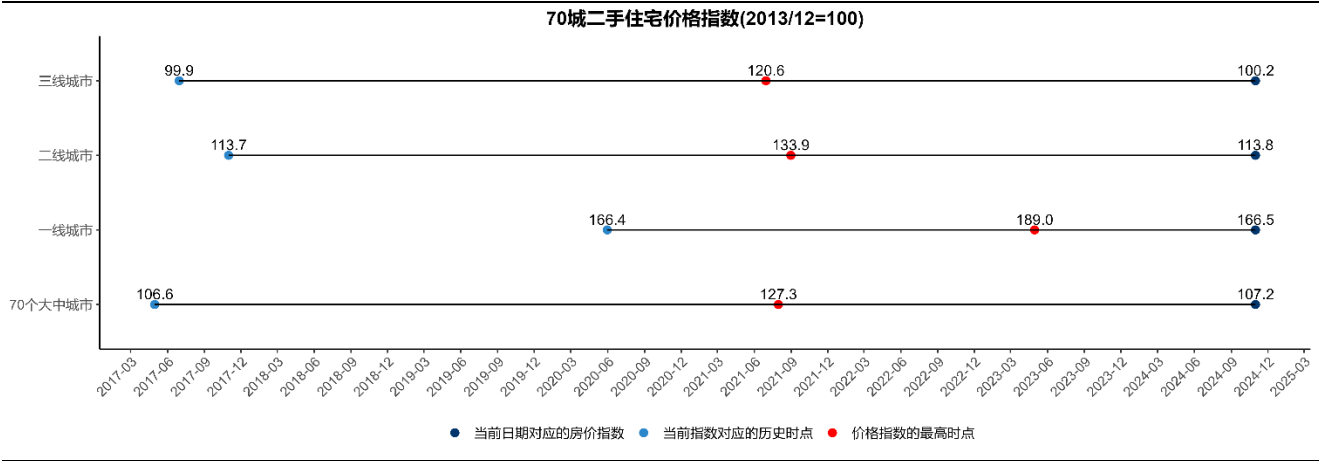
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：一线城市新房价格指数已经回落至 2021 年 4 月的水平，二线城市回落至 2020 年 2 月，三线城市回落至 2019 年 4 月



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：一线城市二手房价格指数已经回落至 2020 年 5 月的水平，二线城市回落至 2017 年 10 月，三线城市回落至 2017 年 6 月

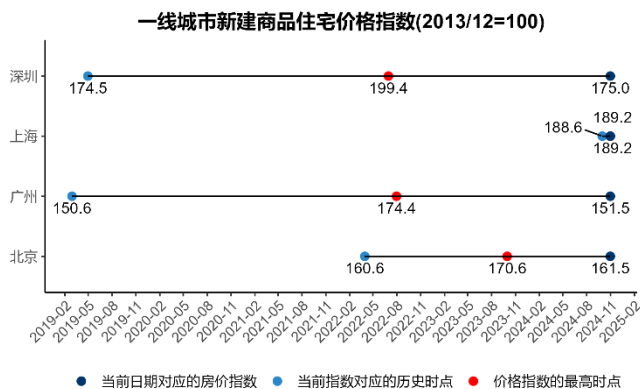


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

70 城一线城市中，上海新房价格指数创新高且累计涨幅最大，广州累计涨幅最小且跌幅最大。以 2013 年 12 月为基点，截至 2024 年 10 月，上海新建商品住宅价格累计涨幅为 89.2%；广州新建商品住宅价格累计涨幅为 51.5%，距离最高点下跌 13.1%，新房价格已经回落至 2019 年 2 月的水平。

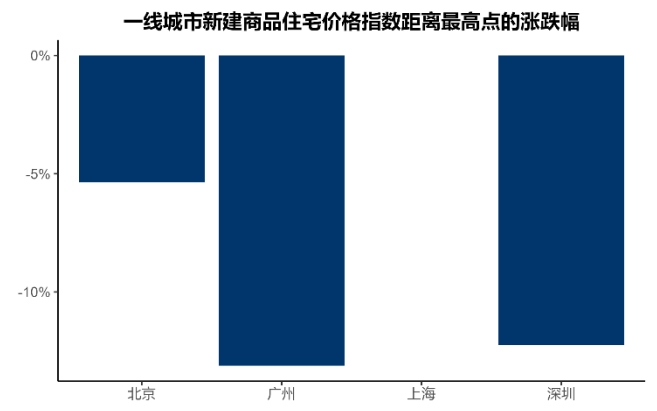
70 城一线城市中，深圳二手房累计涨幅最大，广州累计涨幅最小且跌幅最大。以 2013 年 12 月为基点，截至 2024 年 10 月，深圳二手住宅价格累计涨幅为 94.6%，距离最高点下跌 16.7%；广州二手住宅价格累计涨幅为 46.8%，距离最高点下跌 17.1%，二手房价格指数已经回落至 2017 年 2 月的水平。

图10：一线城市中，上海新房价格指数创新高且累计涨幅最大，广州新房价格指数已经回落至 2019 年 2 月的水平



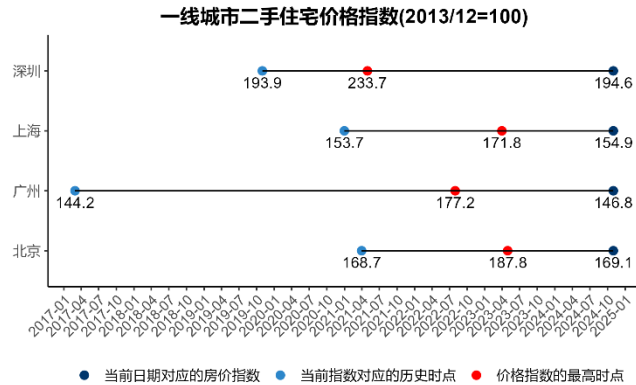
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：一线城市中，广州新房价格指数跌幅最大，距离最高点跌幅为 13.1%



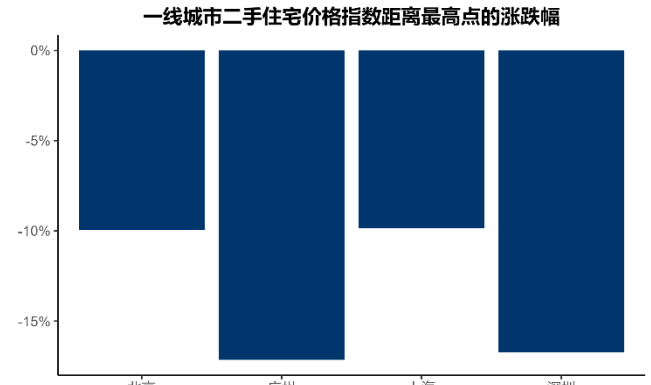
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：一线城市中，深圳二手房累计涨幅最大，广州二手房价格指数已经回落至 2017 年 2 月的水平



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：一线城市中，广州二手房价格指数跌幅最大，距离最高点跌幅为 17.1%

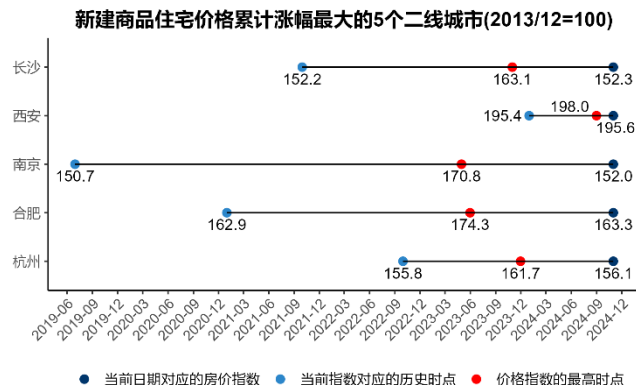


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

70 城二线城市中，西安新房价格指数累计涨幅最大，兰州新房价格指数累计涨幅最小。以 2013 年 12 月为基点，截至 2024 年 10 月，西安新建商品住宅价格累计涨幅为 95.6%，新房价格指数已经回落至 2023 年 12 月的水平；兰州新建商品住宅价格累计涨幅为 12.7%，新房价格已经回落至 2018 年 9 月的水平。

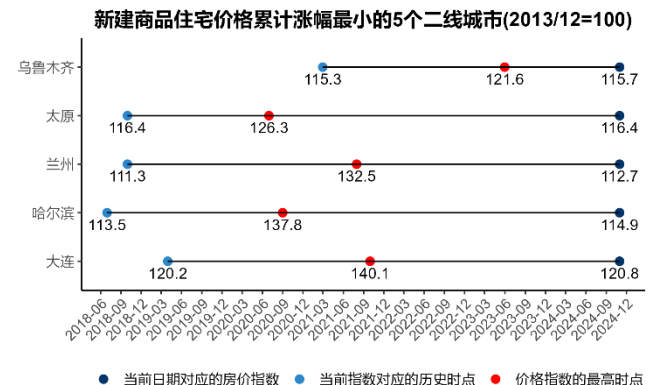
70 城二线城市中，合肥二手房价格指数累计涨幅最大，贵阳二手房价格指数累计涨幅最小。以 2013 年 12 月为基点，截至 2024 年 10 月，合肥二手住宅价格累计涨幅为 50.4%，二手房价格指数已经回落至 2017 年 7 月的水平；贵阳、长春和海口二手房价格指数已经跌破 2013 年 12 月的基点水平，跌幅分别为 3.0%、0.7% 和 0.3%。

图14：二线城市中，西安新房价格指数累计涨幅最大，新房价格指数已经回落至 2023 年 12 月的水平



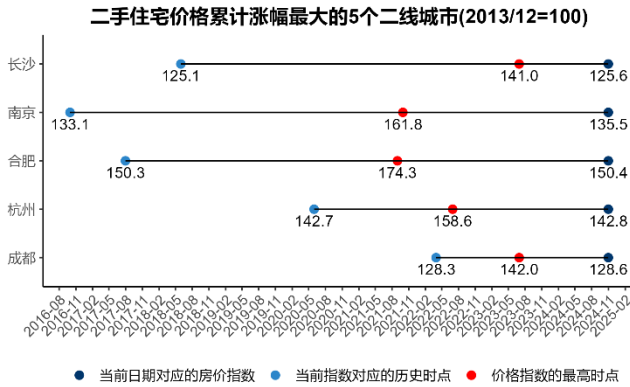
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：二线城市中，兰州新房价格指数累计涨幅最小，新房价格指数已经回落至 2018 年 9 月的水平



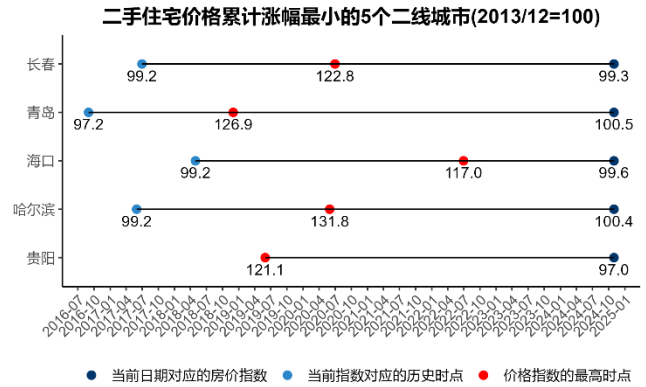
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图16：二线城市中，合肥二手房价格指数累计涨幅最大，二手房价格指数已经回落至 2017 年 7 月的水平



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图17：二线城市中，贵阳二手房价格指数累计涨幅最小，贵阳、长春和海口二手房价格指数已经跌破 2013 年 12 月的水平

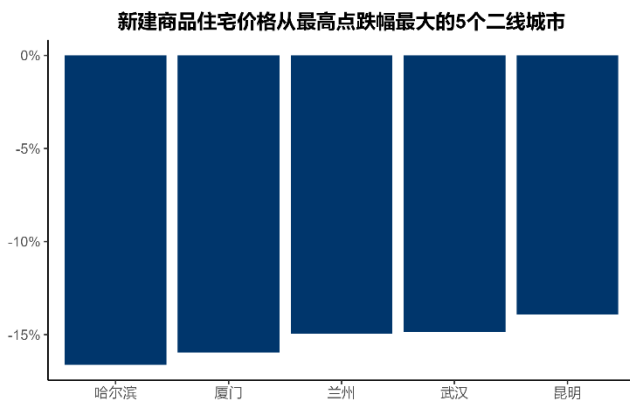


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

70 城二线城市中，新房价格指数距离最高点跌幅最大的城市是哈尔滨，从最高点跌幅最小的城市是西安。以 2013 年 12 月为基点，截至 2024 年 10 月，哈尔滨新建商品住宅价格距离最高点下跌 16.6%，西安新建商品住宅价格距离最高点下跌 1.2%。

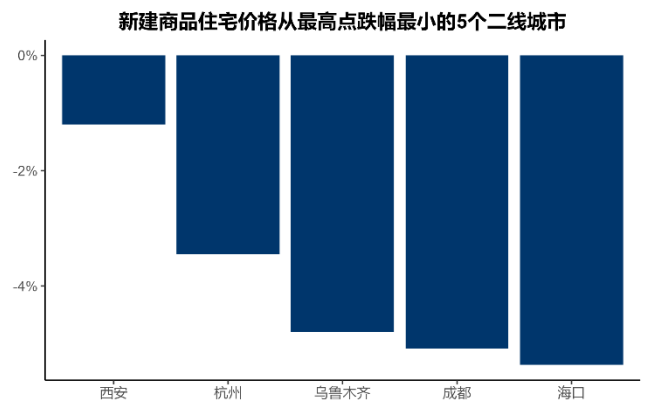
70 城二线城市中，二手房价格指数距离最高点跌幅最大的城市是哈尔滨，从最高点跌幅最小的城市是昆明。以 2013 年 12 月为基点，截至 2024 年 10 月，哈尔滨二手住宅价格距离最高点下跌 23.8%，昆明二手住宅价格距离最高点下跌 8.8%。

图18：新房价格指数距离最高点跌幅最大的城市是哈尔滨，跌幅为 16.6%



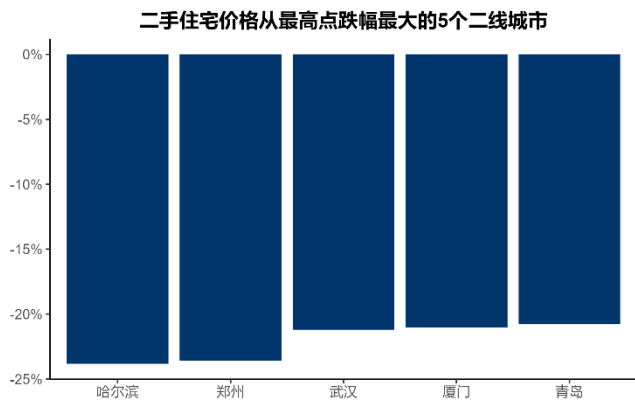
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图19：新房价格指数距离最高点跌幅最小的城市是西安，跌幅为 1.2%



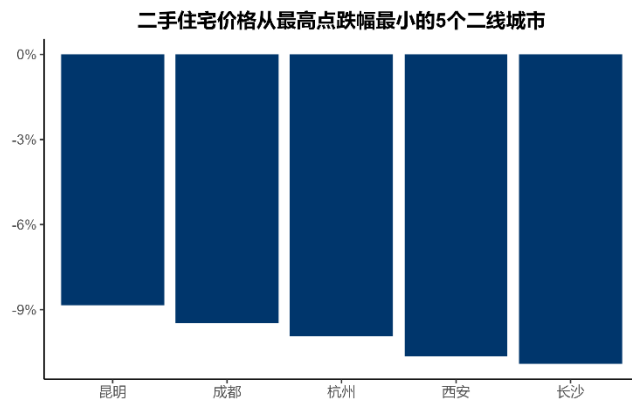
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：二手房价格指数距离最高点跌幅最大的城市是哈尔滨，跌幅为 23.8%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图21：二手房价格指数距离最高点跌幅最小的城市是昆明，跌幅为 8.8%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 一线城市大户型具有较强需求支撑，刚需小户型普遍面临更大下行压力

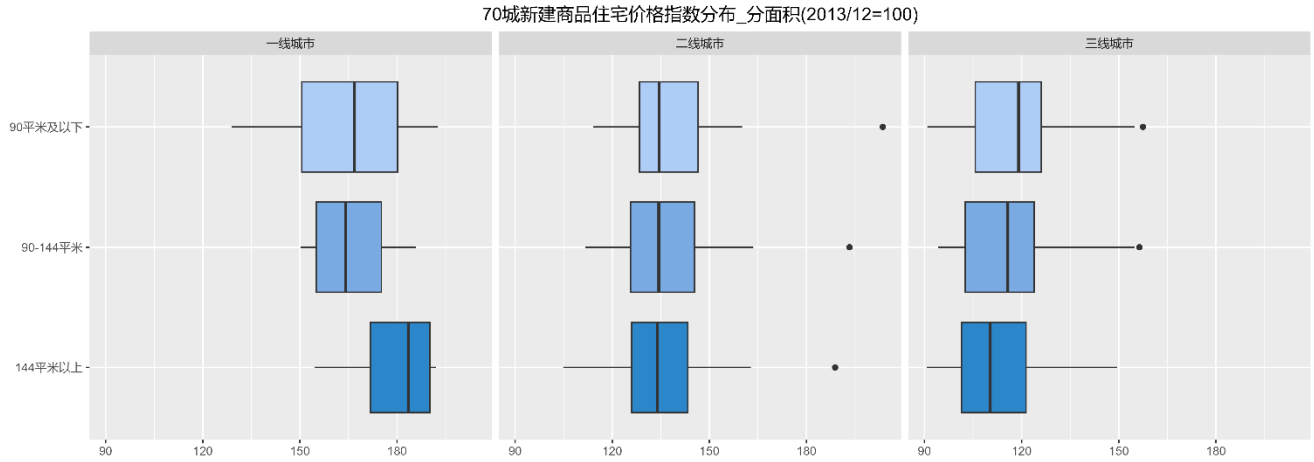
一线城市大户型具有较强需求支撑。我们认为，一线城市旺盛的高端购买力叠加长期的供给不足与套利空间，有力的维持了其高端改善性市场的价格韧性。一方面，长期的土地供给相对不足与 70/90 政策的实施，使得一线城市的高端改善性需求供给长期不足；另一方面，长期的限价政策又带来了部分地区高端住宅的一、二手房价格的长期倒挂。

各线城市的刚需小户型都面临较大压力。我们认为，随着住房紧缺的情况发生了根本性的转变，改善性需求成为市场主导。随着房地产行业的发展进入新阶段，保障性租赁住房将着力于解决新市民、青年人“有得住”的问题，商品房市场将会更加专注于解决群众“住得好”的问题。刚需小户型正面临需求的下滑和保障房市场的双重挤压。

70 城新房中，一线城市 144 平以上的户型累计涨幅最大，二线城市三类户型的累计涨幅接近。以 2013 年 12 月为基点，截至 2024 年 10 月，一线城市，144 平以上的户型涨幅中位数水平最高(83%)，90-144 平米的户型涨幅中位数水平最低(64%)；三线城市，90 平及以下的户型涨幅中位数水平最高(19%)，144 平以上的户型涨幅中位数水平最低(10%)；二线城市三类户型的涨幅中位数相同(34%)。

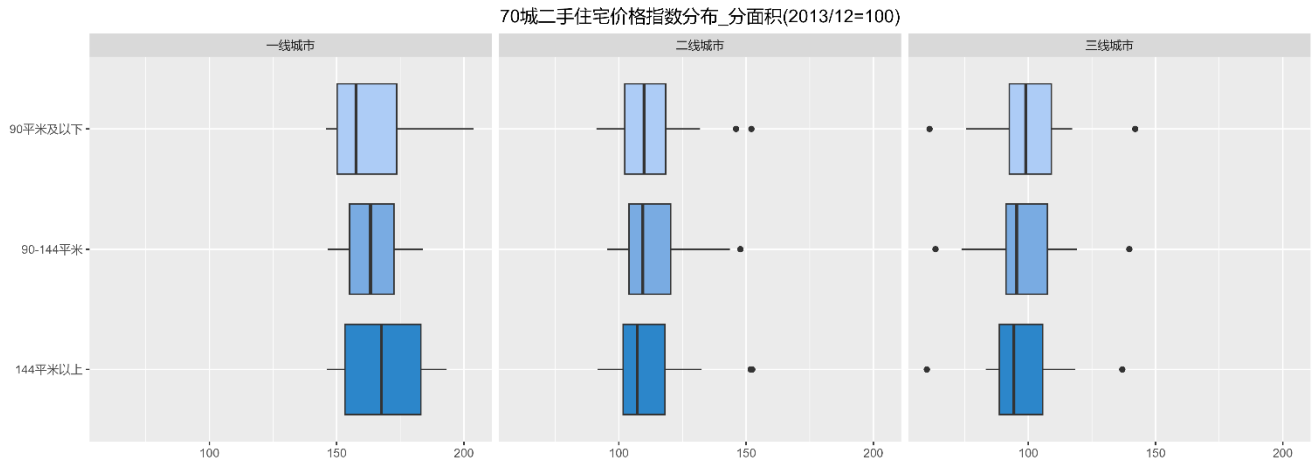
70 城二手房中，一线城市 144 平以上的户型累计涨幅最大，二线城市三类户型的累计涨幅接近。以 2013 年 12 月为基点，截至 2024 年 10 月，一线城市，144 平以上的户型涨幅中位数水平最高(68%)，90 平米及以下的户型涨幅中位数水平最低(58%)；二线城市，90 平及以下的户型涨幅中位数水平最高(10%)，144 平以上的户型涨幅中位数水平最低(7%)；三线城市，各类户型的房价指数中位数都已经低于 2013 年 12 月的水平。

图22：从新房来看，一线城市，144平以上的户型涨幅中位数水平最高，90-144平的户型涨幅中位数水平最低；二线城市三类户型的涨幅中位数相同；三线城市，90平及以下的户型涨幅中位数水平最高，144平以上的户型涨幅中位数水平最低



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图23：从二手房来看，一线城市，144平以上的户型涨幅中位数水平最高，90平及以下的户型涨幅中位数水平最低；二线城市三类户型的涨幅中位数接近；三线城市，各类户型的房价指数中位数都已经低于2013年12月的水平

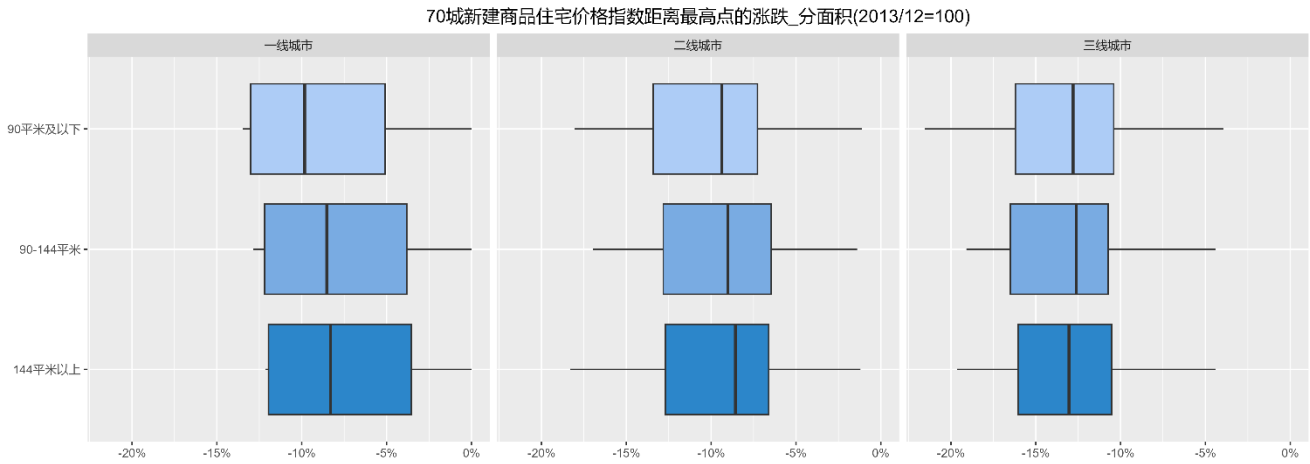


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

70城新房中，一线城市和二线城市，均为90平及以下的户型跌幅最大。以2013年12月为基点，截至2024年10月，一线城市，90平及以下的户型距离最高点的跌幅中位数最大(9.8%)，144平以上的户型距离最高点的跌幅中位数最小(8.3%)；二线城市，90平及以下的户型距离最高点的跌幅中位数最大(9.4%)，144平以上的户型距离最高点的跌幅中位数最小(8.6%)；三线城市，三类户型的跌幅中位数接近。

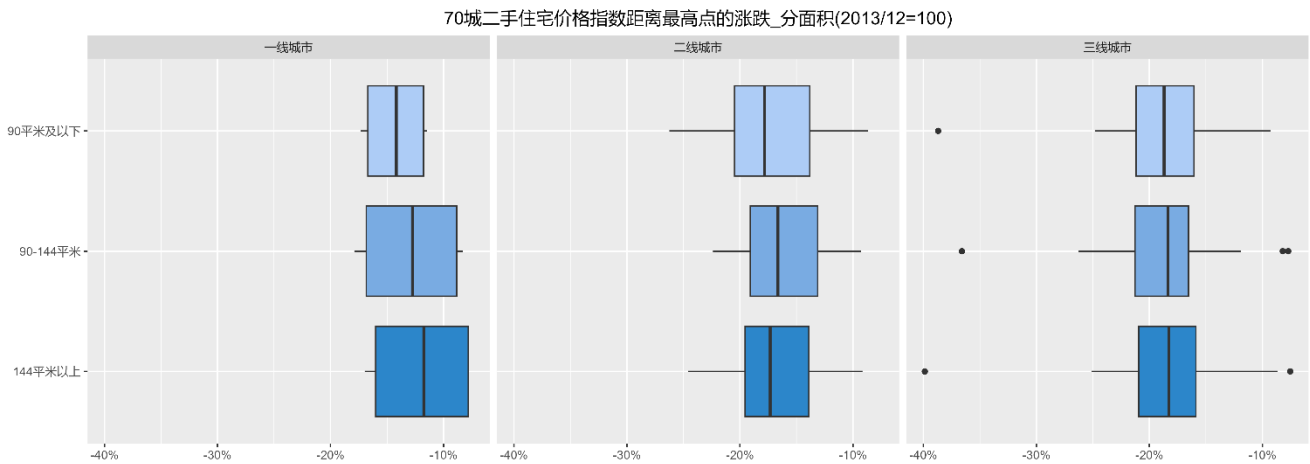
70城二手房中，一线城市和二线城市，均为90平及以下的户型跌幅最大。以2013年12月为基点，截至2024年10月，一线城市，90平及以下的户型距离最高点的跌幅中位数最大(14.2%)，144平以上的户型距离最高点的跌幅中位数最小(11.7%)；二线城市，90平及以下的户型距离最高点的跌幅中位数最大(17.8%)，90-144平的户型距离最高点的跌幅中位数最小(16.6%)；三线城市，三类户型的跌幅中位数接近。

图24：从新房来看，一线城市，90平及以下的户型跌幅中位数最大，144平以上的户型跌幅中位数最小；二线城市，90平及以下的户型跌幅中位数最大，144平以上的户型跌幅中位数最小；三线城市，三类户型的跌幅中位数接近



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图25：从二手房来看，一线城市，90平及以下的户型跌幅中位数最大，144平以上的户型跌幅中位数最小；二线城市，90平及以下的户型跌幅中位数最大，90-144平的户型跌幅中位数最小；三线城市，三类户型的跌幅中位数接近

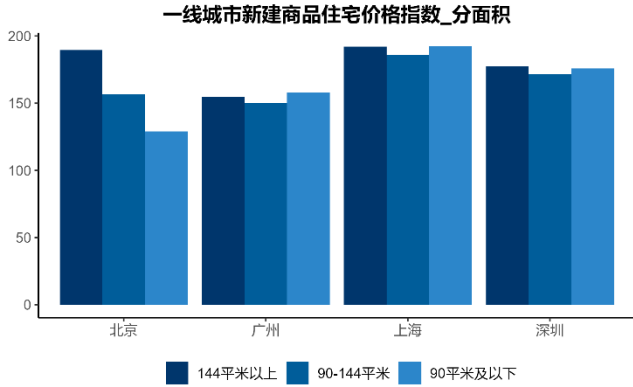


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

一线城市，从新房来看，三类户型累计涨幅最高的城市都是上海；从二手房来看，三类户型累计涨幅最高的城市都是深圳。以2013年12月为基点，截至2024年10月，上海90平及以下新房累计涨幅为93%、90-144平为86%、144平以上为92%。深圳90平及以下二手房累计涨幅为104%、90-144平为84%、144平以上为93%。

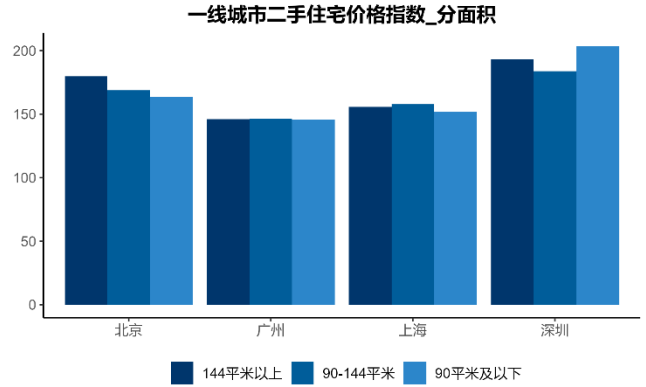
一线城市，从新房来看，三类户型跌幅最大的城市都是广州；从二手房来看，90-144平和144平以上户型跌幅最大的是广州。以2013年12月为基点，截至2024年10月，广州90平及以下新房距离最高点跌幅为13.5%、90-144平为12.8%、144平以上为12.2%；90-144平二手房跌幅为17.9%，144平以上为17.0%。90平及以下二手房跌幅最大的是深圳，距离最高点跌幅为17.3%。

图26：从新房来看，一线城市，三类户型累计涨幅最高的城市都是上海



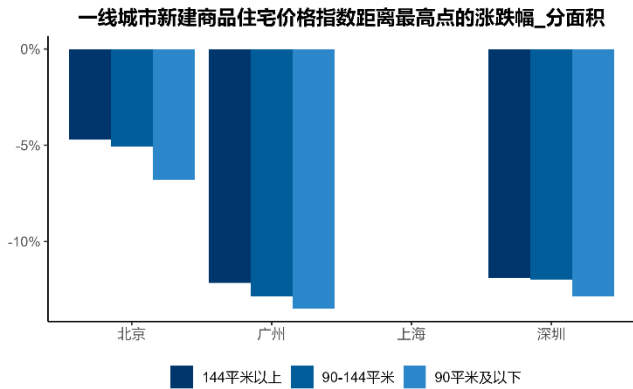
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图27：从二手房来看，一线城市，三类户型累计涨幅最高的城市都是深圳



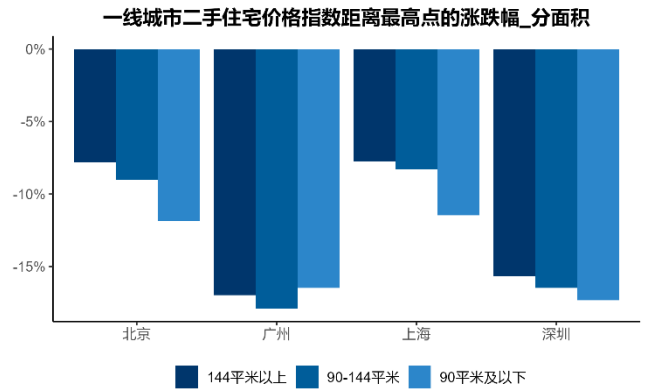
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图28：从新房来看，一线城市，三类户型跌幅最大的城市都是广州，其中90平及以下户型距离最高点跌幅为13.5%、90-144平为12.8%、144平以上为12.2%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图29：从二手房来看，一线城市，90平及以下户型跌幅最大的是深圳，距离最高点跌幅为17.3%；90-144平和144平以上户型跌幅最大的是广州，跌幅分别为17.9%和17.0%



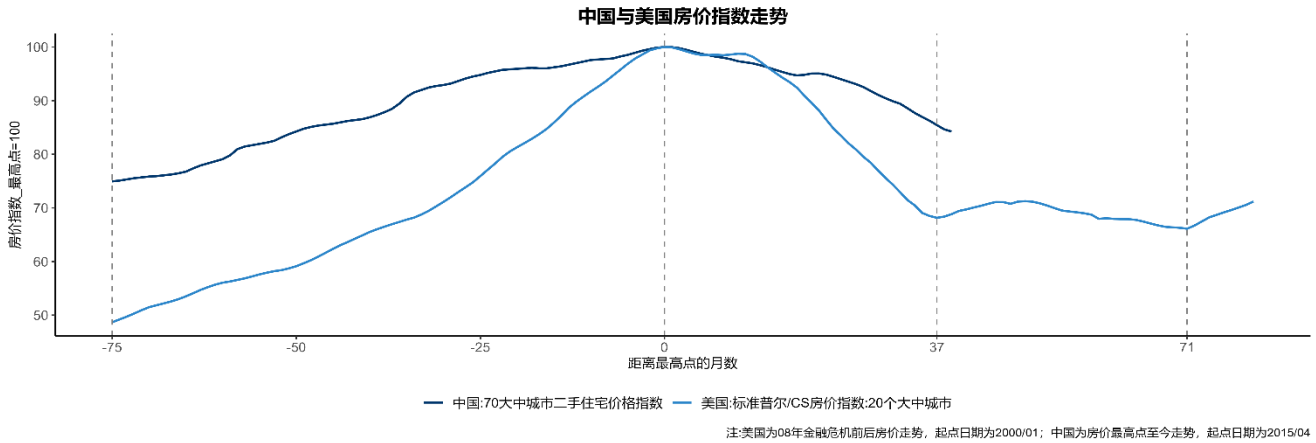
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4. 同海外对比来看，中国房价调整时间已经足够长

中国70城的房价下跌持续时间已经超过美国20城金融危机后的持续下跌时间。08金融危机发生后，美国20大中城市的房价经历了急跌到波动磨底的过程，美国20大中城市房价指数的急跌过程持续37个月，累计下跌31.8%；经历小幅反弹后，在第71个月到达最底部，最低点累计下跌33.9%。中国70城的二手房价格当前已经持续下跌39个月，累计下跌15.8%。

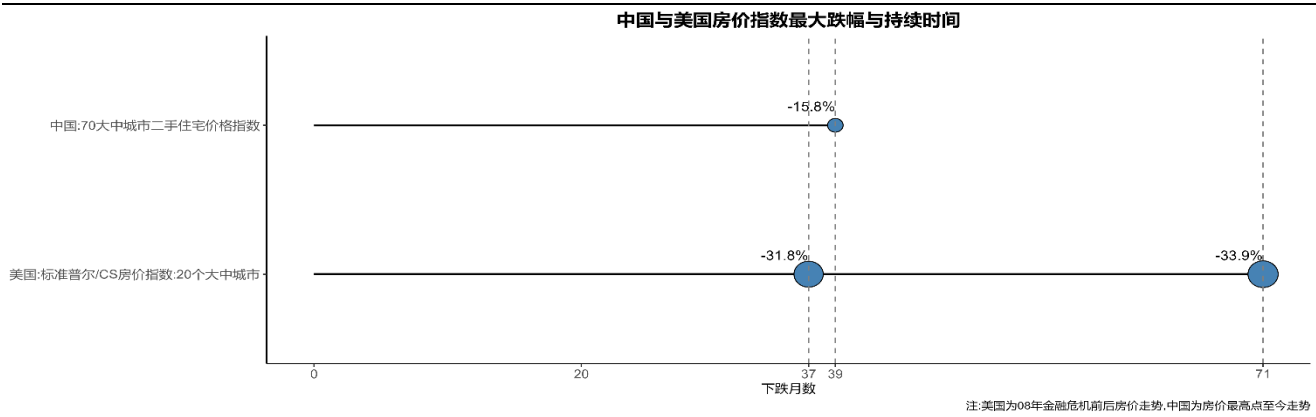
虽然中国70城房价从最高点的跌幅尚不及美国20城的跌幅，但以累计涨跌幅计算，中国70城房价在相同时段内的累计涨幅已经显著低于美国20城。以最高点前75个月为基点，美国20大中城市房价指数至下跌一阶段的底部，累计涨幅为40.0%；中国70城二手房指数距今(2024/10)的累计涨幅为12.4%。

图30：金融危机发生后，美国 20 大中城市的房价经历了急跌到波动磨底的过程，前期持续下跌过程持续了 37 个月，经历小幅反弹后，在第 71 个月到达最底部；中国 70 城的房价下跌持续时间已经超过美国 20 城金融危机后的持续下跌时间



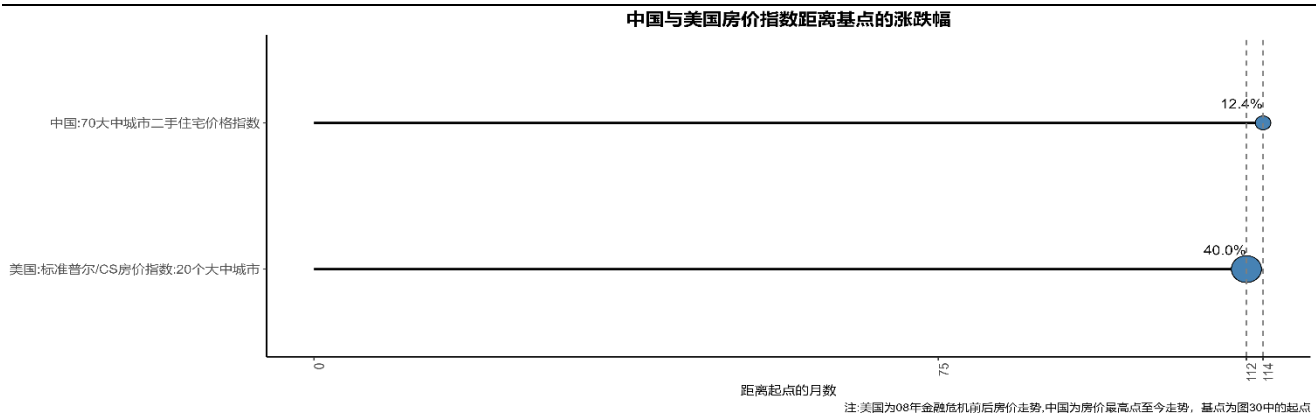
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图31：从整体来看，08 金融危机后，美国 20 大中城市房价指数持续下跌 37 个月，累计下跌 31.8%，最低点累计下跌 33.9%；中国 70 城的二手房价格当前已经持续下跌 39 个月，累计下跌 15.8%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图32：以最高点前 75 个月为基点，美国 20 大中城市房价指数至下跌一阶段的底部，累计涨幅为 40.0%；中国 70 城二手房指数距今(2024/10)的累计涨幅为 12.4%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

5. 总结

- 1) 整体而言，新房价格韧性普遍强于二手房，一线城市房价韧性更强，低线城市房价已经深度调整。房价走势呈现出城市能级越高，整体累计涨幅越大的特点，但一线城市新房累计涨幅落后于二手房，二三线城市新房累计涨幅超过二手房。城市能级越高，房价从高点下跌的幅度越小，下跌持续时间越短。
- 2) 分城市能级而言：
 - a) 一线城市新房和二手房的供需长期都处于偏紧的状态，对房产价格形成了更强的支撑。特别是旺盛的高端购买力叠加长期的供给不足与套利空间，有力的维持了其高端改善性市场的价格韧性。我们认为，当前一线城市普遍在放松限购限购、取消普通住宅标准，被压制已久的改善性需求有望得到有效释放。二手房价格有望领先于新房出现企稳态势。随着优质二手房供给的去化和新房供给的优化，新房市场价格也有望逐渐企稳。
 - b) 二线城市的情况较为分化，但也遵循城市相对能级越高，房价越具有韧性的规律。具有较好的人口流入和经济发展的杭州、成都和西安，房价累计涨幅领跑二线城市，从高点的下跌幅度也是二线城市中最小的。我们认为，部分二线城市新房与二手房的累计涨幅差距较大，在限售大幅放松的背景下，大量次新房的入市可能会对新房市场的价格造成一定的压力。
 - c) 大量三线城市的新房和二手房市场都已经处于深度调整的状态。我们认为，由于成本的支撑作用，很多三线城市新房价格进一步下跌的空间已经不大。但此类城市的房价走势持续疲软，需求已经明显不足，后续新房依然面临缓慢而持久的去库存压力。
- 3) 分户型而言：
 - a) 一线城市大户型具有更强需求支撑。我们认为，一线城市和部分核心二线城市高端市场的供给相对稀缺，高净值人群释放的购买力有望支撑其高端改善性市场的价格韧性。但在规划设计标准放松和开发商愈发重视高端改善性产品开发的背景下，后续高端市场的二手房可能面临产品力落后和挂牌量上升的压力。
 - b) 各线城市的刚需小户型都面临较大压力。我们认为，随着住房紧缺的情况发生了根本性的转变，改善性需求成为市场主导。商品房市场将会更加专注于解决群众“住得好”的问题，刚需小户型将面临需求的下滑和保障房市场的双重挤压。
- 4) 对比美国而言，中国房价调整时间已经足够长，或许房价下跌压力最大的时期正在过去。中国 70 城的房价下跌持续时间已经超过美国 20 城金融危机后的持续下跌时间。虽然中国 70 城房价从最高点的跌幅尚不及美国 20 城的跌幅，但以累计涨跌幅计算，中国 70 城房价在相同时段内的累计涨幅已经显著低于美国 20 城。

6. 风险提示

行业政策落地不及预期的风险、行业基本面继续下行的风险

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|---|------------|
| 行业普通报告 | 统计局 70 城房价数据点评：10 月一线城市二手房价格环比转正，二三线城市房价环比降幅收窄—— | 2024-11-15 |
| 行业普通报告 | 房地产 70 城房价数据点评：9 月各线城市住宅价格环比继续下滑，一线城市二手住宅环比降幅最大—— | 2024-10-18 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019年加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526