中国房地产
四大投行一周数据全景与观点分歧

深度解读

基于摩根大通/高盛/摩根士丹利/花旗 8 篇研报（2026年3月31日-4月9日）

覆盖：价格・销量・领先指标・供给・FY25业绩・信用・政策

404K Semi-AI | 2026-04-09

本报告仅供个人投资研究参考，不构成投资建议。

目 录

一、开篇：一句话定调

二、价格：85城中91%在跌

三、销量：数字好看但要拆开看

四、领先指标：红灯亮了

五、供给端：开工塌陷、竣工目标大幅下调

六、FY25业绩：国企vs民企的冰火两重天

七、四大投行观点分歧

八、花旗的"新常态"框架值得单独拆解

九、政策：上面很着急但工具在耗尽

十、二手房：唯一的亮光

十一、FY25业绩的几个关键发现

十二、结论



扫码加入 404K 知识星球

> 基于摩根大通/高盛/摩根士丹利/花旗 8 篇研报（2026年3月31日-4月9日）| 404K Semi-AI | 2026-04-09

一、开篇：一句话定调

内地两大领先指标连续走弱，但一手销量靠低基数短暂好看；四大投行对二季度走势判断罕见分裂。

二、价格：85城中91%在跌

摩根士丹利3月房价数据发出了明确的恶化信号：

- 3月二手房成交价环比 **-0.6%**（同比-12.3%），前月仅-0.1%，逆转了去年12月以来跌幅收窄的趋势
- 85个样本城市中 **91%录得月度下跌**，84%跌幅加速（2月仅8%加速）
- 一线城市价格从2月环比+0.1%转为 **-0.3%**，归因于春节季节性和二手挂牌量重新上升
- 大摩维持全年二手房价跌 **8%**（2026年）和 **6%**（2027年）的预测，对比3M26实际仅-1.4%同比

大摩原文判断非常直接：

> "We expect the decline of home prices to accelerate further in 2Q."

花旗的NBS数据做了补充：NBS 70城新房价格指数自2023年以来累计下跌 **-12.5%**，二手房累计下跌 **-22%**。一线城市二手房2M26同比仍在 **-22.5%** 的深坑里。

三、销量：数字好看但要拆开看

摩根大通数据监测（3月31日周报）

- 60城一手周销量同比 **-28%**（前周-8%），1Q26累计 **-23%** 同比
- 对比2024/2023水平，1Q26一手GFA累计 **-19%/-52%**
- 12城二手注册量同比持平（前周同），YTD累计降幅仅 **-4%**（上海+2%，北京-3%，深圳-4%）

花旗数据（3月销售报告，14页）

- 37家上市房企3月合同销售：环比 **+126%**（季节性），同比 **-19%**
- 1Q26累计同比 **-26%**，对比2025年 **-21%** 的年降幅，跌幅在扩大
- 但花旗认为"beat"——新房销量好于预期，高端项目在上海/深圳/北京表现突出
- 二手房周成交量3月22日当周达到 **31,600套**，是2025年5月以来最高单周
- 上海二手创 **5年新高**，北京创 **1年新高**
- 3月单月：国企同比 **-9%**，非国企同比 **-38%**，总计 **-19%**

摩根大通百强房企数据（4月1日报告，15页）

- 3月百强房企销售额同比 **-18%**（前月-40%），跌幅从2月大幅收窄
- 但这主要因为：(1) 2月因春节基数极低；(2) 上海3月放开限购的边际刺激
- 对比2018-21年均值，3月仍然 **-68%**（好于过去12个月70-80%的降幅）
- 金茂 **+23%** YTD、中海 **+11%** YTD是仅有的两家正增长房企
- 摩根大通预测2026全年百强销售同比 **-12%**（NBS口径-7%）

高盛周报数据（第13周，14页）

- 75城一手GFA周环比 **+36%**，同比 **-9%**；1Q26累计同比 **-23%**，对比2024/2023水平 **-19%/-52%**
- 二手GFA周环比 **+74%**，同比 **-14%**；1Q26累计同比 **-9%**，对比2024/2023水平 **+22%/持平**
- 库存去化月数 **29.3个月**（前月30.0），仍处高位

四、领先指标：红灯亮了

摩根大通两个核心领先指标

- **中原一线城市二手挂牌价指数**：从19.6微升至19.8（仍处极低水平），只有约20%的挂牌在涨价
- **中原经理人信心指数**：持平在58（>50代表乐观，但连续走弱）

高盛的补充信号

- 新房搜索量周环比 **-2.8%**，二手认购量（实际成交的前2-3周先导指标）周环比 **-6%**
- 看房活动（visitations）趋平——旺季开启时动量在软化
- 高盛判断：领先指标继续指向"更温和的成交量前景"

摩根士丹利的供给端信号

- 3月新增二手挂牌量环比 **+177%**，同比 **-18%**——节后供给大量涌入
- 看房量（visitations）环比 **>180%**（季节性反弹），但同比仍偏弱
- 总挂牌量在约50城中 **63%的城市录得环比增加**（2月仅29%），**24%达到历史新高**
- 对比2024年9月放松前水平，63%的城市总挂牌量更高

五、供给端：开工塌陷、竣工目标大幅下调

花旗57页报告的关键数据：

- 2026E GFA开工计划：同比 **-54%**（2025年已经 **-17%**）

- 2026E 竣工计划：同比 **-51%**（2025年已经 **-38%**）
- Capex 计划：同比 **-23%**（2025年已经 **-28%**）
- 2026E 可售资源同比 **-22%**（仅绿城-15%和金茂+7%给出了明确指引）

高盛周报的交叉验证：

- 3月新开工预计同比 **约-20%**（1-2月NBS口径-23%/中高十几个百分点）
- 竣工在3月预计录得"高十几个百分点"的同比下降
- 75城百强预售可能在3月同比下降 **34%**（2月-36%）

六、FY25业绩：国企vs民企的冰火两重天

摩根大通72页FY25业绩回顾的核心数据：

收入与利润

指标	FY24	FY25	FY26E	FY27E	趋势
行业总收入（十亿人民币）	1,301	1,038	872	815	持续缩表
核心净利润（十亿，剔除净亏损）	51.2	34.3	32.2	38.5	FY27E才企稳

国企 vs 民企分化

指标	国企FY25	国企FY26E	民企FY25	民企FY26E
核心净利润同比	-18%	-1%	-7%	-13%
开发毛利率	14.6%	14.1%	—	—
核心净利率	5.1%	5.4%	-17.3%	—

- 国企DP毛利率从15.1%(FY24)压缩到14.6%(FY25)，预计FY26E继续到14.1%，FY27E才可能企稳在14.3%
- 困境民企（万科/碧桂园/融创/世茂）持续巨亏：FY25核心净亏损合计约 **-240亿**
- 净负债率（股东权益口径）：1H25 **93%** -> 2H25 **104%**，摩根大通预计持续上升

万科：房间里的大象

- FY25核心净亏损从 **-45.4亿** 扩大到 **-85.9亿**
- 摩根大通给予UW评级，H股目标价 **2.25港元**，A股 **3.30元**
- 摩根士丹利同样给予UW，万科A目标价 **4.04元**

七、四大投行观点分歧

机构	对Q2判断	核心论据	代表报告
高盛	偏悲观	周报领先指标连续走弱，新房搜索-2.8%，二手认购-6%；百强预售可能-34%	周报第13周(14页)
摩根士丹利	最悲观	3月房价跌幅重新加速，91%城市在跌，挂牌量涌入，预计Q2更弱	房价报告(6页)
花旗	最乐观	"不再恶化本身就是好转"，3月销售超预期，二手房创阶段新高，3月回调是加仓机会	新常态(57页)、3月销售(14页)
摩根大通	中性偏谨慎	领先指标疲软，但百强销售跌幅收窄；FY25业绩"尚未触底"；政策窗口看4月底政治局	数据监测(27页)、FY25回顾(72页)

分歧本质：看的信号不同——高盛/大摩看领先指标（持续走弱），花旗看销售结果（边际改善），摩根大通两边都看所以给中性。花旗是唯一一家明确说"3月回调是加仓机会"的。

八、花旗的"新常态"框架值得单独拆解

花旗57页报告的标题本身就是论点：**"A New Norm from '26E: Not Getting Worse is Already Getting Better"**

核心观点：

- "不再恶化本身就是积极的"——市场不需要V型反转，只需要更多"价格企稳"的信心
- 大多数投资者不预期实质性反转，只需要稳定复苏（not over-whelming）和坚定政策支持
- 一季度板块因政策预期+二手量反弹+地方放松而反弹，3月因业绩下调/中东冲突回调
- 花旗认为3月回调是加仓机会：聚焦在核心城市有积极拿地和优质产品的房企
- 花旗选股逻辑：CRL（资管平台+REIT）、金茂（唯一销售正增长）、新城（商场深度价值）、保利置业（利润率+DPS增长）、COGO（利润率，弱竞争城市）、C&D（利润率反弹2年）

关键政策窗口

- **4月底政治局会议**——摩根大通和花旗都指向这个时间节点
- 花旗认为2Q26将出现更多"新房量企稳"的信号

九、政策：上面很着急但工具在耗尽

综合多篇报告的政策信号：

已出台的放松措施：

- 上海2月25日放开限购，重庆2月9日放开，北京/深圳已在2025年底放开
- 成都提高HPF贷款上限至80万（个人）/120万（双职工），重复购房者再加20%
- 苏州引入合格人才50%利息补贴（最高5万/年）
- 杭州6区推出最高10万/套的购房补贴

供给侧控制：

- 自然资源部2026年第38号文：商业用地供应须≤存量更新面积，新地优先公共福利用途
- 闲置土地可被收回，意图推动核心区存量土地价值提升

但存在制约因素（花旗指出）：

- SASAC"终身问责"令（2026年生效的46号文），让国企对大额M&A审慎
- 地方土地供应在减少但存量去化仍需时间（全国新房库存仍有 **29.3个月**）
- 中央层面的刺激力度仍然"muted"（高盛原文），地方靠HPF和补贴的空间有限

十、二手房：唯一的亮光

综合四家数据，二手房是当前唯一呈现积极信号的环节：

成交量在放量：

- 花旗：二手周成交3月22日当周 **31,600套**，2025年5月以来最高
- 上海创 **5年新高**，北京创 **1年新高**
- 花旗3月18城二手月度成交环比 **+85.4%**，同比 **-12%**（前月-30.4%，改善明显）
- 高盛：二手GFA周环比+74%，1Q26累计对比2024水平 **+22%**

但供给也在放量：

- 摩根士丹利：新增挂牌量环比 **+177%**，63%城市总挂牌环比增加
- 花旗39城总挂牌量：3月22日当周 **456.8万套**，环比持平但处于历史高位
- 一线城市总挂牌周环比微降0.2%，二线仍在增加0.1%

这形成了一个核心矛盾：成交在放量，但挂牌也在放量→价格可能继续承压。花旗认为二手放量是"市场速度"（market velocity）的反映，不只是替代一手；但摩根士丹利直接指出供给压力在积累，价格跌幅将在Q2加速。

十一、FY25业绩的几个关键发现

销售分化极端

摩根大通百强房企数据：1Q26累计销售YoY增速排名——

- 金茂 **+23%**、中海 **+11%** 是仅有的正增长

- 中位水平在 **-20%到-40%** 之间
- 尾部：龙湖 **-55%**、万科 **-52%**、融创 **-67%**、世茂 **-7%**

利润率继续压缩但速度放缓

- 行业DP毛利率（国企）：FY24 **15.1%** → FY25 **14.6%** → FY26E **14.1%** → FY27E **14.3%**
- 核心净利率（国企）：FY24 **5.7%** → FY25 **5.1%** → FY26E **5.4%**——FY26E可能是拐点
- 花旗的发现：2025年新销售利润率改善至 **15-18%**，但2022-23年拿的地利润率低于预算（受24/25年核心城市降价影响）

拿地高度集中

花旗数据：2025年拿地金额 **81%集中在前10城，91%在前20城**。COLI(43%在上海/北京)、华润(37%在上海/北京)、金茂(36%在北京/上海/广州)拿地最激进。

十二、结论

- 内地房地产仍在"以量换价"阶段——二手成交放量但价格继续跌，91%城市环比下跌是2024年9月放松以来最差的月度数据
- 领先指标vs销售数据的矛盾，可能在4-5月见分晓——如果领先指标继续走弱而销量回落（失去低基数支撑），高盛/大摩的悲观判断会被验证
- 花旗的"新常态"框架是对的——市场确实不会V型反转，但"不再恶化"是否足以支撑估值修复，取决于4月底政治局会议的政策力度
- 二手房是唯一有正面信号的环节，但挂牌量同步增加意味着价格企稳仍需时间
- 供给端塌陷（开工-54%、竣工-51%）是长期利好——但短期库存29.3个月的去化压力仍然巨大
- FY25业绩确认"尚未触底"（摩根大通原文），国企利润率FY26E可能出现拐点，但民企仍在深渊中

本报告基于高盛/摩根士丹利/摩根大通/花旗公开研报整理，仅供个人投资研究参考，不构成投资建议。