

政策“药效”边际递减，楼市韧性如何维系？

2025年9月24日

本期观点

我们认为，上一轮政策刺激对销售回稳起到了显著作用，但效果已呈边际递减趋势。当前政策基调仍以巩固行业“止跌回稳”态势为核心，在现有政策框架下推动合理购房需求释放，并助力行业探索新发展模式。以2024年9月末的政策调整为分水岭，上一轮刺激将房地产销售从此前持续两位数下跌的“泥沼”中拉回相对平稳区间。过往一年，在多项政策协同托举下，行业销售未再现剧烈下跌，在现有水平持续“磨底”。我们预期，今年内释放大规模增量政策的可能性不大，更多是围绕现有政策框架边际优化，现阶段期待市场出现显著反转也并不现实。但是中央对推动楼市“止跌回稳”的意志仍然坚定，若销售下行压力再度加剧，政策仍将推出增量措施托底市场，维稳信心。

分析师

任映雪

北京

Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

王子天

北京

Zitian.wang@spgchinaratings.cn

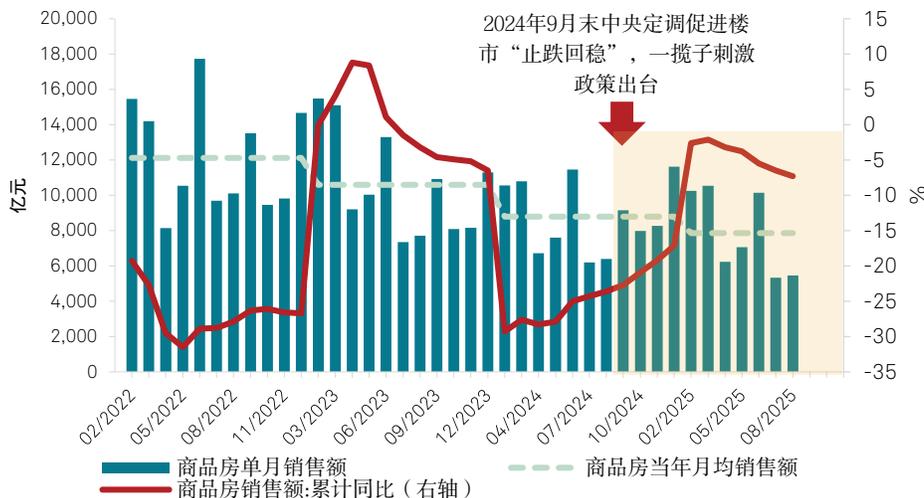
张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

图1

上一轮刺激对销售回稳作用显著，但政策效果有所减弱



资料来源：国家统计局，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表1

现有政策框架回顾与点评

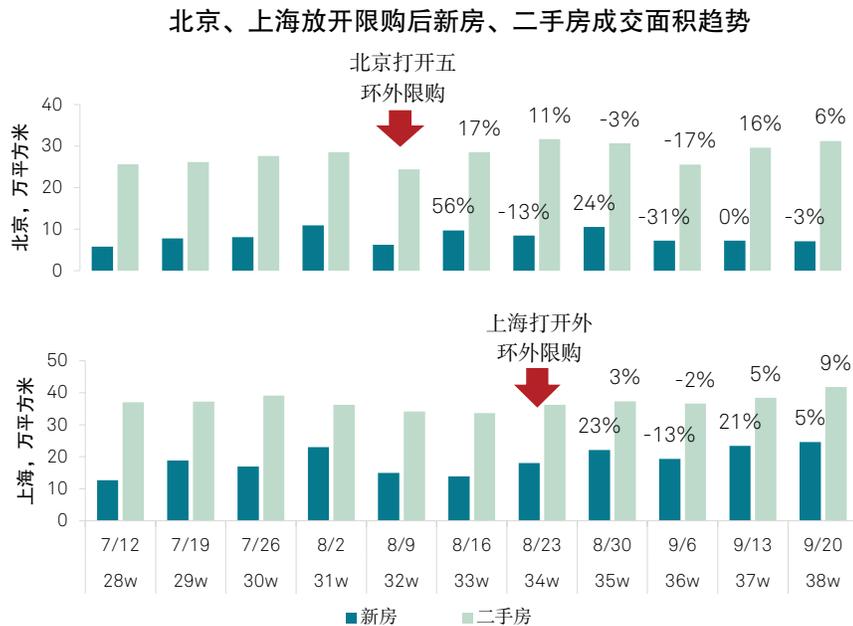
政策方向	政策抓手	近期政策动向	政策效果预期
需求侧	因城施策，进一步松绑限制性政策	8月以来，北京、上海、深圳进一步打开限购政策。	政策放松符合预期，力度较为温和，对销售的刺激效应将渐进显现。

城市更新，涵盖城中村改造	7月末中央召开城市工作会议，从战略高度、系统规划和政策协同等方面全面部署城市更新工作。	城市更新项目投资规模大、征迁复杂、落地周期较长，其对商品房需求的实际撬动作用并非立竿见影，政策效果有可能随项目推进在长期内持续释放。
供给侧 收储闲置土地	2025年1-8月，土地储备专项债发行规模达3,240亿元，占新增项目收益类专项债的14%，6月以来发行节奏明显加快。	土储专项债的重启对盘活闲置土地发挥了一定作用，但资金也更倾向于投向市场景气度高、韧性强的核心城市的新增土储项目。高能级城市的土地供应和出让规模仍将在一段时间内占据主导。
收储量商品房	各地逐步推进存量商品房收储，专项债在回储量房方面实现破冰，但目前发行进展缓慢。	专项债对项目资金平衡要求较高，而存量房定价和收益机制比土储更为复杂，回储工作涉及收购定价合理性、租金收益能否覆盖成本等一系列问题，可能对推进节奏带来一定影响。

资料来源：标普信评总结。
 版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，楼市韧性可能靠两大类需求侧政策维系，一是坚定“因城施策”，进一步松绑核心城市限制性政策；二是结合城市更新推动城中村和危旧房改造，释放改善型需求。8月以来，北京、上海、深圳相继放宽区域限购政策，并同步推出公积金和商业贷款优化措施。政策松绑更有利于释放一线城市的改善及二套房需求，对稳定区域销售和价格形成支撑。本次政策放松符合预期，力度较为温和，对销售的刺激效应将渐进显现。从北京和上海政策放松前后的市场表现看，项目咨询量、带看量等前置指标均出现脉冲式增长，新房和二手房成交面积均有不同程度回升，目前市场整体反应平稳，后续重点关注“金九银十”销售成色。

图2



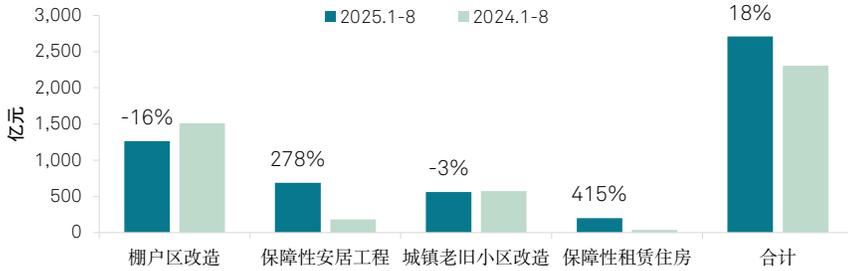
注：成交面积按周统计，百分比为新政后销售面积周环比变动。
 资料来源：北京市住房和城乡建设委员会，上海市房屋管理局，ifind，标普信评。
 版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，城市更新的持续推进将有助于释放部分房地产需求，但政策效果可能在更长时间内温和释放。7月末中央召开城市工作会议，从战略高度、系统规划和政策协同等方面全面部署城市更新工作。李强总理在国务院第九次全体会议上也提出“结合城市更新推进城中村和危旧房改造，多管齐下释放改善性需求”，以巩固房地产市场止跌回稳的态势。在专项债、超长期特别国债等资金支持下，

城市更新有望获得更充足的资金保障和更可持续的推进动力。2025年1-8月，新增专项债在城市更新相关领域的发行规模同比增长18%，其中保障性安居工程同比显著增长278%。需注意的是，城市更新涵盖范围广泛，其中能直接拉动商品房需求的主要是拆迁后的货币化安置，政策效果将取决于货币化安置比例以及存量商品房被收储用作安置房的规模。我们认为，城市更新项目投资规模大、征迁复杂、落地周期较长，其对商品房需求的实际撬动作用并非立竿见影，更有可能随政策与项目推进在长期内持续释放。

图3

专项债对“城市更新”相关领域的支持增强



注：图为2025年1-8月，新增专项债资金用途与城市更新主题相关的发行规模分布。百分比为同比增长。

资料来源：企业预警通，标普信评。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，作为重要的供给侧调节政策，土储专项债的重启对盘活闲置土地发挥了一定作用，但资金也更倾向于投向市场景气度高、韧性强的核心城市的新增土储项目。2025年1-8月，土地储备专项债发行规模达3,240亿元，占新增项目收益类专项债的14%，6月以来发行节奏明显加快。从结构看，土储专项债涵盖新增土储和回储闲置土地，在热点城市则以新增土储为主。1-8月，土储专项债投向前20的城市与同期土地成交总价前20的城市有60%重合。北京和上海在土储专项债发行规模上遥遥领先，其资金主要投向新增土储。另外，前20位城市的土储专项债发行规模占比近6成，资源集中态势明显。上述结构特征也与当前销售和拿地市场分化的趋势一致，即房企拿地高度集中于少数供需结构健康、资金平衡较有保障的热点城市。我们预计，随着行业缓慢修复及城市更新政策推进，高能级城市的土地供应和出让规模仍将在一段时间内占据主导。

图4

土储专项债资金投向与土地出让金收入最高的前20个城市高度重合（2025年1-8月，亿元）

序号	城市	土储专项债发行规模	占比	序号	城市	成交土地出让金	占比
1	上海市	568	18%	1	杭州市	1,551	11%
2	北京市	189	6%	2	北京市	1,111	8%
3	杭州市	170	5%	3	上海市	1,061	7%
4	长沙市	93	3%	4	成都市	537	4%
5	济南市	78	2%	5	南京市	464	3%
6	广州市	78	2%	6	苏州市	395	3%
7	福州市	74	2%	7	西安市	381	3%
8	温州市	73	2%	8	南通市	348	2%
9	滁州市	69	2%	9	广州市	311	2%
10	宁波市	59	2%	10	深圳市	289	2%
11	惠州市	58	2%	11	天津市	281	2%
12	珠海市	58	2%	12	金华市	250	2%
13	合肥市	54	2%	13	重庆市	241	2%
14	厦门市	50	2%	14	厦门市	219	1%
15	金华市	47	1%	15	宁波市	216	1%
16	苏州市	41	1%	16	合肥市	208	1%
17	常州市	40	1%	17	长沙市	201	1%
18	龙岩市	37	1%	18	武汉市	193	1%
19	肇庆市	36	1%	19	福州市	178	1%
20	南京市	36	1%	20	石家庄市	174	1%
	合计	1,908	59%		合计	8,609	59%

注：标红的为两项排名中重合的城市。成交土地出让金总样本包括全国近 200 个城市。

资料来源：企业预警通，ifind，标普信评。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，存量商品房收储政策落地仍然较为缓慢。各地正在逐步推进存量商品房收储，专项债在回储存量房方面实现破冰，但目前其规模相较于土地收储用途，进展仍显缓慢。广州和郑州在收购存量商品房方面具有代表性。广州在城中村改造过程中，将回储商品房用作安置房源，并打通城中村改造专项借款的资金渠道。在专项借款支持下，截至 5 月，广州已认购存量房 6000 余套用于安置，同期全市新房月均成交约 5200 套。河南则以省、市级地方国企牵头收购，结合“以旧换新”或将存量房转为保障性租赁住房等措施推进收储。9 月，河南省住建厅等八部门发布《关于支持住房消费的若干措施》，明确提出用好保障性住房再贷款、专项债等资金，加大收购存量商品房用作保障房的力度，允许各地使用住房公积金增值收益收购存量商品房用作公租房。2025 年郑州市计划收购存量商品房 100 万 m^2 。5 月，浙江和四川共计发行近 20 亿元专项债用于收购存量商品房，标志着专项债支持存量房回储进入实操阶段，但此后相关债券发行进展较慢。我们认为，专项债对项目资金平衡要求较高，而存量房定价和收益机制比土储更为复杂，回储工作涉及收购定价合理性、租金收益能否覆盖成本等一系列问题，或对推进节奏带来一定影响。后续专项债在该领域的投放进展值得持续关注。

政策跟踪

- 8 月 8 日，北京市住建委和公积金管理中心发布通知进一步优化调整住房限购政策，加大住房公积金贷款支持力度，具体细则包括：一、符合条件的居民家庭在五环外购买商品住房不限套数；二、成年单身人士按照居民家庭执行商品住房限购政策；三、公积金贷款申请人在本市无住房，且全国范围内无公积金贷款或使用过 1 次公积金贷款并已结清的，执行首套住房公积金贷款政策；四、借款申请人使用公积金贷款购买二套住房的，最高贷款额度为 100 万元，最低首付款比例不低于 30%。
- 8 月 18 日，国务院召开第九次全体会议，总理李强在会议上强调：要进一步提升宏观政策实施效能，深入评估政策实施情况，增强政策针对性有效性，及时回应市场关切，稳定市场预期，要采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势，结合城市更新推进城中村和危旧房改造，多管齐下释放改善性需求。
- 8 月 26 日，上海市住建委等六部门联合印发《关于优化调整本市房地产政策措施的通知》，调减住房限购政策，优化住房公积金政策。具体细则包括：一、符合条件的居民家庭在外环外购买住房不限套数；二、成年单身人士按照居民家庭执行住房限购政策；三、购买符合规定的新建绿色建筑住房，公积金最高贷款额度上浮 15%，可以提取住房公积金支付新建商品房首付款，且提取住房公积金支付首付款不影响住房公积金贷款额度计算；四、各银行业金融机构在利率定价机制安排方面不再区分首套和二套住房。
- 8 月 28 日，中共中央、国务院发布《关于推动城市高质量发展的意见》，文件提出要系统推进“好房子”和完整社区建设。加快构建房地产发展新模式，更好满足群众刚性和多样化改善性住房需求。稳步推进城中村和危旧房改造，支持老旧住房自主更新、原拆原建，持续推动城镇老旧小区改造。建设创新型产业社区、商务社区，加快建设完整社区，完善城市社区嵌入式服务设施，构建城市便民生活圈。科学制定实施城市更新专项规划，一体化推进城市体检和城市更新，促进产城融合、职住平衡。
- 9 月 5 日，深圳市住建局、人行深圳分行联合印发《关于进一步优化调整本市房地产政策措施的通知》，分区优化调整居民、企事业单位购房政策，优化调整个人住房信贷政策。具体细则包括：一、符合条件的居民家庭在罗湖区、宝安区（不含新安街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区范围内购买商品住房不限套数，不符合条件的居民家庭在以上区域范围内限购 2 套，在盐田区、大鹏新区购买商品住房，不再审核购房资格；二、成年单身人士按照居民家庭执行商品住房限购政策；三、各银行业金融机构在利率定价机制安排方面不再区分首套和二套住房。

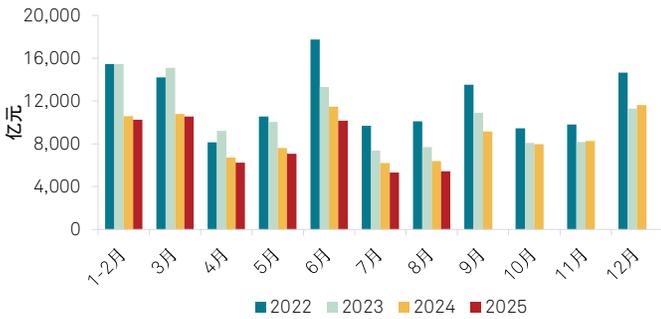
数据跟踪

	单位	当月值		当月同比 (%)		累计值	累计同比 (%)
		8月	7月	8月	7月	1-8月	1-8月
销售情况							
商品房销售面积	万平方米	5,744	5,709	-10.6	-7.8	57,304	-4.7
商品房销售额	亿元	5,449	5,324	-14.0	-14.1	55,015	-7.3
其中：东部	亿元	3,179	3,139	-16.6	-16.9	33,263	-8.1
中部	亿元	1,055	1,033	-8.6	-5.8	10,076	-6.1
西部	亿元	1,053	1,006	-12.2	-10.3	10,222	-5.8
商品房销售均价	元/平方米					9,601	-2.6
建安投资							
新开工面积	万平方米	4,595	4,842	-19.8	-15.2	39,801	-19.5
施工面积	万平方米	4,378	5,410	-28.6	-16.4	643,109	-9.3
竣工面积	万平方米	2,660	2,468	-21.2	-29.4	27,694	-17
融资情况							
房地产开发企业到位资金	亿元	7,031	7,084	-12.5	-15.3	64,318	-8.0
其中：国内贷款	亿元	1,026	961	1.3	-4.7	10,232	0.2
自筹资金	亿元	2,744	2,686	-11.3	-15.9	22,974	-8.9
定金及预收款	亿元	2,029	2,034	-14.9	-24.5	18,844	-10.5
个人按揭贷款	亿元	939	1,071	-19.8	7.2	8,857	-10.5
土地市场							
100大中城市成交土地总价	亿元	930	1,293	-38.8	3.0	10,572	11.9
其中：一线	亿元	154	393	-46.8	39.3	2,756	28.9
二线	亿元	355	547	-31.2	-4.6	4,862	20.8
三线	亿元	422	353	-41.1	-11.9	2,955	-10.2
全国：成交土地溢价率	%	4.2	8.3				
		环比 (%)		当月同比 (%)			
价格趋势							
70个大中城市新建商品住宅价格指数	%	-0.3	-0.3	-3.0	-3.4		
其中：一线	%	-0.1	-0.2	-0.9	-1.1		
二线	%	-0.3	-0.4	-2.4	-2.8		
三线	%	-0.4	-0.3	-3.7	-4.2		
70个大中城市二手住宅价格指数	%	-0.6	-0.5	-5.5	-5.9		
其中：一线	%	-1.0	-1.0	-3.5	-3.4		
二线	%	-0.6	-0.5	-5.2	-5.6		
三线	%	-0.5	-0.5	-6.0	-6.4		
新建商品住宅价格:上涨城市数量	个	9	6	5	5		
二手房住宅价格:上涨城市数量	个	1	1	0	0		

资料来源：国家统计局，ifind，标普信评。

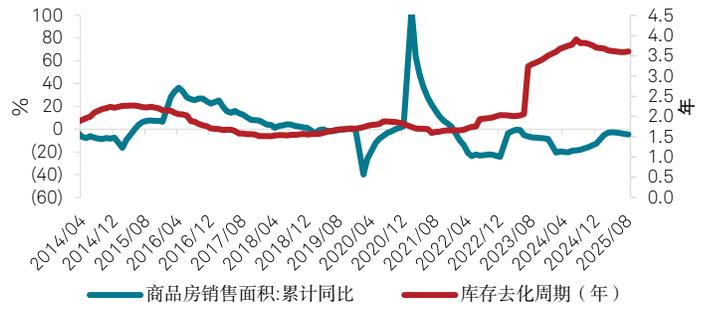
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

月度商品房销售额走势



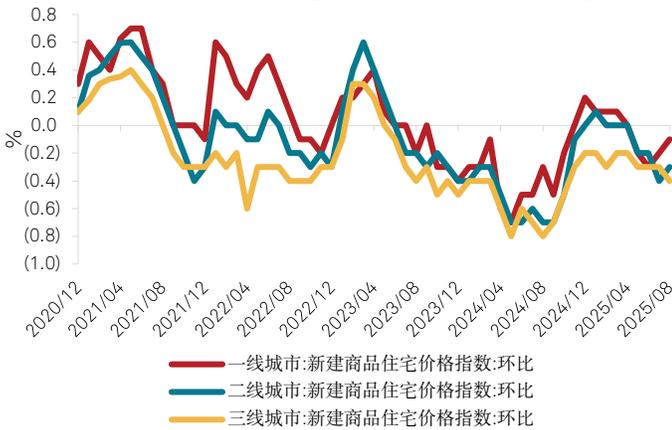
注：上图历史单月销售数据未经调整基数。
资料来源：国家统计局，ifind，标普信评。

商品房销售面积累计同比与库存去化周期



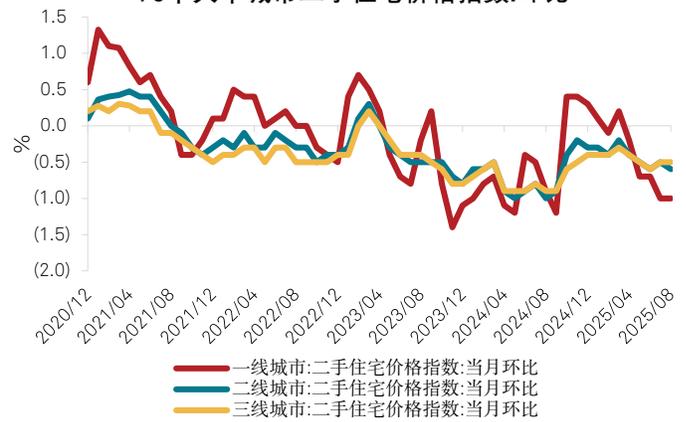
注：全国库存计算假设1999年2月初库存为0，商品房库存=当月新开工面积*0.9-当月销售面积+上月库存，库存去化周期=当月库存/过往12个月单月销售面积之和
资料来源：国家统计局，ifind，标普信评。

70个大中城市:新建商品住宅价格指数:环比



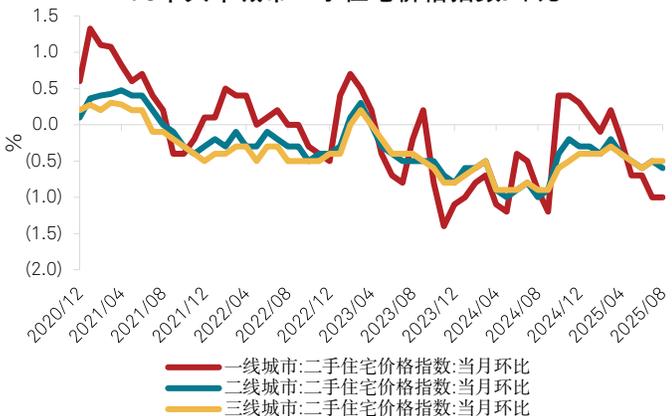
资料来源：国家统计局，ifind，标普信评。

70个大中城市二手住宅价格指数:环比



资料来源：国家统计局，ifind，标普信评。

70个大中城市二手住宅价格指数:环比

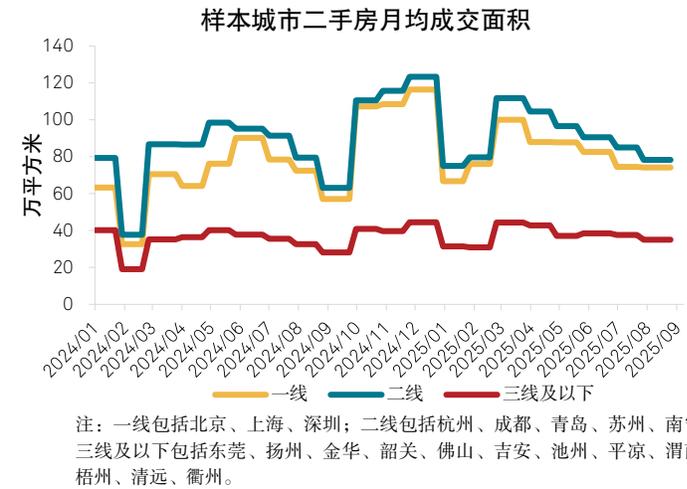
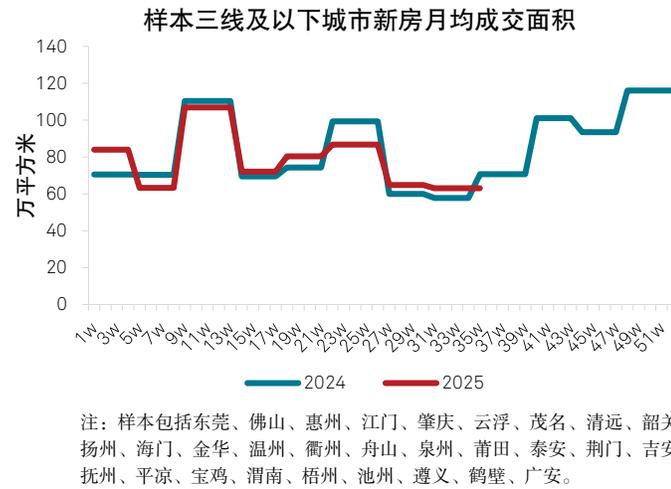
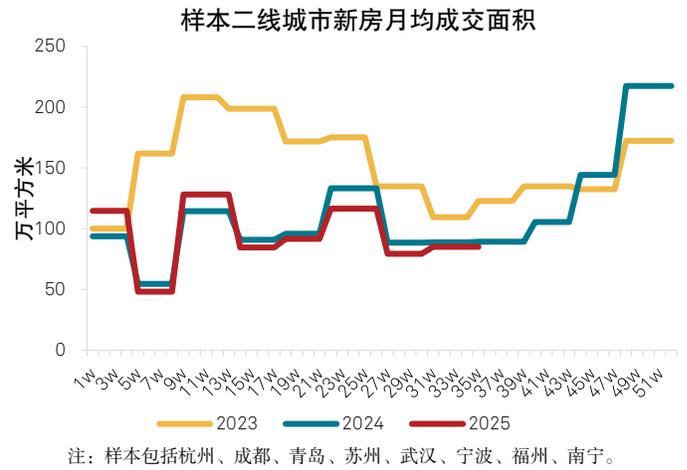
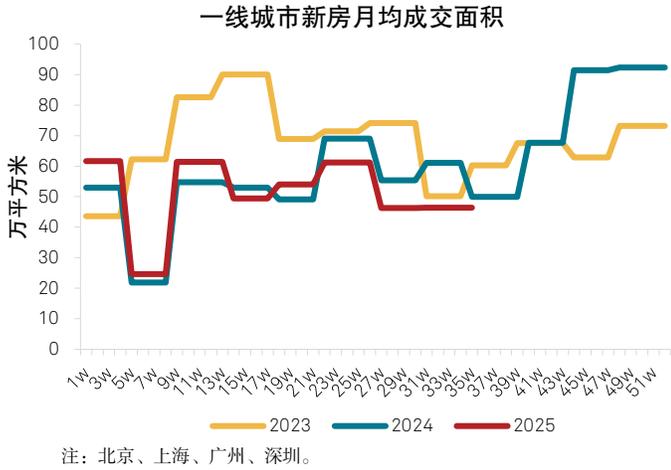


资料来源：国家统计局，ifind，标普信评。

100大中城市成交土地总价走势



资料来源：ifind，标普信评。



新房成交面积热度趋势（当周值较过去4周均之比）

日期	合计	一线	二线	三线及以下
9/21/2025	1%	17%	-10%	3%
9/14/2025	-12%	11%	-20%	-17%
9/7/2025	-18%	-15%	-19%	-19%
8/31/2025	30%	38%	23%	34%
8/24/2025	11%	1%	35%	-11%
8/17/2025	-8%	-11%	-15%	3%
8/10/2025	-10%	-15%	-4%	-15%
8/3/2025	6%	15%	7%	-2%
7/27/2025	-20%	-30%	-19%	-14%
7/20/2025	-36%	-30%	-46%	-28%
7/13/2025	-40%	-43%	-41%	-37%
7/6/2025	-12%	4%	-16%	-17%
6/29/2025	70%	73%	71%	67%
6/22/2025	12%	6%	21%	6%
6/15/2025	-6%	-15%	1%	-8%
6/8/2025	-27%	-26%	-26%	-28%
6/1/2025	15%	17%	24%	4%

重点房企销售跟踪（亿元）

房企	2025年8月 单月销售	单月环比	单月同比	2025年1-8月 累计销售	2025年1-8月 累计同比
保利发展	180	0%	-19%	1812	-18%
中海地产	183	55%	0%	1503	-17%
华润置地	132	-1%	-13%	1368	-12%
招商蛇口	195	25%	39%	1241	-5%
绿城中国	100	85%	24%	957	-8%
万科地产	90	-33%	-48%	911	-44%
建发房产	81	27%	69%	851	9%
越秀地产	55	-8%	-45%	730	4%
中国金茂	91	7%	46%	709	26%
滨江集团	90	2%	27%	705	-3%
华发股份	53	30%	-12%	596	0%
龙湖集团	46	-24%	-29%	456	-30%
保利置业	60	110%	127%	355	-4%
金地集团	22	-14%	-59%	220	-54%
新城控股	17	17%	-30%	137	-54%
首开股份	8	-20%	-74%	128	-42%
华侨城	11	-4%	-62%	126	-19%

注：房企销售为全口径销售。新房成交面积城市口径：一线包括北京、上海、广州、深圳；二线包括杭州、成都、青岛、苏州、武汉、宁波、福州、南宁；三线及以下包括东莞、佛山、惠州、江门、肇庆、云浮、茂名、清远、韶关、扬州、海门、金华、温州、衢州、舟山、泉州、莆田、泰安、荆门、吉安、抚州、平凉、宝鸡、渭南、梧州、池州、遵义、鹤壁、广安。二手房成交面积城市口径：一线包括北京、上海、深圳；二线包括杭州、成都、青岛、苏州、南宁；三线及以下包括东莞、扬州、金华、韶关、佛山、吉安、池州、平凉、渭南、梧州、清远、衢州。

资料来源：ifind，克而瑞地产研究，标普信评。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务，包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息，请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](http://Private Credit Analysis (spgchinaratings.cn))，并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。