

房地产行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望

工商企业评级部 周文哲 芦苇

摘要

房地产行业是我国经济的重要组成部分。作为资本密集型行业，房地产投资规模大且集中于**住宅**领域。从需求端看，2024 年以来楼市交易呈惯性缩量状态，同比降幅维持两位数但呈现趋势性收敛。消化存量系近三年行业工作重点，目前去化周期仍处于相对高位。房价方面，新房住宅均价缓慢微升同时呈现区域分化，高能级城市房价相对坚挺。年内行业仍呈收缩状态，新开工继续减量、施工放缓、竣工缩量。

当前**商办及仓储物业租赁行业**普遍经营承压。四大一线城市 2024 年以来商业物业空置率虽相对持稳但租金下滑；写字楼租赁市场形势严峻，空置率较高且单位租金均持续下行。2024 年上半年国内仓储物流行业景气度下行，下半年呈现阶段性回暖，结合 41 城租金下行走势，仓储物业经营压力仍存。**物业管理行业**则具有一定抗周期性，结合 2024 年以来 20 城物业服务均价表现，在地产行业整体下行背景下该领域表现出一定的经营韧性，但该子行业体量很小，影响有限。

行业政策方面，2024 年以来涉房政策频出，支持力度不断加大，并在“保交楼”、金融支持住房租赁市场发展等基础上，于 9 月确立“止跌回稳”的政策总基调，政策加强组合拳出力。但仍需关注到，当前政策多着眼于涉民生和具体项目层面，政策对于房企的救助尚未超出市场化、法制化的

框架，房企信用质量企稳回升或更依赖于自身市场化经营得以实现。

从样本企业经营与财务数据表现看，2024 年以来**房地产开发**样本企业销售额同比较大幅度下滑，高土地成本及较大规模存货减值计提使得样本企业整体亏损，其中国企账面盈利快速收缩，非央国企账面亏损持续扩大。销售端资金回笼不畅等使得短期债务偿付压力上升，且非央国企已达到较高压力值。近年来**房地产租赁**样本企业经营持续承压，2024 年前三季度收入与利润齐降，投资性房地产估值下修压力持续加大。2024 年以来**物业管理**样本企业主营收入增长趋缓，毛利率收窄，净利润下滑。

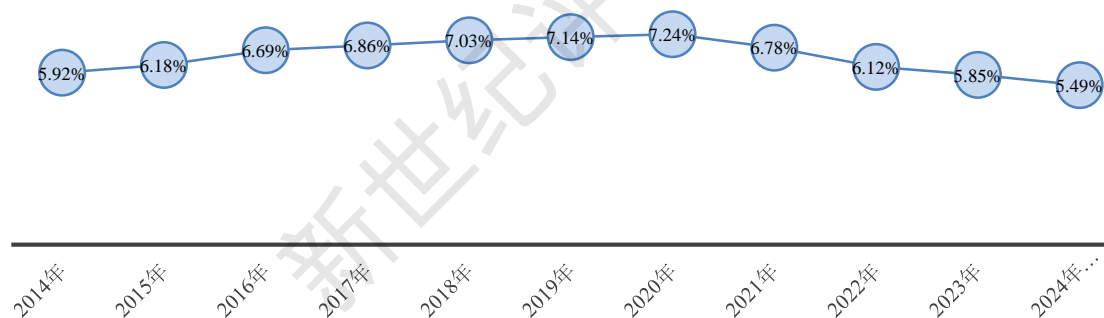
2024 年前三季度，房地产行业共有 77 家企业公开发行境内债券 213 只，金额合计约 2,000 亿元，主体信用等级集中在 AAA 级及 AA⁺级，AA 级占比较低。截至 2024 年 9 月末，行业内仍在公开市场有存续境内债券的发行主体合计 181 家，以高信用等级主体为主，在行业低迷背景下部分主体信用资质下滑。同期业内有 4 家主体发生新增债券违约或展期。

展望 2025 年，政策强支撑下国内房地产市场筑底企稳预期有望进一步增强，但外部环境变化程度及相应的国内对冲政策力度大小，也会在一定程度上影响房地产市场短期走势。将财政与金融资源更多投向吸纳就业能力强的服务业等领域，显著改善就业与居民收入预期及各类市场主体经营预期，进而提升居民收入与房价匹配度，是实现国内房地产市场中期企稳和长期高质量发展的前提。老龄化和少子化带来的人口结构变化以及人口总量的递减趋势，将对国内房地产供需关系形成长期的总量抑制，人口流动因素则将持续分化各能级城市的房地产市场表现。预计在市场实现中期企稳后，我国将加速构建房地产发展新模式。

一、运行状况

近年来我国房地产业增加值占 GDP 的比重呈较快速下降。但房地产业及相关产业经济贡献规模仍十分巨大，中短期内仍是我国经济的关键组成部分。

房地产业是以土地和房屋为对象，集开发、建设、经营、维修、服务和管理等全生命周期多种经济活动为一体的综合性产业。自改革开放以来，我国经济持续快速发展，尤其是本世纪以来城市化进程加速推进，城市基础设施及城市能级快速提升，房地产业得到快速发展。随着城市化进程加速期的结束以及房价的逐步高企，加之人口结构与需求变化等因素影响，房地产行业运行压力持续加大。房地产业增加值在 GDP 中的占比自 2021 年起逆转向下。2022 年我国房地产业增加值为 7.38 万亿元，同比下降 4.89%，为近十年首次负增长。2023 年及 2024 年前三季度我国房地产业增加值分别为 7.37 万亿元和 5.21 万亿元，同比略有下滑，占当期我国 GDP 现价的比重分别为 5.85%和 5.49%。基于与房地产开发投资直接相关的建筑材料、建筑施工、金融服务以及装饰装修、家用电器等众多行业对经济的贡献度，房地产业及相关产业仍对 GDP 有着广泛影响，至少中短期内依然是影响我国经济大局的关键变量。

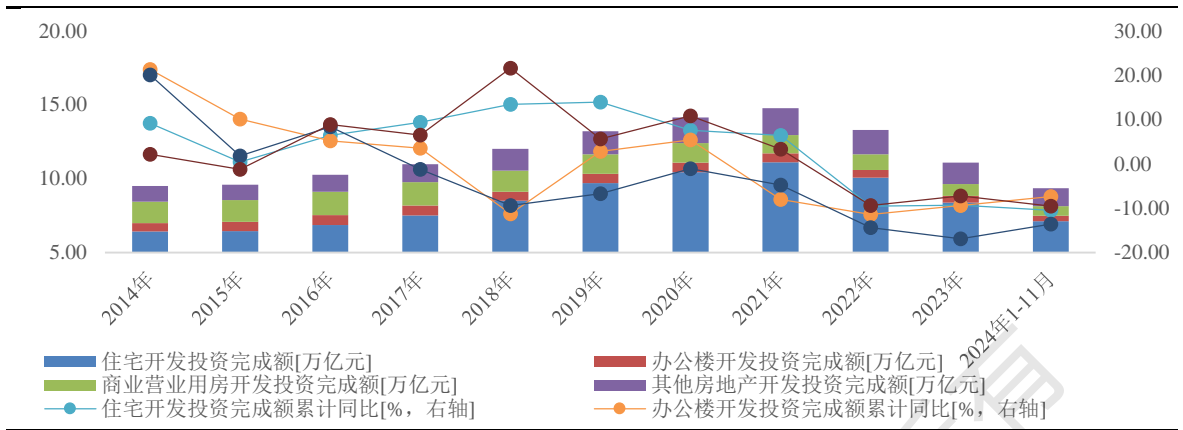


注：根据国家统计局、Wind 数据整理绘制。

图 1. 2014 年以来我国房地产占 GDP 比重

房地产业为资本密集型行业，投资规模大且集中于住宅领域。我国房地产开发投资完成额于 2021 年达到顶峰，2022 年以来转入下行，结合新开工、施工和竣工三项指标，2024 年行业整体规模仍持续收缩。

房地产业为资本密集型行业。2023 年我国房地产开发投资完成额为 11.09 万亿元，同比下降 9.6%。2024 年 1-11 月我国房地产开发投资完成额为 9.36 万亿元，同比下降 10.4%。其中，住宅开发投资完成额 7.12 万亿元，同比下降 10.5%；商业营业用房开发投资完成额 0.64 万亿元，同比下降 13.6%；办公楼开发投资完成额 0.38 万亿元，同比下降 7.4%。



注：根据国家统计局、Wind 数据整理绘制。

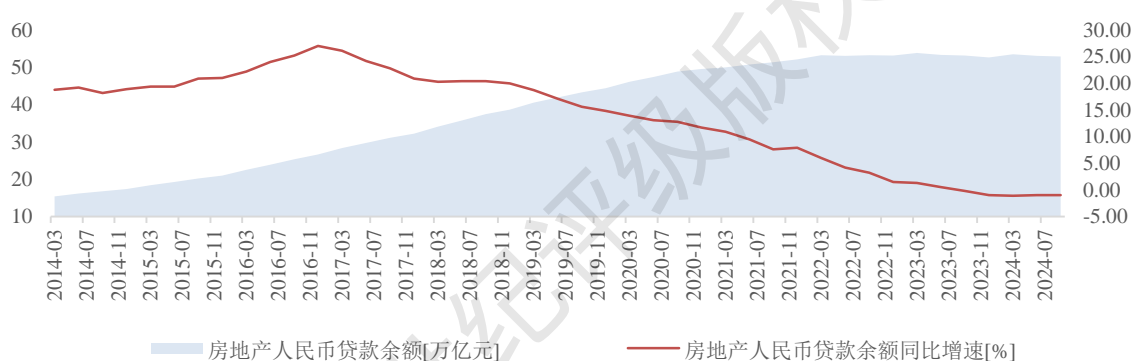
图 2. 2014 年以来我国房地产开发投资情况

2023 年及 2024 年 1-11 月我国房屋新开工面积分别为 9.54 亿平方米和 6.73 亿平方米，同比下降 20.4%¹和 23.0%，竣工面积分别为 9.98 亿平方米和 4.82 亿平方米，同比增长 17.0%和下降 26.2%，施工面积分别为 83.84 亿平方米和 72.60 亿平方米，同比下降 7.2%和 12.7%。在行业收缩和去库存的主基调下，2024 年以来新开工面积和施工面积持续下滑；竣工面积主要受两方面影响而呈现同比回落，一是上年高基数影响（保交楼项目较集中交付），二是新房销售规模收窄。

¹ 2023 年 4 月起，国家统计局修订了房地产相关数据的统计口径，涉及的统计指标包括房地产开发投资、商品房销售面积、房屋新开工面积、房屋施工面积和房屋竣工面积等，当年相关数据指标与上年的可比性减弱，或造成部分指标的同比跌幅有所放大。

随着住房需求中枢水平的深刻变化，2024 年以来全国房地产贷款需求继续下降，叠加非银类融资持续收缩，房企到位资金同比继续减少。

房地产业对资本的高需求使得资金获取能力成为评价其信用质量的关键因素。根据国家统计局数据，2023 年房地产开发企业投资到位资金 12.75 万亿元，同比下降 13.6%（上年同比下降 25.9%）。2024 年 1-11 月房地产开发企业投资到位资金 9.66 万亿元，同比下降 18.0%。其中，国内贷款 1.35 万亿元，同比下降 6.2%；自筹资金 3.47 万亿元，同比下降 11.0%；定金及预收款 2.96 万亿元，同比下降 25.2%；个人按揭贷款 1.39 万亿元，同比下降 30.4%；利用外资 30 亿元，同比下降 29.2%。根据中指数据库口径，2021-2023 年及 2024 年 1-11 月房企非银融资总量分别为 1.77 万亿元、0.85 万亿元、0.72 万亿元和 0.49 万亿元，同比分别下降 26.3%、50.7%、15.1%和 26%，持续大幅萎缩。根据央行统计，截至 2024 年 9 月末全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 52.9 万亿元，同比下降 1.0%。其中，个人住房贷款余额 37.56 万亿元，同比下降 2.3%。随着住房需求中枢水平的深刻变化，相应房地产贷款需求继续下降。



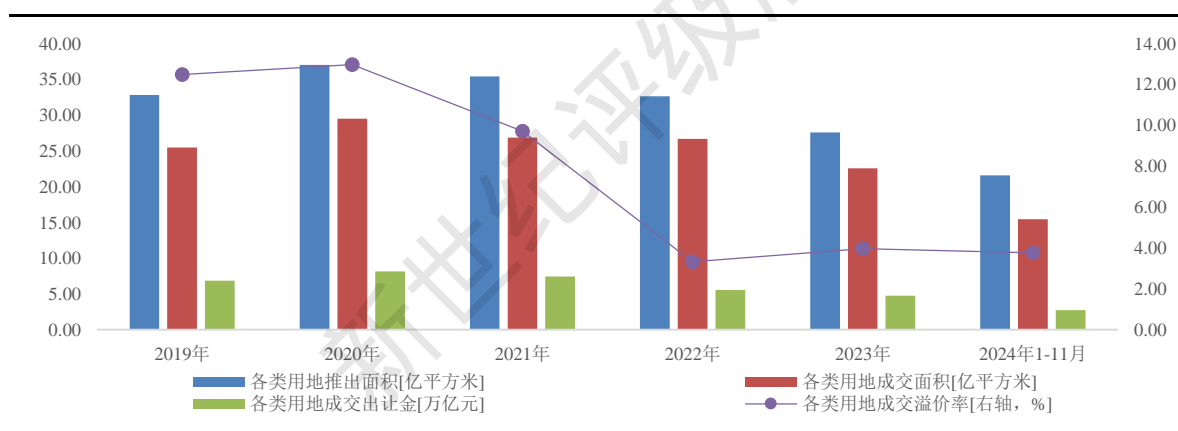
注：根据央行、Wind 数据整理绘制。

图 3. 2014 年以来我国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额及同比增速

2024 年以来全国土地成交量仍呈较明显缩量状态，按成交面积计，约为峰值期的一半；加上各类用地楼面均价同比有所下滑，土地成交额

同比降幅走阔。按照城市能级划分，2024 年以来一线城市土地成交量加快下降，二线及以下城市降幅次之但仍在 12% 以上；在量缩的情况下各线城市土地出让金均有下滑，又以二线城市的降幅最大。

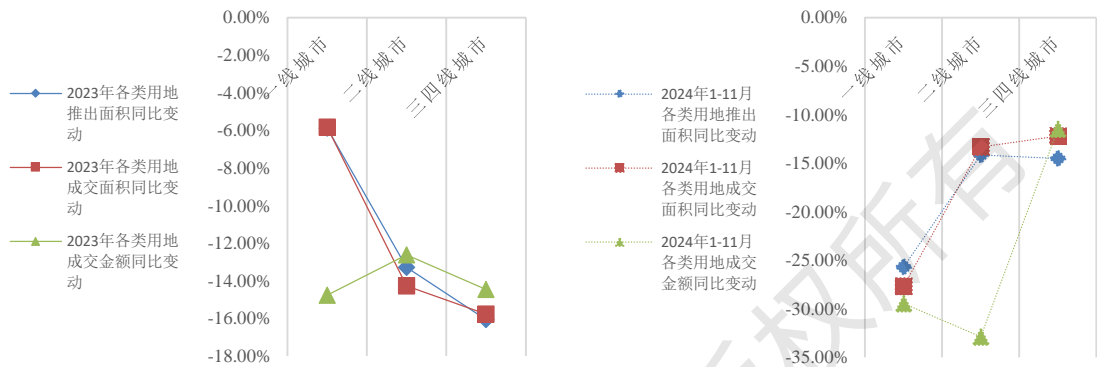
自 2021 年以来全国土地出让规模呈缩减趋势。根据 CREIS 数据显示，2023 年全国共推出各类建设用地 27.58 亿平方米，同比下降 15.49%，其中住宅类用地和商办用地分别推出 6.07 亿平方米和 2.70 亿平方米，同比分别下降 17.46% 和 13.52%；各类建设用地成交面积 22.55 亿平方米，同比下降 15.38%，其中住宅类用地和商办用地成交面积分别为 4.55 亿平方米和 2.13 亿平方米，同比分别下降 19.38% 和 11.60%；各类用地成交出让金为 4.78 万亿元，同比下降 13.84%。2024 年 1-11 月全国共推出各类建设用地 21.57 亿平方米，同比下降 14.62%，其中住宅类用地和商办用地分别推出 4.21 亿平方米和 2.40 亿平方米，同比分别下降 24.18% 和 3.23%；各类建设用地成交面积 15.46 亿平方米，同比下降 12.65%，其中住宅类用地和商办用地成交面积分别为 2.57 亿平方米和 1.50 亿平方米，同比分别下降 17.88% 和 2.78%；各类用地成交出让金为 2.77 万亿元，同比下降 22.38%。土地成交溢价率方面，2022 年以来该比率持续维持在 4% 以下水平。



注：根据 CREIS 数据整理绘制。

图 4. 2019 年以来全国土地供应及成交情况

分城市能级看，2023 年高能级城市各类用地成交量同比降幅低于低能级城市；成交额方面，一线/二线/三四线城市各类用地成交额分别为 0.64 万亿元、1.73 万亿元和 2.40 万亿元，其中一线城市和三四线城市降幅为 14% 上下，二线城市约 13%。2024 年 1-11 月一线城市成交量同比降速放大 (-27.66%)，二线及以下城市降幅逾 12%，较上年全年略有收窄；楼面均价方面，一线/二线/三四线城市住宅成交均价较上年全年分别增长 27.69%、-8.30% 和 4.68%，综合用地(含住宅)成交均价分别增长 26.88%、6.19% 和 2.97%；成交额方面，一线/二线/三四线城市各类用地成交额分别为 0.39 万亿元、0.91 万亿元和 1.47 万亿元，同比降幅分别为 29.45%、32.87% 和 11.47%，主要系住宅类用地成交量大幅收缩所致。



注：根据 CREIS 数据整理绘制。

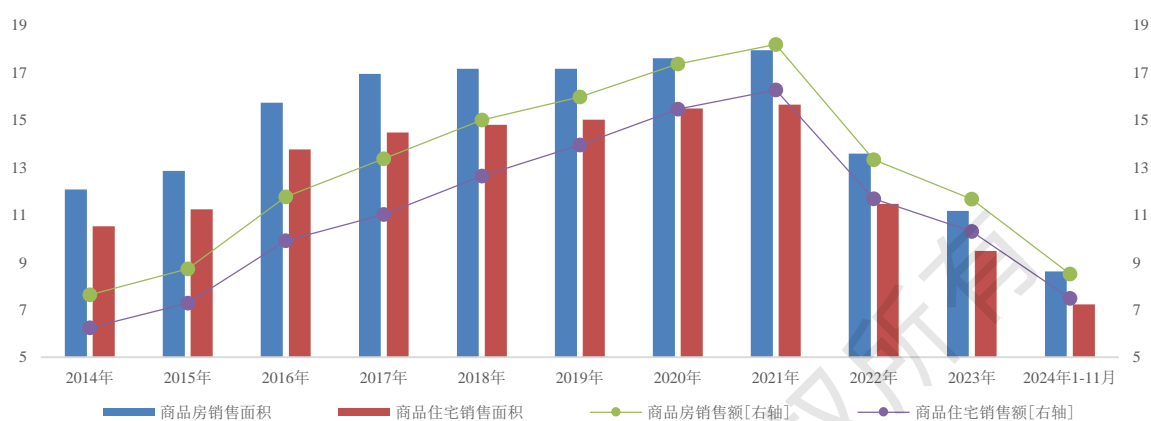
图 5. 2023 年及 2024 年 1-11 月全国各线城市土地供应及成交同比增速

(一) 房地产开发行业

2024 年以来我国商品房成交惯性缩量，但同比降幅自下半年起呈逐月收窄。在房企对于新开工量的持续高度谨慎下，商品住宅待售量走低；与此同时，5 月以来政策对于需求端的阶段性发力刺激，使得行业去化压力得到边际缓解和改善，但目前去化周期仍处在相对高位。

我国商品房销售以住宅为主，长期维持在 84-91% 的占比(以面积计)。

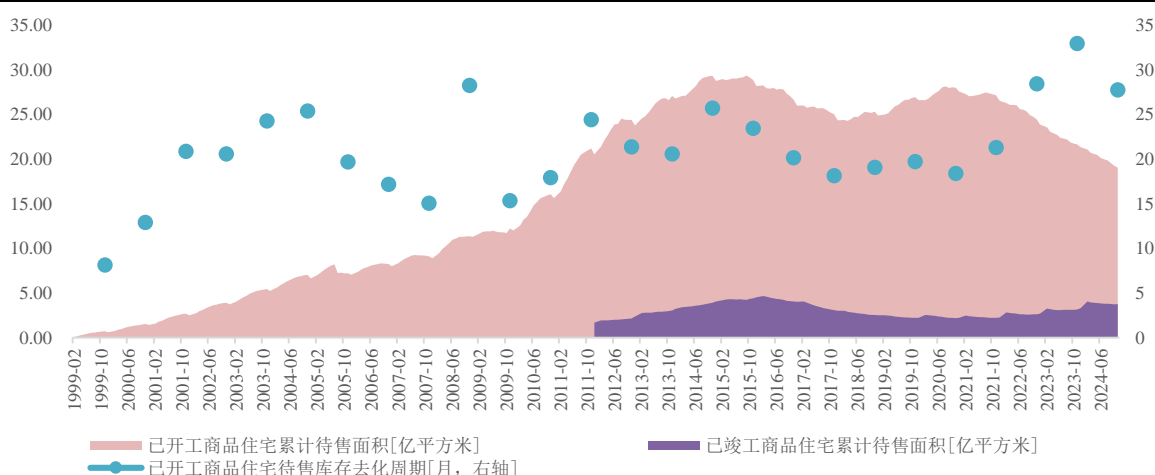
2023 年我国商品房销售面积/销售金额分别为 11.17 亿平方米/11.66 万亿元，同比下降 8.5%和 6.5%。2024 年 1-6 月我国商品房销售面积同比降幅维持在 20%上下，下半年起同比降幅按月持续收敛，销售额同比降幅自年初起趋势性收敛，至 11 月累计商品房销售面积/销售金额分别为 8.61 亿平方米和 8.51 万亿元，同比下降 14.3%和 19.2%。分地区看，2024 年 1-11 月，东部地区商品房销售面积/销售额同比下降 13.7%和 19.7%；中部地区商品房销售面积/销售额同比下降 14.5%和 19.5%；西部地区商品房销售面积/销售额同比下降 15.7%和 18.0%；东北地区商品房销售面积/销售额同比下降 11.5%和 12.6%。



注：根据国家统计局、Wind 数据整理绘制。

图 6. 2014 年以来我国商品房销售情况

库存方面，截至 2024 年 11 月末全国商品住宅待售面积预估为 19.04 亿平方米，其中已竣工商品住宅待售面积约 3.77 亿平方米；按照 2024 年 11 月的月度商品住宅销售量计算，目前我国商品住宅去化周期为 27.77 个月，较上年同期的 32.97 个月有明显下降但仍处相对高位，基于待售的商品住宅现房规模并没有出现明显的减少，去化加速或更多仰赖于房企“以销定产”，以及对于新开工量的高度谨慎和压缩。



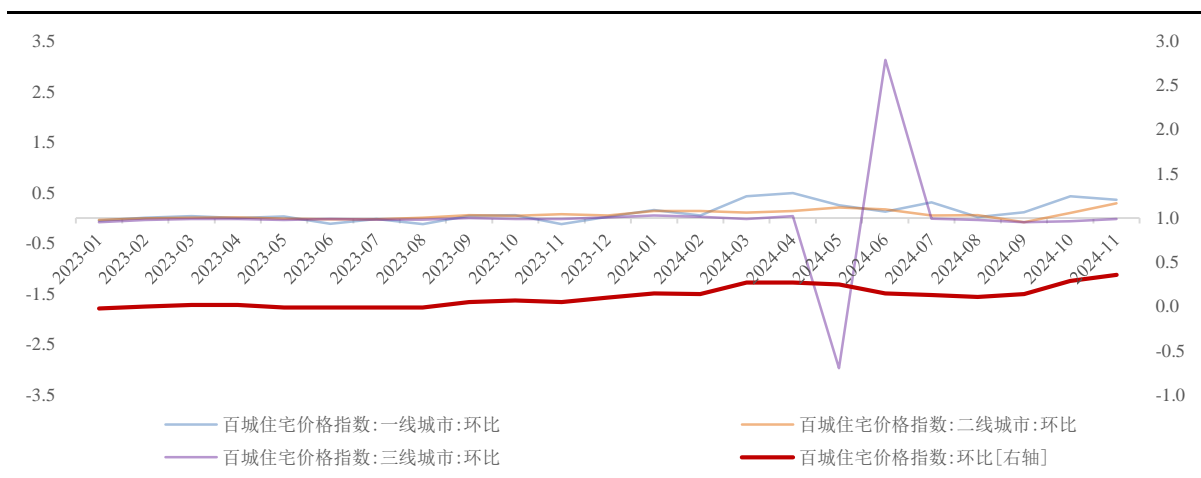
注：①根据 Wind 数据整理绘制；②为实现数据可比性，各年度已开工商品住宅待售库存去化周期=1990 年以来至当年 11 月已开工商品住宅累计待售面积/当年 11 月商品住宅销售面积；③基于数据的连续可获得性，图中已竣工商品住宅累计待售面积数据展示起始时间自 2011 年 12 月起。

图 7. 我国商品住宅待售规模及去化周期

2024 年以来一线城市新房住宅价格小幅波动缓升，10 月二手房价格环比止跌回升；二线城市新房价格走势与一线相似，但环比增幅更小，二手房价格为环比持续下降，9 月起则有所收窄；三线城市房价持续下跌但 10 月起跌幅亦有收敛迹象。

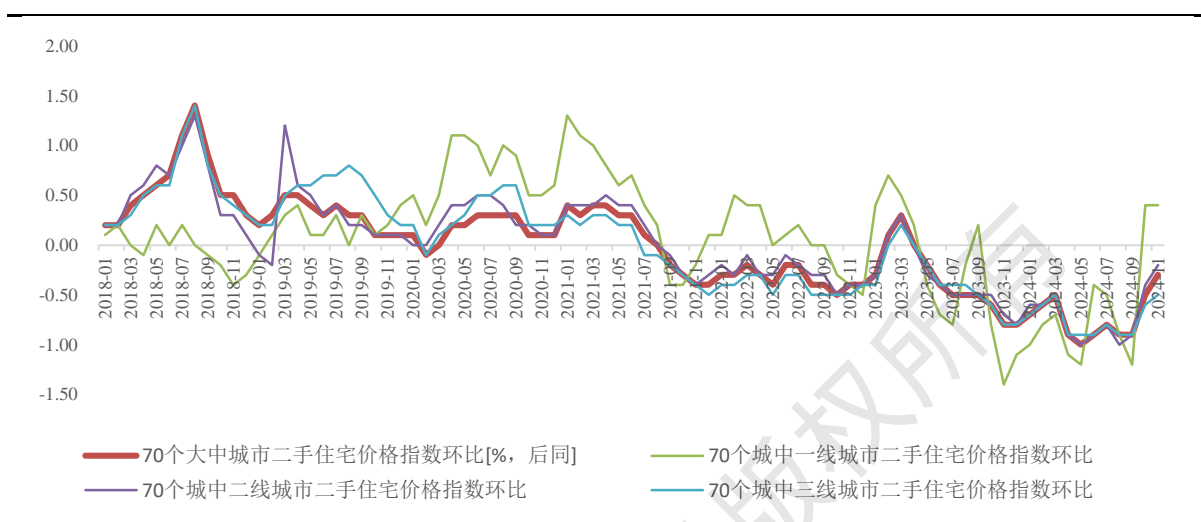
新建住宅价格方面，根据百城住宅平均价格走势显示，2024 年一手住宅均价呈缓慢上升趋势，至 11 月为 1.66 万元/平方米。环比走势方面，一线城市在 2 月环比涨幅回落后，3-4 月期间以逾 0.4%的涨幅回升，之后环比增速放缓，至 6 月为 0.13%，10 月环比涨幅上升至 0.43%，11 月则为 0.36%，近两个月呈现翘尾状态；二线城市 1-4 月环比涨幅在 0.10-0.15%之间回摆，5-6 月略有提升，之后再次放缓，至 9 月一度环比为负，11 月呈现翘尾；三线城市在 5 月环比为-2.97%，随后 6 月为 3.13%，之后进入阴跌状态，11 月环比收窄为-0.02%。二手住宅价格方面，根据国家统计局统计，2024 年 70 个大中城市二手住宅价格指数环比持续为负，但一线城市在 10-11 月期间环比回正，分别为 0.4%和 0.4%，同期二线及三线城市则环比跌幅收窄。总体上，近期一线城市新房及二手房价格有企

稳甚至缓升迹象，二线城市跟随修复，三线城市则降幅收窄。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 8. 2023 年以来百城住宅价格环比走势



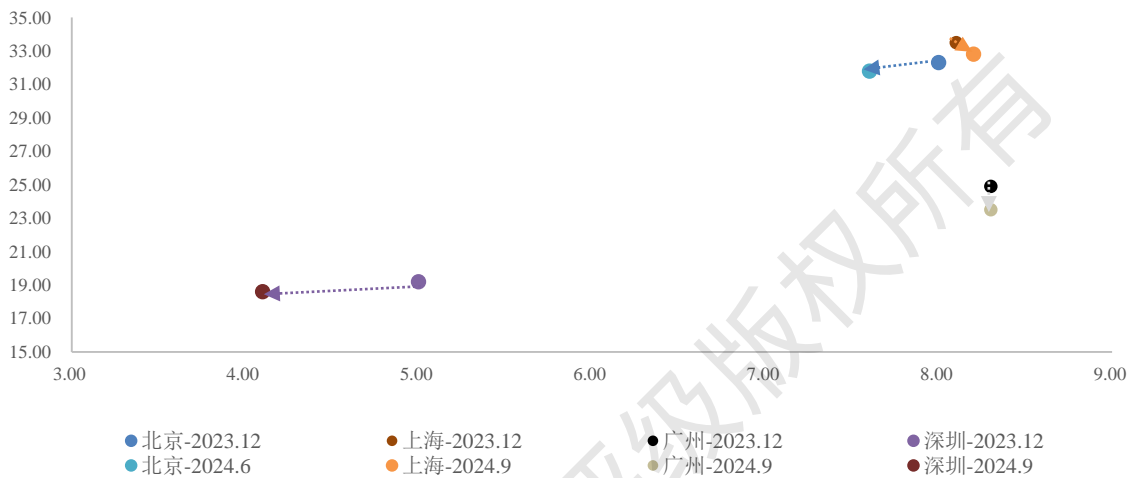
注：根据国家统计局、Wind 数据整理绘制。

图 9. 70 个大中城市二手住宅指数环比走势

(二) 房地产租赁行业

2024 年以来我国四大一线城市商业物业空置率相对持稳，但从租金上看或部分通过让利实现，经营仍面临挑战；相较于商业物业，同期写字楼租赁市场表现更为严峻，空置率较高的同时，四大一线城市单位租金均持续下行。2024 年上半年国内仓储物流行业景气度下行，下半年呈现阶段性回暖，结合 41 城租金下行走势，仓储物业经营压力仍存。

零售物业租赁表现方面，根据 Wind 数据，以一线城市为例，2024 年 1-9 月 4 个一线城市优质零售物业空置率²均值为 7.06%，较上年同期下降 0.66 个百分点，亦比上年全年均值（7.63%）略低。以最新季度为节点，一线城市中广州与上海优质物业空置率最高，逾 8%，北京次之，深圳最低为 4.1%。首层租金方面，2023 年以来大致呈小幅下降趋势，其中北京由 2022 年第四季度的 33.7 元/平方米/天降至 2024 年第二季度的 31.8 元/平方米/天，上海由 2022 年第四季度的 34.0 元/平方米/天降至 2024 年第三季度的 32.8 元/平方米/天，广州则从 25.8 元/平方米/天降至 23.5 元/平方米/天，深圳由 19.3 元/平方米/天降至 18.6 元/平方米/天。总体上，一线城市零售物业空置率处于相对稳态，甚至略有下降，但租金上则反映出零售物业租赁市场经营承压依旧。



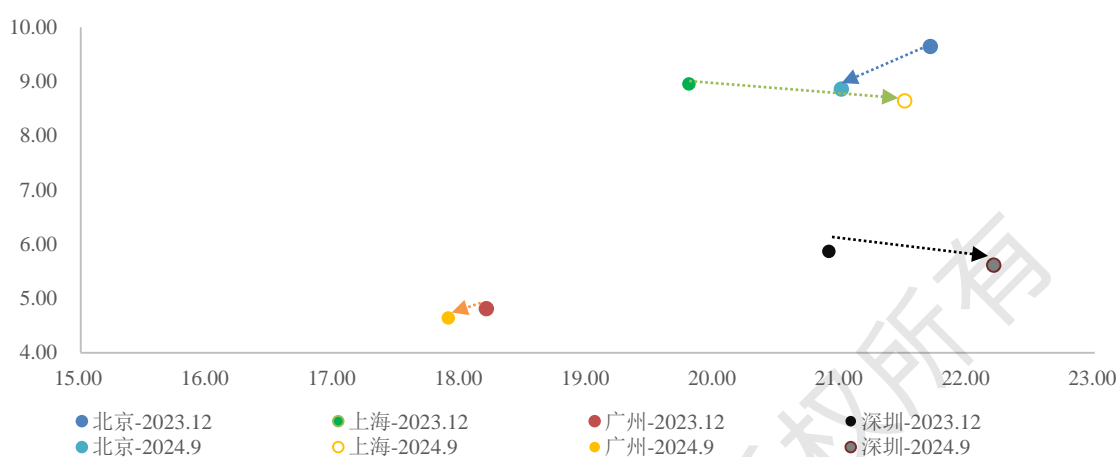
注：根据 Wind 数据整理绘制；X 轴为空置率[%]，Y 轴为首层租金[元/平方米/天]；原始数据为季度数据。

图 10. 2024 年以来我国一线城市优质零售物业出租情况

写字楼租赁表现方面，同样以四个一线城市为例，2024 年 1-9 月一线城市优质写字楼空置率均值为 20.69%，较上年同期上升 1.81 个百分点。以 12 月为时间节点，深圳空置率最高，为 22.2%；北京由 3 月份的 21.7%

² 北京市优质零售物业空置率及首层租金统计时间为 2024 年上半年。

降至 21.0%；上海由 3 月份的 19.8% 升至 21.5%，超过北京；广州年内变化最小，至 12 月略降至 17.9%。单位租金方面，2024 年前三季度四个城市均有下滑，以北京下滑幅度最大，上海次之，深圳和广州相对接近，至 12 月单位租金分别为 8.86 元/平方米/天、8.64 元/平方米/天、5.61 元/平方米/天和 4.64 元/平方米/天，京沪优质写字楼单位租金明显高于深穗两城。根据戴德梁行发布的《2025 年大中华区房地产市场展望》，预计 2025-2027 年北京广深写字楼新增供应占存量比重分别为 10%、19%、44% 和 58%。总体上，近年写字楼的空置压力持续上升，而租金持续下行，叠加后续市场的新增供应，经营压力预期将继续加大。



注：根据 Wind 数据整理绘制；X 轴为空置率[%]，Y 轴为单位租金[元/平方米/天]；原始数据为季度数据。

图 11. 2024 年以来我国一线城市优质写字楼出租情况

仓储物流租赁表现方面，近年我国仓储行业景气度有所波动，根据中国物流与采购联合会数据显示，2021-2023 年及 2024 年 1-11 月中国仓储指数³年平均值分别为 52.01%、49.41%、51.48% 和 49.80%。从月度数据看边际变化，2024 年 1-7 月仓储指数呈下降趋势，至 7 月为 46.5%，当月

³ 中国仓储指数 = 期末库存×30%+新订单×25%+从业人员×25%+平均库存周转次数×20%。中国仓储指数体系调查包含了生产资料和消费品两大类。调查的地区覆盖全国（除港澳台和新疆、西藏等）的主要省市和地区。调查的企业主要是为社会提供第三方仓储及配套服务的物流企业。主要是指综合性仓库和专业性仓库，不包括生产企业的自营仓库和用户的自用仓库。

新订单、期末库存、业务利润等主要分项指数均有明显回落；8月指数重回扩张区间，商品周转效率加快，企业预期向好，备货积极性提高，行业运行压力得到缓解，但新订单指数仍位于收缩区间，显示仓储业务需求仍相对疲软；得益于经济运行的积极变化以及电商促销活动影响，至11月仓储指数较明显回升至52.4%。在空置率和租金表现上，根据物联云仓公布的《2024年11月中国通用仓储市场动态报告》，2024年11月41城⁴通用仓库平均租金为23.82元/平方米/月，环比下降0.62%，同比下降2.00%；空置率为16.00%，同比增加0.86个百分点。分月度看，空置率在2024年3月小幅下跌，之后持续缓幅上升至8月，9-10月略有下滑，11月环比上升0.69个百分点。根据物联云仓统计，截至2024年11月我国仓库总面积为4.86亿平方米，较2023年末增加0.73亿平方米；可租面积9,867.8万平方米，较2023年末增加2,525万平方米；在建面积1,714.1万平方米，较2023年末减少7万平方米。整体看，受宏观经济震荡和新增仓储供应不断等多重影响，仓储物业经营承压。

⁴ 41城：哈尔滨、长春、沈阳、大连、北京、天津、唐山、石家庄、济南、青岛、南京、无锡、苏州、嘉兴、上海、杭州、宁波、福州、厦门、广州、东莞、佛山、深圳、海口、太原、郑州、合肥、武汉、南昌、长沙、乌鲁木齐、银川、呼和浩特、西宁、兰州、西安、成都、重庆、贵阳、昆明、南宁。

(三) 物业管理行业⁵

近年来我国房地产业投资回落，房屋新开工量持续下降，但基于当前存量市场渗透率及后勤保障社会化、社区化的持续推进，物业管理行业仍具渗透和发展空间。物管行业参与者众多，竞争激烈，早期通过内生增长、向外拓展及收并购等运作，行业集中度得以提升，当前头部企业具备较突出的规模优势和资源统筹能力。

在我国城镇化的驱动下，多年来住宅、商办等物业实现了快速建设和交付，推动我国物业管理行业保持较快发展态势；近三年房地产业投资回落、房屋新开工面积同比减少，但基于当前存量市场渗透率及后勤保障社会化、社区化的持续推进，行业仍具渗透和发展空间。根据中指研究院统计，2023 年行业总管理规模为 298.1 亿平方米，其中披露在管面积的 55 家上市物管企业的总在管面积约 78 亿平方米，占比约 26%；预计 2025 年该行业总管理规模为 315 亿平方米。

在物业服务费的收费方式上，主要有两种：一是包干制，指由业主向物业管理企业支付固定物业服务费用，盈余或者亏损均由物管企业享有或者承担的物业服务计费方式；一是酬金制，指在预收的物业服务资金中按约定比例或者约定数额提取酬金支付给物管企业，其余资金全部用于物业服务合同约定的支出，结余或者不足部分均由业主享有或者承担的物业服务计费方式。酬金制又分为三种，其中收入酬金制常见于业主产权较为分散的住宅物业、出售型商办物业等；支出酬金制常见于单一业主，如购物中心、自持型写字楼、工厂等；固定酬金制系按一定周期向物管企

⁵ 物业管理是指业主通过选聘物业服务企业，由业主和物业服务企业按照物业服务合同约定，对建筑及其设备、市政公用设施、绿化、卫生、交通、治安和环境容貌等管理项目进行维护、修缮和整治，并向物业所有人和使用人提供综合性的有偿服务。按照物业类型划分，物业管理对象主要分为两类，一类是居住物业，指具备居住功能、供人们生活居住的建筑；一类是商业物业，指通过经营获取持续回报或增值的物业，包括商服物业和办公物业。

业支付固定酬金，常见于中小型项目。包干制的优点在于简单易行，但容易造成物管公司追求成本压缩而降低服务水平，影响服务质量；酬金制的优点在于物管公司压缩成本的动机不强，因此服务质量相对有保证，但要求业主对物业服务内容、价格和评价具备一定的专业基础。物业费的收取标准方面，根据我国相关法律规定，物业费的收取应区分不同的物业性质、特点施行政府指导价或市场调节价，具体的收费标准由各地区人民政府价格主管部门及房地产行政主管部门确定。政府指导价是基于物业服务等级来设置，有些地区未设置政府指导价，则由业主与物管公司协商约定收费标准。根据中指研究院统计，2024 年 12 月 20 城物业服务均价为 2.72 元/平方米/月，略有增长，一线城市中深圳最高，北京、上海紧随其后，前三名物业服务均价在 3.5 元/平方米/月以上；按照物业星级来看，20 城中三星级、四星级、五星级物业服务收费分别为 2.03 元/平方米/月、2.87 元/平方米/月和 3.99 元/平方米/月，三星级物业服务收费均价同比略有上涨，四星级和五星级则同比微跌。

表 1. 20 城物业服务均价（单位：元/平方米/月）

项目		深圳	北京	上海	杭州	广州	天津	宁波	武汉	青岛	成都
均价	2023.12	3.92	3.45	3.07	2.84	2.74	2.74	2.62	2.56	2.34	2.34
	2024.12	3.97	3.93	3.51	2.98	2.86	2.78	2.67	2.65	2.34	2.41
项目		苏州	重庆	无锡	长沙	南京	济南	昆明	南昌	合肥	常州
均价	2023.12	2.32	2.27	2.24	2.13	1.93	1.80	1.73	1.69	1.66	1.26
	2024.12	2.35	2.34	2.32	2.19	1.93	1.83	1.82	1.73	1.79	1.26

注：根据中指研究院数据整理。

竞争格局方面，物业管理市场分散度高，行业参与者数量众多，竞争激烈。前期通过内生增长、向外拓展及收并购等运作，行业集中度得到一定提升，行业内如碧桂园服务控股有限公司（简称“碧桂园服务”）、万物云空间科技服务股份有限公司、雅生活智慧城市服务股份有限公司（简称

“雅生活”)、保利物业服务股份有限公司等企业的在管面积居于业内领先地位，头部效应较为显著。分业态看，住宅物业竞争格局相对集中，非住宅物业格局则较为分散，尚有较大整合空间。

二、政策环境

房地产行业在供需两端受到政策环境高度影响。地方政府土地出让政策直接影响土地供给，房地产企业开发过程中受到地块规划、资金来源、融资条件等限制；同时个人住房贷款政策和税费政策深刻影响市场总需求。

宏观政策于 2016 年 12 月首次提出“房住不炒”，至 2020 年三季度推出“三道红线”后，房地产市场得以受到政策全方位调控，开始进入下行周期。2021 年底，中央经济工作会议对宏观经济情况的判断转变为“需求收缩、供给冲击、预期转弱”，地产政策达到限制性极值后开始进入放松周期。但在 2022 年坚持“房住不炒”主基调的背景下，房地产市场各项指标持续走弱，部分区域出现较大面积烂尾和断供事件，促使政策进一步从限制性转向支持性。2022 年三季度银保监会开始支持“保交楼”政策，11 月推出了房地产企业融资支持的“三支箭”政策。2023 年“831 新政”降低首套房和二套房首付比例，8 月底 9 月初四大一线城市执行“认房不认贷”，加上持续的降息，房地产政策在供需两端进入支持性状态。

2024 年一季度政策以不进行较大刺激、稳住市场为大方向，支持性政策主要围绕“保交楼”、金融支持住房租赁市场发展等，同时也对存量房去化提出关切，政策可行性空间虽已打开但落地进程相对缓慢。

2023 年末中央经济工作会议定下了“稳中求进、以进促稳、先立后破”的总基调，并强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资

需求,促进房地产市场平稳健康发展”。2024 年初政策以不进行较大刺激、稳住市场为大方向。1 月,住房和城乡建设部建立城市房地产融资协调机制,从市级层面打通行政与金融,为“保交楼”任务提供了融资保障。4 月,政治局会议提出“消化存量住房、优化增量住房”,政策重点转向“去库存”。

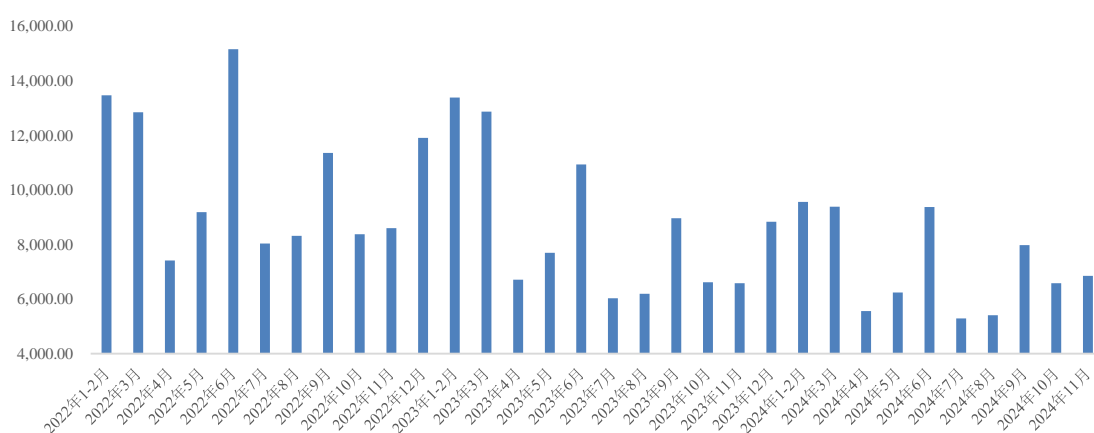
此外,政策在推进构建房地产“租售并举”新发展模式中亦有相关动作。2024 年 1 月,央行、国家金融监管总局发布的《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》,共推出重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展、建立健全住房租赁金融支持体系、加大住房租赁开发建设信贷支持力度等 17 条举措,自 2024 年 2 月 5 日起施行。3 月,《政府工作报告》中提到“适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化,加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给,完善商品房相关基础性制度,满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求”,延续了较为积极的政策基调。

2024 年 1-4 月政策可行性空间虽已打开,包括地方政府、银行、国企等各方主体解决问题的积极性还较为不足,政策落地相对缓慢。

“517”新政为需求端注入强力刺激,市场反馈积极,但融资环节政策托举市场的持续性偏弱。

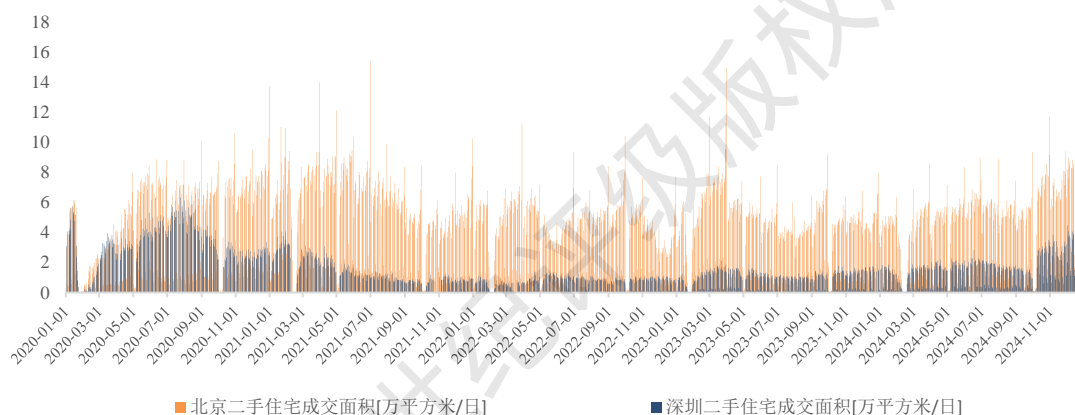
2024 年 5 月 17 日,央行、金融监管总局发布《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》,下调首套和二套房首付比例分别为不低于 15%和 25%;与此同时,央行宣布取消全国层面首套和二套房贷利率下限,自 5 月 18 日起下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点,以及将设立 3000 亿元保障性住房再贷款以支持地方国有企业收购已建成未出

售商品房。紧跟“517新政”步伐，5月27日至6月26日期间，上海、广州、深圳和北京相继出台楼市新政，包括放松限购、下调首付比例、下调房贷利率、提高公积金贷款额度、鼓励“以旧换新”等。“517新政”标志着政策正式开始加大对需求端刺激，市场对新政的评价非常正面，提振效果明显，但依然认识到楼市止跌企稳仍存在较大阻力，人口和就业等影响房地产市场的内在因素正逐步成为影响楼市走势的关键力量。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 12. 2022 年以来我国商品住宅月度销售量（单位：万平方米）



注：根据北京住建委、深圳住建局、Wind 数据整理绘制。

图 13. 2020 年以来北京、深圳二手住宅成交量

9 月以来在“止跌回稳”的政策总基调下，政策加强组合拳出力。针

对需求端，一方面落实“四取消”和“四降低”的存量政策，一方面增加货币化安置这一增量措施，以刺激购房需求；与此同时，持续鼓励地方国企下场收购存量商品房、鼓励地方政府收回闲置土地，以托底楼市。融资端方面，则通过进一步降低五年期以上 LPR、延长两项地产金融政策文件期限、扩大白名单信贷规模等方式积极配合。

9月26日，中央政治局会议定调要“促进房地产市场止跌回稳”，要“严控增量、优化存量、提高质量”，要“回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率”，要“抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式”。“926新政”标志着政策基调进入全面积极支持阶段。

10月12日，财政部在相关会议上介绍了加大逆周期调节政策相关情况，其中就包括了推动房地产市场止跌回稳这一内容。10月17日，各部委在国务院新闻发布会上介绍了“四取消、四降低、两增加”的“组合拳”。四个取消，就是充分赋予城市政府调控自主权，包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。四个降低，就是降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例（一套、二套房贷最低首付比例降至15%）、降低存量贷款利率以及降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。通过落实上述已出台的政策，降低居民购房成本，减轻还贷压力，支持居民刚性和改善性住房需求。两个增加，一是通过货币化安置等方式新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。二是年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。通过两个增量政策，一定程度上可增加市场购房需求，消化存量，同时完成“保交楼”任务，修复开发商与市场信心。

11月13日，自然资源部在《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》中提出了“运用专项债券资金收回收购存量闲置

土地”的主要工作原则，这有助于推动地方收储工作的实质性落地。地方政府回收存量土地可减少市场存量土地规模、改善土地供求关系、增强企业资金流动性、促进房地产市场止跌回稳。

12 月 9 日，中央政治局会议提出要“稳住楼市”；12 月 24 日至 25 日，全国住房城乡建设工作会议明确了要“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，这为 2025 年定下了政策总基调。

值得注意的是，政策部门虽然对房地产市场止跌回稳采取了积极的支持态度，但多着眼于涉民生和具体项目层面，针对房地产企业的政策并未超出市场化、法制化框架。这或意味着，2025 年政策姿态虽可能十分积极，但房企信用质量的企稳回升仍不应过多指望政策救助，必须在企稳环境下依靠自身市场化经营得以实现。

新世纪评级版权所有

三、样本分析

(一) 样本筛选

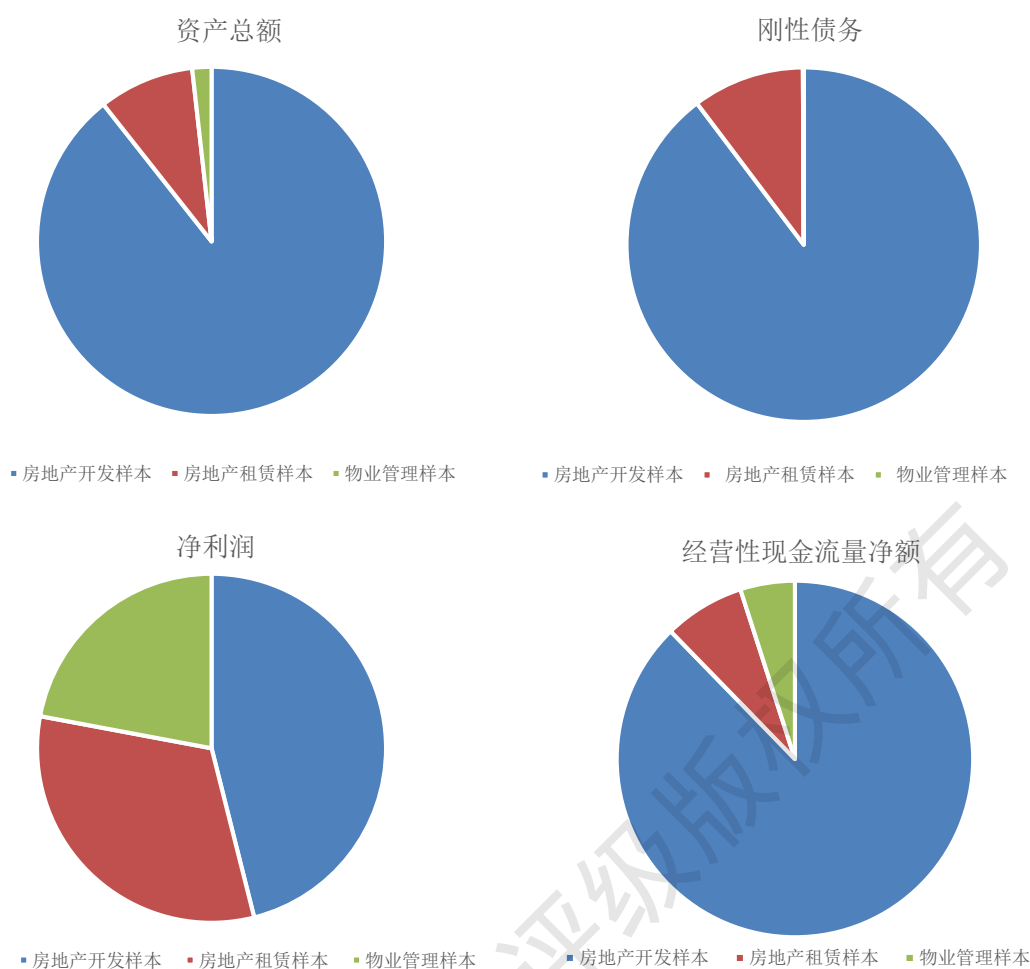
本文选取以房地产开发、房地产租赁为主业的 A 股上市公司及发债企业⁶作为分析样本，剔除了未披露 2023 年年报或 2024 年季报⁷的企业；此外，因合并口径因素，本文优先选取集团内主要的房地产开发或租赁子公司，而将其母公司（集团）从样本中剔除，仅当集团与下属主要房地产开发或租赁子公司规模具有显著差别时除外。对于物业管理分析样本，本文则剔除了未公布截至 2024 年 6 月末在管建筑面积的企业，同时针对部分物管企业为房地产开发企业的下属企业这一情况，在两个子行业样本池中均作保留处理。按照上述筛选标准，本文选取的房地产开发样本企业共 106 家，其中上市公司 65 家，占比 61.32%；目前有存续债券的企业 75 家，占比 70.75%；按企业产权性质划分，中央国有企业 18 家，占比 16.98%，地方国有企业 51 家，占比 48.11%。本年度选取的房地产开发企业样本数量较上年度增加 5 家，主要系 2023 年第四季度以来债券市场新增发行人。房地产租赁样本方面，本文选取的样本企业共 26 家，其中上市公司 15 家，占比 57.69%；目前有存续债券的企业 18 家，占比 69.23%。对投资性房地产采用成本模式进行后续计量的企业共 17 家，占比 65.38%。物业管理样本方面，本文选取的样本企业共 57 家，其中港股上市公司 56 家，A 股上市公司 1 家。按企业产权性质划分，中央及地方国有企业 14 家，占比 24.56%。

本文选取的房地产开发样本与地产租赁样本、物业管理样本在样本

⁶ 部分 A 股上市公司亦是发债企业，对此情况本文已剔除重叠项。

⁷ 截至 2024 年 12 月 13 日，普洛斯中国控股有限公司暂未公布 2024 年季报，考虑到该样本在房地产租赁行业中比重较高，本文未从样本中剔除，使用其 2024 半年报数据替代，其财务数据均以人民币计价。

数量、资产规模和刚性债务规模等数据上相差悬殊，体现出行业中以房地产开发企业为主导的特点。虽然众多房地产开发企业同时经营一定规模的自持租赁业务和物业管理业务，但依然以项目开发为最主要业务。基于三个子行业的经营模式和财务特点不一，本文将逐一对三个样本池进行分析。



注：数据时间节点为 2023 年（末），根据样本企业数据整理绘制。

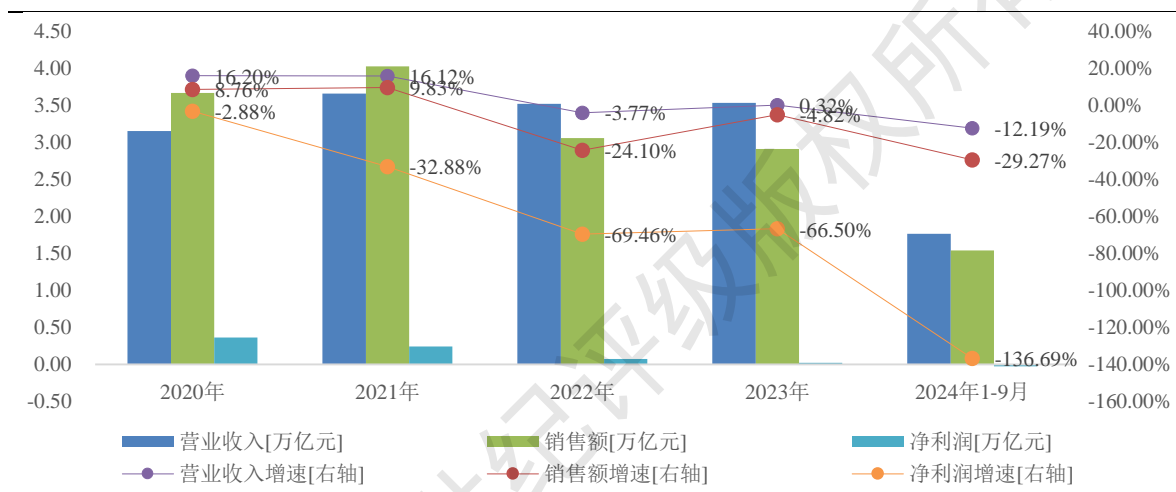
图 14. 房地产行业样本资产总额、刚性债务、净利润与经营性净现金流的分层情况

(二) 业务分析

1. 房地产开发样本

2024 年以来房地产开发样本销售额同比呈较大幅度下滑，高土地成本及较大金额的存货减值计提使得样本企业整体亏损，其中央国企账面盈利快速收缩，非央国企账面亏损持续扩大。前三季度，央国企存货去化速度明显放缓，与非央国企之间的差异显著收敛，反映出行业整体销售压力显著增大。

2021-2023 年及 2024 年前三季度，房地产开发样本销售额⁸分别为 4.03 万亿元、3.06 万亿元、2.91 万亿元和 1.54 万亿元（均为合计值，下同），呈下滑趋势，2023 年同比下滑 4.82%且延续上年状态低于当年账面结转收入规模，2024 年前三季度同比继续下降且降幅扩大至 29.27%。按照企业性质划分，央国企销售额占样本的比重逐年抬升，从 2021 年的 54.88%升至 2024 年前三季度的 71.33%。



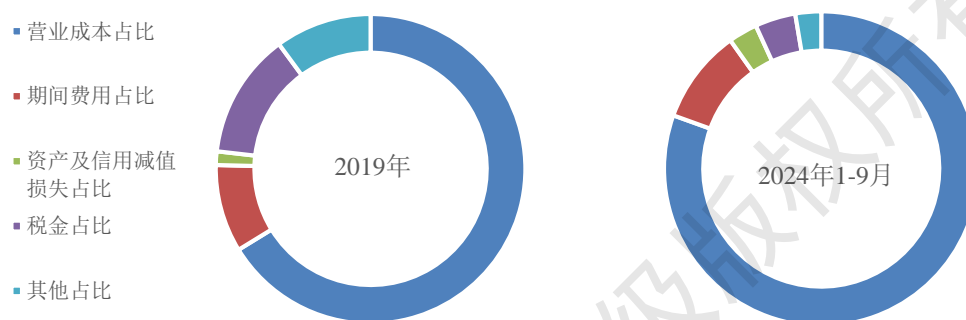
注：根据样本企业数据整理绘制。

图 15. 房地产开发样本企业营业收入、销售额与净利润变化情况

根据图 16 所示，房地产开发样本营业成本占营业收入的比重自 2019

⁸ 为合并报表口径，当期销售额=当期末预收款项+当期末合同负债+当期营业收入-上期末预收款项-上期末合同负债。

年以来呈逐年上升趋势，至 2024 年前三季度超过 85%。营业成本的高企与近年住宅类土地成交价格攀高、房地联动价格政策等相关。与此同时，资产及信用减值损失对营业收入的占比亦呈增长趋势，主要是在行业下行背景下大规模计提存货减值的影响。期间费用方面，2023 年样本期间费用为 0.28 万亿元，同比减少 175.97 亿元；2024 年前三季度为 0.18 万亿元，同比减少 77.05 亿元，费用压降效果相对有限。高土地成本及存货减值计提是盈利空间快速缩减的主因，2021-2023 年及 2024 年前三季度房地产开发样本净利润分别为 2,459.41 亿元、751.17 万亿元、251.63 万亿元和 -257.07 亿元。按企业性质划分，同期央国企样本净利润分别为 1,547.73 亿元、812.89 亿元、647.74 亿元和 264.74 亿元；自 2022 年以来非央国企样本账面亏损持续扩大，2022-2023 年和 2024 年前三季度净损失分别为 61.72 亿元、396.12 亿元和 521.81 亿元。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 16. 房地产开发样本企业各项成本支出及损失占营业收入的比重

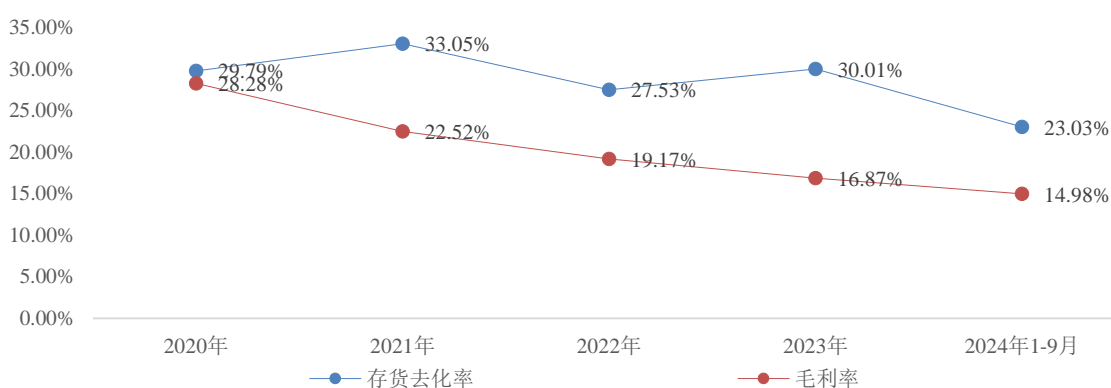
房地产开发企业最主要的资产是存货，存货的去化效率直接影响企业资金周转能力和偿债能力。通常情况下衡量企业存货去化速度采用的指标为存货周转率，该指标越高，则去化速度越快。然而由于房产开发企业大部分实行预售制，收入结转滞后，存货周转率并不能实时反映项目的

去化情况，因此本文以存货去化率⁹来匡算项目周转效率更具参考价值。

房地产开发企业的预收款项与（或）合同负债主要为预收购房款，即已经实现的销售，正常情况下将随着项目的交付陆续结转为收入，可较好地反映企业未来业绩的锁定情况。2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，样本企业预收款项与合同负债合计分别为 4.36 万亿元、3.89 万亿元、3.26 万亿元和 3.04 万亿元，同比分别增长 9.21%、-10.71%、-16.08%和-6.88%¹⁰，2023 年项目结转略有增加（营业收入小幅上升），加上样本企业销售业绩的更大幅度下滑，当年末预收类款项同比减少；2024 年前三季度项目交付同比放缓，但销售量同比下降幅度较大，交付量大于销售量致当期末预收类款项仍保持收缩趋势。2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，样本企业存货总额分别为 9.45 万亿元、8.99 万亿元、8.07 万亿元和 7.60 万亿元。结合预收类款项及存货来考察房地产开发样本企业的去化情况，2021-2023 年及 2024 年前三季度，样本企业存货去化率分别为 33.05%、27.53%、30.01%和 23.03%，呈波动下降趋势。按照企业性质划分，同期央国企存货去化率为 31.78%、28.13%、31.50%和 23.65%，非央国企存货去化率则为 34.71%、26.54%、27.03%和 21.42%，后者的去化效率自 2022 年起明显下降且低于前者，销售持续不畅，但值得注意的是，2024 年以来央国企去化速度亦显著放缓，虽然第四季度楼市边际改善，但以全年来看行业去化承压总体加大。

⁹ 存货去化率=当期销售额*（1-当期销售毛利率）/当期末存货*100%，三季度末存货去化率的分子采用当年前三季度销售额/0.75 进行年化计算。

¹⁰ 2024 年 9 月末预收款项与合同负债增速=（当期末数值/上年末数值-1）*100%。



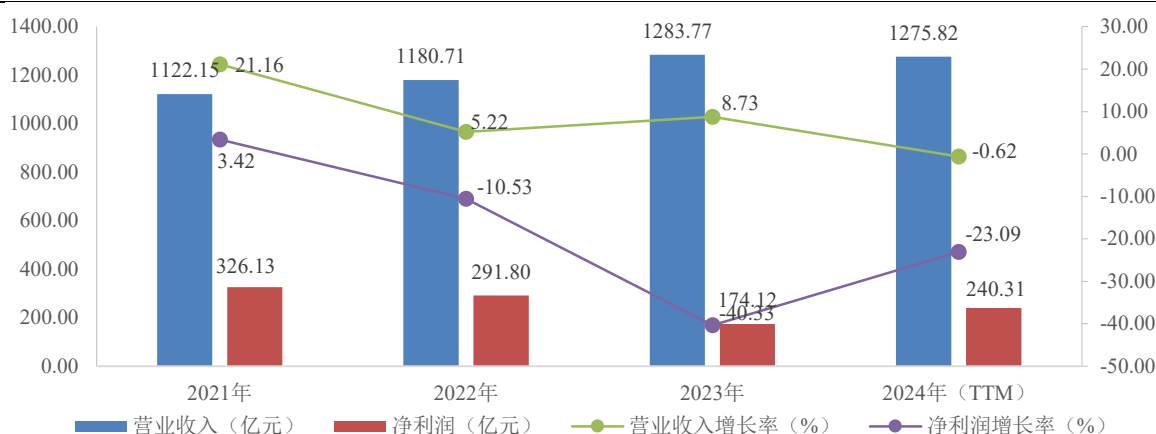
注：根据样本企业数据整理绘制。

图 17. 房地产开发样本企业销售毛利率与存货去化率情况

2. 房地产租赁样本

随着实体经济发展的放缓以及商办物业的不断新增投放，近年房地产租赁企业经营承压，行业增收不增利。2024 年前三季度房地产租赁样本企业收入与利润齐降，除收入下降外，公允价值变动收益波动系影响样本净利润收窄的主要原因之一。当前物业资产正处于重新估值（下修）区间，预计短期内房地产租赁企业利润表持续承压。

随着实体经济发展的放缓以及商办物业的持续新增投放，近年房地产租赁企业经营承压，行业呈现增收不增利状态。2021-2023 年房地产租赁样本营业收入分别为 1,122.15 亿元、1,180.71 亿元和 1,283.77 亿元，净利润分别为 326.13 亿元、291.80 亿元和 174.12 亿元。2024 年 1-9 月样本企业营业收入为 862.60 亿元，同比下降 0.41%；净利润则较上年同期下降 42.73% 至 108.53 亿元，主要受普洛斯中国控股有限公司（简称“普洛斯中国”）和大连万达商业管理集团股份有限公司（简称“万达商管”）净利润同比大幅减少影响（分别同比减少 29.04 亿元和 12.78 亿元）。近年来公允价值变动收益波动系影响样本净利润收窄的主要原因之一。

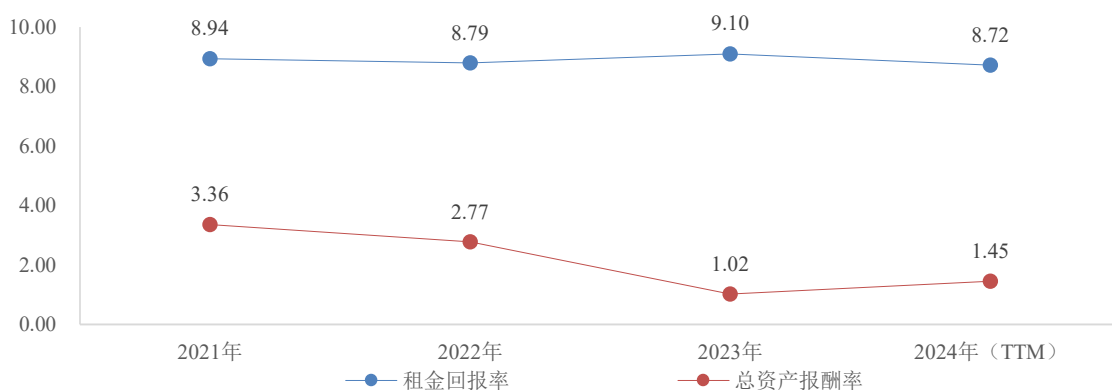


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 18. 房地产租赁样本企业营业收入和净利润变化情况

2021-2023 年房地产租赁样本租金收入分别为 794.00 亿元、781.69 亿元和 818.51 亿元，其中 2022 年受客观事件因素影响，许多租赁物业执行免租政策（1-3 个月不等），加上下游租户的经营受损，物业出租率承压，致使租金收入同比下滑，2023 年租金收入同比回升则主要系上年低基数所致。根据报表数据匡算，2024 年样本企业租金收入（TTM）总值为 789.53 亿元，较上年有所下滑。近年因经营承压，样本企业加大了非租赁业务的拓展力度，使租金占营业收入的比重呈下降趋势，2021-2023 年及 2024 年（TTM）分别为 70.76%、66.21%、63.76%和 61.88%。从租金回报率¹¹看，2021-2023 年及 2024 年（TTM）样本企业租金回报率分别为 8.94%、8.79%、9.10%和 8.72%。其中，2024 年采用公允价值法对投资性房地产进行后续计量的样本企业租金回报率（TTM）为 8.10%，采用成本法的样本企业租金回报率（TTM）为 10.98%。

¹¹ 租金回报率=当年租金收入*2/（年初投资性房地产+年末投资性房地产）。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 19. 房地产租赁样本企业租金回报率与总资产报酬率情况（单位：%）

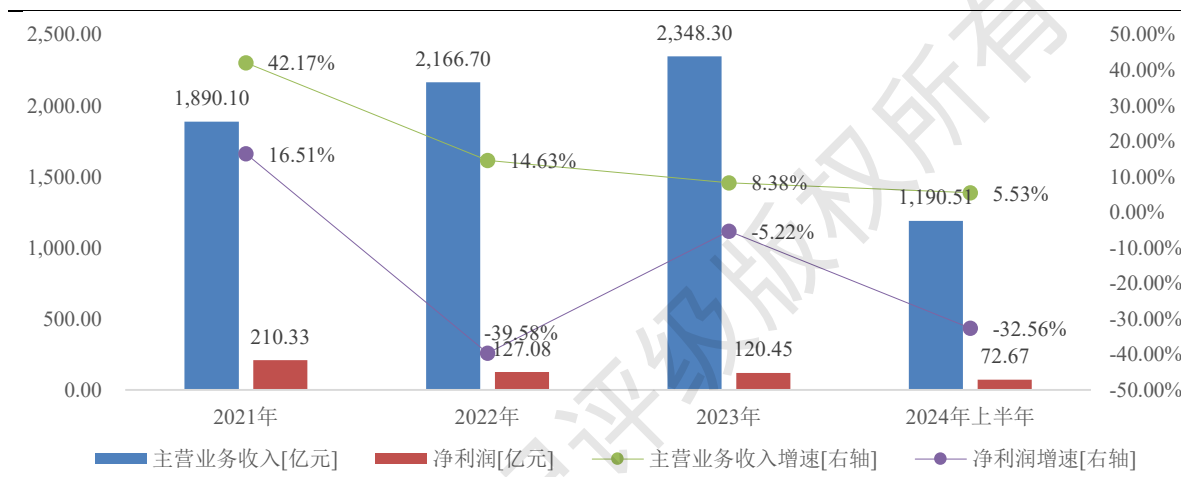
房地产租赁样本中共 9 家对投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。公允价值变动损益是企业扩充资产规模与资本实力并改善财务杠杆、增加利润的重要手段之一，但近年因经营承压，租金水平下降，公允价值变动损益为负的现象较为常见，2021-2023 年及 2024 年前三季度分别有 3 家、5 家、6 家和 5 家样本公允价值变动损益为负值。2021-2023 年及 2024 年 1-9 月，9 家样本公允价值变动损益合计值分别为 118.17 亿元、106.10 亿元、23.90 亿元和 -34.02 亿元；2024 年前三季度，万达商管仅确认公允价值变动收益 1.72 亿元（上年同期为 34.13 亿元），普洛斯中国则为负值（上年同期为正）。通常企业会在年底对自持物业进行价值评估，三季报数据参考性较弱，但数据在趋势上仍一定程度地反映出当前物业资产正处于重新估值（下修）区间，预计短期内房地产租赁企业利润表仍承压。主要受公允价值变动损益减少影响，2021-2023 年样本企业总资产报酬率分别为 3.27%、2.77% 和 2.13%，2024 年（TTM）为 1.45%，呈下滑态势。

3. 物业管理样本

2023 年以来伴随在管物业规模扩张的放缓，物业管理样本企业主营

收入增长趋缓；在人工成本上升及商誉计提减值等因素影响下，物业管理样本企业面临毛利率收窄及净利润下滑的局面。当前行业以基础物业服务收入为主要收入来源，增值服务业务和城市服务业务或是企业发展的潜力点。

2021-2023 年及 2024 年上半年，物业管理样本在管建筑面积分别为 57.28 亿平方米、66.83 亿平方米、74.38 亿平方米和 77.44 亿平方米，呈增长态势但增速明显放缓。同期样本主营收入分别为 1,890.10 亿元、2,166.70 亿元、2,348.30 亿元和 1,190.51 亿元¹²，以基础物业服务收入为主、增值业务收入为辅；毛利分别为 509.71 亿元、492.54 亿元、498.71 亿元和 259.52 亿元，毛利率分别为 26.97%、22.73%、21.24%和 21.80%。2023 年在毛利空间压缩的影响下，当年样本净利润小幅下滑，由上年 127.08 亿元降至 120.45 亿元。2024 年上半年样本企业净利润为 72.67 亿元，同比下降 32.56%主要系成本上升及商誉计提减值所致。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 20. 物业管理样本企业主营收入和净利润变化情况

目前物管企业主要有两种盈利模式，一是基础物业服务，通过提供传统的物业管理服务（保安、保洁、保绿、保养等）向业主收取物业管理费，

¹² 港股上市公司财务数据以人民币计价。

以基础物业服务为主的企业主要通过项目的获取来扩张管理面积以实现收入的可持续性增长。二是通过提供增值服务收取费用。其中，业主增值服务涵盖空间运营、房屋经济、电商服务、社区金融、家政服务、养老服务等，基础是社区 O2O 平台，主要通过扩大平台用户基数，嫁接新增增值服务项目来实现收入增长；非业主增值服务针对的是地产开发商，物管企业利用自身在物业管理方面的技术优势和运营经验，提供案场服务、工程服务以及顾问咨询服务等以收取费用。此外，物管公司辅助政府对城市或乡镇的公共空间和公共资源进行统筹管理和服务，例如提供市政环卫、道路桥梁隧道养护、河道治理、地下管廊维护、政务辅助等服务，亦是其拓展业务和收入的一个方向。城市服务业务的进入门槛较其他类型的物业更高，对物管公司的规模和资源统筹协调能力提出较高要求。

(三) 财务分析

1. 房地产开发样本

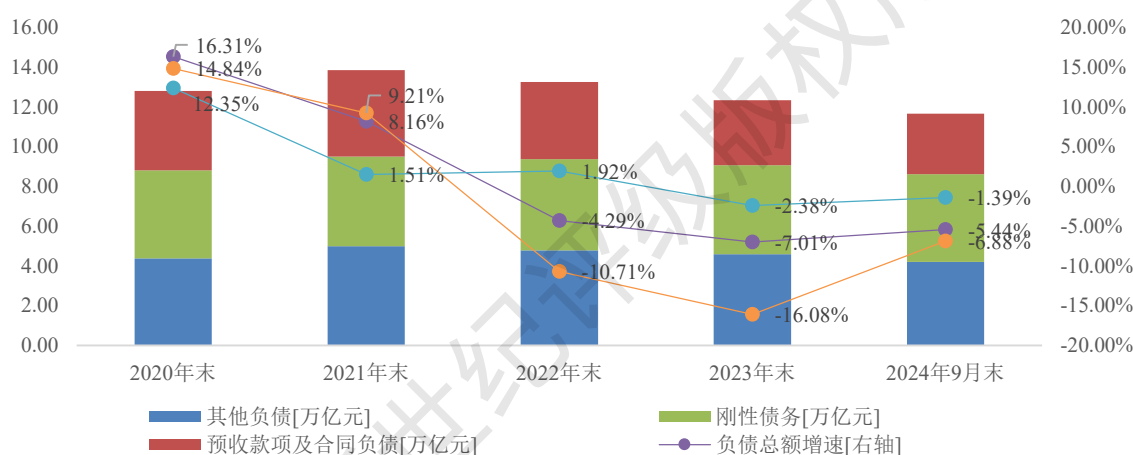
(1) 财务杠杆

2024 年以来房地产开发样本资产负债表呈持续收缩，受销售端资金回流不畅、利润大幅缩减等影响，财务杠杆压降幅度极为有限，净负债率及短期债务现金覆盖率则继续弱化。样本企业整体面临一定短期债务偿付压力，其中非央国企的短期刚性债务偿付压力显著高于央国企。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，房地产开发样本资产总额分别为 18.04 万亿元、17.45 万亿元、16.46 万亿元和 15.69 万亿元。其中，存货占比保持在 50%左右；货币资金分别为 1.91 万亿元、1.62 万亿元、1.46 万亿元和 1.18 万亿元，占比自 2021 年末的 10.59%降至 2024 年 9 月末的 7.54%；投资性房地产分别为 1.25 万亿元、1.37 万亿元、1.47 万亿元和

1.50 万亿元，占比由 2021 年末的 6.92% 升至 2024 年 9 月末的 8.69%。

房地产项目开发周期普遍较长，且项目投入规模大，故国内房地产开发企业多采用外部融资获得开发资金，待项目实现销售回款后逐步偿还债务并推进下一轮项目开发，房地产开发企业普遍存在较大规模债务与较高的资金杠杆。截至 2024 年 9 月末房地产开发样本企业的负债总额为 11.66 万亿元，较上年末下降 5.44%；从构成看，刚性债务¹³余额为 4.41 万亿元，较上年末下降 1.39%，占负债总额的 37.83%；除刚性债务外，预收款项与合同负债主要为尚未结算的购房款，同期末合计为 3.04 万亿元，较上年末减少 6.88%，占负债总额的 26.08%。可见，销售回款和对外融资对房企流动性的支撑缺一不可，其资金状况受包括开发贷和个人住房按揭贷款在内的房地产信贷政策影响大。房地产开发企业应付账款主要为应付工程款等，2024 年 9 月末样本该科目合计为 1.25 万亿元，较上年末减少 0.22 万亿元，占负债总额的 10.74%。期限结构方面，样本企业负债以流动负债为主，主要系受预收类款项金额较大所影响。



注：根据样本企业数据整理绘制。

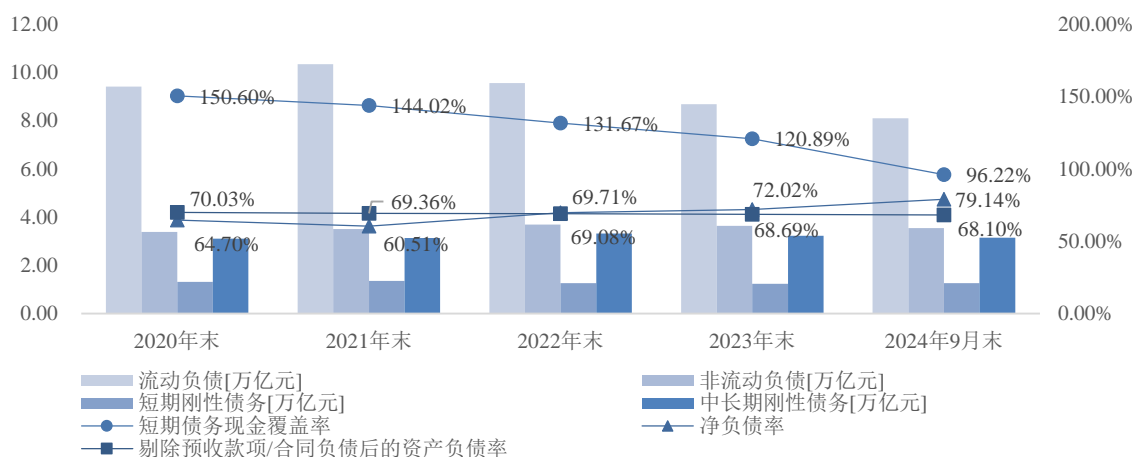
图 21. 房地产开发样本企业负债构成及变化趋势

¹³ 对于 A 股及境内发债企业而言，刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+应付短期债券+长期借款+应付债券。对于港股企业，本文以 Wind 导出的短期借贷及长期借贷当期到期部分加上长期借贷匡算。

2024 年 9 月末房地产开发样本所有者权益为 4.04 万亿元，较上年末下降 2.29%。其中，实收资本增长 4.43%至 0.51 万亿元，资本公积减少 1.40%至 0.31 万亿元，未分配利润下降 5.59%至 1.10 万亿元，少数股东权益下降 1.63%至 1.77 万亿元。2024 年 9 月末样本企业少数股东权益占所有者权益比重的 43.92%，对样本企业所有者权益的贡献程度较高，主要系房企合作开发模式较为普遍，企业之间采用股权注资方式成立项目公司共同开发运营项目所致。值得注意的是，部分少数股东权益存在“明股实债”特征或资本金具有债性，较大比例的合作开发项目增加了财务报表反映房企真实债务及财务杠杆的难度。

自 2020 年 8 月央行执行“三道红线”以来，房地产行业进入“控增速”“压杠杆”阶段。财务杠杆方面，2023 年末及 2024 年 9 月末，房地产开发样本剔除预收款项与合同负债后的资产负债率¹⁴分别为 68.69%和 68.10%，净负债率分别为 72.02%和 79.14%，短期债务现金覆盖率分别为 120.89%和 96.22%。总的来看，2024 年以来样本企业通过追加实收资本增厚权益资产，但由于项目利润大幅缩减，以及销售端资金回流不畅等导致企业账面资金存量规模持续下滑，财务杠杆压降幅度极为有限，同时另外两个红线指标继续弱化，其中短期债务现金覆盖率已低于 100%。按照性质划分，央国企与非央国企之间存在明显分化，后者短期债务现金覆盖率由 2021 年末的 113.15%大幅降至 2024 年 9 月末的 46.57%，前者则由 168.51%波动降至 135.16%，但仍高于 100%。

¹⁴ 剔除预收款项与合同负债后的资产负债率=(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)*100%，净负债率=(刚性债务-货币资金-交易性金融资产-衍生金融资产)/所有者权益*100%，短期债务现金覆盖率=(货币资金+交易性金融资产+衍生金融资产)/短期刚性债务*100%。



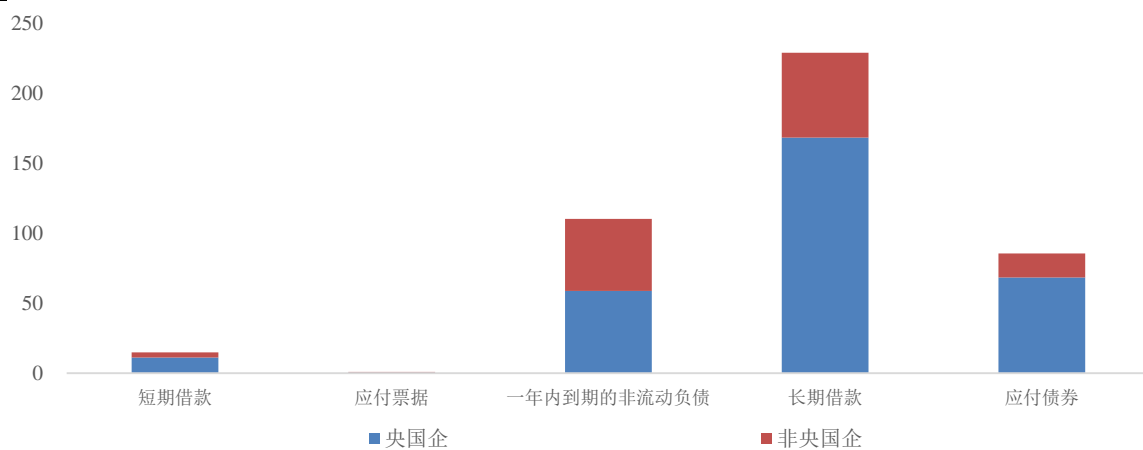
注：根据样本企业数据整理绘制。

图 22. 房地产开发样本企业债务期限结构及“三道红线”水平

(2) 偿债能力

开发商根据销售端的变化来调整项目开发投入和对外投资策略的灵敏性较强，在融资环境边际改善下，2024 年前三季度房地产开发样本筹资环节净偿付额有所收敛。但由于销售的明显缩量，2024 年以来房地产开发样本经营性现金净流量仅能勉强维持正向，资金压力进一步趋升。

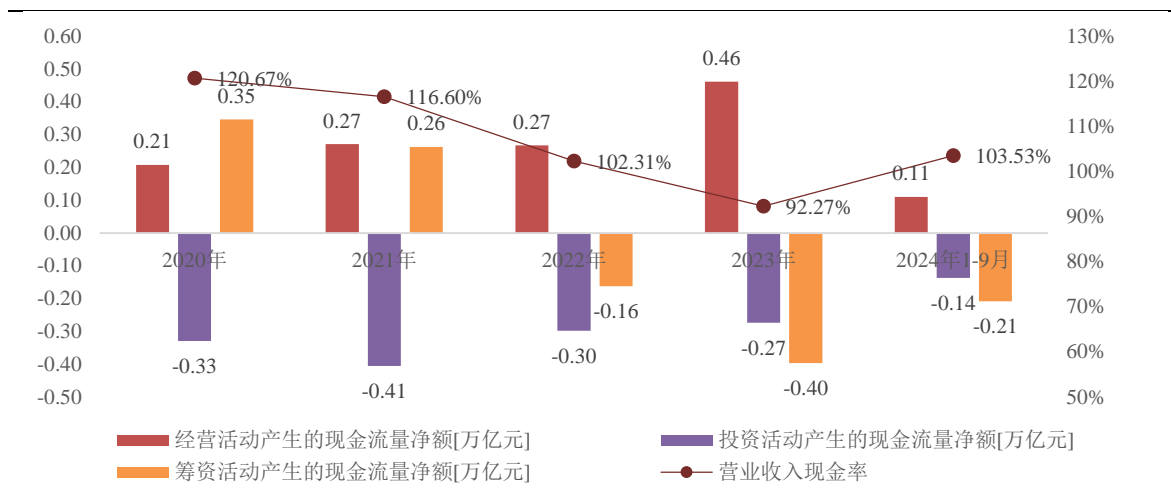
刚性债务方面，房地产开发样本债务以中长期为主，但长短期刚债比自 2022 年末达峰后逐渐下降，至 2024 年 9 月末为 2.49。刚债构成上，样本企业以长期借款和应付债券为主，截至 2024 年 9 月末分别占刚性债务比重的 51.93%和 19.44%。按照企业性质划分，2021-2023 年末及 2024 年 9 月末央国企刚债分别为 2.84 万亿元、3.03 万亿元、3.07 万亿元和 3.08 万亿元，非央国企则分别为 1.66 万亿元、1.55 万亿元、1.40 万亿元和 1.33 万亿元，融资资金持续流向央国企。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 23. 截至 2024 年 9 月末房地产开发样本企业刚性债务构成（单位：百亿元）

现金流方面，2023 年房地产开发样本的销售环节现金净流入量同比大幅增加，但销售商品、提供劳务收到的现金仍保持下降态势，表明房企根据销售回款形势来调整项目支出的灵敏性较强；2024 年前三季度由于销售加速萎缩，样本经营性净现金流大幅减少。2023 年以来样本投资环节现金净流出量持续收缩，表明房企对外合作开发新项目的谨慎度不减。筹资环节方面，样本企业筹资性净现金流于 2022 年由正转负，2023 年净偿付额加大，2024 年以来在融资协调机制的推进下，行业融资环境得到边际改善，样本净偿还量同比有所收窄。按照企业性质划分，2023 年及 2024 年前三季度，样本中央国企的筹资性现金净额分别为-0.07 万亿元和 0.08 万亿元，非央国企则分别为-0.33 万亿元和-0.29 万亿元。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 24. 房地产开发样本企业现金流变化情况

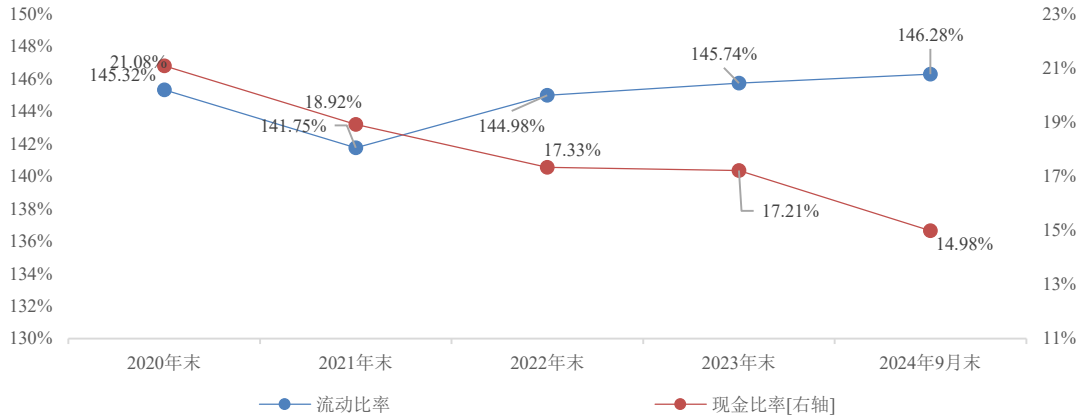
2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，房地产开发样本刚性债务/销售商品、提供劳务收到的现金分别为 1.05、1.27、1.37 和 1.63（TTM，后同），整体呈上升趋势，反映出销售回款对刚性债务覆盖能力的削弱。同期末，非央国企刚性债务/销售商品、提供劳务收到的现金分别为 2.12、2.32、3.00 和 3.48，央国企该比值分别为 0.81、1.03、1.10 和 1.33，非央国企该比值显著高于央国企，且自 2023 年以来差距大幅扩大。非央国企该比值快速抬高一方面系销售承压、业绩显著下滑，一方面系部分中长期债务的提前兑付；相比而言，央国企销售端虽亦承压，但融资环境的改善使其斜率上升速度放慢。

(3) 流动性

2024 年以来由于销售回款的持续缩量，房地产开发样本现金比率继续下降，但由于项目交付导致预收款项净减少以及应付款项净减少，样本流动比率上升。

2024 年 9 月末房地产开发样本流动比率为 146.28%，较上年末提高 0.53 个百分点，呈持续上升，主要系项目交付导致预收类款项较上年末净

减少以及支付工程款等使得应付款项净减少所致；同期末样本现金比率为 14.98%，比上年末下降 2.22 个百分点，主要因销售回款持续缩量而呈持续下行。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 25. 房地产开发样本企业流动性指标及走势

此外，根据图 22 所示，近年来房地产开发样本短期债务现金覆盖率持续下降，且非央国企该比率已至较高压力值，反映出行业流动性压力总体持续上升，且非央国企债务偿付压力已很大。

2. 房地产租赁样本

(1) 财务杠杆

2024 年以来房地产租赁样本负债缓慢扩张，财务杠杠保持相对较合理水平。但物业资产总体面临价值重估压力，采用公允价值法进行后续投房计量的样本企业存在一定资产估值波动风险，或对其财务杠杠水平形成一定冲击。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，房地产租赁样本资产总额分别为 1.52 万亿元、1.62 万亿元、1.63 万亿元和 1.64 万亿元。样本企业资产主要由投资性房地产构成，同期末占样本企业总资产的比重分别为 58.04%、

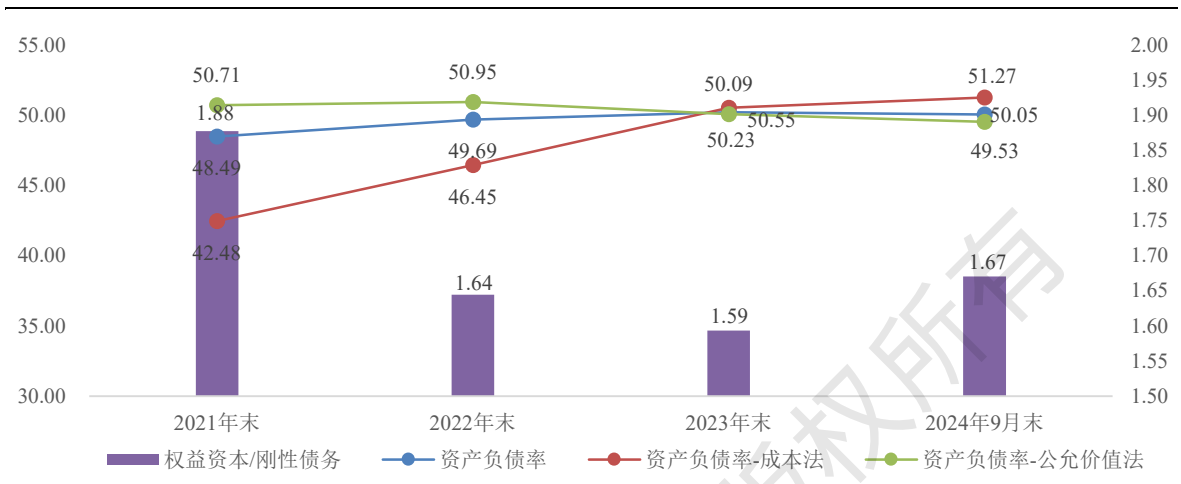
55.28%、55.35%和 54.79%，对于以公允价值法进行后续投资性房地产计量的 9 家样本而言该比值更高。此外，现金类资产（包括货币资金、交易性金融资产和应收票据）亦占有一定比重。2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，样本企业现金类资产分别为 1,392.01 亿元、1,239.77 亿元、1,383.29 亿元和 1,103.97 亿元。因样本企业主要以物业抵押模式融资，故受限资产规模较大，2023 年末样本企业受限资产占总资产的比重为 42.81%；投资性房地产受限部分占全部投资性房地产和总资产的比重分别为 72.35%和 40.05%。其中，采用公允价值法计量投房的样本企业投资性房地产受限部分占比 82.52%，资产总额中受限部分占比 53.47%；采用成本法计量的样本企业投资性房地产受限部分占比 24.27%，资产总额中受限部分占比 7.96%。可见，采用公允价值法计量的样本企业资产受限比例更高。随着物业资产总体面临价值重估压力，采用公允价值法进行后续投房计量的样本企业存在一定估值波动风险，或对其财务杠杆水平形成一定冲击，亦不排除个别企业或（接近）面临补充抵质押物的可能。

2021-2023 年末和 2024 年 9 月末，房地产租赁样本负债总额分别为 0.74 万亿元、0.81 万亿元、0.82 万亿元和 0.82 万亿元，呈缓幅上升趋势。从负债期限看，同期末样本长短期债务比分别为 1.95、1.44、1.45 和 1.76，负债以非流动性负债为主，符合该细分行业特征。从负债结构看，样本企业负债以刚性债务为主，同期末占负债总额的比重分别为 56.58%、61.58%、62.20%和 59.75%。

房地产租赁样本所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成，近年上述两科目持续小幅增长，显示样本企业保持了一定的持续权益融资能力和经营积累。2024 年 9 月末，样本企业所有者权益为 8,212.87 亿元。其中，实收资本为 2,273.86 亿元，较 2023 年末增长 0.13%，占所有者权

益的 28.01%；未分配利润为 4,458.67 亿元，较 2023 年末增长 1.25%，占所有者权益的 54.29%。前期样本企业主要依靠物业估值（增值）或长期经营或二者兼有增厚未分配利润，从而实现所有者权益的稳步增长。现阶段权益资本增长依赖于增资或估值因素的可持续性弱，而租金回报获取收益的周期较长，所有者权益的增厚有所放缓。

房地产租赁样本财务杠杆处于相对较合理水平，2021 年以来在 48%-51%间波动，总体变化不大。其中，采用公允价值法计量投资性房地产的样本资产负债率波动下降，采用成本法计量的样本财务杠杆则波动上升并于 2023 年末高于前者。



注：根据样本企业数据整理绘制。

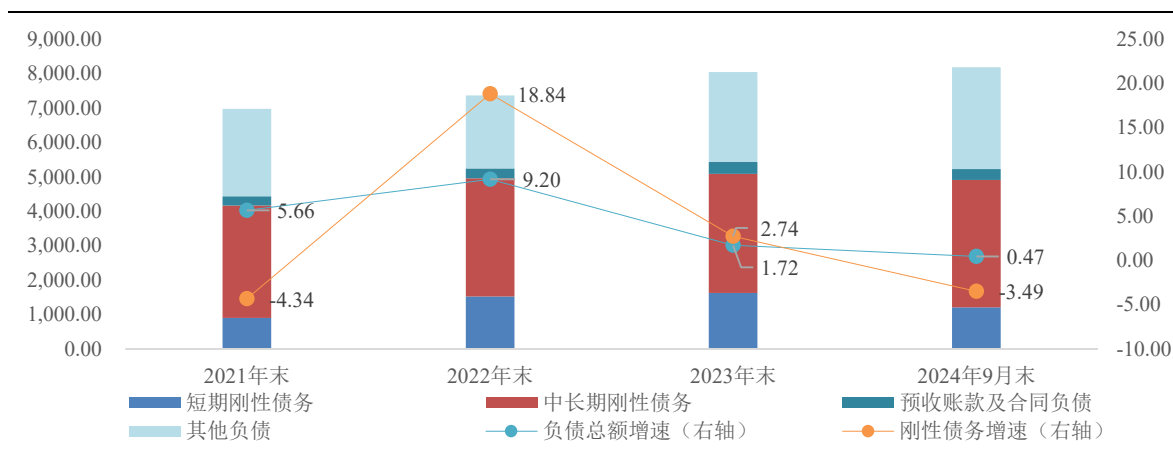
图 26. 房地产租赁样本企业整体资产负债率与权益资本/刚性债务（单位：倍、%）

(2) 偿债能力

2024 年以来房地产租赁样本刚性债务有所压降，期限上仍以中长期为主且呈边际改善。现金流表现方面，样本企业经营环节现金净流入减少，经营承压背景下大幅度削减投资支出，并大额净偿付债务。

2023 年末及 2024 年 9 月末，房地产租赁样本刚性债务分别为 5,094.80 亿元和 4,916.96 亿元，增速分别为 2.74%和-3.49%，2024 年以来有所收

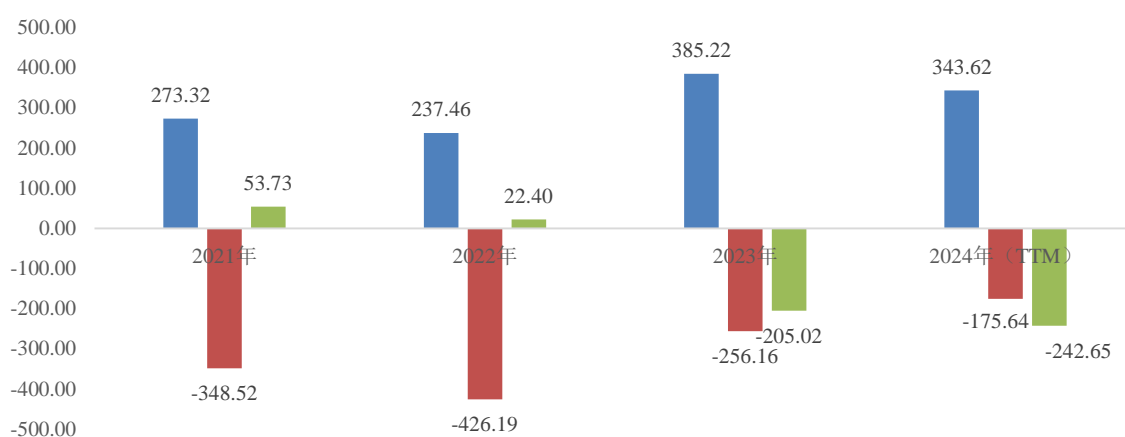
缩。债务结构方面，2024 年 9 月末样本企业中长期刚性债务为 3,708.34 亿元，较上年末增长 6.91%，占刚债比重的 75.42%；短期刚性债务为 1,208.61 亿元，较上年末下降 25.68%，债务期限结构边际改善。仅从财务费用中的利息费用推算，2024 年样本企业综合融资成本（TTM）比上年同期下降 0.07 个百分点（7 个 BP）。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 27. 房地产租赁样本企业负债构成及变化趋势（单位：亿元、%）

2024 年房地产租赁样本经营性现金净流量（TTM，下同）、投资性现金净流量及筹资性现金净流量分别为 343.62 亿元、-175.64 亿元和 -242.65 亿元，较上年分别减少流入 41.50 亿元、减少流出 80.52 亿元和增加流出 37.63 亿元。2024 年以来样本企业投资支出有所压降，经营性现金流可覆盖投资环节的现金支出，但筹资环节的大额净偿付仍对样本形成一定的资金压力。



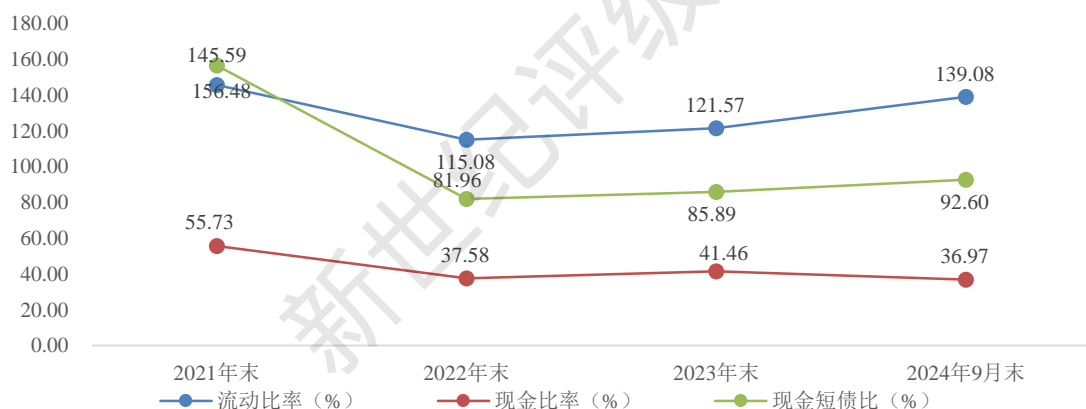
注：根据样本企业数据整理绘制。

图 28. 房地产租赁样本企业现金流变化情况 (单位: 亿元)

(3) 流动性

2024 年以来房地产租赁样本企业短期债务得到压降，同时债务期限结构边际优化，现金短债比有所改善；但债务偿付对现金的消耗使现金比率较上年末有所下行。

近年房地产租赁样本流动比率维持在 100% 以上，2024 年 9 月末为 139.08%。随短期刚性债务的偿还以及债务期限结构上的边际优化，样本现金短债比逐渐上升，至 2024 年 9 月末升至 92.60%。主要系债务偿付对现金有所消耗，同期末样本现金比率降至 36.97%。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 29. 物业租赁样本企业流动性指标及走势

3. 物业管理样本

(1) 财务杠杆

物业管理行业具有“轻资产、低杠杆”的特征。多家大型物管企业通过收并购实现业务规模快速跃升，同时形成了一定规模商誉，商誉减值将对样本企业账面利润造成一定影响。

2021-2023 年末及 2024 年 6 月末，物业管理样本资产总额分别为 2,947.69 亿元、3,153.86 亿元、3,282.87 亿元和 3,350.07 亿元。样本企业资产以流动资产为主，构成上主要包括现金及现金等价物（含受限资金）、应收类款项¹⁵和商誉及无形资产¹⁶，2024 年 6 月末上述科目金额分别为 861.92 亿元、1,099.42 亿元和 539.83 亿元，分别占资产总额的比重为 25.73%、32.82%和 16.11%。2024 年 6 月末，样本中商誉资产余额在 10 亿元以上的有世茂服务控股有限公司、华润万象生活有限公司（简称“华润万象”）、融创服务控股有限公司（简称“融创服务”）、永升服务集团有限公司、雅生活、碧桂园服务和招商局积余产业运营服务股份有限公司，其中以碧桂园服务金额最大（164.26 亿元）。2021-2023 年末和 2024 年 6 月末，样本企业负债总额分别为 1,314.64 亿元、1,441.13 亿元、1,525.01 亿元和 1,577.99 亿元，流动负债占比在 85%以上；样本企业负债主要由应付账款及票据和合同负债构成，2024 年 6 月末上述科目金额分别为 834.86 亿元和 335.13 亿元，占负债总额的比重分别为 52.91%和 21.24%。2021-2023 年末和 2024 年 6 月末，样本企业所有者权益分别为 1,633.05 亿元、1,712.73 亿元、1,757.86 亿元和 1,772.08 亿元，以储备为主（2024 年 6 月末占权益资本逾 90%），普通股股本和少数股东权益占比小。样本

¹⁵ 包括按金、代业主垫付款项、融资租赁应收款、提供给第三方的股权质押贷款、贸易应收款等等。

¹⁶ 以碧桂园服务为例，除商誉外，无形资产包括合同及客户关系、软件资产、保险经纪牌照、品牌及特许经营权等。

企业均为上市公司，可通过发行股票筹措资金，增厚权益资本。

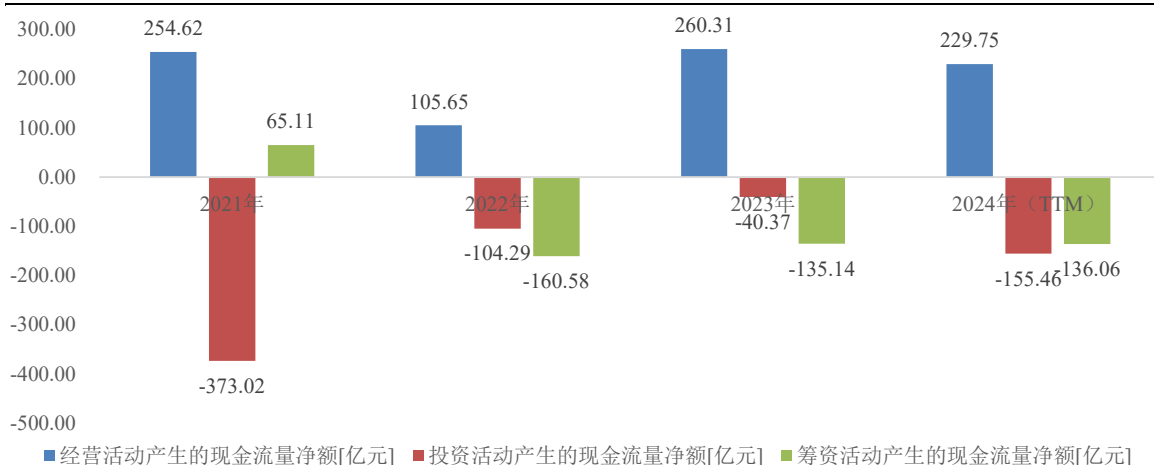
财务杠杆方面，2021-2023 年末和 2024 年 6 月末，物业管理样本资产负债率分别为 44.60%、45.69%、46.45%和 47.10%，剔除合同负债后的资产负债率分别为 39.50%、40.43%、40.44%和 41.22%。

(2) 偿债能力

2024 年以来物业管理样本刚性债务在收缩后再次扩张，刚债期限结构有所优化。现金流表现方面，样本企业经营性净流入同比减少，筹资环节仍为净偿付状态，叠加同期部分样本企业大幅增加对外投资，总体对存量资金的消耗较大。

2021-2023 年末及 2024 年 6 月末，物业管理样本刚性债务分别为 123.07 亿元、57.95 亿元、37.86 亿元和 45.39 亿元，短期刚性债务占比不断下降，至 2024 年 6 月末以中长期刚性债务为主；同期末，样本企业刚性债务/权益资本分别为 0.08、0.03、0.02 和 0.03，呈波动下降趋势。

物业管理企业主业收现质量尚可。2023 年物业管理样本经营性现金净流入能够有效覆盖投资环节净流出和筹资环节的净偿付。2024 年样本企业经营性现金净流量（TTM，下同）、投资性现金净流量及筹资性现金净流量分别为 229.75 亿元、-155.46 亿元和 -136.06 亿元，较上年分别减少流入 30.57 亿元、增加流出 115.10 亿元和增加流出 0.92 亿元。2024 年以来华润万象、越秀服务集团有限公司、绿城服务集团有限公司、融创服务等部分样本企业大幅增加对外投资，对存量资金有所消耗。



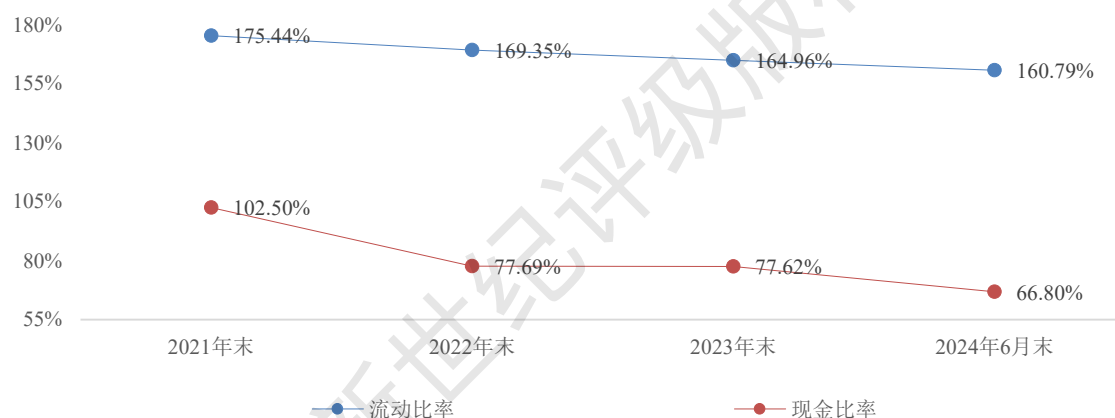
注：根据样本企业数据整理绘制。

图 30. 物业管理样本企业现金流变化情况

(3) 流动性

2024 年以来物业管理样本企业经营性现金净流入量同比减少，同时投资环节净支出显著增加，叠加筹资环节持续较大规模净偿付，流动性指标呈持续下行趋势。

2024 年 6 月末物业管理样本的流动比率和现金比率分别为 160.79% 和 66.80%，两者主要因存量资金的减少而较上年末呈继续下降趋势。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 31. 物业管理样本企业流动性指标及走势

四、行业内企业债券融资与评级情况

(一) 债券融资

2024 年前三季度，房地产行业共有 77 家企业发行各类境内债券合计 213 只，其中超短期融资券 34 只，一般短期融资券 7 只，公司债 47 只，中期票据 99 只，定向工具 16 只，私募债 10 只；同期共有 119 家企业共计偿还债券 260 只，偿还金额高于发行金额，呈净偿还状态，当期末存续债券金额同比小幅下降。按照企业性质划分，同期发行境内债券的央国企共 70 家，涉及债券合计 194 只，金额合计 1,876.79 亿元，偿还境内债券涉及央国企共计 93 家，涉及债券合计 148 只，金额合计 1,501.17 亿元；发行境内债券的非央国企共 7 家，涉及债券 19 只，金额合计 131.40 亿元，偿还境内债券共计 26 家，涉及债券 112 只，合计金额 648.48 亿元。

2021-2023 年及 2024 年前三季度，受房地产市场需求趋弱及信用风险持续释放等因素影响，房地产行业境内债券发行规模逐年下降。尽管融资端政策持续发力，但销售端总体持续不振，去化压力不减，部分出险企业项目去化压力更甚，脱困难度仍大，其到期债务主要通过展期（再次展期）、置换等延长债券存续期的方式维持，同期偿还金额随之波动下降，至 2024 年 9 月末存续境内债券金额较 2023 年末小幅下降，但仍高于 2021 年末。

表 2. 房地产行业 2021 年以来境内债券发行、偿还及存续数据

所属年度	发行			偿还			存续		
	企业 (家)	债券 (只)	金额 (亿元)	企业 (家)	债券 (只)	金额 (亿元)	企业 (家)	债券 (只)	金额 (亿元)
2021 年度	129	517	5,734.47	166	636	6,917.24	197	1,337	16,325.25
2022 年度	103	524	5,459.76	146	474	4,459.25	193	1,466	17,325.77
2023 年度	100	484	4,974.26	126	524	4,894.78	189	1,542	17,405.25
2024 年 前三季度	77	213	2,008.19	119	260	2,149.65	181	1,577	17,263.78
合计	409	1,738	18,176.68	438	1,894	18,420.92	-	-	-

注：①根据 Wind 数据整理；②偿还口径包括全额偿还与部分偿还。

截至 2024 年 9 月末，房地产行业存续债券金额合计 17,263.78 亿元，其中违约企业、债券展期企业、当期评级及展望下调企业（含国际评级）涉及债券金额合计分别为 3,405.04 亿元、418.23 亿元和 54.97 亿元。

境外美元债方面，根据 Wind 数据，2024 年全年中资房地产企业共发行美元债 13 只，合计金额 50.53 亿美元，剔除可转债和浮动利率债券，发行债券的加权平均票面利率为 5.60%；同期，中资房地产企业到期偿还美元债共 113 只，合计金额 401.09 亿美元，美元债违约 21 只，违约金额合计 107.18 亿美元。截至 2024 年末中资房地产企业存续美元债共 252 只，存续金额合计 1,066.55 亿美元。

（二）信用评级

1. 主体信用等级分布与迁移¹⁷

我国房地产行业已发债企业的主体信用等级集中在 AA 级及以上。2024 年前三季度，房地产行业公开发行业债券的主体有 77 家¹⁸，其中 AA

¹⁷ 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，本部分统计主体等级分布时对重复主体进行了剔除，即单一主体发行多只债券时只按该主体最新信用等级统计一次。

¹⁸ 不含可转债及资产证券化产品。

级主体 13 家，AA⁺级主体 17 家，AAA 级主体 47 家。截至 2024 年 9 月末，房地产行业仍在公开发行市场有存续债券的发行主体共计 181 家，其中 AAA 级主体 78 家，AA⁺级主体 47 家，AA 级主体 35 家，AA⁻级主体 1 家，A⁺级及以下主体合计 20 家。主体级别调整方面，2024 年前三季度，安徽省高速地产集团有限公司主体信用等级由 AA（联合资信/20220620）提升至 AA⁺（中诚信/20240708）。

表 3. 房地产行业主体信用等级分布（截至 2024 年 9 月末）

发行主体 最新信用等级	2024 年前三季度		截至 2024 年 9 月末	
	发行主体数量（家）	占比（%）	存续主体数量	占比（%）
AAA	47	61.04	78	43.09
AA ⁺	17	22.08	47	25.97
AA	13	16.88	35	19.34
AA ⁻	-	-	1	0.55
A ⁺ 至 A ⁻	-	-	2	1.10
BBB ⁻ 至 B	-	-	8	4.42
C	-	-	10	5.52
合计	77	100.00	181	100.00

注：根据所收集的公开信息整理。

表 4. 行业内发债企业主体信用等级迁移情况（单位：家）

2023 年末 2024 年 9 月末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺ 至 A ⁻	BBB ⁻ 至 B	C
AAA	77						
AA ⁺		46	1				
AA			35				
AA ⁻				1			
A ⁺ 至 A ⁻					2		
BBB ⁻ 至 B						8	
C							10

注：根据所收集的公开信息整理。

2. 信用事件/评级行动

2023 年第四季度及 2024 年前三季度，房地产行业发债企业累计发

布重大事项公告 2,709 份，涉及企业 151 户。主要涉及重大亏损、重大人事变更、章程修订、资产划转、诉讼仲裁、行政处罚等。针对重大事项等，期内评级机构合计出具关注公告 54 份，涉及企业 34 户。

表 5. 2023 年第四季度及 2024 年前三季度重大事项公告与评级行动情况

公告类型	重大亏损	人事变动	资产划转	债务扩张	诉讼仲裁	资产重组	行政处罚	其他	合计
重大事项公告（份）	34	335	73	14	230	36	71	1,916	2,709
评级关注公告（份）	13	20	1	-	1	4	6	9	54
评级观察名单（份）	-	-	-	-	-	-	-	-	-
不定期跟踪评级报告（份）	-	-	-	-	-	-	-	-	-

注：根据所收集的公开信息整理。

2023 年第四季度及 2024 年前三季度，行业内发债企业共发生债券违约/展期事件 7 起，涉及企业 4 户。

(1) 广州市方圆房地产发展有限公司（简称“方圆地产”）：

方圆地产自 2023 年 11 月以来召开多次持有人会议，将其于 2020 年发行的 9.18 亿元 H20 方圆 01 的 2023 年回售部分本金及 2022 年 12 月 3 日以来的利息由 2023 年 12 月 3 日宽限至 2025 年 6 月 30 日，截至 2024 年 12 月 3 日，方圆地产展期债务本息金额为 12.26 亿元。

(2) 江苏中南建设集团股份有限公司（简称“中南建设”）：

中南建设于 2024 年 6 月以来召开多次持有人会议，将其于 2020 年发行的 12.00 亿元 20 中南建设 MTN001 和 18.00 亿元 20 中南建设 MTN002 最近一次还本付息日（分别为 2024 年 6 月 23 日和 2024 年 8 月 26 日）未能偿付的应付本金和利息进行宽限，其中 20 中南建设 MTN001 宽限至 2025 年 3 月 23 日，20 中南建设 MTN002 宽限至 2025 年 2 月 26 日，截至 2024 年 11 月 26 日，宽限本息金额合计为 27.94 亿元，其中 20 中南建设 MTN001 本息金额 10.15 亿元，20 中南建设 MTN002 本息金额 17.79

亿元。

(3) 上海宝龙实业发展（集团）有限公司（简称“宝龙发展”）：

宝龙发展于 2024 年 3 月 4 日公告，其于 2020 年发行的 10.00 亿元 20 宝龙 MTN001 到期后未能及时足额兑付，构成实质性违约，且该事项已触发 19 宝龙 MTN002（发行金额 5.00 亿元）和 21 宝龙 MTN001（发行金额 10.00 亿元）的交叉保护条款约定情形，截至 2024 年 11 月 30 日，未兑付本息余额合计 22.25 亿元，其中 19 宝龙 MTN002 未兑付本息金额 5.94 亿元、20 宝龙 MTN001 未兑付本息余额 6.73 亿元、21 宝龙 MTN001 未兑付本息余额 9.58 亿元。

(4) 重庆市迪马实业股份有限公司（简称“迪马股份”）：

迪马股份于 2024 年 5 月 6 日公告，其于 2021 年发行的 21 迪马 01 到期后未能及时足额兑付，构成实质性违约，截至 2024 年 12 月 15 日，未兑付本息余额 3.2581 亿元。

2023 年第四季度及 2024 年前三季度，合计 1 户行业内发债企业的主体信用等级（含评级展望）发生变动，即北京首都开发控股(集团)有限公司（简称“首都控股”）。鉴于房地产行业低迷影响，首都控股杠杆率上升和销售业绩不佳，惠誉国际信用评级有限公司于 2023 年 10 月 30 日将首都控股主体信用等级由 BBB 级/稳定下调至 BBB-级/稳定¹⁹。

¹⁹ 2024 年 12 月 4 日惠誉评级将首都控股评级展望由稳定调为负面，主体信用评级为 BBB-。

五、信用展望

政策强支撑下 2025 年国内房地产市场止跌企稳预期或将进一步增强。

2023 年下半年开始，政策层面对于房地产行业的取向开始从限制性向支持性转变。这一转变首先体现在因城施策的供需两端政策调整上，包括限购限贷政策的优化、首付比例的下调以及各地推出的购房补贴等措施。到 2024 年，随着中央政治局会议“止跌回稳”的定性，政策层面对房地产市场的支持力度不断加大。

我们认为，政策变化首先影响市场交易活跃度，随后传导至房价变动，最终影响开发商的投资行为。具体而言，销售数据对政策变化的反应最为敏感，房价变动的滞后期相对更长，而新开工面积等供给端指标则需待房价回暖后才做出显著响应。

当前市场已出现一些积极信号。在成交端，首先，30 个大中城市商品房成交面积在 2024 年 10 月再次回到 1,000 万平方米规模，11 月进一步增至 1,171 万平方米。结合图 12 所示，全国范围 9 月以来商品房月度销售面积亦高于 7、8 月份水平，市场活跃度边际提升。其次，如前文所示，近期一线城市新房及二手房价格有企稳甚至缓升迹象，二线城市跟随修复，三四线城市则跌幅收窄。另外，数据显示，11 月 70 个大中城市中商品住宅销售价格环比上涨的城市个数有明显增加。在供给端，虽然新开工面积同比仍处于较大降幅，但降幅趋于收窄，具体为从 2024 年初的 29.7% 收窄至 2024 年 11 月的 23.0%。在资金端，2024 年 1-11 月房企到位资金累计同比下降 18.0%，降幅较 1-10 月收窄 1.2 个百分点，出现了边际改善的迹象。

从数据变化的程度来看，房地产市场尚处于复苏的初期阶段。对比 2014-2015 年，当时销售价格指标环比为负持续了 11 个月，而本轮已持续 18 个月，反映出本轮复苏的节奏相对缓慢。

从政策力度看，本轮复苏的政策环境具有独特性。与 2014-2016 年周期相比，当前的政策支持更加注重长效机制调整，更强调促进房地产市场向新发展模式转型。考虑到政策转向开始于 2023 年下半年，2025 年将是政策效果充分显现的关键时期，我们认为市场的止跌回稳预期有望增强。

极端复杂的外部环境或将增加国内房地产市场走向的不确定性。

国际政治经济格局正经历深刻调整，地缘政治冲突加剧导致全球不确定性显著上升的国际环境还未发生根本性好转。在贸易领域，虽然 2024 年 1-11 个月我国出口总额保持个位数增长，但外部环境的复杂性对出口增长形成多重掣肘，大幅增长潜力受阻。2025 年美国产业链"去风险化"和"友岸外移"趋势或将加快，这将给我国对外经贸关系带来新的挑战。

面对这种复杂局面，中央提出要统筹高质量发展和高水平安全，一方面要扩大高水平对外开放，深化与"一带一路"沿线国家的经贸合作，积极参与多边和区域经贸机制，维护多边贸易体制，推动经济全球化朝着更加开放、包容、普惠、平衡、共赢的方向发展。另一方面，要加快构建新发展格局，增强产业链供应链韧性，提升关键核心技术创新能力，完善产业基础能力，同时培育国内市场优势，增强经济发展的内生动力。

复杂的外部环境增加了宏观不确定性，这对防范外部冲击风险提出了很高要求。房地产行业产业链条长、涉及面广、经济体量大，对于稳定预期，推动经济持续回升向好，保持社会和谐稳定，意义重大。我们认为，2025 年外部环境进一步承压的可能性较大，包括房地产在内人民币资产

价格下行压力或将加大，但与此相对应的是，基于房地产产业链的特殊性，政策支撑力度或进一步增大。总体上国内房地产市场短期走势仍面临较大的不确定性。

“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的宏观影响尚未完全消除，就业形势仍较为严峻，居民收入预期仍偏弱，是房地产行业实现筑底企稳的最主要掣肘因素。

2021 年底中央经济工作会议判断宏观经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力。经过近三年的调整，上述三重冲击均已得到不同程度缓解修复，但宏观影响尚未完全消除。

从消费数据看，居民部门需求表现出一定韧性。首先是节假日消费数据 2024 年来持续向好，例如春节出游人数较 2019 年同期增长 19.0%；国庆假期出游人数较 2019 年同期增长 10.2%，总花费较 2019 年同期增长 7.9%。其次从社会消费品零售总额来看，1-11 月累计实现 44.27 万亿元，同比增长 3.5%，9 月以来月度零售额稳定在 4 万亿以上，其中 10 月达 4.54 万亿元。服务消费亦持续改善，2024 年前三季度服务零售额同比增长超过 18%。2024 年前三季度，全国居民人均可支配收入实际增长 4.9%，其中工资性收入增速为 5.7%，经营净收入增长 6.4%，财产净收入增长 1.2%，保持增长。这些积极信号表明，居民消费具备韧性，并显示出消费对经济增长的基础性作用。

然而，消费韧性并不等同于总需求的全面扩张，居民消费能力和意愿仍面临诸多掣肘。首先，居民部门资产负债表修复仍在进行中，特别是房地产市场调整带来的财富效应收缩，可能抑制居民消费倾向。其次，收入增长预期不稳定和失业问题可能影响消费决策，11 月我国城镇调查失业

率仍为 5%，16-24 岁青年失业率处于相对高位。另外，2024 年 1-11 月居民新增储蓄存款逾 12 万亿元，预防性储蓄倾向仍然较强，反映出居民部门对未来经济前景的不确定性预期尚未完全消除。更需要注意的是，当前消费增长在一定程度上得益于低基数效应和政策支持。从社零数据看，消费补贴政策并未带来消费需求的超预期增长，这或许意味着居民部门消费需求的自然增长可能尚未完全恢复。未来财政能否保持对消费需求的直接支持，或是 2025 年宏观经济的重要影响因素。

我们认为，相较于居民收入水平和商户等各类市场主体的创收能力，当前房地产价格仍较明显偏高，尚需通过不断加大就业支持力度以改善居民收入增长预期，进一步放活体制机制激发各类市场主体经营活力，以逐步匹配房价水平。中短期内，财政与金融资源应进一步向吸纳就业能力强的服务业等领域倾斜，以快速实现就业形势和居民收入预期的改善，进而形成有效需求。基于此，国内房地产市场将有望筑底企稳并实现中期平稳发展和长期高质量发展。

人口因素是决定我国房地产市场长期趋势的根本力量，需加速构建房地产发展新模式。

根据统计局数据显示，2023 年末我国人口数量较上年末减少 208 万人。国务院发展研究中心发布的《中国发展报告 2023》认为，中国人口总量已处于峰值期，人口增长速度的放缓、总量保持下降已经成为一个不容忽视的长期趋势。人口结构变化成为房地产市场下一阶段发展的重要背景。

随着人口结构的变化，特别是老龄化的加剧和少子化趋势的持续，过去以大规模新建住房为主的开发模式或已不再适应市场需求。老年人口

的增加使得市场对养老住房（改造）的需求增加；同时城镇化进程的推进和人口流动的增加，将导致房地产市场的区域性分化，特别是在沿海城市和高能级城市，人口聚集效应更加明显。对此，中央提出构建房地产发展新模式，从高速增长转向高质量发展。新模式强调租售并举，增加保障房的供给比重，满足刚性和改善性住房需求。在推行现房销售、优化预售资金监管下，开发商则需改变以往的大规模、高杠杆、扩张式建设，着眼于提升住房质量，改善购房者居住条件和城市环境。

展望 2025 年，政策强支撑下国内房地产市场筑底企稳预期有望进一步增强，但外部环境变化程度及相应的国内对冲政策力度大小，也会在一定程度上影响房地产市场短期走势。将财政与金融资源更多投向吸纳就业能力强的服务业等领域，显著改善就业与居民收入预期及各类市场主体经营预期，进而提升居民收入与房价匹配度，是实现国内房地产市场中期企稳和长期高质量发展的前提。老龄化和少子化带来的人口结构变化以及人口总量的递减趋势，将对国内房地产供需关系形成长期的总量抑制，人口流动因素则将持续分化各能级城市的房地产市场表现。预计在市场实现中期企稳后，我国将加速构建房地产发展新模式。

附录一

2024 年 9 月末房地产开发行业内发债主体信用等级分布及主要经营与财务数据
(2024TTM, 合并口径)

发行人中文名称	最新评级/展望	评级机构	资产总额 (亿元)	刚性债务 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (TTM,亿元)	净利润 (TTM,亿元)	经营性净 现金流 (TTM,亿 元)	销售毛利率 (TTM,%)	流动比率 (%)	剔除预收账 款与合同负 债的资产负 债率(%)	净负债率 (%)	短期债务现 金覆盖倍数 (倍)
安徽省高速地产集团有限公司	AA+/稳定	中诚信	547.54	91.85	102.50	46.40	0.06	-36.71	20.57	144.30	65.81	47.24	5.39
保利发展控股集团股份有限公司	AAA/稳定	联合资信 大公 中诚信	13,739.44	3,549.50	3,450.04	3,370.96	132.24	-88.76	14.04	163.83	65.50	65.84	2.00
北京北辰实业股份有限公司	AAA/稳定	联合资信 新世纪评级	526.29	225.32	141.41	99.92	-10.89	-0.28	34.56	190.17	72.14	100.78	0.75
北京市华远集团有限公司	AA+/稳定	中诚信	381.00	183.85	67.41	134.02	-12.64	-17.33	22.06	175.66	81.11	253.45	1.15
北京首都开发股份有限公司	AAA/稳定	联合资信	2,350.47	1,119.37	561.19	295.88	-80.41	-29.48	8.70	247.04	72.95	175.05	0.98
北京住总房地产开发有限责任公司	AA/稳定	联合资信	358.99	112.79	57.02	40.96	2.19	-27.95	14.61	120.96	81.80	177.11	0.37
大悦城控股集团股份有限公司	AAA/稳定	中证鹏元 中诚信	1,908.57	685.36	450.82	365.62	4.91	65.41	24.87	156.40	71.52	93.56	1.85
格力地产股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级 中证鹏元	238.86	124.23	46.21	44.55	-13.43	2.71	14.83	140.58	77.43	249.65	0.14
光明房地产集团股份有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	632.43	349.43	110.34	58.20	-4.30	-7.20	15.75	283.40	81.22	268.34	1.50
广州珠江实业集团有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	1,276.23	590.75	334.21	241.60	-0.89	-9.92	22.84	159.71	72.06	144.80	0.41
杭州滨江房产集团股份有限公司	AAA/稳定	联合资信	2,779.12	357.70	584.25	648.34	16.87	300.84	14.04	129.19	59.08	11.01	4.61
华远地产股份有限公司	AA/稳定	联合资信	259.04	122.32	20.65	130.80	-11.95	-18.52	19.54	161.61	91.23	550.38	1.37
建发房地产集团有限公司	AAA/稳定	联合资信	4,702.88	678.43	1,164.83	1,491.31	67.85	-93.99	12.22	146.93	58.06	19.16	5.25
金地(集团)股份有限公司	AAA/稳定	联合资信	3,308.10	783.84	1,071.44	867.48	-24.02	71.94	15.37	132.78	60.79	51.98	0.62
金辉集团股份有限公司	AA+/稳定	联合资信	1,045.19	245.49	331.22	296.03	-49.54	52.45	9.77	144.83	60.64	64.62	0.45
金融街控股股份有限公司	AAA/稳定	中诚信	1,334.40	697.47	364.10	160.57	-34.49	103.51	5.41	318.09	71.05	163.15	3.50
京能置业股份有限公司	AA/稳定	联合资信	211.06	65.29	24.60	53.12	-3.09	-27.70	12.48	219.38	85.91	163.33	0.91
京投发展股份有限公司	AA/稳定	联合资信	592.10	396.07	80.38	16.25	-23.80	-69.99	8.14	319.59	84.97	469.79	0.30

发行人中文名称	最新评级/展望	评级机构	资产总额(亿元)	刚性债务(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(TTM,亿元)	净利润(TTM,亿元)	经营性净现金流(TTM,亿元)	销售毛利率(TTM,%)	流动比率(%)	剔除预收账款与合同负债的资产负债率(%)	净负债率(%)	短期债务现金覆盖倍数(倍)
联发集团有限公司	AA+/稳定	联合资信	1,111.73	328.93	305.21	347.64	-24.13	-42.78	6.68	176.10	63.83	78.69	1.46
鲁能集团有限公司	AAA/稳定	中诚信	1,503.50	822.96	448.44	157.04	6.70	38.49	31.91	212.37	69.65	169.22	0.64
绿城房地产集团有限公司	AAA/稳定	中诚信	5,080.75	1,158.02	1,111.72	1,643.88	63.42	437.80	10.58	146.88	66.89	48.67	2.25
美的置业集团有限公司	AAA/稳定	联合资信	1,700.25	267.87	540.54	539.37	8.42	-44.92	17.12	144.41	62.51	32.42	1.04
南京栖霞建设股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	234.92	117.00	42.67	22.50	-2.86	-3.01	24.70	167.96	77.48	233.15	0.35
厦门安居控股集团有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	575.48	251.09	207.37	58.14	0.58	8.52	34.29	200.05	61.22	88.59	1.19
上海城开(集团)有限公司	AA+/稳定	中诚信	257.70	99.09	102.72	22.90	2.77	35.27	28.27	175.62	56.88	63.06	1.00
上海城投控股股份有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	822.42	389.57	211.96	20.91	-1.74	84.03	42.81	247.24	68.21	137.81	1.89
上海外滩投资开发(集团)有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	281.36	80.96	138.24	9.21	2.53	44.76	43.81	207.54	50.84	48.14	0.81
深圳市振业(集团)股份有限公司	AA/稳定	中诚信	208.89	69.71	68.10	68.09	-15.30	2.12	16.86	192.98	63.67	61.98	1.61
北京首创城市发展集团有限公司	AAA/稳定	中诚信	1,674.02	773.20	385.54	218.27	4.17	94.07	5.56	206.09	76.01	158.26	0.86
苏州新建元控股集团有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	567.46	265.04	162.12	51.92	17.54	-23.71	21.24	166.77	71.17	136.26	0.94
苏州新区高新技术产业股份有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	739.79	408.25	186.14	83.59	0.98	-27.49	15.12	245.08	74.10	192.95	0.76
天地源股份有限公司	AA/稳定	中诚信	372.17	133.29	48.65	89.08	-1.97	-5.19	14.02	128.59	81.05	192.17	0.46
天津天保基建股份有限公司	AA/稳定	东方金诚	144.95	35.94	65.57	31.08	1.35	-2.28	16.45	227.00	51.40	37.83	1.12
万科企业股份有限公司	AAA/稳定	联合资信 中诚信	13,571.80	3,310.24	3,743.58	3,953.25	-169.70	-11.71	10.32	135.35	66.14	67.12	0.66
西藏城市发展投资股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	145.94	37.72	44.83	11.85	-2.05	-1.76	36.12	165.10	66.28	63.73	0.80
新城控股集团股份有限公司	AAA/稳定	中诚信	3,426.64	579.12	841.22	994.58	-5.69	32.10	20.22	93.11	67.48	52.99	0.97
衢州信安发展股份有限公司	AA+/稳定	联合资信	1,008.73	295.44	446.65	276.08	34.17	-46.82	42.25	100.62	52.75	50.77	0.37
新希望五新实业集团有限公司	AA+/稳定	中诚信	773.13	132.31	334.20	299.68	9.58	99.34	7.44	175.77	50.28	24.04	1.20
信达地产股份有限公司	AA+/稳定	联合资信 中诚信	800.80	316.83	250.67	109.93	2.17	37.11	25.78	185.96	66.92	103.01	0.41
信达投资有限公司	AAA/稳定	联合资信	1,527.56	839.54	410.43	155.67	5.01	-53.23	42.58	220.61	72.33	155.31	0.84
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	AAA/稳定	联合资信 中诚信	9,187.61	2,224.42	2,882.25	1,771.88	70.00	186.78	12.26	154.26	60.36	47.35	2.08
中国电建地产集团有限公司	AAA/稳定	东方金诚	1,511.09	495.13	379.27	200.20	-10.26	13.59	2.99	160.63	70.43	105.40	0.88

发行人中文名称	最新评级/展望	评级机构	资产总额(亿元)	刚性债务(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(TTM,亿元)	净利润(TTM,亿元)	经营性净现金流(TTM,亿元)	销售毛利率(TTM,%)	流动比率(%)	剔除预收账款与合同负债的资产负债率(%)	净负债率(%)	短期债务现金覆盖倍数(倍)
		大公国际											
中国铁建房地产集团有限公司	AAA/稳定	中诚信	2,386.28	927.14	486.60	666.25	15.95	-20.29	11.42	174.34	74.01	163.02	0.48
中海企业发展集团有限公司	AAA/稳定	联合资信	5,996.45	973.94	2,470.85	1,485.36	216.75	-2.37	21.87	175.15	52.88	14.60	2.71
中华企业股份有限公司	AA+/稳定	中诚信	566.28	208.27	164.01	53.93	-7.90	17.98	35.58	208.06	63.59	39.12	6.95
重庆华宇集团有限公司	AA+/稳定	大公国际	662.53	110.42	310.13	107.88	-0.29	15.71	14.57	204.39	46.92	26.15	1.85
重庆龙湖企业拓展有限公司	AAA/稳定	新世纪评级 中诚信	6,203.91	1,433.71	2,141.59	1,323.81	87.42	148.15	15.03	148.95	58.09	47.56	1.70
重庆渝开发股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	79.03	12.59	42.69	13.79	0.47	5.42	36.18	206.13	45.64	9.79	3.55
珠海华发实业股份有限公司	AAA/稳定	联合资信 中诚信	4,375.15	1,284.58	1,305.86	564.53	21.22	630.51	17.19	203.90	62.28	75.65	1.42
厦门国贸房地产有限公司	AA/稳定	中诚信	1,223.58	225.57	293.30	214.09	5.54	38.02	9.95	157.22	61.58	52.05	2.32
华侨城集团有限公司	AAA/稳定	联合资信	5,229.19	2,350.20	1,179.39	702.66	-145.86	50.75	12.47	143.19	75.19	163.79	0.54
华润置地控股有限公司	AAA/稳定	联合资信 中诚信	7,928.72	1,142.45	1,851.80	1,415.53	116.21	479.16	20.42	125.50	68.81	15.08	3.10
中交房地产集团有限公司	AAA/稳定	中诚信	6,705.28	2,030.77	1,273.91	1,898.99	11.96	468.39	11.00	146.55	73.55	99.23	1.13
安徽皖投置业有限责任公司	AA+/稳定	中诚信	185.50	51.17	52.95	16.79	0.13	-8.53	16.80	152.88	59.68	71.47	0.55
光大嘉宝股份有限公司	AA+/稳定	联合资信	231.68	101.71	61.44	21.34	-19.78	5.59	38.84	71.69	73.05	133.86	1.04
合肥兴泰金融控股(集团)有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	904.11	279.78	377.16	106.23	10.16	5.27	25.36	158.86	52.31	34.01	1.14
上海建工房产有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	593.78	227.49	133.37	61.54	-6.38	-19.00	6.75	239.91	73.28	138.38	7.99
上海外高桥集团股份有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	454.15	212.48	129.22	71.98	7.57	-27.11	34.97	92.56	70.84	125.03	0.43
中国绿发投资集团有限公司	AAA/稳定	联合资信 中诚信	2,570.41	1,118.84	1,020.28	254.54	2.49	46.12	31.73	315.85	58.56	84.48	6.75
中铁置业集团有限公司	AAA/稳定	中诚信	1,754.71	247.29	428.53	290.96	-8.29	25.32	11.10	133.60	70.61	41.22	1.31
中新苏州工业园区开发集团股份有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	350.75	89.77	193.58	30.30	10.86	9.89	55.84	211.90	41.70	31.43	1.60

资料来源: Wind, 新世纪评级整理

附录二

2024 年 9 月末房地产租赁行业内发债主体信用等级分布及主要经营与财务数据
(2024TTM, 合并口径)

发行人中文名称	最新评级/展望	评级机构	租金收入 (TTM,亿元)	租金回报率 (TTM,%)	资产总计 (亿元)	刚性债务 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (TTM,亿元)	净利润 (TTM,亿元)	经营活动现金净流量 (TTM,亿元)	销售毛利率 (TTM,%)	现金短债比(倍)	总资产报酬率 (TTM,%)
大连万达商业管理集团股份有限公司	-	-	462.80	10.10	6,140.47	1,739.64	3,150.16	48.70	534.26	72.33	247.66	64.27	1.13	4.17
海宁中国皮革城股份有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	6.09	8.45	132.10	9.10	86.47	34.54	11.51	1.58	1.46	32.70	1.75	1.36
江苏叠石桥家纺产业集团有限公司	AA/稳定	中诚信	2.39	3.15	157.41	76.43	62.22	60.48	4.40	0.87	0.61	55.96	0.47	1.05
昆明市安居集团有限公司	AA+/稳定	中诚信	2.30	0.77	706.39	297.08	213.20	69.82	12.51	3.69	13.28	43.72	2.09	1.48
上海金桥出口加工区开发股份有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	23.49	18.50	462.64	195.77	183.41	60.36	32.51	5.83	-11.09	50.49	0.80	2.79
上海金外滩(集团)发展有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	5.68	10.34	301.50	73.35	165.50	45.11	10.26	1.41	21.96	48.47	6.35	1.31
上海浦东软件园股份有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	6.19	19.18	60.39	28.97	26.40	56.28	9.12	1.60	3.93	43.16	0.50	4.79
上海张江高科技园区开发股份有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	11.24	6.56	545.67	283.07	161.82	70.35	19.62	6.73	-33.20	51.45	0.36	2.54
深圳市安居集团有限公司	AAA/稳定	中诚信	6.70	0.89	1,924.65	583.81	1,047.68	45.57	132.92	-3.78	-25.72	6.28	1.50	0.21
星河实业(深圳)有限公司	AA+/稳定	联合资信	7.38	2.28	517.58	176.33	214.16	58.62	19.07	1.92	23.29	64.91	2.05	2.26
浙江中国小商品城集团股份有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	38.83	89.96	358.98	49.82	198.24	44.78	140.07	26.94	18.16	30.32	0.46	10.21
中国国际贸易中心股份有限公司	AAA/稳定	联合资信	29.89	48.18	121.23	11.27	94.14	22.35	39.54	12.77	18.68	58.14	1079.16	14.23
中粮置业投资有限公司	AAA/稳定	中诚信	24.43	9.20	381.28	47.11	271.31	28.84	25.87	21.20	-2.79	87.64	0.14	7.85
上海市北高新股份有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	3.82	4.90	216.74	90.16	81.93	62.20	9.87	-2.22	-7.16	28.27	0.31	0.29
上海杨浦科技创新(集团)有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	4.06	9.56	113.22	58.95	36.63	67.65	7.60	-0.14	3.75	35.96	0.23	1.71
普洛斯中国控股有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	52.95	5.73	2,251.08	569.48	1,338.51	40.54	85.59	17.91	38.66	28.17	0.51	0.31

资料来源：Wind，新世纪评级整理

注：2024 年 9 月 18 日中诚信、2024 年 9 月 26 日大公分别终止对万达商管主体及相关债项的评级。

2024 年国家层面有关房地产行业重要政策的梳理

日期	发布部门	政策文件	政策内容
1 月 5 日	住建部、金融监管总局	《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》	<p>一、建立城市房地产融资协调机制</p> <p>指导各地级以上城市建立由城市政府分管住房城乡建设的负责同志担任组长，属地住房城乡建设部门、金融监管总局派出机构等为成员单位的房地产融资协调机制（以下简称协调机制）。协调机制要明确工作分工，强化统筹谋划，细化政策措施，将各项工作做实做细。定期组织各方会商，及时研判本地房地产市场形势和房地产融资需求，协调解决房地产融资中存在的困难和问题。搭建政银企沟通平台，推动房地产开发企业和金融机构精准对接。保障金融机构合法权益，指导金融机构与房地产开发企业平等协商，按照市场化、法治化原则自主决策和实施。</p> <p>二、筛选确定支持对象</p> <p>协调机制根据房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，按照公平公正原则，提出可以给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送。同时，对存在重大违法违规行为、逃废金融债务等问题的房地产开发企业和项目，要提示金融机构审慎开展授信。</p> <p>三、满足合理融资需求</p> <p>金融机构按照市场化、法治化原则评估协调机制推送的支持对象，对正常开发建设、抵押物充足、资产负债合理、还款来源有保障的项目，建立授信绿色通道，优化审批流程、缩短审批时限，积极满足合理融资需求；对开发建设暂时遇到困难但资金基本能够平衡的项目，不盲目抽贷、断贷、压贷，通过存量贷款展期、调整还款安排、新增贷款等方式予以支持。同时，加强贷款资金封闭管理，严防信贷资金被挪用于购地或其他投资。</p> <p>三、做好融资保障工作</p> <p>协调机制要加强工作统筹，为金融机构提供有力支持和保障。协调有关部门加快行政许可事项办理，对符合条件的房地产项目要尽快为其办理“四证”；加强信息共享，及时向相关金融机构提供项目建设运行、预售资金监管等信息；为房地产开发企业和金融机构做好在建工程等抵押提供支持，保障金融机构债权安全。要进一步压实房地产开发企业主体责任，指导房地产开发企业通过项目销售、处置存量资产、引入投资者等方式改善自身现金流。督促房地产开发企业依法真实反映资产负债、销售经营等情况，合规使用信贷资金，进一步增强银企互信。</p>

日期	发布部门	政策文件	政策内容
			<p>各省级住房城乡建设部门、金融监管总局各监管局要建立省级房地产融资协调机制，加强协调配合，及时监测各城市协调机制运行情况，做好对本行政区域内城市的指导督促。对省直管县（市），由省级房地产融资协调机制明确本通知的落实办法。各省级住房城乡建设部门要会同金融监管总局各监管局，自 2024 年起按季度汇总相关情况，报送住房城乡建设部、抄送金融监管总局。</p>
<p>1 月 8 日</p>	<p>央行、金融监管总局</p>	<p>《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》（银发[2024]2 号）</p>	<p>（一）支持住房租赁供给侧结构性改革。金融支持住房租赁市场发展应突出重点、瞄准短板，主要在大城市，围绕解决新市民、青年人等群体住房问题，支持各类主体新建、改建和运营长期租赁住房，盘活存量房屋，有效增加保障性和商业性租赁住房供应。</p> <p>（二）重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展。</p> <p>（三）建立健全住房租赁金融支持体系。</p> <p>（四）加大住房租赁开发建设信贷支持力度。支持商业银行向房地产开发企业、工业园区、农村集体经济组织、企事业单位等各类主体依法合规新建、改建长期租赁住房发放住房租赁开发建设贷款。住房租赁开发建设贷款期限一般为 3 年，最长不超过 5 年，租赁住房建设的项目资本金比例应符合国务院关于固定资产投资项目资本金制度相关要求。</p> <p>（五）满足团体批量购买租赁住房的合理融资需求。对于企业和符合条件的事业单位依法依规批量购买存量闲置房屋用作宿舍型保障性租赁住房，专业化规模化住房租赁企业依法依规批量购买存量闲置房屋用作保障性或商业性租赁住房长期持有运营的，鼓励商业银行在风险可控、商业可持续、严格不新增地方政府隐性债务的前提下，发放住房租赁团体购房贷款。利用贷款购买的商品住房、商业用房等应为法律关系清晰、已竣工验收的房屋，贷款存续期内，房屋租赁用途不得改变。住房租赁团体购房贷款的期限最长不超过 30 年，贷款额度原则上不超过物业评估价值的 80%，贷款利率由商业银行综合考虑借款人风险状况、风险缓释措施等因素合理确定。</p> <p>（六）支持发放住房租赁经营性贷款。住房租赁企业运营自有产权长期租赁住房的，住房租赁经营性贷款的期限最长不超过 20 年，贷款额度原则上不超过物业评估价值的 80%。住房租赁企业依法合规改造工业厂房、商业办公用房、城中村等形成的非自有产权租赁住房，住房租赁经营性贷款的期限最长不超过 5 年，贷款额度原则上不超过贷款期限内应收租金总额的 70%。</p> <p>（七）完善住房租赁相关企业综合金融服务。</p> <p>（八）增强金融机构住房租赁贷款投放能力。支持商业银行发行用于住房租赁的金融债券，筹集资金专门用于增加住房租赁开发建设贷款、团体购房贷款和经营性贷款的投放。</p>

日期	发布部门	政策文件	政策内容
			<p>(九) 拓宽住房租赁企业债券融资渠道。支持住房租赁企业发行债券，专项用于租赁住房建设、购买和运营。鼓励优化债券发行流程，提高住房租赁债券发行效率，为住房租赁企业提供融资便利。</p> <p>(十) 支持发行住房租赁担保债券。住房租赁企业持有运营的租赁住房具有持续、稳定现金流的，可将物业抵押作为信用增进，发行住房租赁担保债券。住房租赁担保债券纳入债券管理框架。</p> <p>(十一) 稳步发展房地产投资信托基金。稳步推进房地产投资信托基金试点工作，在把控风险前提下，募集资金用于住房租赁企业持有运营长期租赁住房。支持房地产投资信托基金份额交易流通，促进住房租赁企业长期稳定经营，防范短期炒作。优先支持雄安新区、海南自由贸易港、深圳中国特色社会主义先行示范区等国家政策重点支持区域以及人口净流入的大城市开展房地产投资信托基金试点，为利用各类建设用地（含集体建设用地、企事业单位自有空闲土地等）依法依规建设和持有运营长期租赁住房的企业提供资金支持。</p> <p>(十二) 引导各类社会资金有序投资住房租赁领域。</p> <p>(十三) 严格住房租赁金融业务边界。</p> <p>(十四) 加强住房租赁信贷资金管理。</p> <p>(十五) 规范住房租赁直接融资产品创新。</p> <p>(十六) 防范住房租赁金融风险。</p> <p>(十七) 加强住房租赁金融监测评估。</p>
1月12日	住建部、金融监管总局	-	推动建立房地产融资协调机制，地级以上市主导、建立“可以给予融资项目名单”报送金融机构，对名单内项目建立授信绿色通道，支持在建房地产项目融资和建设交付。
1月24日	央行办公厅、金融监管总局	《中国人民银行办公厅 国家金融监督管理总局办公厅关于做好经营性物业贷款管理的通知》	细化了商业银行经营性物业贷款业务管理口径、期限、额度、用途等要求，明确 2024 年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上，除发放经营性物业贷款用于与物业本身相关的经营性资金需求、置换建设购置物业形成的贷款和股东借款等外，还可发放经营性物业贷款用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。
2月20日	央行	-	2024 年 2 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为 1 年期 LPR 为 3.45%，与上月持平；五年期以上贷款市场报价利率（LPR）从 4.20% 下调至 3.95%。

日期	发布部门	政策文件	政策内容
2月27日	住建部	《关于做好住房发展规划和年度计划编制工作的通知》	1.各城市要根据当地实际情况，准确研判住房需求，完善“保障+市场”的住房供应体系，以政府为主保障工薪收入群体刚性住房需求，以市场为主满足居民多样化改善性住房需求，科学编制2024年、2025年住房发展年度计划。住房发展年度计划要明确年度各类住房及用地供应规模结构和区位，测算房地产项目合理融资需求。保障性住房要进一步明确供应套数和户型结构。要将房地产市场平稳健康发展、住房保障轮候时间等纳入目标管理。2.各城市要统筹考虑当地经济社会发展、人口变化、产业布局、住房供需等方面情况，结合存量住房和存里土地等潜在供应情况，提前谋划2026-2030年住房发展规划。住房发展规划要立足当地实际，明确住房发展目标、重点任务和政策举措。要将保障性住房建设作为住房发展规划的重要内容，科学确定保障性住房发展目标。
3月5日	国务院	《2024年政府工作报告》	1.更好统筹发展和安全，有效防范化解重点领域风险。坚持以高质量发展促进高水平安全，以高水平安全保障高质量发展，标本兼治化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，维护经济金融大局稳定。优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展。 2.适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。 3.要稳步实施城市更新行动，推进“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造，加快完善地下管网，推动解决老旧小区加装电梯、停车等难题，加强无障碍、适老化设施建设，打造宜居、智慧、韧性城市。
4月29日	国土资源局	《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》	要求严格落实对应去化周期的住宅用地供应机制，遏制部分城市市住宅用地供应不合理增长。《通知》强调，商品住宅去化周期超过36个月的城市，应暂停新增商品住宅用地出让。同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降至36个月以下。
4月30日	中央政治局会议	-	一是持续防范化解房地产风险，其中主要涉及房企融资协调机制完善、房地产项目白名单支持政策落实、房企资金监管优化、房企债务重组及兼并购推进等工作，保交楼仍是重中之重。二是消化存量住房、优化增量住房，其中主要涉及进一步激发市场刚性和改善性住房需求、加大高品质住房供给、完善“市场+保障”的住房供应体系等工作。
5月14日	自然资源部、发改委	《自然资源部 国家发展改革委关于实施妥善处置闲置存量土地若干政策措施的通知》	严格依法处置各类闲置存量土地，重点规范无偿收回、协商收回和收购土地的行为。对于企业自身原因超期未开工满两年的土地，必须依法坚决无偿收回；对于其他法定情形导致土地无法继续开发建设的，地方政府应主动协商收回土地；对于企业无力开发的整宗或部分土地，以及司法和破产拍卖中流拍的土地，不属于应协商收回或无偿收回的，地方政府在遵循企业自愿、平等协商原则下，可按照合理价格收购土地。 本通知适用于2024年3月31日之前供应，目前尚未开工以及已开工未竣工的房地产用地。

日期	发布部门	政策文件	政策内容
5月17日	央行、金融监管总局	《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。
5月17日	央行	《中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》、《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	1、自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下(含 5 年)和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，5 年以下(含 5 年)和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。 2、中国人民银行各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平(如有)。
5月17日	国务院	国务院政策例行吹风会	央行将设立 3000 亿元保障性住房再贷款，作为新创设的结构性货币政策工具，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。再贷款利率 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次，发放对象包括政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家全国性银行。央行按照贷款本金的 60% 发放再贷款，可带动银行贷款 5000 亿元。
6月7日	国务院	国务院常务会议	房地产业发展关系人民群众切身利益，关系经济运行和金融稳定大局。要充分认识房地产市场供求关系的新变化，顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。要加快构建房地产发展新模式，完善“市场+保障”住房供应体系，改革相关基础性制度，促进房地产市场平稳健康发展。
6月19日	央行	2024 陆家嘴论坛	推出房地产支持政策组合，包括降低个人住房贷款最低首付比例、取消个人房贷利率下限、下调公积金贷款利率，并设立保障性住房再贷款，用市场化方式加快推动存量商品房去库存
6月20日	住建部	收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议	住建部明确，推动县级以上城市有力有序开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作。
7月18日	-	中国共产党第二十届中央委员会	加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。支持城乡居民多样化改善性住房需求。充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准。改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。完善房地产税收制度。

日期	发布部门	政策文件	政策内容
7月22日	央行	-	2024年7月22日贷款市场报价利率（LPR）为1年期LPR为3.35%，与上月下调10BP；五年期以上贷款市场报价利率（LPR）从3.95%下调至3.85%。
9月24日	央行	新闻发布会	1、近期将下调存款准备金率0.5个百分点，向金融市场提供长期流动性约1万亿元；在今年年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。 2、引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右；统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的25%下调到15%；将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励；将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”这两项政策文件延期到2026年底。
9月26日	中共中央政治局会议	-	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
9月27日	央行	-	自2024年9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为6.6%。
9月27日	中国人民银行办公厅	《中国人民银行办公厅关于优化保障性住房再贷款有关要求的通知》	为支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房用作保障性住房，进一步增强对金融机构和收购主体的市场化激励，中国人民银行决定对保障性住房再贷款有关事项进行调整优化。对于金融机构发放的符合要求的贷款，中国人民银行向金融机构发放再贷款的比例从贷款本金的60%提升到100%。
10月9日	住建部、金监总局	全国保交房工作推进视频会议	1、延长两项房地产金融政策文件的期限从2024年12月31日延长到2026年的12月31日：①《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（银发〔2022〕254号）中支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期政策的适用期限；②《中国人民银行办公厅 国家金融监督管理总局办公厅关于做好经营性物业贷款管理的通知》（银办发〔2024〕8号）中有关政策有适用期限的，将适用期限延长。 2、进一步推动协调机制“扩围增效”，扩大“白名单”覆盖范围，确保合规房地产项目“应进尽进”。

日期	发布部门	政策文件	政策内容
10月12日	财政部	新闻发布会	<p>财政部在加快落实已确定政策的基础上，围绕稳增长、扩内需、化风险，将在近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措一揽子增量政策包括支持地方化解隐性债务、支持国有大型商业银行补充核心一级资本、支持推动房地产市场止跌回稳、加大对重点群体的支持保障力度等多个方面。</p> <p>“叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳”“及时优化完善相关税收政策，还将进一步研究加大支持力度，调整优化相关税收政策”。</p>
10月17日	住建部、财政部、自然资源部、央行、金融监管总局等中央五部门	新闻发布会	<p>四个取消：主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。</p> <p>四个降低：降低住房公积金贷款利率；一套、二套房贷最低首付比例降至 15%；降低存量贷款利率；降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。</p> <p>两个增加：一是通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造。二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。</p> <p>城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。</p>
10月21日	央行	-	1 年期、5 年期以上 LPR 下调 25BP，降至 3.1%、3.6%
11月7日	自然资源部	《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》（自然资发〔2024〕104号）	<p>积极运用地方政府专项债券资金加大收回收购存量闲置土地力度，促进房地产市场平稳健康发展：</p> <ol style="list-style-type: none"> 运用专项债券资金收回收购存量闲置土地，是减少市场存量土地规模、改善土地供求关系、增强地方政府和企业资金流动性、促进房地产市场止跌回稳的关键举措。 使用专项债券资金用于收回收购土地，应由纳入名录管理的土地储备机构具体实施。 使用专项债券资金用于收回收购土地，应由纳入名录管理的土地储备机构具体实施。 市、县自然资源主管部门要依托土地市场动态监测监管系统中的处置存量闲置土地清单摸清底数，根据需要向社会发布收回收购土地征集公告，综合考虑企业意愿、市场需求、地块条件等因素，确定拟收回收购意向地块和时序安排，分批纳入土地储备计划，优先申报使用专项债券。 土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟收回收购地块开展土地市场价格评估，相较企业土地成本，就低确定收地基础价格。 收回收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发

日期	发布部门	政策文件	政策内容
11月13日	财政部、税务总局、住建部	《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	1.对个人购买家庭唯一住房(家庭成员范围包括购房人、配偶以及未成年子女,下同),面积为140平方米及以下的,减按1%的税率征收契税;面积为140平方米以上的,减按1.5%的税率征收契税。2.对个人购买家庭第二套住房,面积为140平方米及以下的,减按1%的税率征收契税;面积为140平方米以上的,减按2%的税率征收契税。 2.取消普通住宅和非普通住宅标准的城市,根据《中华人民共和国土地增值税暂行条例》第八条第一项,纳税人建造普通标准住宅出售,增值额未超过扣除项目金额20%的,继续免征土地增值税。4.北京市、上海市、广州市和深圳市,凡取消普通住宅和非普通住宅标准的,取消普通住宅和非普通住宅标准后,与全国其他地区适用统一的个人销售住房增值税政策,对该城市个人将购买2年以上(含2年)的住房对外销售的,免征增值税。
11月15日	住建部、财政部	《部署各地进一步做好城中村改造工作》	1.城中村改造政策支持范围从最初的35个超大特大城市和城区常住人口300万以上的大城市,进一步扩大到了近300个地级及以上城市这些城市符合条件的城中村改造项目均可以获得政策支持:纳入地方政府专项债券支持范围,开发性、政策性金融机构提供城中村改造专项借款,适用有关税费优惠政策,鼓励商业银行按照市场化法治化原则提供城中村改造贷款等。 2.各地要结合当地房地产市场形势,统筹考虑商品房的存量和增量,从实际出发,稳步推进城中村改造货币化安置,城市危旧房改造可参照执行。 3.各地要落实好城中村改造财税、土地、金融等支持政策,严格落实“一项目两方案”,即每个项目都要制定完备的征收补偿方案、资金平衡方案等,这样既能避免新增地方政府债务风险,又能确保征收工作顺利推进、切实维护群众合法权益,推动各项支持政策尽快落地见效。
12月9日	中央政治局会议	-	坚持稳中求进工作总基调,完整准确全面贯彻新发展理念,加快构建新发展格局,扎实推动高质量发展,进一步全面深化改革,扩大高水平对外开放,建设现代化产业体系,更好统筹发展和安全,实施更加积极有为的宏观政策,扩大国内需求,推动科技创新和产业创新融合发展,稳住楼市股市,防范化解重点领域风险和外部冲击,稳定预期、激发活力,推动经济持续回升向好
12月11日-12日	中央经济工作会议	-	持续有效防范化解重点领域风险。要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险,严厉打击非法金融活动,坚决守住不发生系统性风险的底线。积极稳妥化解房地产风险,一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求,促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度,加快构建房地产发展新模式。统筹好地方债务风险化解和稳定发展,经济大省要真正挑起大梁,为稳定全国经济作出更大贡献。

资料来源:公开资料,新世纪评级整理

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。