

住宅建设与房地产开发行业风险报告

GlobalCheck 全球行业结构性风险评级 (GISR)

报告版本: 2026.1

专业机构版

目录

第 1 章 执行摘要 5

第 2 章 行业定义、边界与适用范围..... 5

2.1 行业操作性定义.....5

2.2 包含的业务.....6

2.3 明确排除的业务.....6

2.4 相邻行业和代码归类冲突7

2.5 合并报告的合理性8

第 3 章 GlobalCheck 全球行业结构性风险等级 8

3.1 GISR 总体结果8

3.2 六个评价维度的证据解释10

3.2.1 行业周期性：高 10

3.2.2 竞争结构与进入壁垒：中高 11

3.2.3 盈利与现金流稳定性：高..... 11

3.2.4 技术、产品或商业模式替代风险：中 12

3.2.5 中长期增长稳定性：中高..... 12

3.2.6 监管、政策、供应链及外部冲击：高 12

3.3 结构性风险与当前景气度的区别12

3.4 核心风险、缓释因素与未来触发条件.....12

第 4 章 行业结构、价值链与商业模式 13

4.1 产业链结构.....13

4.2 核心产品与服务体系.....13

4.3 主要商业模式13

4.4 行业参与者类型.....14

第 5 章 全球市场规模、需求与供给 15

5.1 市场规模与历史变化：采用三层口径而非虚假单一总量15

5.2 需求驱动因素16

5.3 供给能力、项目周期与库存.....17

5.4 定价机制与成本转嫁能力19

第 6 章 竞争格局与进入壁垒 20

6.1 行业集中度：全球不可强行汇总，国家/本地市场需分层观察	20
6.2 进入壁垒	21
6.3 竞争方式	21
6.4 行业整合与退出	22
第 7 章 行业经济性、盈利与现金流特征	22
7.1 收入模式与稳定性	22
7.2 成本结构	22
7.3 利润率和盈利波动	23
7.4 营运资金与现金转换	24
7.5 资本密集度与自由现金流	25
7.6 杠杆和融资特征	25
第 8 章 周期性、历史压力期与风险传导	26
8.1 行业周期来源	26
8.2 关键历史压力期	26
8.2.1 2007—2009：典型的资产价格—信贷—库存共振	27
8.2.2 2020—2021：不是传统需求衰退，而是供需错位与成本冲击	27
8.2.3 2022—2026：利率冲击转化为激励和库存压力	27
8.2.4 2021—2026：中国的融资—预售—交付链压力	27
8.3 历史峰谷表现与恢复特征	28
8.4 风险传导机制	28
8.5 缓冲机制	29
第 9 章 技术、替代、监管与政策风险	29
9.1 技术变化	29
9.2 产品或商业模式替代	30
9.3 监管和政策	30
9.3.1 欧洲：能源性能标准提高产品门槛，同时存在转置不确定性	30
9.3.2 中国：从预售融资逻辑向项目封闭和交付安全强化	30
9.3.3 英国：规划改革旨在提高供给，但执行过渡仍是项目风险	30
9.3.4 中东：off-plan 扩张伴随注册、许可和托管制度	31
9.4 合规成本及监管不确定性	31
第 10 章 供应链、贸易与地缘风险	31

10.1 关键投入 31

10.2 供应集中度 32

10.3 下游和客户集中 32

10.4 国际贸易、关税与汇率 32

10.5 供应链韧性 32

第 11 章 全球区域差异 33

11.1 北美 34

11.2 欧洲与英国 34

11.3 中国 35

11.4 日本、韩国及其他亚洲/东盟 35

11.5 中东、拉丁美洲、非洲与大洋洲 36

第 12 章 当前行业状态和未来 12—24 个月展望 36

12.1 当前行业状态（数据截止：2026 年 8 月 8 日） 36

12.2 未来 12—24 个月展望 36

第 13 章 情景分析与关键监测指标 37

13.1 情景分析 37

13.2 关键监测指标 37

13.3 GISR 变化触发条件 38

第 14 章 方法论、局限及使用说明 39

14.1 GISR 的评价对象与边界 39

14.2 市场规模与统计口径 39

14.3 数据与证据局限 39

14.4 GlobalCheck 适用说明 39

第 15 章 参考资料 40

国际组织与官方统计 40

政府、监管与标准 41

行业协会与行业资料 41

公司法定披露 41

第 1 章 执行摘要

本报告评价以取得或控制土地、项目权益并承担规划、建设、库存、定价和销售风险，通过出售新建住宅、住宅社区或住宅用地实现回报的住宅建设商与房地产开发商。长期自持出租、REIT/地产基金、纯施工承包、经纪及物业管理不属于本报告核心范围 ([1]; [2])。

GlobalCheck 全球行业结构性风险等级 (Global Industry Structural Risk Level, GISR) 为 4 级，即较高结构性风险。该等级反映行业跨周期的风险属性，而不是当前景气度。住宅需求具有长期刚性成分，但土地与项目开发周期长、资本占用重，而购房需求、按揭利率和融资条件可以快速变化，因此需求与资本周转速度之间的错配是行业最重要的结构性风险来源。

截至 2026 年 8 月 8 日，主要地区并非处于同步周期。美国 2026 年 6 月新建独栋住宅销售年化 62.8 万套，待售 48.5 万套、库存约 9.3 个月；8 月 6 日 30 年期固定按揭利率为 6.69%，7 月建设商信心指数为 34 且 63% 的受访建设商使用销售激励 ([3]; [4]; [5])。中国 2026 年上半年住宅开发投资同比下降 17.8%、住宅新开工面积下降 24.1%、住宅销售面积下降 12.4% ([6])。欧盟 2026 年一季度住宅价格同比上升 5.1%，但 2015—2025 年新住宅建筑施工价格累计上涨 48.2%，说明资产价格修复与开发成本压力可以同时存在 ([7]; [8])。

核心结构性风险包括：①按揭利率、就业和收入变化导致销售速度快速波动；②土地、在建工程和完工未售库存形成长期资本占用并可能发生减值；③促销、按揭补贴和成本上升压缩开发毛利；④规划、建筑标准、预售资金与融资监管改变项目可行性及资金自由度；⑤材料、劳动力和保险等投入存在地区性供给冲击；⑥区域住房供需、人口和政策周期高度分化，难以依赖单一全球周期对冲。

主要缓释因素包括：部分成熟市场存在长期住房供给不足；大型开发商可通过土地期权、第三方 land bank、标准化采购、按揭配套和较低净杠杆提高韧性；预售、forward sales 和订单积压在法律可执行且资金可使用时提高收入可见度；项目融资隔离、白名单和专用托管账户等制度可以降低跨项目资金挪用与交付风险。

未来 12—24 个月的基准情景是区域分化延续：利率若逐步下降且就业稳定，美国等市场销量可获得支持，但高库存和激励仍限制利润率快速修复；中国行业恢复更依赖库存消化、销售企稳和项目融资制度改善；欧洲、英国、加拿大和澳大利亚的供给仍受到规划、建设成本和融资约束。上行情景主要由融资成本下降、供给约束改善和成本通胀回落触发；下行情景则来自利率维持高位、就业恶化、房价下降、库存继续累积或融资再次收紧。

本报告不提供单一“全球市场规模”货币值，因为各国官方统计在住宅开工、住宅投资、开发商销售和住房资产交易之间存在不可直接相加的口径差异。报告采用物理供给、住宅开发经济活动和新房销售三组平行指标，并将公司财务数据明确作为样本证据。

第 2 章 行业定义、边界与适用范围

2.1 行业操作性定义

本报告评价的核心不是“所有与住宅有关的企业”，而是承担土地和项目开发风险、以新增住宅或住宅用地销售实现价值回收的经济活动。可操作定义为：企业取得或控制土地、地块或项目权益，承担规划许可、土地及基础设施开发、产品设计、建设组织、库存、定价和销售风险，并以建成住宅、住宅社区或开发后的住宅地块出售为主要价值实现路径。该定义直接服务 GlobalCheck 企业适用判断，优先看经济实质、资产和现金流，而不是工商名称或单一行业代码 ([1]; [2])。

美国 NAICS 236117 是最清晰的操作基准：for-sale builder 在自己拥有或控制的土地上建造新住宅，土地随住宅一并出售；为客户施工的住宅总包分别进入 236115/236116，自建后长期出租则进入 531110 ([1])。联合国 ISIC Rev.5 又带来重要统计断点：为后续出售而进行的 building-project development 已从 construction 移入 real estate activities，而实际建筑施工仍留在 construction ([2])。因此 GlobalCheck 不能简单用“建筑业”或“房地产业”大类替代本报告边界。

表 1 纳入业务及其经济实质

纳入业务	经济实质/主要资产	产业链位置	GlobalCheck 适用判断
自有/控制土地上的新建独栋、联排、condo 等住宅开发销售	土地/lot、WIP、完工未售住宅、购房合同	开发—建设—销售	核心纳入
Master-planned residential community	大宗土地、分期基础设施、住宅或 lot 库存	土地开发至住宅销售全链条	核心纳入
住宅土地开发与 land subdivision	土地、道路/管线等配套、可售住宅地块	上游开发	条件纳入；仅住宅地块暴露
Spec/quick-move-in 与 build-to-order	在建/完工库存；客户合同	建设与销售	纳入；库存风险不同
预售型住宅开发	土地/WIP、合同负债/客户预付款、交付义务	融资—建设—交付	纳入；需重点看资金监管和交付
Land option、third-party land bank、JV 控制项目	期权保证金、合同义务、JV 权益	土地控制/资本结构	纳入经济暴露；不能只看资产负债表 owned land
开发商附属 mortgage/title 服务	贷款待售/服务资产	销售支持	仅作为住宅销售支持和风险缓释/传导，不扩展成金融行业

来源：U.S. Census Bureau NAICS 236117、UN ISIC Rev.5 及公司法定披露 ([1]；[2]) ；ApexInsight 整理。

2.2 包含的业务

住宅建设商 (homebuilder / merchant builder / production builder)：自有或控制土地并向最终买家交付新住宅；包含 single-family、townhouse 及为出售而开发的多户住宅。

综合房地产开发商的住宅开发 segment：只要住宅开发为主要或可分拆的重要业务，就纳入该 segment；商业办公、酒店、物流等部分不进入本报告主口径。

住宅土地开发商：通过获取土地、分割、道路和公用设施建设以及规划许可后出售住宅 lots；其风险与 homebuilder 的土地周期高度耦合。

项目公司和 JV：即使不完全并表，只要企业承担实质项目风险或提供资金/担保/回购承诺，就属于经济暴露范围。

预售、现房、build-to-order 及 speculative inventory 模式：均属于开发销售，只是现金流时点和库存风险不同。

2.3 明确排除的业务

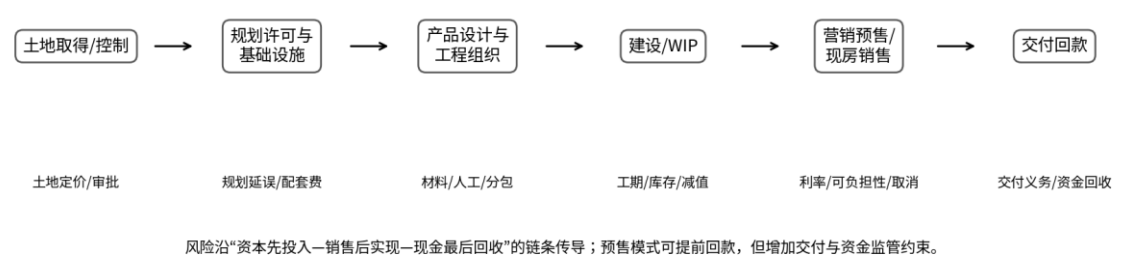
表 2 主要排除业务及 GlobalCheck 适用边界

排除项	为何不适用本报告	建议映射
-----	----------	------

排除项	为何不适用本报告	建议映射
长期住宅出租、公寓运营、single-family rental 长期持有	收益来自租金和资产运营，核心风险是入住率、租金、资产估值与再融资，不是开发销售周转	住宅房地产持有与运营类报告；具体 ID 待主目录映射
REIT、房地产基金、PE 或控股投资平台	主要风险来自金融结构、资产组合与资本市场	房地产投资/金融投资类报告；ID 待映射
纯住宅施工总包（GC）	由业主承担土地和最终销售风险；施工商主要承担履约、成本和工期风险	建筑施工/工程建设类报告；ID 待映射
专业分包、装修翻新	产业链位置和资产结构不同；NAICS 236118 及 238 另行分类	建筑施工/专业承包类报告；ID 待映射
房地产经纪、代理、估值、物业管理	服务收费、轻资产，通常不承担开发库存	房地产服务类报告；ID 待映射
商业办公、酒店、数据中心、物流地产开发	终端需求、租售结构和资本周期明显不同	相应商业房地产/酒店/数字基础设施报告
建筑材料制造、装配式构件制造、manufactured homes 制造	制造业库存、产能和供应链风险为主	相应制造业报告

来源：U.S. Census Bureau、UN Statistics Division、Eurostat 分类体系（[1]；[2]；[9]）；ApexInsight 整理。

图 1 住宅开发价值链及风险传导



来源：U.S. Census NAICS 236117（[1]）；UN ISIC Rev.5（[2]）；公司法定披露（[10]；[11]；[12]）；ApexInsight 整理。

核心结论：行业风险的核心在于资本先沉淀于土地和 WIP，最终通过住宅销售和交付回收；任何需求、审批、成本或融资冲击都可能在库存和现金流阶段被放大。

2.4 相邻行业和代码归类冲突

代码冲突是 IR-032 使用中最重要操作风险之一。NAICS 能把 for-sale builder 与纯总包、装修和长期出租明确分开，但国际分类的版本切换可能制造时间序列断点。ISIC Rev.5 把 development of building projects for sale 纳入 real estate activities；若直接把 ISIC Rev.4 的 construction 历史序列与 Rev.5 的 real estate 序列拼接，会把分类迁移误判成产业增长或萎缩（[2]）。欧洲 NACE Rev.2 向 Rev.2.1 过渡同样要求版本桥接（[9]）。

GlobalCheck 映射时应执行四步判断：第一，确认企业是否实际控制土地或项目权益；第二，确认主要回报来自出售新增住宅/地块还是长期租赁/服务收费；第三，识别 JV、land option、project company 等未必完全反映在主营代码中的经济暴露；第四，对综合集团按住宅开发 segment 处理，避免因集团层面“real estate”标签把商业地产、物业管理和金融平台混入。

2.5 合并报告的合理性

本报告名称同时使用“住宅建设”与“房地产开发”，但底层风险画像只有一个：住宅建设与房地产开发。这里的“住宅建设”特指承担土地和最终销售风险的 for-sale homebuilder，而不是独立施工承包行业。住宅土地开发、homebuilding 和住宅综合开发在经济上共享同一条现金转换链：土地/项目控制—许可—建设—销售—交付—回款，共同暴露于利率与可负担性、土地定价、规划、材料/人工、库存和融资风险，因此用一份报告评价具有合理性。

内部差异仍必须保留：美国大型 builder 更普遍使用 land option、third-party land bank 和附属按揭工具；中国住宅开发历史上更依赖预售和客户预付款；英国大型 housebuilder 的规划许可和 landbank 管理尤为关键。因此不以“全球平均开发商”替代各模式，而在第 3 章和第 5 章按商业模式与参与者类型拆分。

第 3 章 GlobalCheck 全球行业结构性风险等级

3.1 GISR 总体结果

表 3 GlobalCheck 全球行业结构性风险等级（GISR）六级含义

等级	统一表述	含义
GISR 1	很低结构性风险	行业跨周期风险暴露和盈利/现金流波动通常较低。
GISR 2	较低结构性风险	存在有限周期或外部风险，但商业模式和需求通常具有较强稳定性。
GISR 3	中等结构性风险	周期、竞争、盈利或外部冲击中的若干维度具有明显波动。
GISR 4	较高结构性风险	多个核心维度对周期、资本周转或外部条件较敏感，压力期可能显著放大现金流与融资风险。
GISR 5	高结构性风险	行业盈利、需求或资本结构高度易受周期和外部冲击影响，压力期恢复能力较弱。
GISR 6	很高结构性风险	行业本身具有持续或极端的结构脆弱性，跨周期损失和退出风险显著。

注：GISR 用于行业结构性风险评价，不代表企业信用评级或违约概率。当前报告等级为 GISR 4。

GlobalCheck 全球行业结构性风险等级（Global Industry Structural Risk Level，GISR）：4 级——较高结构性风险。方向上，该行业的长期结构风险高于一般中等风险行业，主要来自高周期性、土地与在建库存的长资本占用、销售与融资对利率和信贷条件的敏感性、项目审批和建造时滞，以及外部政策/供应链冲击。GISR 4 是行业层面的结构性评价，不等同于单个企业信用评级、违约概率、投资建议或国家风险。大型低杠杆、land-light 企业可以显著优于行业结构风险；高杠杆、土地库存过重或预售交付压力大的开发商也可能显著差于行业基准。

图 2 GISR 六维结构性风险证据地图

GISR六维结构性风险证据地图

行业周期性	高	利率、就业、信贷与供给时滞叠加
竞争结构与进入壁垒	中高	土地地方化；规模融资与采购优势和中小商并存
盈利与现金流稳定性	高	土地/WIP 占资；折价、激励与减值放大波动
技术/产品/模式替代	中	住宅不可数字替代；产品、建造方式和渠道持续演变
中长期增长稳定性	中高	住房刚需提供底盘，但土地价格与资本效率约束回报
监管/政策/供应链/外部冲击	高	规划、建筑规范、材料、劳动力、气候与融资政策多重暴露

注：本图为跨周期定性证据地图，用于解释行业结构性风险；不代表企业信用评级、违约概率或当前景气评分。

来源：既定方法论；BIS/Census/NBS/Eurostat 及公司法定披露（[13]、[14]；[3]；[6]；[7]；[8]、[10]；[11]；[12]；[15]；[16]；[17]）；ApexInsight 整理。

核心结论：GISR 4 不是由单一房价周期决定，而是周期、现金流/库存和外部政策/供应链三组风险共同抬高；替代风险相对有限。

表 4 GISR 六个评价维度：最终判断、证据与局限

评价维度	最终判断	支持证据与历史压力	反证/缓释	数据局限
1 行业周期性	高	美国 2007–09 新屋开工和销售骤降；2022 后高按揭利率压制可负担性。2026 年 6 月美国新房销售 SAAR 62.8 万套、库存月数 9.3（[3]）；中国 2021–26 持续调整（[6]、050–054）。	人口/家庭形成和长期住房短缺可形成需求底；builder 可用产品下沉、按揭补贴维持成交。	全球 starts/销售定义不统一；房价不同新房开发需求。
2 竞争结构与进入壁垒	中高	土地与规划具强地域属性；美国 2022 年 NAICS236117 有 18,094 家 firms、18,965 个 establishments，行业经济活动广泛分散（[18]），但大型 builder 在融资、采购、销售激励和 lot sourcing 上具规模优势。	规模化、全国布局和 M&A 可降低龙头相对风险。	全球 CR/HHI 不可得；美国官方 2022 集中度表已识别但 236117 精确过滤值本报告未可靠提取（[19]）。
3 盈利与现金流稳定性	高	土地/WIP 在需求减弱时难快速去化，折价、激励和减值压缩利润。Toll Brothers 2026Q2 home sales gross margin 23.9% vs 26.0%，inventory impairments \$32.5m vs \$9.8m（[12]）；Lennar 2026Q2 gross margin 15.6%，披露约 12.9% incentives（[11]）。	land-light、低杠杆、短 cycle time 及高预售覆盖可缩短现金转换。	公司样本偏大型上市企业；不同会计制度的毛利和库存分类不可完全横比。

评价维度	最终判断	支持证据与历史压力	反证/缓释	数据局限
4 技术、产品或商业模式替代	中	住宅需求本身难被数字技术替代；风险主要来自户型/地点偏好、模块化建造、能效规范和分销/按揭工具改变。	技术和标准化可能提高施工效率、降低 cycle time，并非纯负面替代。	全球模块化渗透率和成本优势缺乏统一数据。
5 中长期增长稳定性	中高	长期住房需求受人口、家庭形成和住房存量约束，但土地在上行期提前涨价、规划时滞和高资本占用导致增长质量波动。中国 2021–26 显示需求结构变化可以长期拖累新增开发 ([20]–054、006)。	住房短缺、城市化和旧库存更新为部分市场提供长期供给需求。	住房“短缺”定义高度区域化，不能用单一全球缺口数字。
6 监管、政策、供应链及外部冲击	高	规划许可、building codes、融资/按揭政策、预售监管、材料与劳动力共同影响项目 viability。英国 2026Q1 starts 数据甚至受 BSR 报告机制变化影响，说明监管变化也会改变统计可比性 ([21])。欧盟新住宅施工价格 2015–25 累计上涨 48.2% ([8])。	政策放松、购房支持和规划改革可缓释；大型企业采购与纵向整合提升抵御能力。	政策规则多为地方/国家层面，无法用一个全球指标汇总。

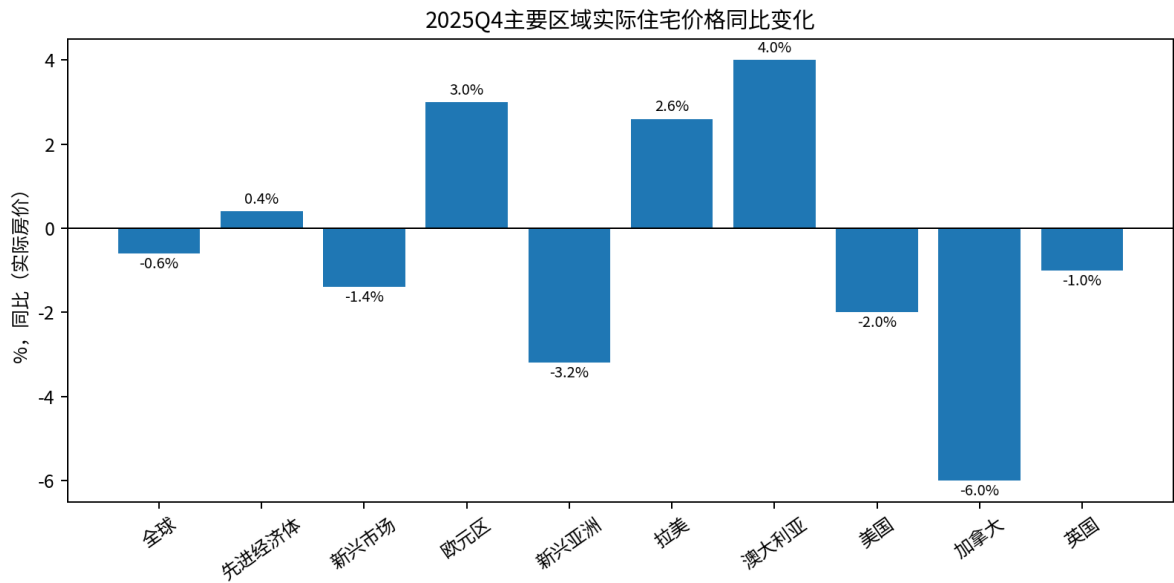
3.2 六个评价维度的证据解释

3.2.1 行业周期性：高

住房是高金额、低频消费/投资品，购买能力高度依赖按揭利率、就业、收入、首付和信贷可得性；开发供给却需要较长土地和审批周期，天然存在需求即时变化与供给迟滞之间的错配。美国长期数据能直观看到 2007–09 和 2020 的供给冲击以及 2022 后利率周期的再调整 ([14]、[3])。截至 2026 年 6 月，新建独栋住宅销售为 62.8 万套 SAAR，同比下降 5.6%，待售 48.5 万套、库存月数 9.3；这不是“全行业衰退”的充分条件，却说明新房市场需要更长去化期 ([3])。

当前景气的反证也很重要。BIS 显示 2025Q4 全球实际住宅价格同比仅下降 0.6%，但欧元区上涨 3%、澳大利亚上涨 4%，加拿大下降 6%，区域分化明显 ([13])。因此房价回升不能机械解释为开发商结构风险下降：价格、销量、施工成本和库存可以处于不同阶段。

图 3 2025Q4 主要区域实际住宅价格同比变化



单位：%；BIS 实际住宅价格同比。房价通常覆盖新房与存量房，不代表开发商平均售价。

来源：BIS Residential Property Price Statistics, Q4 2025 ([13]) ；ApexInsight 整理。

核心结论：2025Q4 全球房价并非同步下行；区域分化证明 GISR 衡量的是长期开发商业模式风险，而不是单一时点房价方向。

3.2.2 竞争结构与进入壁垒：中高

住宅开发同时具有“本地化分散”和“大型企业规模优势”。本地层面，土地、规划、学校和基础设施、社区品牌及分包商网络都具有地域黏性，允许大量区域开发商存在；美国 2022 年 Economic Census 在 NAICS 236117 下记录 18,094 家 firms、18,965 个 establishments 和 2,766 亿美元 sales/value of shipments/revenue ([18])。但大型企业在土地期权、采购、数字营销、附属按揭、资金成本和跨市场调度上拥有明显优势。

竞争结构的信用含义不是“越集中风险越低”。集中化可以提高龙头议价与融资能力，但周期下行时全国化企业仍需要通过降价、incentives 和库存管理维持速度；区域中小企业则更易受单一市场土地和银行信贷收缩影响。2026 年 7 月 NAHB HMI 为 34，37%的受访 builder 降价、63%使用销售激励，显示价格/金融工具已成为竞争手段 ([5])。

3.2.3 盈利与现金流稳定性：高

开发商的会计利润通常晚于资本投入。土地、道路配套、在建住宅和完工未售住宅先形成库存，销售放缓时现金回收推迟，而土地和工程成本具有向下刚性。D.R. Horton 截至 2026 年 6 月 30 日持有 38000 套在建/完工住宅库存，其中 23300 套未售、7600 套已完工未售；公司同时披露 2026Q3 取消率 20%，高于上年同期 17% ([10])。这说明订单并不等于最终现金回收。

大型企业的缓释能力同样清晰。Lennar 2026Q2 披露库存 turn 约 2.5x、建设周期 121 天，低于上年 132 天，且低于 5% 的 land 在资产负债表上 ([11])；Toll Brothers 约 76,800 个 owned+optioned lots 中约 42%为 owned，显示期权化土地控制可减少前置资本 ([12])。因此 GISR 4 必须和企业级资产负债表分析分开：land-light 不消除周期，但可以降低土地价值调整对现金流和减值的传导强度。

3.2.4 技术、产品或商业模式替代风险：中

住宅本身不存在软件式替代，但建造方式和产品需求会改变竞争曲线。标准化户型、模块化/预制构件、数字设计和采购平台可以缩短 cycle time；能效与低碳建筑规范提高设计和合规门槛。对于开发商，技术风险更多表现为“成本/效率分化”而非终端产品消失。Persimmon 2026H1 披露其 Space4 timber-frame 使用量增长 30%，并把纵向整合作为成本缓释手段之一（[17]），说明技术和供应链能力正在成为利润率差异来源。

3.2.5 中长期增长稳定性：中高

住房具备人口与家庭形成驱动的长期需求底，但新增开发并不等同住房存量需求。开发量还取决于购买力、可建设土地、规划许可和既有房库存。中国住宅新开工面积同比由 2021 年的-10.9%进一步降至 2022 年的-39.8%，此后 2023–2025 仍为负增长，2026H1 为-24.1%（[20]；[22]；[23]；[24]；[25]；[6]）。这一压力期说明，人口/住房需求长期逻辑无法替代对开发量、融资和库存的周期分析。

3.2.6 监管、政策、供应链及外部冲击：高

土地用途、规划、基础设施费、建筑安全和能源规范决定“可建什么、何时能开工、需要多少成本”；按揭、税收和预售监管决定“谁能买、何时回款”。同时，木材、钢材、水泥、劳动力和分包能力影响实际建造成本。Eurostat 的 new residential construction producer-price 指标显示，欧盟 2015–2025 累计上涨 48.2%，2022 年单年上涨 12.2%，即使 2025 年增速回落至 1.3%，成本水平也并未回到疫情前（[8]）。

3.3 结构性风险与当前景气度的区别

结构性风险回答“这个行业在完整周期中天然有多容易出现利润、现金流和资本损失波动”；景气度回答“当前订单、价格、开工和融资处于周期什么位置”。二者必须分开。2026 年初欧盟 HPI 同比仍上涨 5.1%，而欧洲施工成本基数已经较 2015 年显著抬高；美国新房库存月数偏高但大型 builder 仍保持较高交付量；中国开发投资和新开工仍显著收缩（[7]、[8]、[3]、[6]）。这些现象可以同时成立。

同样，单个企业可能通过更低土地资本、附属 mortgage、产品下沉、规模采购和低杠杆显著缓释行业结构风险。GISR 4 因此不能直接映射为企业评级，更不能把当前房价上涨理解为结构风险“降级”。

3.4 核心风险、缓释因素与未来触发条件

表 5 核心结构性风险、缓释因素及潜在等级触发条件

类别	要点
核心结构性风险	①按揭利率/信贷对需求高度敏感；②土地和 WIP 长周期资本占用；③需求下降时折价/incentive 侵蚀 margin；④库存和土地减值；⑤规划许可与配套基础设施时滞；⑥材料、人工与分包成本；⑦预售资金/交付义务及融资监管；⑧区域性房价与人口迁移错配。
主要缓释因素	①住房刚需和部分市场长期供给不足；②大型 builder 规模采购、融资和销售渠道；③land option/third-party land bank 降低 owned land；④低净杠杆和高流动性；⑤标准化产品、缩短 cycle time 和纵向整合。
可能推动 GISR 改善的触发	跨周期证据显示土地资本显著轻量化成为全球主流；规划/供给弹性提高使库存周期明显收敛；住宅金融工具降低利率冲击而未显著增加杠杆脆弱性。

类别	要点
可能推动 GISR 恶化的触发	全球性高利率与房价下跌同时发生并造成广泛库存减值；预售/交付体系出现跨区域系统性流动性风险；气候/保险或建筑规范使可开发土地和成本出现持续、不可逆收缩。

第 4 章 行业结构、价值链与商业模式

4.1 产业链结构

上游投入包括土地/lot、规划和工程设计、融资、建筑材料、劳动力、分包商和基础设施接入；中游是项目取得、许可、土地开发、住宅建造、质量与交付管理；下游是自住购房者、投资购房者以及少量 bulk/BTR 买家，配套环节包括 mortgage、title、broker/marketing、保险和物业交接。行业的关键中间环节不是单纯“施工”，而是土地控制和许可：没有可建设、价格合理且按时取得许可的地块，建造能力本身无法转换为销售。

风险沿价值链具有放大效应。土地在景气期以高价获取后，若利率上升导致销售速度下降，项目不能像制造业产线一样即时停机：已承诺的基础设施、建筑合同和交付要求继续消耗现金；为了维持 sales pace，开发商可能降低 base price 或提高 mortgage buydown 等 incentives，随后毛利下降并触发土地/库存减值。反之，land option 和预售可以分别降低前置土地资本和提前获得客户资金，但又引入合同、履约和监管条件。

4.2 核心产品与服务体系

产品层面可以分为大众型 single-family/entry-level、move-up、active-adult、luxury、townhouse/condominium，以及住宅 lots。产品 mix 直接影响 ASP、销售速度和利润率：高端 builder 通常单位毛利较高，但单套价值、定制程度和销售周期也更高；大众型 builder 更依赖规模、标准化和按揭可负担性。Toll Brothers 2026Q2 的 home-sales gross margin 为 23.9%，显著高于 Lennar 同期 15.6%，但两家公司产品 mix、ASP 和会计期不同，不能把该差异简单解释为企业经营优劣（[12]；[11]）。

销售模式包括 pre-sale/build-to-order、speculative inventory 和 bulk sale。Pre-sale 把部分需求锁定在建设期，但取消条款和按揭可得性仍可能造成落单；spec/quick-move-in 提高即时交付能力，但需要开发商先承担完整库存。附属 mortgage/title 服务既能增加非房建收入，也可通过利率锁定和 buydown 提高成交转化。D.R. Horton 2026Q3 明确表示将根据需求和 mortgage rates 维持较高 sales incentives（[10]），反映金融工具已成为住宅销售定价体系的一部分。

4.3 主要商业模式

表 6 主要商业模式及风险特征比较

商业模式	收入/利润来源	现金流和资本特征	周期敏感性与主要风险
Owned-land production builder	住宅销售毛利；土地升值/开发利润	前期大量购地与 WIP，资本占用高；可完全控制开发节奏	房价/销量下行时土地和库存减值最直接
Land-light / option builder	住宅销售毛利，土地多由第三方持有至取用	以 option deposits/lot purchase commitments 替代大量 owned raw land，资本效率较高	仍承担期权损失、lot 价格及供应依赖；下行期可放弃部分 option 但有损失

商业模式	收入/利润来源	现金流和资本特征	周期敏感性与主要风险
Pre-sale developer	合同销售和交付收入	客户定金/预收可部分支持建设，但受到资金监管及交付约束	销售停滞会同时打击现金来源和市场信心；项目交付义务刚性
Spec/quick-move-in builder	现房销售	先建后售，库存高但可缩短客户等待期	高利率期完工未售库存上升、折价风险高
Residential land developer	住宅 lots 销售	资本集中在土地、道路和基础设施；周转取决于 builder 需求	土地估值、规划、基础设施投入和 builder 集中度风险
Integrated / vertically integrated builder	住宅销售+部分材料/构件/金融服务	提高供应控制和利润捕获，但固定成本及运营复杂度更高	可缓释供应链风险，也可能提高经营杠杆

来源：D.R. Horton、Lennar、NVR、Toll Brothers、Taylor Wimpey、Persimmon、中国海外发展、华润置地、Stockland 法定披露 ([10]；[11]；[12]；[15]；[16]；[17]；[26]；[27]；[28])；ApexInsight 整理。

2026 年大型美国 builder 正在强化 land-light。D.R. Horton 前九个月 67%的 closings 位于 Forestar 或第三方开发的 lots，高于上年同期 65% ([10])；Lennar 披露低于 5%的 land 保留在资产负债表上 ([11])；Toll Brothers 约 58%的 owned+optioned lots 并非 owned（由其 42% owned 反推，仅用于结构描述） ([12])。这些指标定义并不完全一致，不能制作简单排名，但方向一致：土地控制正在从“全部买入”转向“期权/第三方/关联 lot developer”组合。

4.4 行业参与者类型

行业参与者横跨全国性大型上市 builder、区域开发商、本地中小 builder、住宅土地开发商、综合地产集团、政府/住房协会合作开发商和专业高端 builder。大型企业通常具有更宽产品线、更多销售社区、集中采购、统一数字营销和附属金融能力；区域企业对当地规划和地块更熟悉，但融资来源和单一区域暴露更集中。

不同区域的商业模式不能用美国样本替代。英国大型 housebuilder 更强调 planning pipeline、sales outlets 和 landbank；Persimmon 2026H1 拥有或控制 80,836 个 plots、273 个平均销售 outlets，forward private sales 约£1.31bn ([17])。中国开发商则必须把预售、客户预付款和项目资金监管纳入现金流分析。本报告在本章只建立结构框架，区域融资制度差异将在进一步深化。

为避免美国/英国样本主导，本报告纳入中国/香港与澳大利亚法定披露。China Overseas 2025 年 property-development 外部收入约 RMB156.77bn，期末 stock of properties 约 RMB491.00bn、pre-sales proceeds 约 RMB125.03bn，net gearing 34.2%；其全年集团系列公司 contracted sales 约 RMB251.23bn ([26])。China Resources Land 2025 年 development-property revenue 约 RMB238.16bn、该业务 gross margin 15.5%，期末 properties for sale 约 RMB397.71bn、current contract liabilities 约 RMB143.57bn ([27])。这些数字显示预售型开发商需要同时观察合同销售、待确认收入、库存与受约束/预收资金，而不能只看利润表收入。澳大利亚 Stockland 1H26 的 Masterplanned Communities 结算 3,168 个 lots，其中 57%来自 JV 或 project-development agreements；development operating margin 为 18.1%，期末 contracts on hand 为 5,458 个 ([28])，说明 JV/合作开发也可显著改变资产负债表资本占用与项目风险归属。上述公司均为样本，不代表所在国家行业平均。

第 5 章 全球市场规模、需求与供给

5.1 市场规模与历史变化：采用三层口径而非虚假单一总量

截至 2026 年 8 月 8 日，未发现一个能够同时覆盖主要国家、并严格限定“住宅开发与 for-sale homebuilding”的官方全球货币规模序列。因此本报告不采用商业咨询机构的“全球房地产开发市场 XX 万亿美元”作为核心证据，而使用三类互不相加的规模口径：①物理供给——permits/starts/completions/units 或 floor area；②经济活动——住宅建设投资、work done 或可比 construction output；③销售变现——new-home sales units/area/value。二手房成交、住宅资产存量、租金、mortgage outstanding 和 REIT 市值只用于解释需求/融资，不进入市场规模。

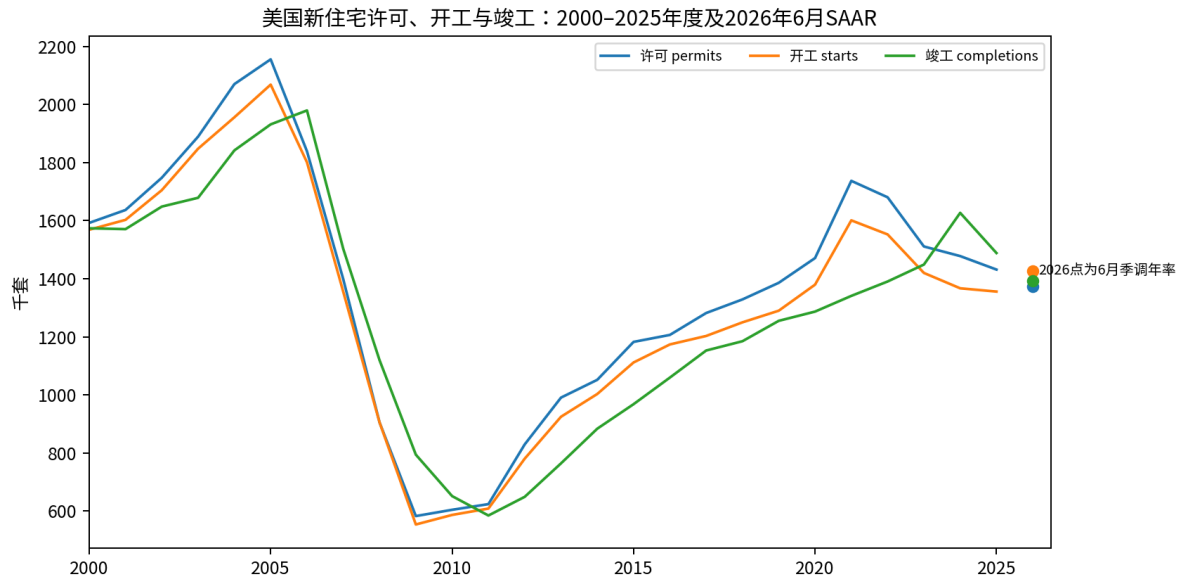
这一原则可以避免明显口径错误。例如，美国 2022 Economic Census 的 NAICS236117 记录 2,766 亿美元行业 revenue/value of shipments/sales，是美国雇主企业的行业经济活动数据，不等于全球开发市场规模（[18]）；中国 2026H1 住宅开发投资 2.93 万亿元人民币，是投资完成额，不等于新房销售额（[6]）；澳大利亚 2026Q1 新住宅 building work done 为约 A\$23.16bn（chain volume measure），也不能直接与名义开发商收入相加（[29]）。

表 7 主要地区住宅供给与销售指标的可比口径

市场/期间	供给或销售指标	数值	口径与用途	来源
美国 2026-06	住宅许可 / 开工 / 竣工	1.367 / 1.427 / 1.392 百万套 SAAR	全体新私人住宅；供给 pipeline	[14]
美国 2026-06	新建独栋住宅销售 / 库存月数	0.628 百万套 SAAR / 9.3 个月	销售与去化；不含全部 multifamily	[3]
中国 2026H1	住宅开发投资 / 新开工 / 销售面积	RMB 2.93 万亿元 / 1.69 亿m ² / 3.3318 亿m ²	累计投资与面积；与美国 units 不可相加	[6]
英格兰 2026Q1	new-build starts / completions	33,960 / 37,170 套（季调）	building-control reported；统计受 BSR 变化影响	[21]
加拿大 2026-06	housing starts trend / monthly SAAR	248,123 / 238,971 套	趋势与月度年率	[30]
澳大利亚 2026Q1	总住宅开工	48,012 套（季调）	quarterly starts	[29]
欧盟 2026Q1	住宅 HPI 同比	+5.1%	需求/价格环境，不是行业规模	[7]

来源：各国家/地区官方统计（[14]；[3]；[6]；[7]；[8]；[21]；[30]；[29]）；ApexInsight 整理。不同国家的 units、面积和投资口径不直接相加。

图 4 美国新住宅许可、开工与竣工：2000–2025 年度及 2026 年 6 月 SAAR



单位：千套。2000–2025 为年度实际；2026 点为 6 月季调年率。

来源：U.S. Census Bureau/HUD, New Residential Construction ([14])；ApexInsight 整理。

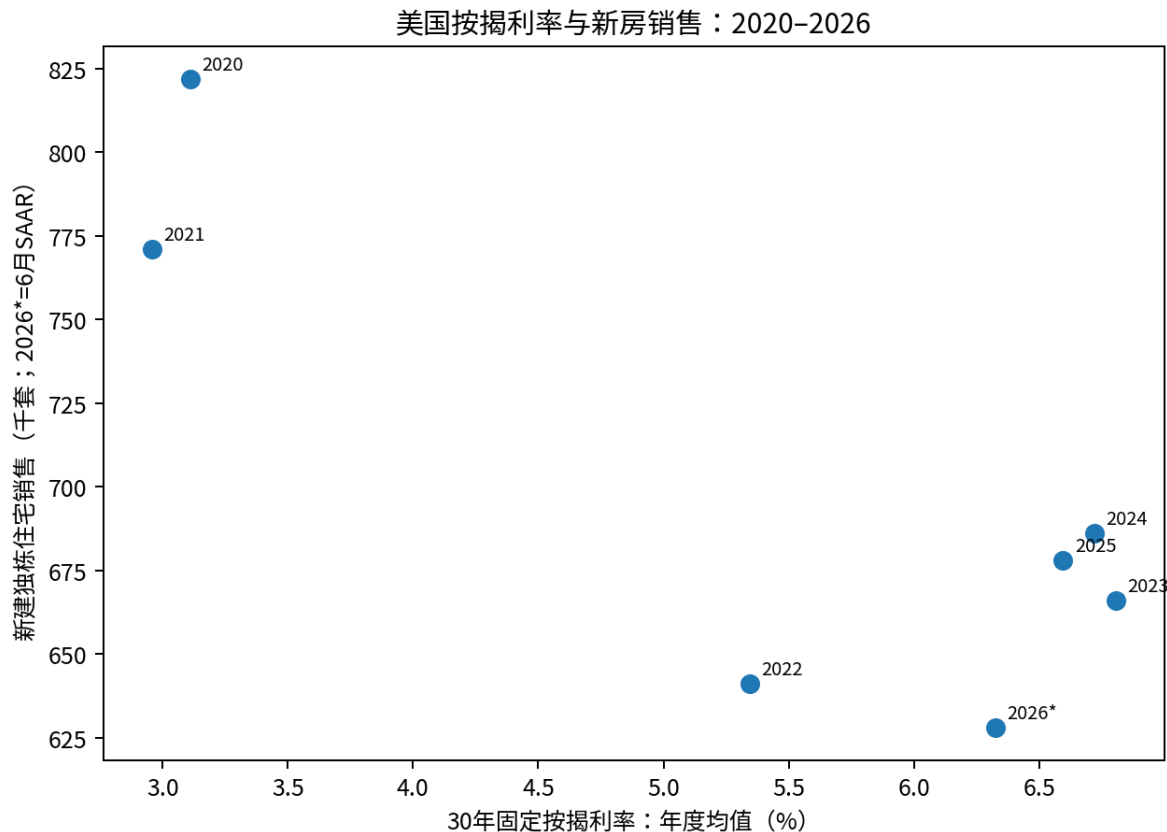
核心结论：长周期中供给对金融危机和疫情具有显著响应；2026 年 6 月开工 SAAR 高于许可，不能据单月直接外推全年持续扩张。

5.2 需求驱动因素

长期需求由人口、家庭形成、住房存量质量、城市/区域迁移和可建设土地共同决定；周期需求则由就业、实际收入、房价/收入比、按揭利率、首付和银行信贷主导；事件型冲击包括疫情、自然灾害、政策限购/补贴以及金融市场中断。对住宅开发商而言，最重要的不是“住房是否存在长期需求”，而是“在项目交付时间窗口内，目标客群是否具备支付能力”。

按揭利率是典型传导变量。Freddie Mac PMMS 显示美国 30 年固定按揭利率 2026 年 8 月 6 日为 6.69%；2026 年截至该日周度均值约 6.33%，显著高于 2020–2021 约 3% 的年度均值 ([4])。高利率通过提高月供压缩可负担性，builder 通常用 base-price 调整、closing-cost assistance 或 mortgage buydown 维持 sales pace。Lennar 2026Q2 披露平均销售价格 \$371,000，并称约 12.9% 的 incentives 反映了维持销量的需要 ([11])。

图 5 美国按揭利率与新房销售：2020–2026



2020–2025 为年度平均利率和年度实际新房销售；2026*为截至 8 月 6 日利率均值与 6 月销售 SAAR。

来源：Freddie Mac PMMS ([4]) ； U.S. Census New Residential Sales ([3]) ； ApexInsight 整理。

核心结论：2022 后按揭利率跃升与新房销售从 2020 高点回落同向出现；图表仅展示关联，不将其解释为单变量因果。

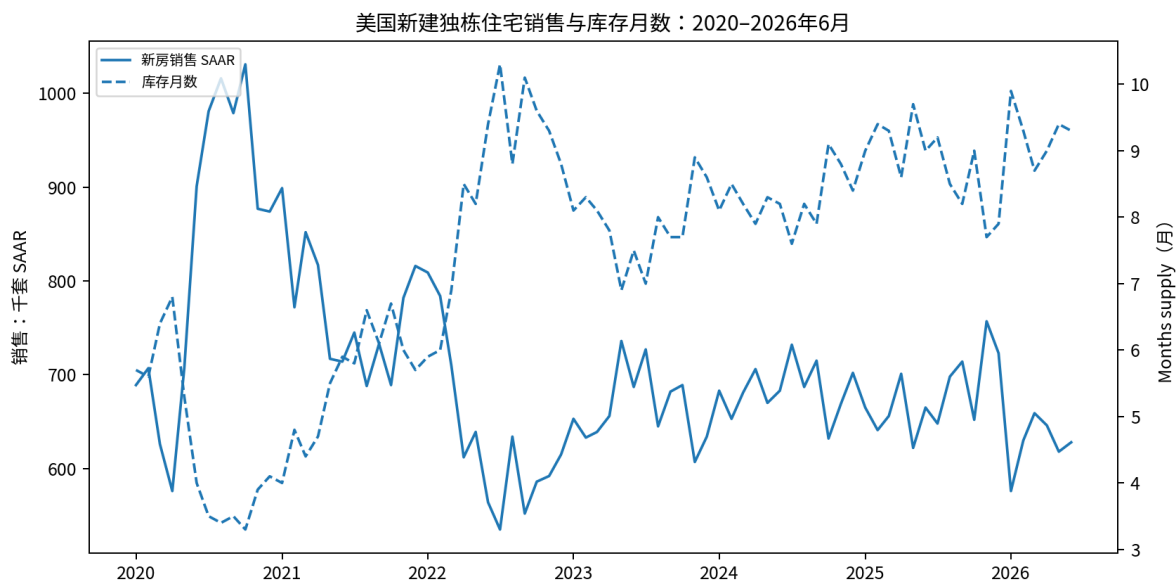
人口和住房短缺是重要反证，但本报告不采用未经统一定义的“全球住房缺口”数字。不同国家对 vacancy、household、隐性需求、非正规住房和可负担性住房的定义差异过大。正确做法是区域化观察 household growth、housing stock、vacancy 和 completions，而不是把协会或咨询机构的单一 shortage estimate 转写成全球结构结论。

5.3 供给能力、项目周期与库存

住宅开发不适用制造业“设计产能/利用率”概念。更适合的供给能力指标是可建设 lot、active community/sales outlet、permits、starts、under construction、completions 及可售库存。供给扩张需要土地取得、许可、基础设施和施工，退出则受到已投入土地/WIP 和合同义务约束，因此行业具有明显供给时滞和退出成本。

美国 2020–26 数据展示了库存机制。2020 疫情后的低利率把新房销售推至高位，随后 2022 起利率上升而 for-sale inventory 持续增加；2026 年 6 月库存月数为 9.3，高于 2025 年 6 月 9.0 ([3])。NAHB 2026 年 7 月调查中 63%的 builders 使用 sales incentives，也印证库存和可负担性已影响竞争策略 ([5])。

图 6 美国新建独栋住宅销售与库存月数：2020–2026 年 6 月



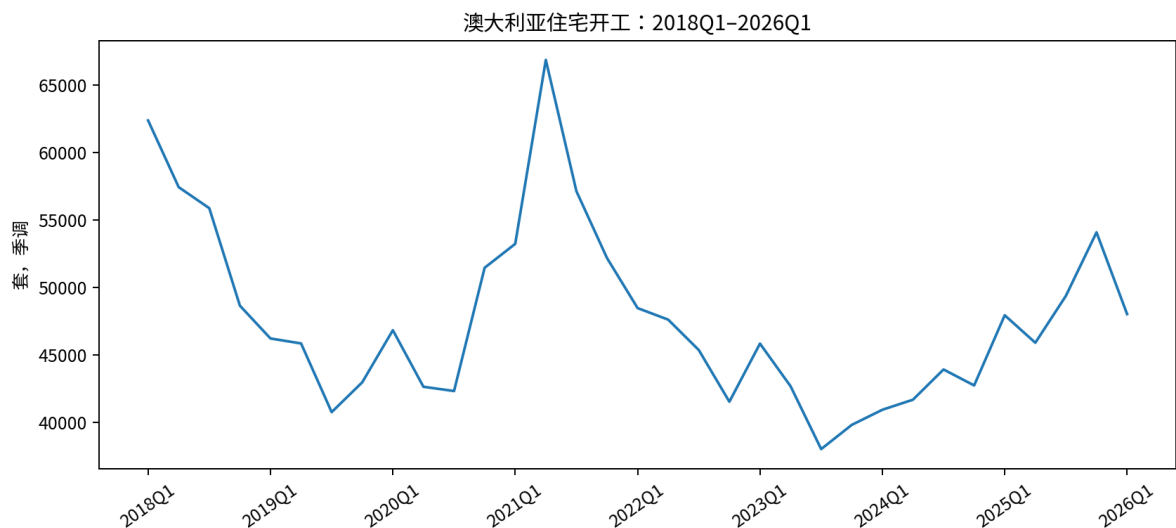
销售为千套季调年率；库存为按当前销售速度计算的 months supply。

来源：U.S. Census Bureau/HUD, New Residential Sales ([3])；ApexInsight 整理。

核心结论：销售和库存月数在 2022 后明显转弱/抬升，解释了 builders 在 2026 仍需高比例 incentives；库存月数高并不意味着所有地区或企业同样承压。

英国数据则提醒研究者不要机械拼接官方时序。MHCLG 指出 2025Q4 和 2026Q1 starts 部分上升来自 Building Safety Regulator 报告量显著增加，而且 2023 年 building standards 转换也造成 builders 提前开工，从而制造统计峰谷 ([21])。本报告因此在跨国图表中不把英格兰这些季度直接与美国/澳大利亚序列做排名。

图 7 澳大利亚住宅开工：2018Q1–2026Q1



单位：套，季调；最新季度为 preliminary，后续可能修订。

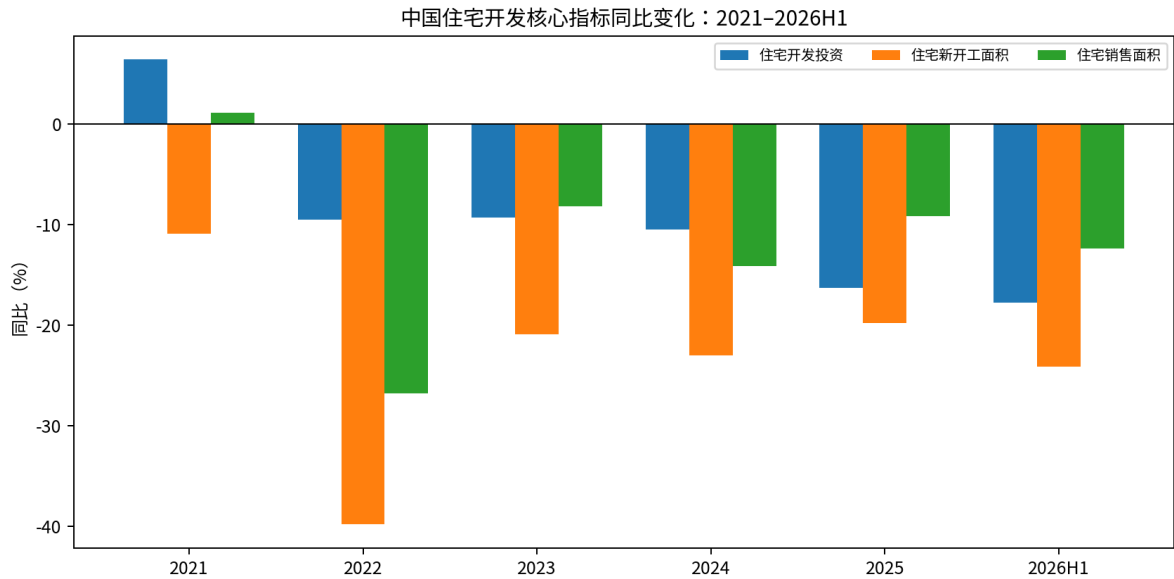
来源：Australian Bureau of Statistics, Building Activity ([29])；ApexInsight 整理。

核心结论：澳大利亚供给同样具有明显季度周期；2026Q1 开工 48,012 套，较 2025Q4 回落，但仍高于 2023 年低点。

中国是本周期最重要的下行情景样本。住宅开发投资同比从 2021 年的+6.4%转为 2022 年-9.5%，2025 年进一步为-16.3%，2026H1 为-17.8%；住宅新开工在 2022 年下降 39.8%，之后持续负增长，2026H1 仍下降 24.1% ([20]；[22]；[23])

；[24]；[25]；[6]）。同期 2026H1 开发企业到位资金同比下降 20.2%，其中国内贷款下降 31.7%、个人按揭贷款下降 24.9%，体现需求、开工和融资共同收缩（[6]）。

图 8 中国住宅开发核心指标同比变化：2021–2026H1



单位：同比%。2021–2025 为全年；2026H1 为累计同比。

来源：中国国家统计局年度及 2026H1 房地产市场统计（[20]；[22]；[23]；[24]；[25]；[6]）；ApexInsight 整理。

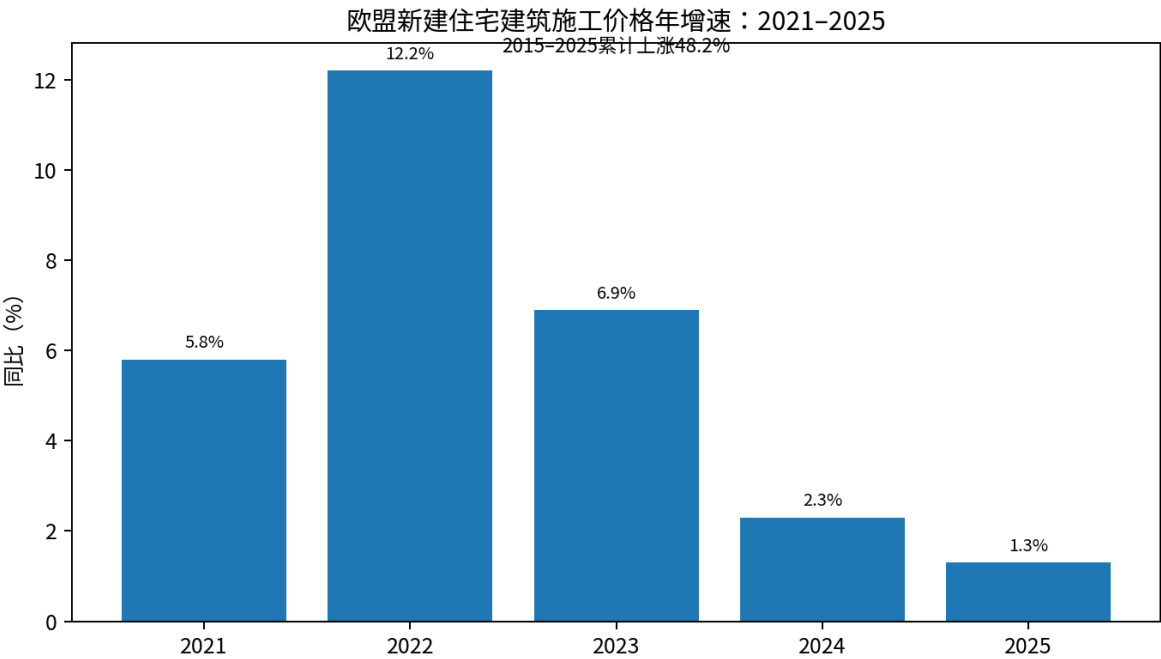
核心结论：中国压力期证明住宅开发风险可以从需求和融资同时传导至开工、投资和现金流；2026H1 仍未回到稳定扩张状态。

5.4 定价机制与成本转嫁能力

住宅开发定价兼具市场价格和项目级差异。Base price 由当地新房/二手房可替代供给、地段、户型、学校和社区品质决定；最终 effective price 还受到折扣、upgrade、closing-cost assistance 和 mortgage buydown 影响。开发商可以在成交价表面稳定时用金融激励让利，因此仅看公开 ASP 可能低估实际促销压力。

成本转嫁能力受销售速度约束。当需求旺盛、库存短缺时，土地和材料上涨可以通过提价转嫁；需求疲弱时，已锁定土地和 WIP 成本难以向购房者转嫁，利润率承担调整。欧盟新建住宅施工价格 2015–2025 累计上涨 48.2%，其中 2022 年上涨 12.2%，2025 年增速降至 1.3%但成本基数仍高（[8]）。

图 9 欧盟新建住宅建筑施工价格年增速：2021–2025



单位：同比%；2015–2025 累计上涨 48.2%。

来源：Eurostat, construction producer prices for new residential buildings ([8]) ； ApexInsight 整理。

核心结论：成本通胀速度已经显著放缓，但行业面对的是更高的成本 level，而不是回到 2010 年代成本；需求偏弱时转嫁能力决定 margin 分化。

第 6 章 竞争格局与进入壁垒

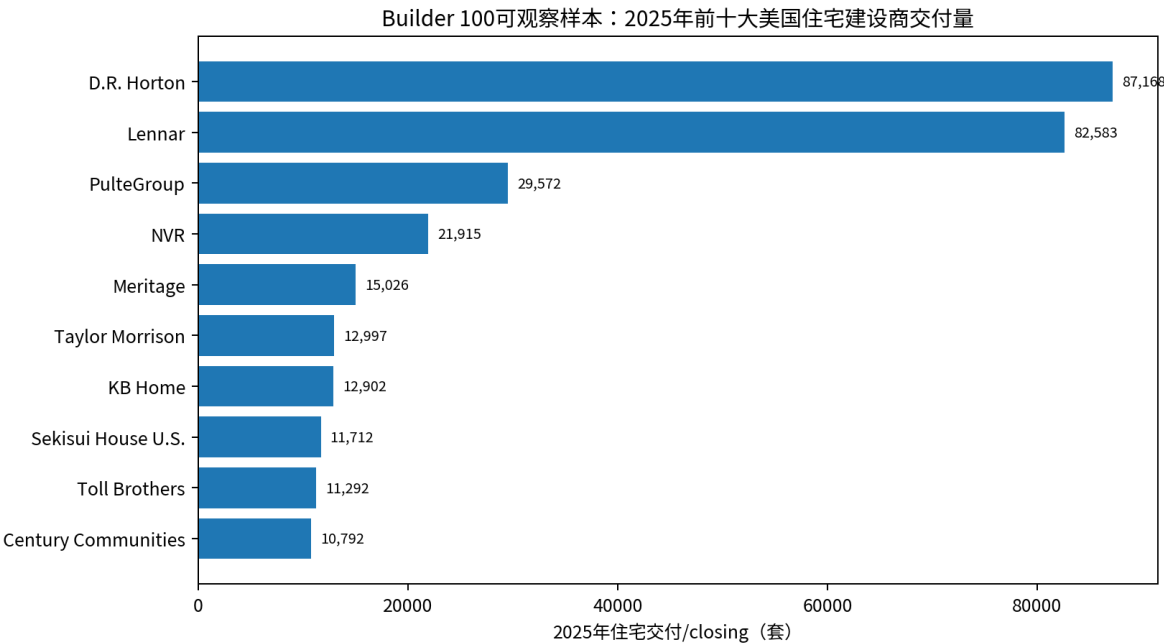
6.1 行业集中度：全球不可强行汇总，国家/本地市场需分层观察

全球住宅开发不存在一个可验证的统一 CR3/CR5/CR10 或 HHI。原因包括行业代码差异、私人企业占比高、综合开发商 segment 披露不完整，以及“市场”本身往往以城市/metro 而非国家界定。因此本报告不使用上市公司收入简单除以某个咨询机构“全球市场规模”来制造全球集中度。

美国提供了相对完善的官方行业基础。2022 Economic Census 在 NAICS236117 下记录 18,094 家 firms、18,965 个 establishments 和约\$276.6bn 的 revenue/value of shipments/sales ([18])，表明企业数量层面仍高度分散。Census 另已发布 EC2200SIZECONCEN，其中包含 largest-firm concentration ratios 和 revenue-based HHI ([19])；但本报告网页/数据接口抓取未能可靠返回 236117 过滤后的具体单元格，故不填入任何未经验证的 CR/HHI。该项保留为主要数据缺口，而不是用二手数字替代。

行业调查可以用于观察大型 builder 序列，但必须清晰标为样本。Builder 100 的 2025 closing 榜单显示 D.R. Horton 和 Lennar 分别约 87,168 和 82,583 套，显著高于其后企业；前十大依次包含 PulteGroup、NVR、Meritage、Taylor Morrison、KB Home、Sekisui House U.S.、Toll Brothers 和 Century Communities ([31])。这些 closings 不能直接除以 Census new-home sales，因为产品覆盖、统计时点和 BTR/attached housing 等定义不完全一致。

图 10 Builder 100 可观察样本：2025 年前十大美国住宅建设商交付量



单位：套；2025 closings。

来源：Builder 100 / Zonda annual survey ([31]) ； ApexInsight 整理。

核心结论：大型美国 builder 在交付量上已形成明显梯队，但该图仅是可观察样本排名，不构成全国 CR10 或全球市场份额。

6.2 进入壁垒

住宅开发表面上没有专利壁垒，但真正的进入壁垒来自土地、规划、资金和本地执行能力。核心壁垒包括：①可建设地块及其价格；②zoning/entitlement 和 building-control 许可；③基础设施和 development charges；④预售/按揭/消费者保护等监管；⑤银行和资本市场融资；⑥当地分包商与劳动力网络；⑦品牌、社区口碑和渠道；⑧规模采购、标准户型和附属 mortgage 带来的成本/转化优势。

资本壁垒不是单纯“资产越多越强”。Lennar 以低于 5%的 land 留在资产负债表、D.R. Horton 借助 Forestar/第三方 lots、Toll Brothers 大比例 optioned lots 来降低土地资本 ([11]; [10]; [12]) 。这种模式把进入壁垒从“有钱买地”转向“能够长期获得优质 lot pipeline、签订有利期权、维持开发伙伴关系并拥有销售速度”。区域中小 builder 可能有本地关系优势，但更难复制全国采购、按揭补贴和资本市场融资。

6.3 竞争方式

本行业竞争不是单一售价竞争，而是“有效月供+产品+地段+交付速度”的组合。高利率环境下，mortgage buydown、closing-cost assistance 和 price cuts 能够在不完全体现在 headline ASP 中的情况下改变实际经济价格。NAHB 2026 年 7 月数据显示 37%的 builder 降价，平均降幅 6%，63%使用 sales incentives ([5]) 。Lennar 披露约 12.9%的 incentives，D.R. Horton 预计其 FY2026 第四季度激励仍将维持高位 ([11]; [10]) 。

除价格外，竞争维度还包括 lot quality、active community 数量、审批速度、产品标准化、build cycle time、质量/保修、销售渠道和融资便利。Persimmon 以 planning approvals、outlet growth 和纵向整合提升供给速度 ([17]) ； Toll Brothers 依靠高端品牌和 premium product 维持较高 gross margin，但仍出现 2026Q2 margin 同比下降和 impairment 增加 ([12]) 。

6.4 行业整合与退出

行业退出通常通过土地/项目出售、放弃 options、减值、破产或被并购发生，而不是像制造业那样“关闭产能”。下行期，土地与 WIP 的不可移动性使退出成本较高；但 optioned land 可以通过不行权降低后续资本投入。GFC 后美国大型 builder 份额提升、资产负债表趋于保守，是长期整合的重要方向；当前 2026 环境继续强化融资和规模优势。

中国 2021–26 压力期则提示另一条退出路径：当预售和融资同时收缩，项目交付和债务重组会比市场份额本身更重要。全球层面不宜把美国的 land-light 整合经验直接外推为所有国家的信用缓释；后续风险监测仍需关注破产/违约、项目重组和区域政策差异。

第 7 章 行业经济性、盈利与现金流特征

7.1 收入模式与稳定性

住宅开发的收入不是经常性订阅或长期服务费，而是项目开发周期内资本投入在住宅交付时集中实现的交易性收入。美国大型住宅建设商通常在住宅交割、产权及控制权向购房者转移时确认住宅销售收入；在 IFRS 框架下，房地产合同需要依据 IFRS 15 判断履约义务和控制权转移是否满足“在一段时间内”或“某一时点”确认，不能把合同销售额、预售回款和会计收入视为同一概念 ([32]; [33])。

因此，行业收入稳定性取决于三组不同但相互连接的指标。第一是订单或合同销售：反映客户承诺，但存在取消、按揭审批和交付条件风险。第二是 backlog、forward sales 或预售余额：提供未来交付的可见度，但并非无条件收入。第三是实际交付/结转：最终进入会计收入。D.R. Horton 在截至 2026 年 6 月 30 日的季度完成 23,983 套住宅交付，但同期订单为 23,084 套，取消率 20%，说明销售速度、取消率和交付节奏会共同决定收入确认 ([10])。

预售型市场的资金属性尤其重要。中国开发商在项目完成前即可通过定金及预收款和购房者按揭形成资金来源；截至 2026 年上半年，这两项资金同比仍分别下降 15.8% 和 24.9%，表明预售并不自动提供稳定融资，当购房需求和信贷同时收缩时，销售与资金会形成同向负反馈 ([6])。中国海外发展 2025 年预售所得约 1,250.3 亿元、华润置地年末流动合同负债约 1,435.7 亿元，显示大型开发商的资产负债表需要同时分析已售未结转项目和项目交付责任，而不能只看已确认收入 ([26]; [27])。

季节性存在但不是结构性风险的主因。欧美住宅交付通常受天气、节假日、项目竣工节点和财年末结转安排影响；英国大型开发商普遍用 forward order book 管理可见度。更重要的是住宅开发订单期限通常只有数月若干季度，远短于公用事业或基础设施长期合同，且终端购房者在特定制度下拥有取消或融资失败退出空间，因此 backlog 的防御力有限。

7.2 成本结构

住宅开发成本可分为土地与权益获取、场地及基础设施开发、直接建造、项目融资及资本化利息、销售激励、质量保证/售后、地方税费和开发费，以及企业层面的销售和管理费用。对自有土地模式而言，土地通常是最早发生且最难逆转的资本承诺；对 land-light 模式，土地期权、第三方 land bank 和 JV 减少前期现金占用，但会引入期权费、承诺、合作方信用和未来购地价格风险。

直接建造成本中，木材、钢材、混凝土、门窗、机电设备、装修材料和分包人工具有较强变动属性；现场管理、设计、审批、保修、营销网络和社区运营具有半固定属性。销售放缓时，企业可以减少新开工和土地采购，但已经投入的土地、道路、基础设施和在建住宅难以即时缩减，因此行业的经营杠杆体现为“库存资本刚性”而非仅表现为固定资产折旧。

成本转嫁能力取决于地区供需和购房者可负担性。2026 年 6 月美国 BLS PPI 显示最终需求建筑价格环比上涨 0.1%，木材上涨 1.3%、钢厂产品上涨 3.6%，说明总建筑价格趋稳并不意味着关键材料同步稳定 ([34])。欧盟 2015—2025 年新住宅施工价格累计上涨 48.2%，成本基准仍显著高于疫情前水平 ([8])。巴西 SINAPI 截至 2026 年 6 月的 12 个月建筑成本上涨 7.26%，其中人工上涨 9.59%、材料上涨 5.54%，展示新兴市场还可能叠加工资和宏观通胀压力 ([35])。

7.3 利润率和盈利波动

开发商利润率对售价、销售速度、土地入账成本、直接建造成本和促销强度共同敏感，因此通常比房价指数本身波动更大。大型企业可以通过标准化产品、集中采购、融资能力和土地期权降低部分成本，但在可负担性恶化时仍需要以降价、closing-cost support 或按揭利率补贴换取销量。

2026 年美国大型企业样本显示利润率承压而非全面亏损。Lennar 2026 财年第二季度住宅毛利率为 15.6%，管理层披露销售激励约相当于平均售价的 12.9%；D.R. Horton 2026 财年第三季度住宅销售毛利率为 20.7%；Toll Brothers 2026 财年第二季度住宅销售毛利率从上年同期 26.0%降至 23.9%，库存减值由 980 万美元升至 3,250 万美元 ([10]; [11]; [12])。这些数据是企业样本，不可解释为全球行业平均。

英国和亚太样本也显示类似的“销量仍有韧性、利润率受成本和组合约束”的特征。Persimmon 2026 年上半年新住宅收入同比增长 13%，但 underlying operating margin 由 13.1%降至 12.8%；Stockland 1H26 Masterplanned Communities 开发经营利润率为 18.1%，且 57%的 settlements 来自 JV 或 project development agreements，说明合作开发可以降低自有资本强度，但利润定义与美国 homebuilding gross margin 并不可比 ([17]; [28])。华润置地 2025 年开发物业毛利率 15.5%，同样只能作为中国大型综合开发商的分部样本，而不是行业均值 ([27])。

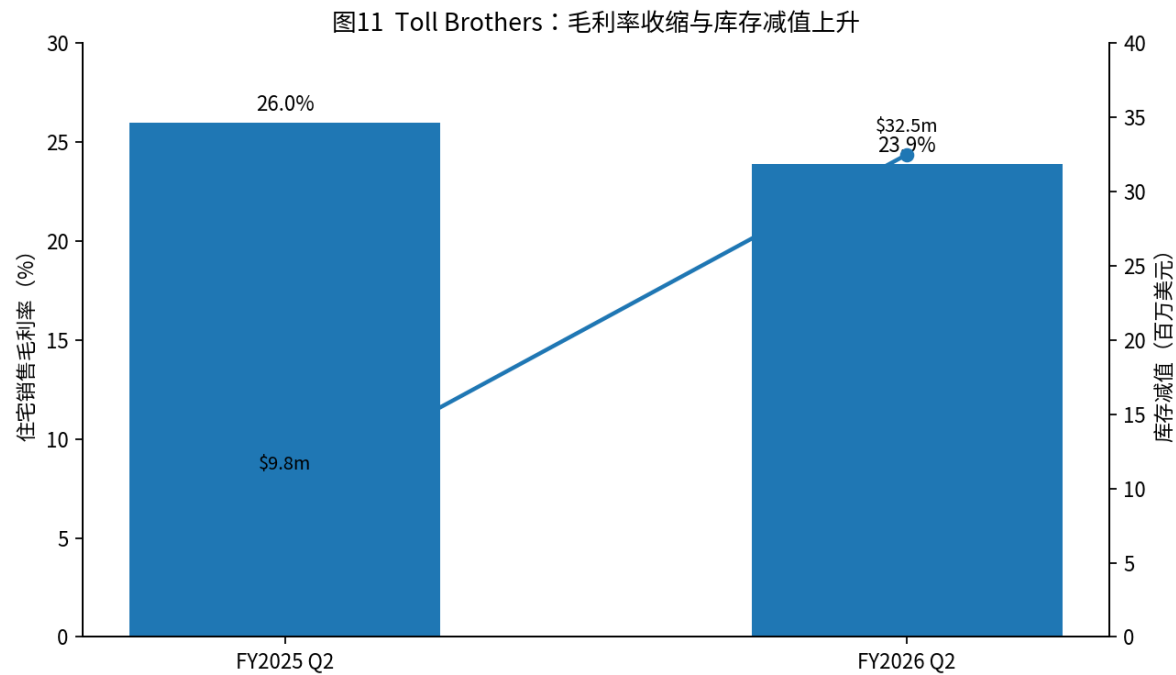


图 11 Toll Brothers：毛利率收缩与库存减值上升 | 期间：FY2025 Q2 与 FY2026 Q2 | 地域：美国 | 单位：%、百万美元

来源：Toll Brothers, FY2026 Second Quarter Results ([12])；ApexInsight 整理。

核心结论：同一企业内部的可比数据表明，需求和定价压力不仅压缩毛利率，也会提高土地/住宅库存减值暴露。

7.4 营运资金与现金转换

住宅开发行业的现金转换具有明显的“先投地、再建设、后销售/结转”特征。应收账款通常不是主要资金占用项，因为住宅交付往往伴随按揭放款或现金结算；真正决定营运资金的是土地、在建工程、完工未售住宅、项目预付款和合同负债。对预售市场而言，客户预付款可成为项目融资来源，但同时形成交付义务和监管隔离要求。

以 D.R. Horton 为例，截至 2026 年 6 月 30 日，construction in progress and finished homes 为 90.84 亿美元，住宅土地及地块 145.57 亿美元，出租物业库存 30.46 亿美元；三项合计约 266.87 亿美元，高于 2025 财年末约 252.87 亿美元（[10]）。库存增加并不等价于坏账，但在销售节奏下降时会延长现金回收、增加 carry cost 并提高减值概率。

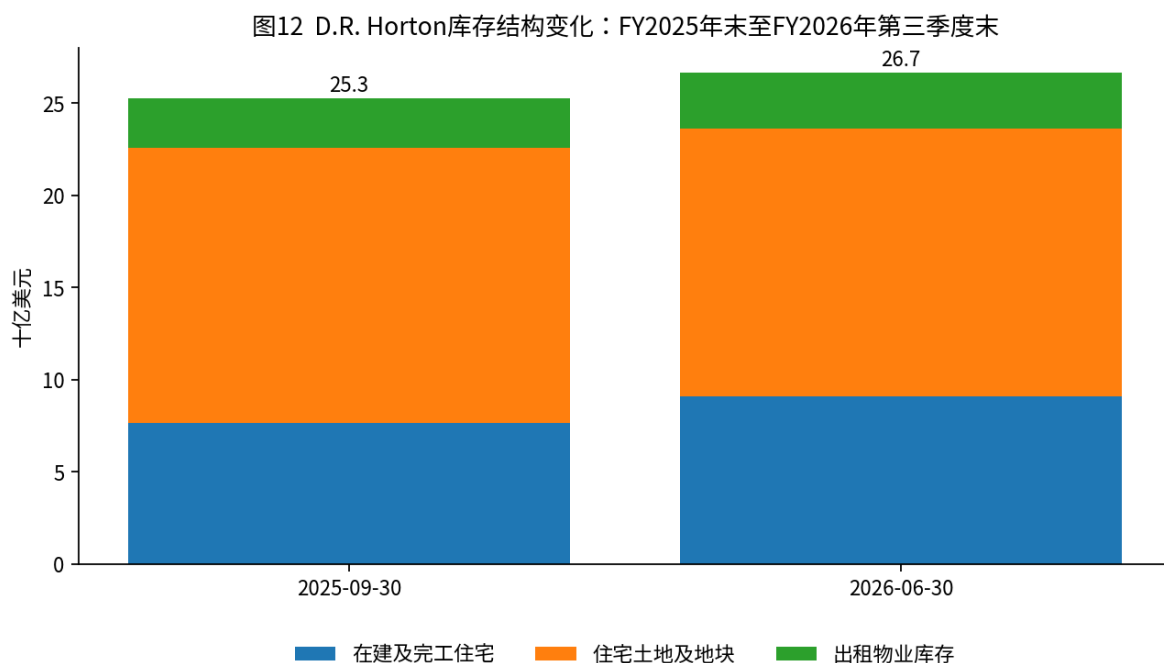


图 12 D.R. Horton 库存结构变化：FY2025 年末至 FY2026 年第三季度末 | 单位：十亿美元 | 地域：美国

来源：D.R. Horton, Fiscal 2026 Third Quarter Earnings Release ([10])；ApexInsight 整理。

核心结论：销售仍有规模的情况下，库存总额继续上升，说明现金流分析必须穿透到在建、完工未售和土地结构，而不能只看收入增长。

同一公司的经营现金流进一步说明这一机制。D.R. Horton FY2026 前九个月净利润约 21.78 亿美元，但在建及完工住宅库存增加消耗约 14.17 亿美元现金，待售按揭贷款增加消耗约 4.24 亿美元，出租物业库存增加消耗约 3.43 亿美元；土地/地块减少和应付/应计增加部分对冲，最终经营现金流约 8.81 亿美元（[10]）。这不是标准意义的“应收+存货-应付”现金转换周期，而是开发库存的资本周转。

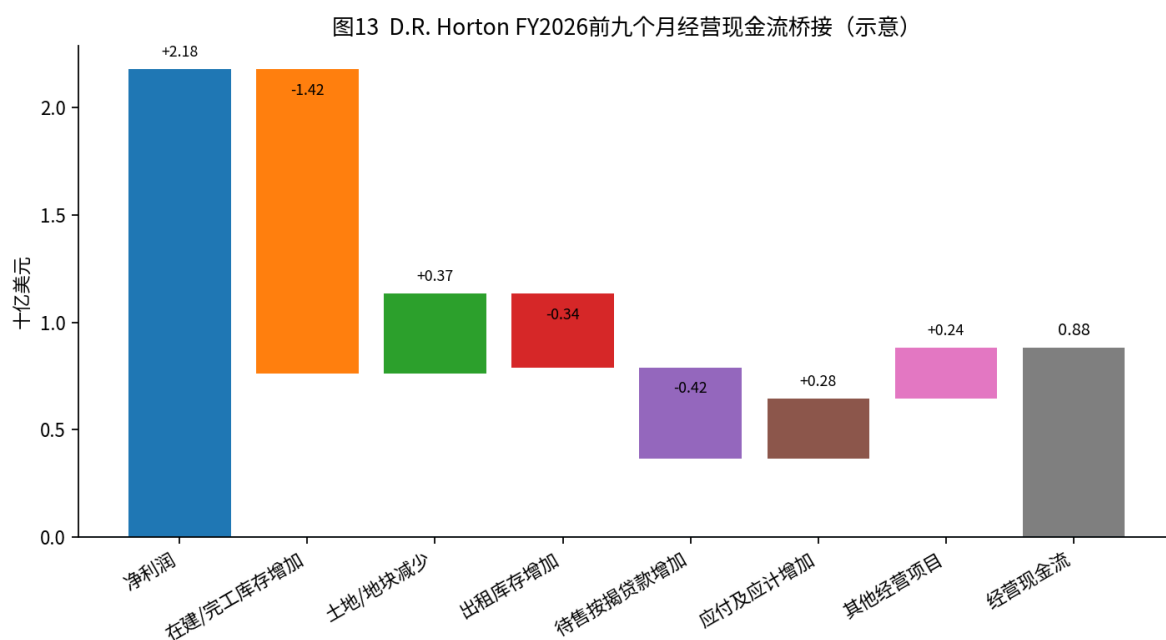


图 13 D.R. Horton FY2026 前九个月经营现金流桥接（示意） | 期间：截至 2026-06-30 九个月 | 单位：十亿美元 | 地域：美国

来源：D.R. Horton, Fiscal 2026 Third Quarter Earnings Release ([10])；“其他经营项目”为使披露项目与经营现金流总额桥接的余额项；ApexInsight 整理。

核心结论：开发商会出现“利润为正但现金转化偏弱”的时期，核心原因往往是土地、在建住宅、完工库存或按揭业务占用现金。

7.5 资本密集度与自由现金流

住宅开发的资本密集度不能仅以传统固定资产 CAPEX 衡量。土地获取、地块开发、基础设施和在建住宅虽然在会计报表中通常进入 inventory 或 properties for sale，但从经济实质看具有数月数年的投入回收期，承担价格、审批、施工和融资风险，是行业最重要的“准资本开支”。因此直接以“CFO 减 PPE CAPEX”衡量开发商自由现金流，可能把土地和库存扩张产生的资本占用混入经营现金流，导致跨行业比较失真。

land-light 模式试图缩短这种资本锁定。Lennar 在 2026 财年第二季度披露，资产负债表上持有的土地占其 land strategy 比例已低于 5%，并依赖第三方 land banks 等方式控制未来地块；D.R. Horton 第三季度约 67% 的住宅交付来自 Forestar 或其他第三方地块 ([10]；[11])。此类模式通常提高库存周转和资本回报，但不意味着土地风险消失——风险从“已付款土地价格下跌”部分转移为期权失效、地块价格重定价、第三方融资能力和合同承诺风险。

中国和英国的资本密集方式不同。中国预售曾在较大程度上把购房者资金前置到建设阶段，但现房销售、预售资金监管和项目公司制度强化会提高资金隔离与交付安全，同时也可能提高开发商自有资金和项目贷款对施工阶段的覆盖需求 ([36])。英国开发商则更依赖多年 landbank 和 planning pipeline，资金风险更多体现在土地价值、规划进度、建设成本和销售速度之间的匹配。

7.6 杠杆和融资特征

行业常见融资包括公司层面债券和银行授信、项目贷款、以土地或项目权益抵押的有担保融资、JV 合作资金，以及附属按揭公司的 warehouse facilities。大型美国 builder 通常拥有较好的无担保资本市场渠道，且 homebuilding 与 mortgage 业务需要分开看杠杆；中国开发商更依赖项目贷款、公司债/境外债、预售资金和集团内部资金调度；英国和澳大利亚大型开发商则常将公司贷款、土地债务和 JV capital 组合使用。

利率敏感度既来自融资成本，也来自终端按揭需求。2026 年 8 月 6 日 Freddie Mac 30 年固定按揭利率为 6.69%，使美国建设商继续通过 rate buydown 等方式支持成交 ([4])。若企业自行承担买断利率或 closing incentives，销售量可被部分稳定，但成本最终进入售价净额、金融服务损益或销售成本，从而把终端利率压力转化为开发商利润率压力。

中国 2026 年政策继续强调房地产项目“白名单”、开发项目公司制和主办银行制，意图把融资审查和资金用途锚定到项目层面；同时推进现房销售、继续预售的则规范预售资金监管 ([36])。这有助于降低资金跨项目挪用和交付风险，但也意味着高杠杆开发商更难依靠新项目预售回补历史项目流动性。对信用风险而言，项目层面资金封闭度上升是交付风险缓释因素，也是集团流动性灵活性下降因素。

第 8 章 周期性、历史压力期与风险传导

8.1 行业周期来源

住宅开发周期由需求端、资产价格、项目供给时滞和融资条件共同驱动。需求端最敏感的变量是按揭利率、就业、实际收入、家庭形成和消费者信心；供给端则由土地获取、规划许可、基础设施、劳动力和建设周期决定。由于开发商通常在销售结果明朗前就需要取得土地并启动建设，供给决策天然滞后于需求变化，导致景气上行时土地和在库存扩张、景气转弱后仍有项目持续完工。

房价不是行业周期的唯一变量。房价下跌会增加库存减值风险，但即使房价保持上涨，只要按揭支付负担过高、交易量下降或激励上升，开发商利润和现金流仍可能承压。反之，房价下跌也不必然导致系统性开发危机，如果土地成本低、库存少、净杠杆低、按揭利率快速下降且住房短缺仍在，开发商可能通过价格调整换取销量。

8.2 关键历史压力期

表 8 代表性历史压力期及行业影响

压力期	主要冲击	开发商表现	主要恢复/分化机制
2007—2009 全球金融危机	美国住房信贷与房价下行、按揭可得性恶化、住宅库存过剩	住宅开工、销售和价格急跌；土地及库存大规模减值；中小 builder 退出、行业集中度上升	去库存、资本重组、土地成本重置和多年低利率；恢复时间以年计
2020 疫情冲击及其后续	施工停摆、供应链受阻、随后低利率与住房需求转强	初期建设受限，随后需求反弹；材料、物流和劳动力短缺推动成本快速上涨	需求恢复快于供给，问题从需求风险转向成本和交付能力
2022—2026 全球利率/可负担性冲击	主要央行紧缩、按揭利率明显高于 2010 年代、房价与收入脱节	销量放缓、建设商提高折扣和按揭补贴；利润率下降、库存月数上升	大型 builder 通过 land-light、低杠杆、按揭附属公司和规模采购缓冲
2021—2026 中国房地产调整	预售销售下降、企业融资收缩、部分高杠杆开发商流动性及交付问题	开发投资、新开工、销售和到位资金持续收缩；项目与企业分化显著	白名单、保交付、去库存、项目公司/主办银行及现房销售方向；恢复仍取决于真实需求和库存消化
2022—2026 英国/澳大利亚成本与融资压力	利率、建设成本、规划/基础设施约束	开工和销售节奏分化，利润率承压；大型开发商仍维持 landbank 和订单管理	住房短缺、规划改革和降息可能提供支持，但成本基准仍高

来源：U.S. Census Bureau、中国国家统计局及公司法定披露 ([14]; [6]; [10]; [11]; [12]; [15]; [16]; [17]) ；ApexInsight 整理。

8.2.1 2007—2009：典型的资产价格—信贷—库存共振

美国 2005 年新私人住宅开工约 206.83 万套，2009 年降至 55.40 万套，峰谷下降约 73%。这是住宅开发最典型的结构压力样本：信贷标准收紧和房价下跌首先削弱新房销售，随后未售库存和取消率上升，开发商削减新开工及土地采购，土地和在建项目减值侵蚀资本，现金流恶化进一步收紧融资（[14]）。

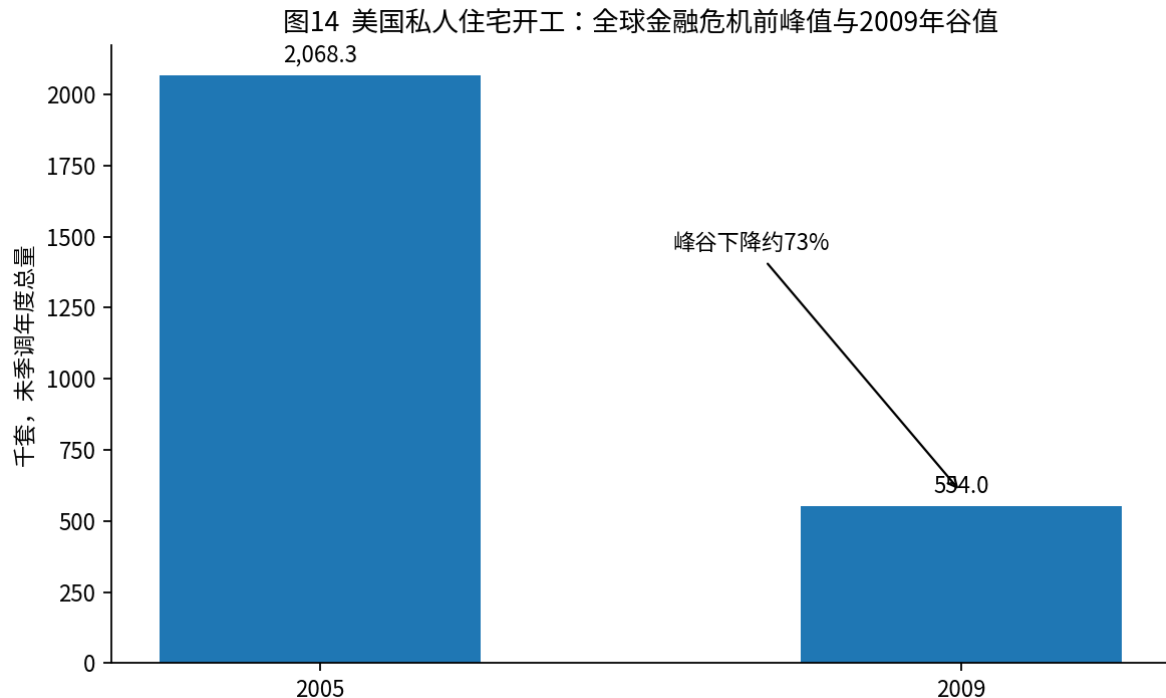


图 14 美国私人住宅开工：全球金融危机前峰值与 2009 年谷值 | 期间：2005、2009 | 单位：千套，未季调年度总量 | 地域：美国

来源：U.S. Census Bureau / HUD, New Residential Construction 历史年度数据（[14]）；ApexInsight 整理。

核心结论：住宅开发供给可以在金融条件逆转时出现极深的峰谷波动；土地和库存的提前投入使开发商现金流和减值风险放大需求冲击。

8.2.2 2020—2021：不是传统需求衰退，而是供需错位与成本冲击

疫情初期施工限制和供应链中断曾压制项目执行，但低利率、居住空间偏好变化和财政支持很快推动部分市场住宅需求上升。供给恢复滞后使木材、钢材、设备和人工成本显著上涨。对住宅开发而言，这一时期说明“需求强”并不等于风险低：如果售价上涨能够覆盖成本，利润可维持；一旦成本锁定不足或施工周期拉长，强需求也可能伴随毛利侵蚀和交付延误。欧盟施工价格在随后几年显著抬升，为这一成本基准变化提供了可观察结果（[8]）。

8.2.3 2022—2026：利率冲击转化为激励和库存压力

截至 2026 年 8 月，美国 30 年固定按揭利率仍处于 6% 以上，明显高于疫情前后极低利率阶段（[4]）。美国 2026 年 6 月新房销售年化 62.8 万套、待售 48.5 万套、库存 9.3 个月，NAHB 7 月调查中 63% 的建设商使用销售激励，说明行业主要通过价格/金融激励而不是完全停工来适应高利率（[3]；[5]）。大型 builder 资产负债表较 2007 年前更保守且土地期权化程度更高，是本报告冲击尚未演变为同等规模系统性 builder 危机的重要缓释。

8.2.4 2021—2026：中国的融资—预售—交付链压力

中国本报告调整的核心不仅是房价或销售量，而是预售需求、开发融资和项目交付之间的相互作用。2026 年上半年住宅开发投资同比下降 17.8%、住宅新开工面积下降 24.1%、住宅销售面积下降 12.4%，开发企业到位资金下降 20.2%，其中国

内贷款下降 31.7% ([6])。当预售回款下降且融资更强调项目封闭管理时，高历史土地成本和大量在建项目会延长现金回收周期。

图15 中国房地产开发企业到位资金：2026年1—6月同比

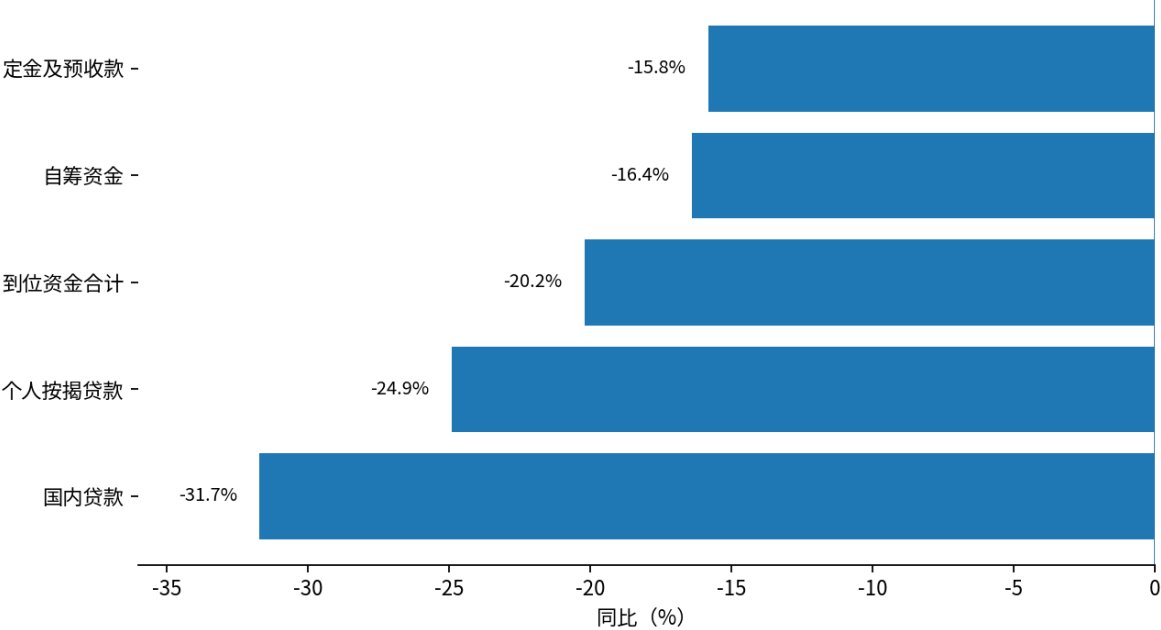


图 15 中国房地产开发企业到位资金：2026 年 1—6 月同比 | 单位：% | 地域：中国

来源：中国国家统计局，2026 年 1—6 月份全国房地产市场基本情况 ([6])；ApexInsight 整理。

核心结论：银行贷款、个人按揭和预售相关资金均下降，使行业压力同时体现在开发端融资和终端购房融资，而不是单一资金来源。

8.3 历史峰谷表现与恢复特征

历史数据支持“住宅开发恢复周期通常长于单个季度”的判断。美国 GFC 后的住宅开工从 2009 年谷底恢复到接近此前峰值经历多年；中国 2021 年以来的调整则体现为开发投资、新开工和融资连续多年下降，尚不能以单月房价或政策放松判断周期结束。本报告未使用商业评级机构的全球违约精确序列，因为不同法域的开发商定义、债务工具覆盖和私人企业缺失会使全球违约率难以可比；该缺口继续保留至最终报告。

企业类型决定峰谷幅度。低净杠杆、土地期权化、高现金和多区域布局的大型 builder 通常能在下行期保持开工并争取市场份额；高价购地、短债占比高、依赖持续预售或资本市场再融资的开发商更容易出现现金流断裂。区域型中小企业即使财务杠杆不高，也可能因单一城市规划、基础设施或当地需求冲击承受高集中度风险。

8.4 风险传导机制

本行业典型风险传导不是“需求下降→产能利用率下降”这一制造业模板，而是：按揭利率/就业/收入恶化或政策收紧 → 购房可负担性与销售速度下降 → 订单取消、促销及按揭补贴上升 → 净售价和毛利率下降 → 完工未售、在建和土地库存周转变慢 → carry cost 和减值上升 → 经营现金流下降、融资需求增加 → 杠杆及再融资/项目交付压力上升。若房价同时下跌或金融机构降低土地/项目抵押估值，传导会进一步加速。

图16 住宅开发行业风险传导链与主要缓冲机制

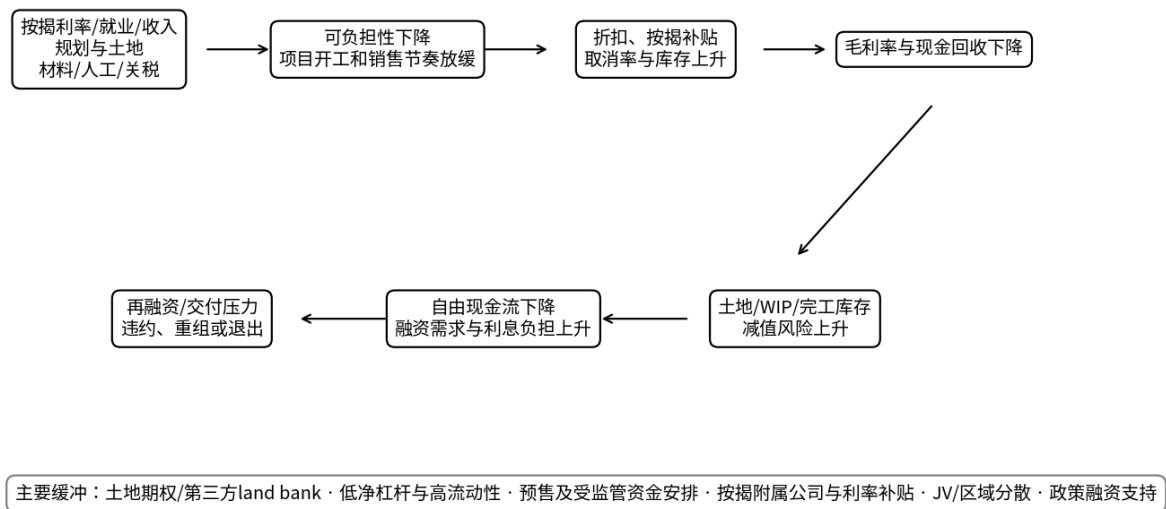


图 16 住宅开发行业风险传导链与主要缓冲机制 | 地域：全球概念框架 | 期间：结构性

来源：ApexInsight 基于本报告所列官方统计、公司披露和监管资料整理（主要来源：[14]、[6]、[4]、[10]；[11]；[12]、[26]；[27]；[28]）。

核心结论：开发商风险的关键中介变量是销售速度和库存资本，而不仅是房价；缓冲来自土地控制方式、流动性、预售资金治理、按揭能力和地区分散。

8.5 缓冲机制

行业缓冲首先来自土地和库存纪律。土地期权、第三方 land bank、分期取地和 JV 可以降低景气顶部的不可逆投入；其次是低净杠杆、充足现金及长期债务期限，使开发商能够在销售放缓时减少新购地而不是被迫低价处置存量项目。第三，附属按揭公司可通过利率锁定、rate buydown 和贷款渠道支持成交，但会增加金融业务资本和利率风险。

预售和 forward sales 在可执行性高时提供订单可见度和部分现金缓冲，但不能视为与长期合同等价。中国现房销售和预售资金监管方向提高购房者保护，沙特 off-plan 项目要求开发商注册、项目许可和专用托管账户，也说明监管正在用项目资金隔离提升交付韧性（[36]；[37]）。此外，地区和产品组合多元化、标准化户型、规模采购、垂直整合关键构件，以及政府的住房金融/项目融资支持，均可降低特定冲击的峰值，但不能消除行业整体对利率和土地周期的敏感性。

第 9 章 技术、替代、监管与政策风险

9.1 技术变化

住宅开发不存在类似胶片被数字影像替代的单一颠覆性技术。技术风险主要体现在建设方式、项目设计、审批和销售效率的差异化。BIM、数字孪生、标准化设计、AI 辅助选址/定价、数字化采购和施工进度管理可缩短设计与施工周期、降低返工和库存决策误差；模块化、预制构件、工业化木结构等能够把部分现场作业转移至工厂，提高质量一致性并缓释熟练工短缺。

但技术采用并非纯粹降低风险。工厂化建造要求稳定的订单规模和标准化产品，若住宅需求急跌，固定产能可能形成新的经营杠杆；新材料和低碳技术需满足当地防火、结构、耐久和保险标准，认证周期可能推迟项目。AI 在选址和定价上的预测能力也无法消除地方规划、土地权属和宏观利率等非技术性约束。

9.2 产品或商业模式替代

新建住宅的主要替代并非另一种“住宅技术”，而是既有住房、长期租赁、build-to-rent、翻新/改造、自建住宅和 manufactured/modular homes。新房与二手房之间的价差、按揭锁定效应、维护成本和能源效率会影响购房者选择。高利率时期，二手房业主持有低息按揭而惜售，可能反而限制 existing-home 供给并给新房 builder 创造相对份额机会；但 builder 需要通过降价或金融激励解决月供差距。

长期租赁和 build-to-rent 可吸收部分住房需求，却改变终端客户和资本结构：家庭从购房者变为租户、开发商可能从逐套销售转为向机构批量出售或长期持有。由于本报告明确排除长期自持运营，本报告仅把该模式视为住宅开发销售的替代渠道，而不把出租运营收益纳入行业财务基准。

9.3 监管和政策

9.3.1 欧洲：能源性能标准提高产品门槛，同时存在转置不确定性

EU Energy Performance of Buildings Directive (EU) 2024/1275 提高新建和存量建筑的能源性能要求，并形成 2030 年前后更严格的新建建筑零排放节点 ([38])。对开发商的影响主要通过设计、材料、机电系统、现场能源基础设施和合规证明进入开发成本；高性能住宅可能提高售价或降低住户能源成本，但其价值能否完全转嫁取决于当地购买力和住房供需。

截至 2026 年 7 月 15 日，欧盟委员会向 27 个成员国全部发出正式通知，理由是未完全转置重铸 EPBD；成员国原定需在 2026 年 5 月 29 日前完成主要条款转置 ([39])。这意味着开发商不仅面对标准升级本身，还面对不同国家实施节奏、技术细则和许可要求短期不一致的监管不确定性。

9.3.2 中国：从预售融资逻辑向项目封闭和交付安全强化

中国 2025 年 5 月起实施的《住宅项目规范》GB 55038-2025 属于强制性工程建设规范，强化住宅项目安全、功能和品质要求 ([40])。更重要的经营模式变化来自 2026 年房地产工作方向：住房城乡建设系统提出控增量、去库存、优供给，继续发挥房地产项目“白名单”融资作用；在开发上做实项目公司制、融资上推行主办银行制、销售上推进现房销售制，继续预售的则规范预售资金监管 ([36])。

上述改革的信用含义具有双向性。项目资金更封闭、现房交付比例提高可降低跨项目挪用和购房者交付风险；但预售资金可自由调度下降，意味着开发商需要更多权益资本、项目贷款或长期资金覆盖施工周期，资本强度和项目层面的融资纪律提高。对历史高杠杆企业而言，这可能限制通过新项目融资“滚动”旧项目的空间。

9.3.3 英国：规划改革旨在提高供给，但执行过渡仍是项目风险

英国 Planning and Infrastructure Act 于 2025 年 12 月 18 日获御准，政府明确把减少规划延误、推动住房和基础设施建设列为目标 ([41])。从开发商角度，规划体系效率提升能够降低土地 option 持有期、规划顾问和融资 carry cost，并提高 landbank 转化速度；但法律到具体二级法规、地方规划能力和环境实施机制仍需时间，短期不能把国家层面的改革目标直接视为已实现的审批提速。

9.3.4 中东：off-plan 扩张伴随注册、许可和托管制度

沙特房地产监管总局 REGA 的 off-plan 制度要求开发商进入开发商注册册，项目销售前取得许可；收取 reservation fees 时金额受到限制，并须进入指定托管账户；项目许可还要求可行性研究、建设和营销数据、交付进度及资金来源等资料（[37]）。这类制度可以提高市场透明度和资金隔离，但同时增加开发商前置合规、项目财务和审计要求。

9.4 合规成本及监管不确定性

住宅开发的合规成本高度地方化。规划许可、建筑许可、消防、节能、无障碍、环境补偿、基础设施接入、质量保修、销售披露和消费者保护往往由不同政府层级管理。固定合规成本对小型开发商更重，因为规划团队、法律、工程审查和数字报送能力难以随项目规模线性降低；大型企业则更容易建立专业团队，但面临跨城市规则差异和更高声誉/集体诉讼暴露。

监管升级往往通过三个渠道影响信用风险：一是提高单位成本和前置资本；二是延长审批或建设周期，增加土地和利息 carry；三是改变销售和资金回收时点。若标准升级与住房短缺并存，长期可能促使售价上升并淘汰低效率供给；若需求疲弱、售价无法转嫁，成本主要由开发商利润率吸收。

图17 住宅开发重要监管节点：2024—2030

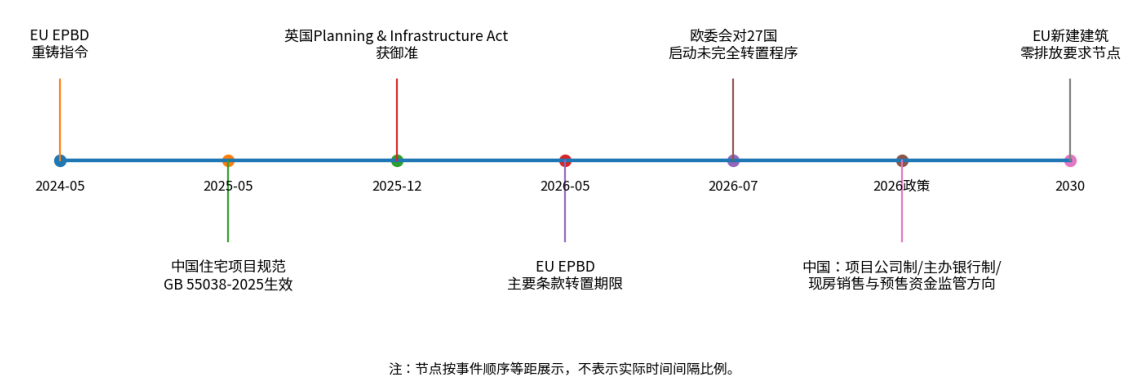


图 17 住宅开发重要监管节点：2024—2030 | 地域：欧盟、中国、英国 | 类型：监管时间线

来源：EU Directive 2024/1275 ([38])；European Commission ([39])；中国住宅项目规范 ([40])；UK MHCLG ([41])；全国住房城乡建设工作会议政府正式转载 ([36])；ApexInsight 整理。

核心结论：未来数年住宅开发的监管风险不是单一“收紧”，而是更高建筑性能、项目资金隔离与规划提速并存；成本和供给效果取决于地方执行。

第 10 章 供应链、贸易与地缘风险

10.1 关键投入

住宅是不可跨境运输的固定资产，行业核心“产出”本身几乎不形成国际贸易；因此供应链与地缘风险主要通过投入品和资本而非住宅出口传导。关键投入包括可开发土地、道路及公共事业接入、木材、钢铝、混凝土/水泥、玻璃、门窗、屋面材料、HVAC 和电气设备、厨房卫浴、分包劳动力、设计/工程服务，以及按揭和项目融资。

土地是最不可替代的本地投入。即使全球材料价格下降，稀缺城市土地、zoning、基础设施容量和规划许可仍可能成为供给瓶颈。相反，在土地供应充足的外郊市场，材料、熟练工或水电基础设施可能决定交付速度。故本行业没有单一全球“关键矿产”可以解释供应风险，风险需要从项目地点和产品规格识别。

10.2 供应集中度

多数住宅材料供应商数量较多，但局部集中和认证要求会造成实际瓶颈。预制构件、特定窗体/HVAC、电梯、电网设备和具备当地资质的专业分包商可能在快速扩张期成为交付关键路径。大型建设商凭集中采购和长期供应协议可以获得更稳定价格及排产优先级；中小 builder 更依赖区域经销商和现货采购，成本波动更快进入毛利。

劳动力同样具有地方集中属性。住宅建设需要木工、电工、管道、砌筑、屋面和现场管理等职业，跨境迁移、签证和本地执照政策均可能影响供给。人工短缺不能像标准化商品一样通过海运迅速补充，因而“本地人工+当地许可”是住宅开发比许多制造行业更难全球分散的风险源。

10.3 下游和客户集中

面向个人购房者的住宅开发通常不存在单一大客户集中，客户风险更接近宏观相关性：上万名购房者可能同时受利率、就业和按揭政策影响。因此低客户集中度并不等于低需求风险。对于 social/affordable housing、机构 bulk sale 或 build-to-rent 批量出售，客户可能变为政府、住房协会或机构投资者，单笔合同更大、履约和资金来源不同，需要单独看买方信用和交付条件。

渠道集中度也受制度影响。美国 builder 常通过自有销售中心、经纪人和附属按揭公司完成获客和融资；中国预售项目依赖线上线下渠道和按揭银行；英国和澳大利亚亦有大量经纪/平台流量。平台本身通常不是决定行业信用风险的瓶颈，真正影响转化的是按揭资格、月供、首付和新房相对二手房价格。

10.4 国际贸易、关税与汇率

住宅开发的直接贸易暴露较低，但建筑材料和设备具有明显跨境属性。美国 2026 年 6 月和 7 月继续调整 Section 232 钢、铝等金属及其衍生品措施，适用税率取决于产品分类、原产地、金属含量及具体实施阶段，部分设备或衍生品还存在差异化安排 ([42]; [43])。因此，本报告不把单一税率作为全部住宅材料的成本假设；政策范围和税率的频繁调整本身会提高采购报价、交付和替代来源管理的不确定性。

汇率主要通过材料进口、外币债务和跨境资本流动影响开发商。多数本地住宅售价以当地货币计价，若本币贬值推高进口建材而需求端工资未同步增长，成本转嫁能力下降。拥有外币债务但缺乏对应外币收入的开发商还会承担资产负债表错配；这一风险在新兴市场和依赖国际资本市场融资的开发商中高于美国本土 builder。

10.5 供应链韧性

主要韧性措施包括多供应商框架协议、标准化材料规格、关键长周期设备提前锁定、区域仓储、核心构件自制/垂直整合和施工计划数字化。大型 builder 可以通过社区和区域之间调整开工节奏来重新配置材料和分包能力；但库存缓冲存在上限，因为大量材料和完工住宅囤积会进一步占用现金。

供应链韧性还需要与土地和销售节奏联动。若企业只为避免缺料而提前大量开工，但终端销售减弱，供应链“安全库存”会转化为完工未售住宅。故更有效的缓冲是短施工周期、可取消/分期采购、替代认证、标准化户型和实时订单驱动，而不是单纯增加实体库存。

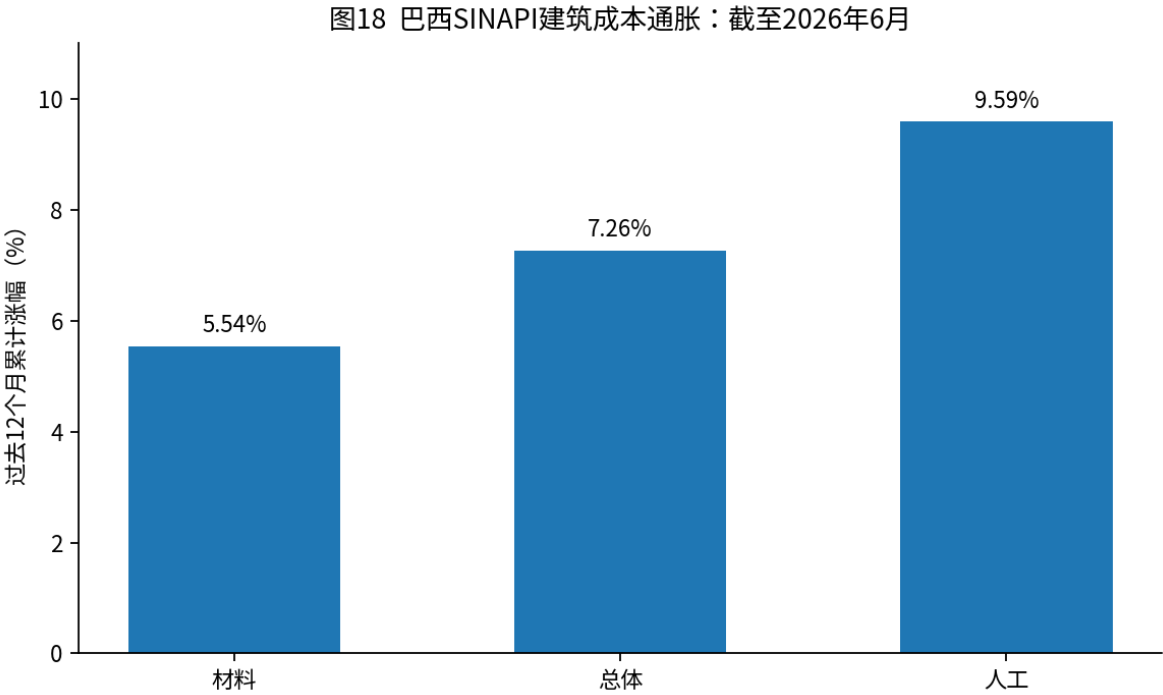


图 18 巴西 SINAPI 建筑成本通胀：截至 2026 年 6 月 | 单位：过去 12 个月累计涨幅% | 地域：巴西

来源：IBGE, SINAPI, June 2026 ([35]) ；ApexInsight 整理。

核心结论：截至 2026 年 6 月巴西人工成本涨幅高于材料，说明住宅开发供应链风险不仅来自可贸易材料，也来自难以跨境替代的本地劳动力。

第 11 章 全球区域差异

住宅开发是高度本地化行业，全球 GISR 4 并不意味着所有地区处于同一周期。区域差异来自住房存量、人口/家庭形成、按揭制度、土地及规划、预售制度、建筑成本和开发融资。下表聚焦经营结构而非国家风险评分。

表 9 全球主要地区住宅开发经营特征比较

区域	截至 2026-08-08 的经营状态	融资/商业模式特征	主要结构性风险	主要缓冲
北美	美国高按揭利率、库存月数偏高；加拿大开工趋势较 5 月回落	大型美国 builder land-light 程度高、附属按揭能力强；加拿大开发审批地方化	可负担性、激励侵蚀利润、地方 zoning、材料关税	住房短缺、低杠杆龙头、规模采购及按揭补贴
欧洲/英国	欧盟房价部分回升但施工成本高；英国供给数据存在统计断点	较长 landbank 和开发融资；能源标准升级	规划、能源合规、土地/基础设施成本、需求利率敏感	规划改革、住房短缺、产品能效溢价潜力
中国	投资、开工、销售和到位资金仍收缩	预售/合同负债、项目贷款、白名单、国央企/民企分化	库存、预售信心、融资和交付链、城市分化	项目资金治理、现房销售方向、政策去库存与保障房收储

区域	截至 2026-08-08 的经营状态	融资/商业模式特征	主要结构性风险	主要缓冲
日本/韩国	成熟市场，人口结构与城市分化突出；日本 2026 年 6 月新设住宅开工同比增长 18.6%	工业化建造较成熟，住宅金融制度稳定但需求增长有限	人口/家庭结构、土地及城市集中、利率与建造成本	更新替换、都市圈需求、工业化施工效率
其他亚洲/东盟	新加坡价格温和上涨且政府维持高土地供应；其他市场差异较大	政府土地供应、预售和银行按揭并存	政策调控、土地供应、外资/按揭周期	人口城市化、政府供地与宏观审慎工具
中东	海湾部分市场开发活跃，off-plan 规模扩大	项目许可、托管和开发商注册日益制度化	供应快速扩张、施工资源、项目执行和外籍劳动力	人口/投资流入、基础设施支出、监管强化
拉丁美洲	巴西建筑成本仍高于一般低通胀环境	本币按揭和开发融资为主	通胀、利率、人工和材料价格、正式住房可负担性	住房缺口和区域城市化需求
非洲	正式住宅开发统计和融资覆盖有限；南非 2026 年前 5 月住宅规划价值上升、完工价值下降	银行融资和项目资金可得性分化，非正规住房占比高	融资深度、基础设施、施工能力和数据可得性	城市化及结构性住房需求
大洋洲	澳大利亚开工仍受高成本、规划和基础设施约束	大型开发商使用 JV/project development agreements 降低资本强度	劳动力、土地开发周期、建设成本、可负担性	人口增长、住房短缺、JV 和 masterplanned 社区模式

来源：各地区官方统计和监管资料 ([14]; [3]; [6]; [7]; [8]; [21]; [30]; [29]; [44]; [45]; [35]; [42]; [41]; [36]; [37]) ； [46]; ApexInsight 整理。

11.1 北美

美国是最透明的住宅 builder 市场之一，截至 2026 年 6 月新建独栋住宅销售 SAAR 为 62.8 万套、待售 48.5 万套、库存 9.3 个月；截至 8 月 6 日 30 年按揭利率 6.69% ([3]; [4])。这使大型 builder 持续使用价格折扣和 rate buydown。其结构性优势在于土地期权化、融资渠道和附属按揭，而不是需求不受利率影响。

加拿大 2026 年 6 月六个月住宅开工趋势为 248,123 套，较 5 月下降 2.8%；当月 SAAR 为 238,971 套，环比下降 6%，而在建住宅约 375,469 套 ([30])。加拿大与美国共同面对可负担性问题，但大城市审批、基础设施收费和住宅类型构成不同，不能直接套用美国 builder margin 和 land-light 基准。

11.2 欧洲与英国

欧盟 2026 年第一季度房价指数同比仍上升，但前文已指出房价改善并不代表开发商现金流同步改善。新住宅施工价格在 2015—2025 年累计上涨 48.2%，EPBD 又提高能源和建筑性能要求，使项目 viability 取决于售价、融资和成本共同变化 ([7]; [8]; [38])。

英国同时存在住房供给目标、规划改革和统计口径变化。2026 年初 building-control starts/completions 受 Building Safety Regulator 报告变化影响，官方明确提示数据断点 ([21])；因此短期供应趋势需要结合上市 builder completions、sales rate 和 planning outlet 数据交叉验证。Persimmon H1 2026 交付和收入增长但利润率略降，是“量较稳、成本/售价组合压利润”的代表样本 ([17])。

11.3 中国

中国仍是全球住宅开发压力最集中的主要市场之一。2026 年上半年住宅投资 2.93 万亿元，同比下降 17.8%；住宅新开工 1.69 亿平方米，下降 24.1%；住宅销售面积 3.3318 亿平方米，下降 12.4%；住宅销售额 3.327 万亿元，下降 13.7% ([6])。因此当前阶段的关键不是单一房价指数，而是新项目形成、销售回款和开发融资是否能够同步企稳。

企业分化明显。大型国有背景开发商仍有较强融资渠道和土地获取能力，但也承担较大 properties for sale 和合同负债；弱资质民营开发商更易受到再融资和预售信心限制。政策转向项目公司、主办银行、白名单和现房销售，有助于把新增项目风险隔离，但行业库存和历史项目处置仍需时间。

11.4 日本、韩国及其他亚洲/东盟

日本国土交通省数据显示，2026 年 6 月新设住宅着工同比增长 18.6%，季调年率环比增长 3.9% ([46])。单月同比仍可能受基数、开工时点和制度变化影响，不能直接解读为长期高增长；成熟人口结构和大都市圈集中仍决定长期需求。日本住宅工业化和预制程度相对高，可降低现场人工波动，但固定制造能力也要求稳定订单。

韩国住宅开发高度依赖城市公寓、预售和金融条件，人口结构与家庭债务使长期需求和短期融资周期并存。由于本报告未取得截至 2026 年 8 月 8 日可完全核验并可与其他地区统一口径的最新官方开发量序列，本报告不提供未经验证的精确韩国市场数字，该缺口列入最终报告事项。

新加坡展示了更强的政府土地供应和宏观审慎调节。2026Q2 私人住宅价格环比上涨 0.5%、上半年累计上涨 1.4%；当季开发商推出 1,783 套未完工私人住宅（不含 EC），售出 2,141 套；已获规划批准、未售的私人住宅及 EC 约 15,810 套，未来数年预计完工约 60,600 套 ([44])。供给管理可以降低失控短缺，但高密度城市的土地和政策供给仍是开发节奏的核心。

图19 新加坡私人住宅：2026Q2开发销售流量与中期供应管线

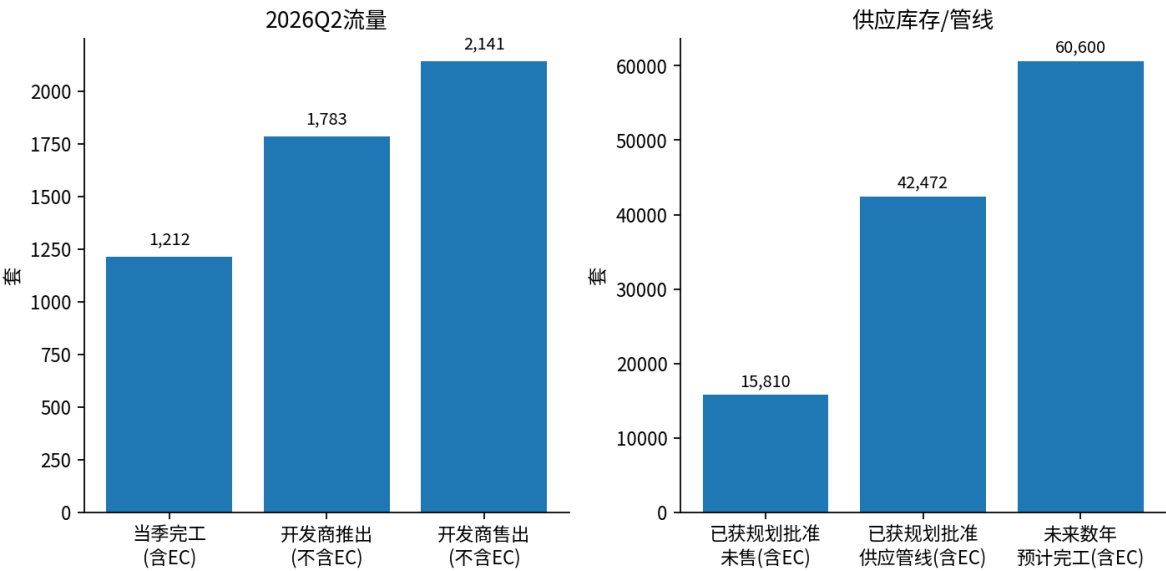


图 19 新加坡私人住宅：2026Q2 开发销售流量与中期供应管线 | 单位：套 | 地域：新加坡

来源：Urban Redevelopment Authority, Release of 2nd Quarter 2026 real estate statistics ([44])；ApexInsight 整理。注：流量和库存/管线口径不同，不可相加。

核心结论：政府土地供应和规划管线使新加坡住宅开发供给具有较强政策可见度，但市场仍受宏观审慎和购房能力约束。

11.5 中东、拉丁美洲、非洲与大洋洲

中东尤其海湾市场受人口流入、旅游与基础设施投资驱动，off-plan 销售是重要开发模式。沙特通过开发商注册、项目许可、托管账户和项目财务资料要求强化制度化监管 ([37])。高速供给增长时期需要重点监测项目交付、建筑劳动力、基础设施容量和 off-plan 买方需求，而不能仅以交易价格上涨判断风险下降。

拉丁美洲中，巴西 SINAPI 显示截至 2026 年 6 月 12 个月建筑成本上涨 7.26%，人工涨幅 9.59% 高于材料 5.54% ([35])。较高的本币利率和建造成本容易同时挤压购房可负担性与开发毛利；但城市化和住房缺口为长期需求提供支撑。地区内通胀和住房金融制度差异较大，不宜形成统一拉美利润率基准。

南非官方统计显示，2026 年 1—5 月私人部门住宅建筑获批计划的现价价值同比增加 13.487 亿兰特，而报告完工的住宅建筑价值同比减少 2.556 亿兰特 ([45])。计划与完工方向相反说明正式住房供给存在项目时滞；对非洲其他市场，开发融资深度、土地权属、基础设施和非正规住房占比较高，使可比行业数据明显不足。

澳大利亚截至 2026Q1 住宅开工和在建活动仍受建设成本、规划和基础设施约束 ([29])。Stockland 1H26 的 MPC 业务 57% settlements 来自 JV/project development agreements，展示大型开发商可通过合作开发降低自有土地资金强度 ([28])。但人口增长与住房短缺也会抬高土地及施工资源竞争，形成需求支持与成本压力并存的结构。

第 12 章 当前行业状态和未来 12—24 个月展望

12.1 当前行业状态（数据截止：2026 年 8 月 8 日）

截至 2026 年 8 月 8 日，全球住宅开发并不存在统一的上行或下行周期。美国仍处于高按揭利率、高激励和相对高新房企存月数环境；中国开发投资、新开工、销售和资金来源继续同比下降；欧盟部分市场房价回升，但建设成本基准和能源合规要求较高；加拿大开工趋势较前月放缓；澳大利亚供给受成本和开发周期约束；新加坡价格温和上涨且政府继续释放较高住宅土地供应。

美国最新可得的 6 月新房销售数据为 SAAR 62.8 万套、待售 48.5 万套和 9.3 个月供应；7 月 NAHB HMI 为 34，63% 的建设商使用销售激励；8 月 6 日 30 年固定按揭利率 6.69% ([3]; [5]; [4])。因此当前行业状态并非“需求崩溃”，而是成交需要更多价格/金融让利，利润率和库存周转承压。

中国最新可得的上半年官方开发数据仍显示广泛收缩，尤其国内贷款同比下降 31.7% ([6])。政策方向是去库存、白名单、项目公司制、主办银行制及现房销售/预售资金治理 ([36])。这意味着政策重点已从简单刺激新增开发转向稳定交付、消化存量和重构融资制度，行业恢复将更依赖销售与库存的真实改善。

成本端则呈区域分化：美国 6 月建筑 PPI 整体仅环比+0.1%，但钢厂产品+3.6%、木材+1.3%；巴西 12 个月 SINAPI +7.26%；欧盟长期施工价格基准仍显著高于 2015 年 ([34]; [35]; [8])。因此未来利润率改善需要同时满足销售激励下降和成本/融资压力缓解，不能仅依靠总建筑价格通胀回落。

12.2 未来 12—24 个月展望

基准判断是“区域分化延续、全球系统性风险不再同步恶化，但行业利润和现金转换仍受约束”。如果主要经济体按揭利率逐步下降，美国、加拿大、英国和澳大利亚的新房可负担性会改善，销售激励有望下降，大型 builder 可以把现有土地/社区供应转化为更快现金回收。结构性住房短缺和人口流入市场仍提供需求底部。

中国的改善路径更依赖库存、销售信心和项目融资联动。即使政策继续放松，若住宅新开工和开发资金仍保持两位数下降，行业不宜定义为全面复苏。项目资金封闭和现房销售方向有利于降低未来交付风险，但可能提高开发商前期自有资金需求，因此对企业分化的影响可能大于对行业总量的即时拉动。

主要下行风险包括：通胀重新上升使长端利率维持高位；就业转弱带来按揭信用与购房需求同步下降；土地和完工库存增长快于销售；金属/设备贸易限制和劳动力短缺重新推高成本；规划和能源标准升级延长项目周期；中国库存和融资收缩持续时间超预期。上行因素包括降息速度快于预期、住房短缺推动销量改善、规划提速、材料和人工成本稳定，以及土地期权化提高资本周转。

第 13 章 情景分析与关键监测指标

13.1 情景分析

表 10 未来 12—24 个月情景框架

情景	触发条件	需求/价格	利润率与现金流	融资与资本投入	企业分化/持续时间
基准情景	按揭利率缓慢回落；就业未明显恶化；成本涨幅趋稳；中国政策继续托底但库存消化较慢	成熟市场销量温和改善、价格区域分化；中国销售逐步寻底	激励缓慢下降，毛利率企稳但难快速回到低利率周期高位；库存现金释放改善	大型企业保持融资可得性，新购地更审慎	龙头优于高杠杆/单一区域开发商；12—24 个月逐步调整
温和下行情景	长端利率维持高位或再上升；就业和消费者信心转弱；成本下降有限	新房销售再次走弱，开发商增加降价和 rate buydown	毛利率进一步压缩，完工未售上升，自由现金流转弱	减少开工和土地采购；弱资质企业融资利差扩大	中小和高库存开发商先承压；若利率随后回落，可在数个季度内修复
严重压力情景	全球/区域衰退+房价下跌+信贷收紧；中国销售/融资继续深降；重大成本或政策冲击叠加	销售和价格同步下降，取消率快速上升	库存及土地减值、经营现金流显著恶化；部分项目停缓建	再融资难度上升、抵押价值下降、项目资本缺口扩大	高杠杆、短债、重土地和单一区域企业可能重组/退出；恢复以多年计
上行情景	按揭利率明显下降且就业稳定；规划提速、成本趋稳；结构性住房短缺释放	销量上升、激励减少，价格在供应紧地区保持韧性	毛利率和库存周转改善，现金回收加快	企业增加可控土地和社区开发，但若追价拿地过快会积累下一轮风险	优质土地与规模平台获益更大；需警惕景气后期重新加杠杆

来源：ApexInsight 基于本报告已核验的周期、成本、融资与库存证据构建。情景为条件式分析，不代表精确概率预测。

情景分析不赋予主观概率，也不提供单一全球收入或利润率精确降幅，因为不同国家收入确认、土地模式和住房金融制度不可直接合并。其用途是明确风险触发条件和方向，而不是形成企业投资建议。

13.2 关键监测指标

表 11 关键行业监测指标

指标（英文）	定义/数据源	频率	上升/下降含义	预警方向与限制
美国 30 年固定按揭利率 (30Y FRM)	Freddie Mac PMMS ([4])	周	上升提高月供、压制可负担性	持续上升偏负面；仅代表美国

指标（英文）	定义/数据源	频率	上升/下降含义	预警方向与限制
美国新房库存月数 (Months Supply)	待售新房/当前销售速度, Census ([3])	月	上升通常意味着销售慢于供给	快速上升偏负面；只覆盖 new single-family
建设商激励比例 (Builder Incentives)	NAHB 使用销售激励的 builder 比例 ([5])	月	上升表示需要更多促销维持成交	上升偏负面；调查而非交易数据
实际住宅价格 (Real HPI)	BIS 实际住宅价格指数 ([13])	季	大幅下跌增加库存/抵押估值风险	下跌且库存上升最负面；包含二手房
中国住宅新开工面积	NBS 住宅新开工累计同比 ([6])	月累计	持续改善说明新增项目意愿回升	降幅扩大偏负面；累计可比口径
中国开发企业到位资金	NBS 到位资金及贷款/预售/按揭分项 ([6])	月累计	改善代表项目融资与销售回款恢复	降幅扩大偏负面；含非住宅开发企业口径
住宅施工/建造成本指数	Eurostat/BLS/IBGE 等 ([8]、[34]、[35])	月/季/年	快速上涨压低无法转嫁成本的项目利润	成本增速上行偏负面；各国指数不可直接比水平
样本开发商住宅毛利率	上市公司 homebuilding/development segment ([10]；[11]；[12]、[27])	季/半年	下降表示激励、成本或土地成本压力	连续下降偏负面；样本非行业均值
库存/收入或库存周转	公司库存与 LTM 收入/turnover ([10]、[11]等)	季	库存升快于销售说明现金锁定	持续恶化偏负面；会计分类不同
订单取消率 (Cancellation Rate)	取消订单/毛订单或公司定义 ([10]、[15])	季	上升反映购房融资或信心恶化	快速上升偏负面；公司定义不统一
土地控制结构 (Owned vs Controlled Lots)	自有地块与期权/JV/第三方控制地块 ([10]；[11]；[12]；[15])	季/年	控制地块比例提高通常减少不可逆土地资本	适度提高偏正面；需结合合同承诺
规划许可/住宅开工	各国 permits/starts 及英国 planning 数据 ([14]、[21]、[30]、[29])	月/季	上升表示未来供给增强	需求弱时过快上升反而可能累积库存
新加坡未售及供应管线	URA 未售获批单位、GLS/预计完工 ([44])	季	过快增加相对销售可能提高供给压力	需与销售速度共同看；仅代表新加坡
监管实施节点	EPBD、现房销售/预售监管、规划改革 ([38]、[39]、[41]、[36])	事件驱动	标准落地改变成本、审批和融资	不是单向指标，需评估过渡期和成本转嫁

13.3 GISR 变化触发条件

当前 GISR 保持 4 级（较高结构性风险）。未来可能支持下调的长期证据包括：主要市场在完整下行周期中持续保持较低库存减值和较稳定自由现金流；land-light 和项目资本纪律从少数龙头扩展至行业主体；预售和项目融资制度显著降低交付/跨项目挪用风险且未造成过高资本成本；规划和建设周期结构性缩短；按揭利率与住房供应形成更稳定的逆周期机制。

未来可能支持上调的触发包括：多个主要市场同时出现房价、销量和融资收缩并导致广泛土地/库存减值；开发商违约、破产或项目停工从个别高杠杆企业扩散至低杠杆主体；气候/保险、能源标准、关税和劳动力约束使开发成本相对收入持续上

升；预售或项目融资机制再次出现系统性交付风险；住宅需求因人口和家庭形成长期下移而结构性弱于既有土地和在建库存。

GISR 触发条件必须基于跨周期、跨地区证据，而不能因某一季度房价上涨、一次降息或单个开发商违约而调整等级。综合跨周期、跨地区证据，现有证据不足以支持改变 GISR 4 级；未来调整应以长期结构性变化为依据。

第 14 章 方法论、局限及使用说明

14.1 GISR 的评价对象与边界

GlobalCheck 全球行业结构性风险等级（Global Industry Structural Risk Level, GISR）评价的是行业长期、跨周期的结构性风险，不构成单个企业信用评级，不等同于违约概率，不构成投资建议，也不替代国别风险评价。企业最终风险仍取决于资本结构、流动性、竞争地位、项目组合、治理、地区暴露及其他企业特定因素。

结构性风险与当前景气度必须分开理解。某一季度房价或销量上升，不足以降低一个需要多年土地和项目资本投入行业的跨周期风险；短期衰退也不会自动提高 GISR。GISR 只有在需求稳定性、资本模式、监管制度、技术替代、竞争结构或外部冲击暴露出现持续且可验证的结构变化时才应复核。

14.2 市场规模与统计口径

住宅开发缺乏全球统一、可直接加总的货币市场规模。本报告并行使用三类官方指标：①物理供给，包括许可、开工、竣工、套数或面积；②经济活动，包括住宅开发投资、住宅建筑工程额或相关增加值；③销售变现，包括新建住宅销售套数、面积或合同销售额。二手住宅交易、住房资产存量价值、租金、按揭贷款余额和 REIT 市值均不计入核心市场规模。

不同国家统计体系在“住宅”“开工”“开发投资”“建筑活动”“新房销售”以及季调/未季调之间存在差异。报告不将单位为平方米的中国开发指标与以 dwelling units 统计的美国、加拿大或澳大利亚数据机械相加，也不把房价指数当作开发商平均售价。

14.3 数据与证据局限

主要局限包括：全球开发商中大量主体为私人及中小企业，上市公司样本偏向规模较大且资本市场融资能力较强的开发商；BIS/OECD 房价通常同时覆盖新房与二手房；美国新房销售主要针对 new single-family houses；英国部分 2025Q4—2026Q1 开工数据受 Building Safety Regulator 报送变化影响（[21]）；澳大利亚最新季度建筑活动数据为初值并可能修订（[29]）。

美国 Economic Census 提供官方行业集中度表结构，但截至本报告数据截止日，公开网页环境下未可靠取得 NAICS 236117 过滤后的 CR/HHI 精确单元格，因此最终报告不填入未经验证的集中度数字（[19]）。全球住房“短缺量”、开发商违约/破产和气候保险成本也缺乏统一、跨国可比的长期序列，相关结论保持区域或定性层级。

公司披露中的 gross margin、net gearing、contracted sales、owned/controlled lots 和 land bank 口径并非完全一致。本报告仅在公司自己的定义内使用，并在跨企业比较时强调方向与商业模式，而不把企业样本均值表述为全球行业总体。

14.4 GlobalCheck 适用说明

企业适用本报告时应同时检查行业代码和主营业务经济实质。若企业主要收入来自长期住宅出租、REIT/资产管理、建筑总包、房地产经纪或物业管理，应映射至相应的房地产持有运营、建筑施工、金融投资或专业服务风险报告，而不应仅因工商登记包含“房地产”或“住宅建设”即使用 IR-032。综合地产集团应优先按可分拆的住宅开发业务分析。

第 15 章 参考资料

国际组织与官方统计

- [3] U.S. Census Bureau / HUD — New Residential Sales. 2026-07-24; 数据期: 至 2026-06; 访问: 2026-08-08.
<https://www.census.gov/construction/nrs/current/index.html>
- [4] Freddie Mac — Primary Mortgage Market Survey (PMMS). 2026-08-06; 数据期: 1971–2026-08-06; 访问: 2026-08-08.
<https://www.freddiemac.com/pmms>
- [6] 中国国家统计局 — 2026 年 1—6 月份全国房地产市场基本情况. 2026-07-15; 数据期: 2026H1; 访问: 2026-08-08.
https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202607/t20260715_1964126.html
- [7] Eurostat — House price statistics, Q1 2026. 2026-07-02; 数据期: 2026Q1; 访问: 2026-08-08.
<https://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-euro-indicators/w/2-02072026-bp>
- [8] Eurostat — Construction producer prices: new residential buildings. 2026-06-25; 数据期: 2015–2025; 访问: 2026-08-08.
<https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/w/wdn-20260625-1>
- [13] Bank for International Settlements (BIS) — Residential Property Price Statistics, Q4 2025. 2026-05-28; 数据期: 至 2025Q4; 访问: 2026-08-08. https://www.bis.org/statistics/pp_residential_2605.htm
- [14] U.S. Census Bureau / HUD — New Residential Construction. 2026-07-17; 数据期: 至 2026-06; 访问: 2026-08-08.
<https://www.census.gov/construction/nrc/current/index.html>
- [18] U.S. Census Bureau — 2022 Economic Census EC2223BASIC Construction Summary Statistics. 2024-12 发布; 数据期: 2022; 访问: 2026-08-08. <https://data.census.gov/table/ECNBASIC2022.EC2223BASIC?t=New+Housing+%28Construction+and+Sales%29>
- [19] U.S. Census Bureau — 2022 Economic Census EC2200SIZECONCEN Concentration of Largest Firms. 2025-04-24; 数据期: 2022; 访问: 2026-08-08. <https://data.census.gov/table/ECNSIZE2022.EC2200SIZECONCEN?q=concentration>
- [20] 中国国家统计局 — 2021 年全国房地产开发投资增长 4.4%. 2022-01-17; 数据期: 2021; 访问: 2026-08-08.
https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202302/t20230203_1901340.html
- [21] UK MHCLG — Housing supply: indicators of new supply, England: Jan–Mar 2026. 2026-06-19; 数据期: 至 2026Q1; 访问: 2026-08-08.
<https://www.gov.uk/government/statistics/housing-supply-indicators-of-new-supply-england-january-to-march-2026>
- [22] 中国国家统计局 — 2022 年全国房地产开发投资下降 10.0%. 2023-01-17; 数据期: 2022; 访问: 2026-08-08.
https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202302/t20230203_1901712.html
- [23] 中国国家统计局 — 2023 年全国房地产市场基本情况. 2024-01-17; 数据期: 2023; 访问: 2026-08-08.
https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202401/t20240116_1946623.html
- [24] 中国国家统计局 — 2024 年全国房地产市场基本情况. 2025-01-17; 数据期: 2024; 访问: 2026-08-08.
https://www.stats.gov.cn/xgk/sjfb/zxfb2020/202501/t20250117_1958328.html
- [25] 中国国家统计局 — 2025 年全国房地产市场基本情况. 2026-01-19; 数据期: 2025; 访问: 2026-08-08.
https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202601/t20260119_1962324.html
- [29] Australian Bureau of Statistics — Building Activity, Australia, March 2026. 2026-07-08; 数据期: 至 2026Q1; 访问: 2026-08-08.
<https://www.abs.gov.au/statistics/industry/building-and-construction/building-activity-australia/latest-release>
- [30] CMHC — Housing starts, June 2026. 2026-07-16; 数据期: 至 2026-06; 访问: 2026-08-08. <https://www.cmhc-schl.gc.ca/media-newsroom/news-releases/2026/housing-starts-june-2026>
- [34] U.S. Bureau of Labor Statistics — Producer Price Indexes - June 2026. 2026-07-15; 数据期: 2026-06; 访问: 2026-08-08.
https://www.bls.gov/news.release/archives/ppi_07152026.htm
- [35] IBGE — SINAPI - National Index of Civil Construction, June 2026. 2026-07-10 (后更新); 数据期: 2026-06; 访问: 2026-08-08.
<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/en/agencia-press-room/2185-news-agency/releases-en/47539-national-index-of-civil-construction-accelerates-to-1-19-in-june>
- [44] Singapore Urban Redevelopment Authority — Release of 2nd Quarter 2026 real estate statistics. 2026-07-24; 数据期: 2026Q2; 访问: 2026-08-08. <https://www.uragov.sg/news/media/pr26-57/>
- [45] Statistics South Africa — P5041.1 Selected building statistics, May 2026. 2026-07-23; 数据期: 2026-01 至 05; 访问: 2026-08-08.
https://www.statssa.gov.za/?PPN=P5041.1&SCH=74318&page_id=1856
- [46] 日本国土交通省 — 建築着工統計調査報告 (令和 8 年 6 月分). 2026-07-31; 数据期: 2026-06; 访问: 2026-08-08.
https://www.mlit.go.jp/report/press/joho04_hh_001382.html

政府、监管与标准

- [1] U.S. Census Bureau — NAICS 236117 New Housing For-Sale Builders profile. 当前 2022 体系；数据期：现行分类；访问：2026-08-08。
[https://data.census.gov/profile/236117 - New Housing For-Sale Builders?n=236117](https://data.census.gov/profile/236117-New-Housing-For-Sale-Builders?n=236117)
- [2] United Nations Statistics Division — ISIC Rev.5. 2024 版；数据期：现行分类；访问：2026-08-08。
<https://unstats.un.org/unsd/classifications/Econ/Structure/Detail/EN/2095/F>
- [9] Eurostat — NACE Rev.2.1 overview and guidance. 2025 版；数据期：2025 起逐步实施；访问：2026-08-08。
<https://ec.europa.eu/eurostat/web/nace>
- [32] IFRS Foundation — IFRS 15 Revenue from Contracts with Customers. 现行标准；访问：2026-08-08。<https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-15-revenue-from-contracts-with-customers/>
- [33] IFRS Interpretations Committee — IFRIC Update / real estate revenue agenda decisions. 2018-03（相关议题 2017-2018）；访问：2026-08-08。<https://www.ifrs.org/news-and-events/updates/ifric/2018/ifric-update-march-2018/>
- [36] 住房和城乡建设部相关政策信息（政府信用平台转载） — 住建部：着力稳定房地产市场. 2025-12-26；政策期：2026；访问：2026-08-08。
https://credit.mot.gov.cn/xinyongdongtai/202512/t20251226_4182854.html
- [37] Saudi Real Estate General Authority (REGA) — Implementing Regulations of the Off-Plan Sale and Lease of Real Estate Projects Law. 当前有效文本；访问：2026-08-08。<https://rega.gov.sa/en/laws-and-decisions/regulations-and-by-laws/regulations/implementing-regulations-of-the-off-plan-sale-and-lease-of-real-estate-projects-law/>
- [38] European Union — Directive (EU) 2024/1275 on the energy performance of buildings (recast). 2024-05-08；关键实施节点至 2030；访问：2026-08-08。<https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2024/1275>
- [39] European Commission — Commission calls on EU countries to transpose reinforced rules on the energy performance of buildings. 2026-07-15；访问：2026-08-08。https://energy.ec.europa.eu/news/commission-calls-eu-countries-transpose-reinforced-rules-energy-performance-buildings-2026-07-15_en
- [40] 中国住房和城乡建设系统政府网站 — GB 55038-2025《住宅项目规范》. 2025-05-01 起实施；访问：2026-08-08。
https://zjj.pingliang.gov.cn/flfg/fgzc/art/2025/art_b2dec84b508844e19115b3ff37348ea9.html
- [41] UK Ministry of Housing, Communities and Local Government — Landmark Planning and Infrastructure Bill becomes law. 2025-12-18；访问：2026-08-08。<https://www.gov.uk/government/news/landmark-planning-and-infrastructure-bill-becomes-law>
- [42] The White House — Further Adjusting the Tariff Regimes for Imports of Aluminum, Steel, and Copper into the United States. 2026-06-01；生效：2026-06-08；访问：2026-08-08。<https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2026/06/further-adjusting-the-tariff-regimes-for-imports-of-aluminum-steel-and-copper-into-the-united-states/>
- [43] The White House — Further Strengthening Actions Taken to Adjust Imports of Aluminum into the United States. 2026-07-20；访问：2026-08-08。<https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2026/07/further-strengthening-actions-taken-to-adjust-imports-of-aluminum-into-the-united-states/>

行业协会与行业资料

- [5] NAHB / Wells Fargo — Housing Market Index, July 2026. 2026-07-16；数据期：2026-07；访问：2026-08-08。<https://www.nahb.org/news-and-economics/press-releases/2026/07/builder-sentiment-stays-weak-as-affordability-concerns-persist>
- [31] Builder Magazine / Zonda — Builder 100 List 2026. 2026；数据期：2025 closings；访问：2026-08-08。
<https://www.builderonline.com/builder-100/builder-100-list/2026>

公司法定披露

- [10] D.R. Horton — Fiscal 2026 Third Quarter Earnings Release. 2026-07-21；数据期：截至 2026-06-30；访问：2026-08-08。
<https://investor.drhorton.com/news-and-events/press-releases/2026/07-21-2026-113055285>
- [11] Lennar — Second Quarter 2026 Results. 2026-06-11；数据期：截至 2026-05-31；访问：2026-08-08。<https://investors.lennar.com/press-releases/2026/06-11-2026-214520364>
- [12] Toll Brothers — FY2026 Second Quarter Results. 2026-05-19；数据期：截至 2026-04-30；访问：2026-08-08。
<https://investors.tollbrothers.com/news-and-events/press-releases/2026/05-19-2026-213049516>
- [15] NVR — FY2025 Form 10-K. 2026 申报；数据期：FY2025；访问：2026-08-08。
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/906163/000090616326000018/nvr-20251231.htm>
- [16] Taylor Wimpey — Half Year Results 2026. 2026-07-31；数据期：截至 2026-06-28；访问：2026-08-08。<https://www.taylorwimpey.co.uk/-/twdxmedia/Files/Head-Office/Corporate/Reports-and-Presentations/2026/TW-HY26-Statement-Final.pdf>
- [17] Persimmon — Half Year Results for six months ended 30 June 2026. 2026-08-06；数据期：H1 2026；访问：2026-08-08。
<https://www.persimmonhomes.com/corporate/media/news/2026/half-year-results-for-the-six-months-ended-30-june-2026/>

- [26] China Overseas Land & Investment Ltd. — Results Announcement for the year ended 31 December 2025. 2026-03-31; 数据期: FY2025; 访问: 2026-08-08. <https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0331/2026033100942.pdf>
- [27] China Resources Land Limited — Announcement of Results for the Financial Year Ended 31 December 2025. 2026-03-30; 数据期: FY2025; 访问: 2026-08-08. <https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0330/2026033000055.pdf>
- [28] Stockland — Interim Report 2026. 2026-02-16; 数据期: 1H26 (截至 2025-12-31) ; 访问: 2026-08-08. <https://announcements.asx.com.au/asxpdf/20260216/pdf/06wbhkg4sqx8pq.pdf>