



2024 年房地产行业回顾与 2025 年信用风险展望

联合资信 工商评级 | 曹梦茹 | 朱一汀 | 李劲卿

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下销售及新开工降幅有所收窄，商品住宅广义库存去化周期自 9 月出现下降拐点后持续下降，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。在房地产市场供求关系发生重大变化的大背景下，2024 年以来，中央以“去库存”作为政策导向，宽松政策频出，通过降低购房门槛、购房成本以及优化住房交易契税等政策，在多方面刺激需求释放的同时鼓励“收储”，收缩供给端促进市场修复，加快构建房地产发展新模式，继续推动已出台金融政策的落地见效，促进地产市场止跌回稳。宽松政策的频出阶段性提振了市场需求，但持续性的需求端信心修复预计仍需一定时间。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、房地产行业回顾

（一）政策端

2024年，“去库存”和“保交付”依然是政策实施的重点，而重塑并稳定市场预期则需要调动市场的内生动力，确保政策的有效传导。政策继续保持宽松态势，以适应房地产市场供求关系的新变化，并推动行业向更加健康的方向转型和发展。

2024年1—11月，政策端持续致力于推动房地产市场的复苏与购房信心的恢复。自2023年7月中央政治局会议以来，政府采取了一系列措施以稳定市场，包括优化房地产调控政策、降低房贷利率、调整首付比例等。尤其在3月至9月期间，政府工作报告及多次重要会议强调防范化解房地产风险，支持不同所有制房企的合理融资需求，并提出了多项具体政策措施来促进市场平稳健康发展。例如，5月17日三政齐发，旨在从需求端降低购房门槛和成本；9月24日发布的“924一揽子政策”，进一步降低了存量房贷利率并延长了相关金融政策的有效期，同时支持收购房企存量土地。11月，财政部、税务总局、住房城乡建设部发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，明确多项支持房地产市场发展的税收优惠政策，包括优化住房交易契税政策，明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税优惠政策。契税方面，将现行享受1%低税率优惠的面积标准由90平方米提高到140平方米，并明确北京、上海、广州、深圳4个城市可以与其他地区统一适用家庭第二套住房契税优惠政策；面积为140平方米以上的，首套住房减按1.5%的税率征收契税、二套住房减按2%的税率征收契税；增值税方面，在有关城市取消普通住宅和非普通住宅标准后，对个人销售已购买2年以上（含2年）住房一律免征增值税，原针对北京、上海、广州、深圳4个城市个人销售已购买2年以上（含2年）非普通住房征收增值税的规定相应停止执行。将土地增值税预征率下限降低0.5个百分点。调整后，除保障性住房外，东部地区省份预征率下限为1.5%，中部和东北地区省份预征率下限为1%，西部地区省份预征率下限为0.5%。

表 1.1 2024 年以来中央层面房地产行业主要政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2024年2月27日	住建部	发布《关于做好住房发展规划和年度计划编制工作的通知》，要建立“人、房、地、钱”要素联动机制；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等
2024年3月5日	国务院2024年政府工作报告	提出要标本兼治化解房地产风险，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；考虑到当前房地产市场供求关系已发生重大变化，要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，推动“三大工程”相关建设，以适应房地产发展新模式
2024年3月22日	国务院常务会议	会议指出，房地产产业链条长、涉及面广，2023年以来，各地因城施策优化房地产调控，落实保交楼、降低房贷利率等一系列举措，守住了不发生系统性风险的底线；要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展；要适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快完善“市场+保障”的住房供应体系，改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式

2024年4月29日	自然资源部	发布《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》，要求各地做好年度住宅用地供应计划与住房发展年度计划的衔接；合理控制新增商品住宅用地供应，其中，商品住宅去化周期超过36个月的，应暂停新增商品住宅用地出让；商品住宅去化周期在18个月（不含）—36个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。此外，要继续大力支持保障性住房用地的供应等，促进房地产市场平稳健康发展
2024年4月30日	中共中央政治局会议	中共中央政治局会议召开并强调，要继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益；结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展等
2024年4月30日	财政部及住建部	下发《关于开展城市更新示范工作的通知》，通过确定部分基础条件好、积极性高、特色突出的城市开展典型示范，扎实有序推进城市更新行动；同时将对示范城市给予财政资金补助等
2024年5月17日	中国人民银行及国家金融监管总局	《关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知》明确首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于25%
2024年5月17日	中国人民银行	《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》，要求自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%
2024年5月17日	中国人民银行	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》要求取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；各省级分行因城施策，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）；银行业金融机构根据自身经营及客户风险，合理确定每笔贷款的具体利率水平
2024年5月17日	住建部	《关于做好住房公积金个人住房贷款利率下调相关工作的通知》，要求自2024年5月18日起，及时调整住房公积金个人住房贷款利率，并做好存量住房公积金个人住房贷款政策衔接，即对贷款期限在1年及1年以内的应实行合同利率不分段计息，对贷款期限在1年以上的，应于下年1月1日开始，按相应利率档次执行新的利率规定等
2024年6月12日	中国人民银行	召开保障性住房再贷款工作推进会，会议强调，金融机构和有关单位要按照“政府指导、市场化运作”的思路，借鉴前期试点经验，着力推动保障性住房再贷款政策落地见效，加快推动存量商品房去库存
2024年6月20日	住建部	召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议，会议指出收购已建成存量商品房用作保障性住房有利于推动已建成存量商品房去库存、助力房地产市场健康发展；会议强调，要按照“政府主导、市场化运作”的思路，坚持以需定购，合理确定可用作保障性住房的商品房房源，提前锁定保障性住房需求；坚持规范实施，防范各类风险，并用好金融支持政策等
2024年6月24日	住建部及金融监管总局	联合召开保交付政策培训视频会议，会议强调，各地要以高度的责任感和使命感，以时不我待、只争朝夕的紧迫感，压茬推进，有力有序有效推进保交房各项工作。同时，会议要求加强工作针对性，明确保交房工作的目标与标准，准确查找问题和不足。要统筹协调保交房工作，建立国家、省、市三级专班联动机制，加强政策统筹协调。此外，会议指出，为进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，更好满足城市房地产项目的合理融资需求，要压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任；完善机制组成，健全项目推送反馈管理，加大项目修复力度；加强“白名单”的审核把关；指导银行做好融资支持；做好经验总结和经验推广
2024年7月21日	中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议	发布《关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，要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
2024年7月30日	中共中央政治局会议	会议继续强调要防范化解房地产市场风险，要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式
2024年9月24日	国务院新闻办公室	发布会主要宣布多项新政，包括引导商业银行将存量房贷利率降至新发房贷利率附近，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最低首付比例由25%下调到15%。提高3000亿元保障性住房再贷款中央银行资金的支持比例，将年底前到期的经营性物业贷和“金融16条”政策文件延期至2026年底，支持收购房企存量土地
2024年9月26日	中共中央政治局	会议强调，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
2024年11月13日	财政部、国家税务总局、住房和城乡建设部	发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》。公告明确，加大住房交易环节契税优惠力度，积极支持居民刚性和改善性住房需求；降低土地增值税预征率下限，缓解房地产企业财务困难。公告自2024年12月1日起执行

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2024年，地方房地产政策主要以放宽限购，增加税收优惠为主。11月中央出台新的房地产税收政策公告后，“北上广深”四地政府均随即跟进响应出台了《关于取消普通住房标准有关事项的通知》，取消了普通住房和非普通住房标准并适用与全国统一的个人购房契税优惠政策。

表 1.2 2024 年以来各地市重要房地产政策汇总

时间	城市	主要内容
2024年1月	上海	1月13日，上海奉贤区、青浦区内与用人单位签订2年及以上劳动（聘用）合同且在本单位工作满一年、按规定在沪缴纳职工社保/个税满3年及以上、在本市无住房的非户籍人才，同时符合单位条件及个人条件的，可购买相应区域住房1套
2024年1月	广州	在限购区域范围内，购买建筑面积120平方米以上购房不限购。居民家庭将自有住房用作租赁住房，或在存量房交易系统挂牌计划出售的，购房时相应核减家庭住房套数
2024年1月	上海	1月30日，在本市连续缴纳社会保险或个人所得税已满5年及以上的非本市户籍居民，可在外环以外区域（崇明区外）限购1套住房（含新建商品住房和二手住房）
2024年1月	苏州	1月30日，购买新房、二手房不再审查套数，不做购房资格审核，新房限售政策仍为两年
2024年2月	北京	2月6日，京籍家庭购通州区住房不再需要3年以上通州户籍或近3年在通州缴纳社保/个税（仍需要通州户籍或通州劳动关系），非京籍家庭购房不再需要3年社保/个税要求
2024年2月	深圳	2月7日，本市户籍居民家庭（含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭）购房取消落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求。非本市户籍居民家庭及成年单身人士（含离异）提供购房之日前3年（原为5年）在本市连续缴纳个税或社保证明的，限购1套住房
2024年3月	杭州	3月14日，本市范围内购买二手房，不再审核购房人资格；本市范围内个人出售住房的增值税征免年限统一调整为2年
2024年4月	长沙	4月18日，本市范围内购买商品住房不再审查购房者资格条件
2024年4月	北京	3月27日，取消“离异3年内不得京内购房”审核； 4月22日，本市离婚不满一年，如果现家庭无住房，将执行首套房贷政策； 4月30日，在执行现有住房限购政策的基础上，允许部分符合条件的居民家庭（含夫妻双方及未成年子女）或成年单身人士，在五环外新购买1套商品住房（包括新建商品住房和二手住房）
2024年4月	天津	4月30日，北京市、河北省户籍居民和在北京市、河北省就业人员在津购买住房的，享受本市户籍居民购房政策；本市户籍居民在市内六区购买单套120平方米以上新建商品住房的，不再核验购房资格；对有60周岁（含）以上成员的居民家庭或生育二孩及以上的多子女家庭，可凭居民家庭户口簿等材料，在认定住房时核减1套
2024年5月	深圳	5月6日，非本市户籍居民家庭及成年单身人士（含离异）在盐田区、宝安区（不含新安街道、西乡街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区（简称部分区域）范围内购买住房，个税/社保年限由3年降至1年。本市户籍多孩家庭，可在部分区域内增购一套。符合条件的企事业单位，可在部分区域购买商品住房，用于解决员工住房等需求； 5月28日，首套房最低首付款比例由30%降至20%，二套房由40%降至30%。首套房商业性个人住房贷款利率下限由LPR-10BP降至LPR-45BP，二套由LPR+30BP降至LPR-5BP
2024年5月	西安	5月9日，全面取消我市住房限购措施，居民家庭在全市范围内购买新增商品住房、二手住房不再审核购房资格；首次使用公积金贷款购房时，首付比例不低于20%；结清首次公积金贷款后，再次使用公积金贷款购房的，首付比例不低于25%
2024年5月	杭州	5月9日，在本市范围内购买住房，不再审核购房资格
2024年5月	上海	5月27日，非本市户籍居民家庭购房社保/个税年限由5年降为3年。非本市户籍单身人士购房范围，扩大至外环内二手住房。对夫妻离异后购房的，不再按离异前家庭计算拥有住房套数。多孩家庭可多购一套。支持企业购买小户型二手住房用于职工租住，不再限定购房套数。 首套首付比例由30%降至20%，二套首付比例自贸区临港新片区及6个郊区由40%降至30%，其他区域由50%降至35%。首套商贷利率降至3.5%，二套利率自贸区临港新片区及6个郊区降至3.7%，其他区域降至3.9%
2024年5月	广州	5月28日，在越秀、海珠、荔湾、天河、白云（不含江高镇、太和镇、人和镇、钟落潭镇）、南山等区购买住房的非本地户籍居民家庭社保/个税年限降至6个月；非限购区内，2套及以上住房并已结清贷款的居民家庭，再申请贷款，银行审慎把握并具体确定。居民家庭在购房所在区内无住房且符合购房条件的，新购住房贷款可按首套住房认定。首套首付由30%降至15%，二套首付由40%降至25%取消贷款利率下限
2024年6月	苏州	6月2日，全市范围内不再审核购房资格；取消首套房和二套房个人住房贷款利率下限，商业银行可根据客户风险状况，自主确定每笔贷款的具体利率水平。首套房最低首付比例由不低于20%调整为不低于15%，二套房最低首付比例由不低于30%调整为不低于25%
2024年6月	北京	6月26日，按照因城施策原则，调整本市新发放商业性个人住房贷款最低首付比例及利率下限。购买首套住房最低首付款比例调整为不低于20%，贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减45个基点，调整后5年期以上房贷利率下限目前为3.5%。购买二套住房位于五环以内的，最低首付比例调整为不低于35%，贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减5个基点，调整后5年期以上房贷利率下限目前为3.9%；位于五环以外的，

		最低首付比例调整为不低于 30%，贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减 25 个基点，调整后 5 年期以上房贷利率下限目前为 3.7%
2024 年 7 月	南京	7 月 5 日，全市取消商品房项目公证摇号销售要求，由开发企业自主销售
2024 年 8 月	成都	8 月 12 日，在本市范围内新购买住房，只核查购房人在拟购住房所在区（市）县范围内住房情况，无住房的，认定为首套房。在拟购住房区（市）县范围内有住房的且正在挂牌出售的，住房套数相应核减
2024 年 9 月	广州	9 月 27 日，广州市南沙区住房和城乡建设局发布《关于优化调整南沙区房地产政策的通知》，宣布在南沙区范围内购买商品住房不再审核购房资格
2024 年 11 月	北京	11 月 18 日，北京市住房和城乡建设委、北京市财政局、国家税务总局北京市税务局联合印发《关于取消普通住房标准有关事项的通知》（以下简称《通知》）宣布，北京市将取消普通住房和非普通住房标准，自 2024 年 12 月 1 日起施行
2024 年 11 月	上海	11 月 18 日，为贯彻落实国家工作部署，更好满足居民刚性和改善性住房需求，经上海市政府同意，上海市住房和城乡建设管理委、上海市房屋管理局、上海市财政局、国家税务总局上海市税务局等四部门联合印发《关于取消普通住房标准有关事项的通知》，自 2024 年 12 月 1 日起施行。
2024 年 11 月	深圳	11 月 19 日，深圳市住房和建设局、深圳市财政局、国家税务总局深圳市税务局等三部门联合印发《关于取消普通住房标准有关事项的通知》，明确自 2024 年 12 月 1 日起取消普通住房和非普通住房标准，并对相关征税问题予以明确
2024 年 11 月	广州	11 月 22 日，广州市住房和城乡建设局、广州市财政局、国家税务总局广州市税务局发布关于取消广州市普通住宅和非普通住宅标准的通知。原《广州市国土房管局 广州市财政局 广州市地方税务局关于我市享受优惠政策普通住房标准的通知》（穗国房字〔2005〕375 号）同时废止。

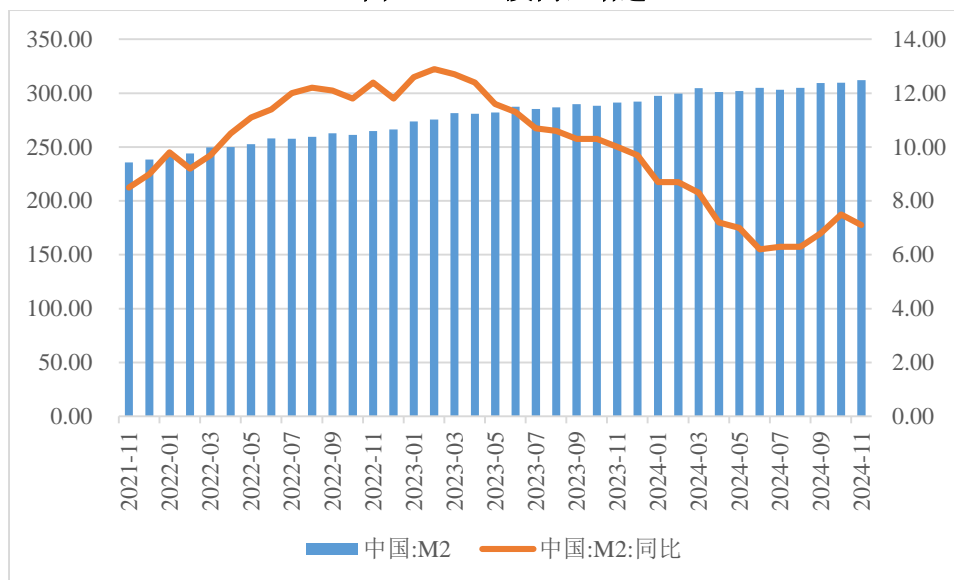
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）融资端

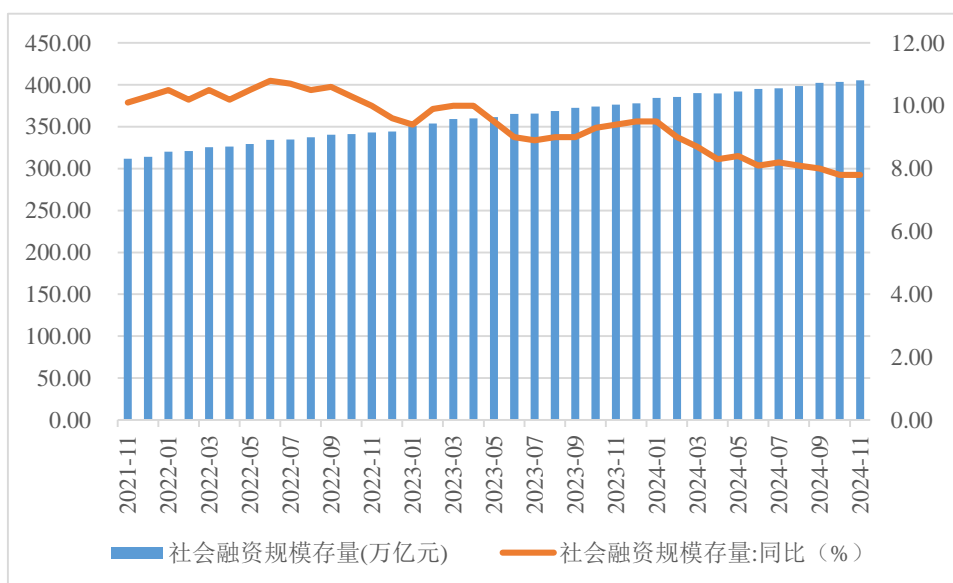
2024 年，中国房地产行业的融资环境整体上延续了宽松态势，但实际改善效果有限。尽管政府和央行推出了一系列旨在支持房企融资的政策措施，包括降低 LPR 利率、优化经营性物业贷款管理、设立保障性住房再贷款以及扩大“白名单”项目贷款规模等，这些措施在一定程度上缓解了个别优质房企的资金压力，但在行业下行压力未减、债务违约风险犹存的情况下，大部分房企尤其是中小型和高负债房企的流动性问题仍较为严峻，其融资环境短期内难以获得实质性改善。

1. 社会融资

2024 年以来，M2 增速自年初高位继续趋势性回落；2024 年下半年随着经济复苏动能有所放缓，社会融资规模同比增速小幅上扬，但居民和企业信贷需求仍有待改善。2024 年 11 月，中国人民银行发布了《2024 年第三季度中国货币政策执行报告》，强调平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系，坚定坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性，为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境。

图 1.1 M2 及同比增速


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

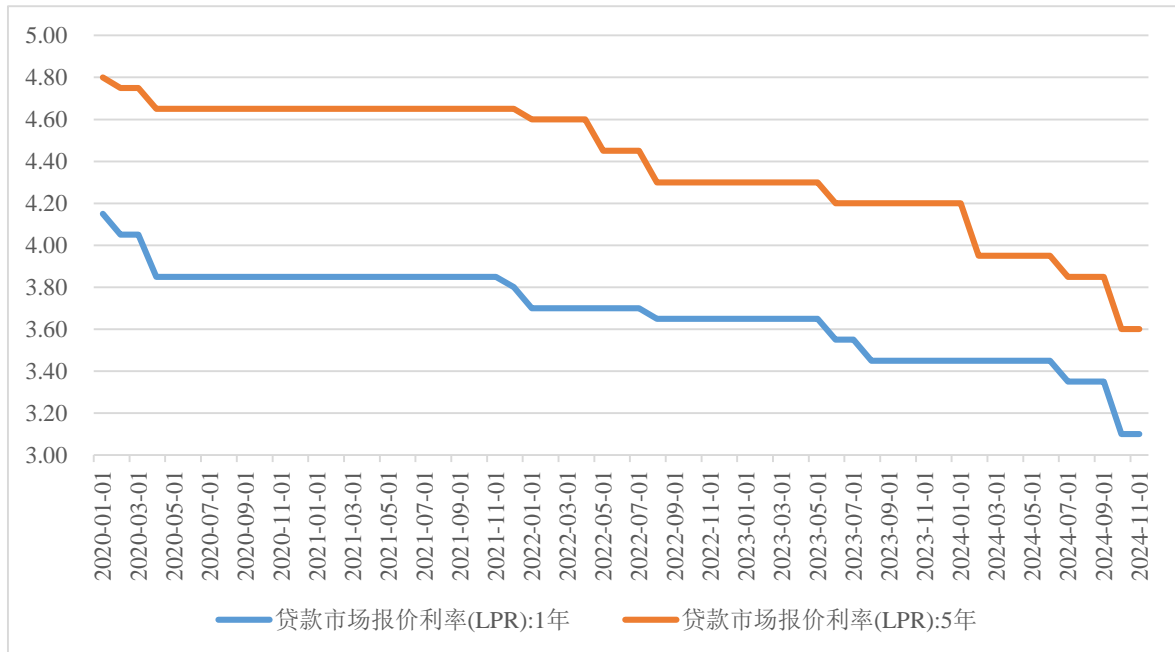
图 1.2 社会融资规模存量及同比增速


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

社会融资成本方面，2024 年以来实体经济融资成本稳中有降。LPR 在 2022 年 8 月时隔 10 个月后，于 2023 年 6 月再次进入下行通道并保持至今。2024 年 2 月，5 年期 LPR 下调 25 个基点至 3.95%，1 年期 LPR 保持不变；2024 年 7 月，1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 对称下调 10 个基点至 3.35% 及 3.85%；2024 年 11 月，1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 对称下调 15 个基点至 3.10% 及 3.60%。“5.17”央行新政，取消全国层面首套

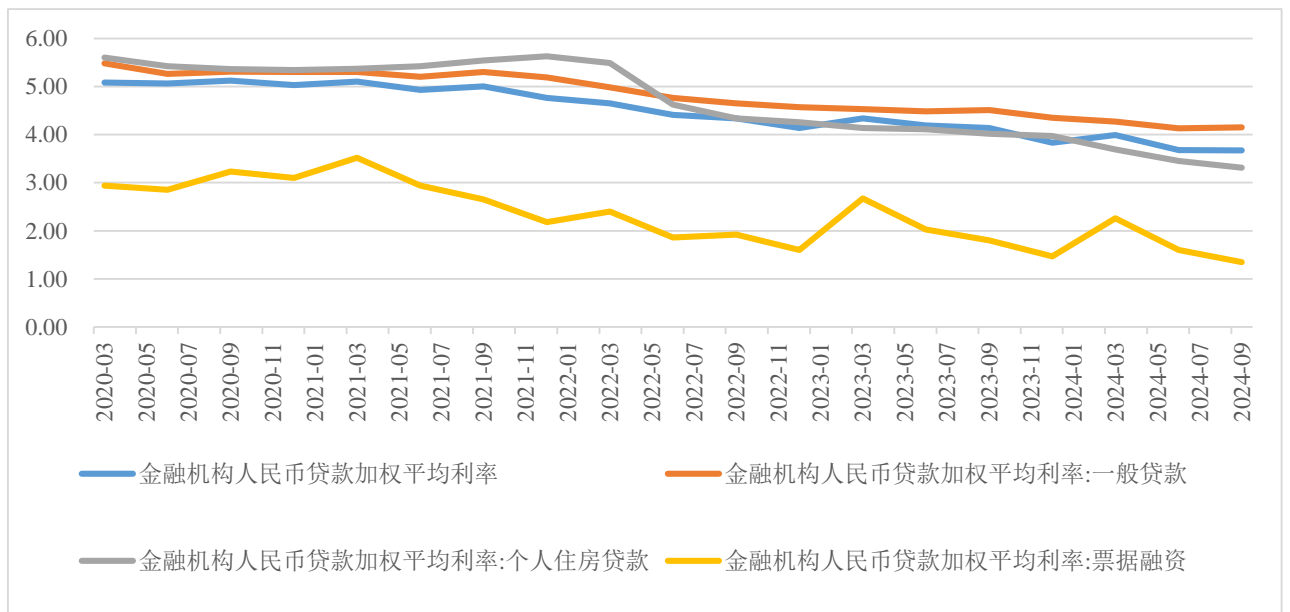
住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。

图 1.3 LPR 报价利率走势（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 1.4 金融机构人民币贷款加权平均利率（单位：%）

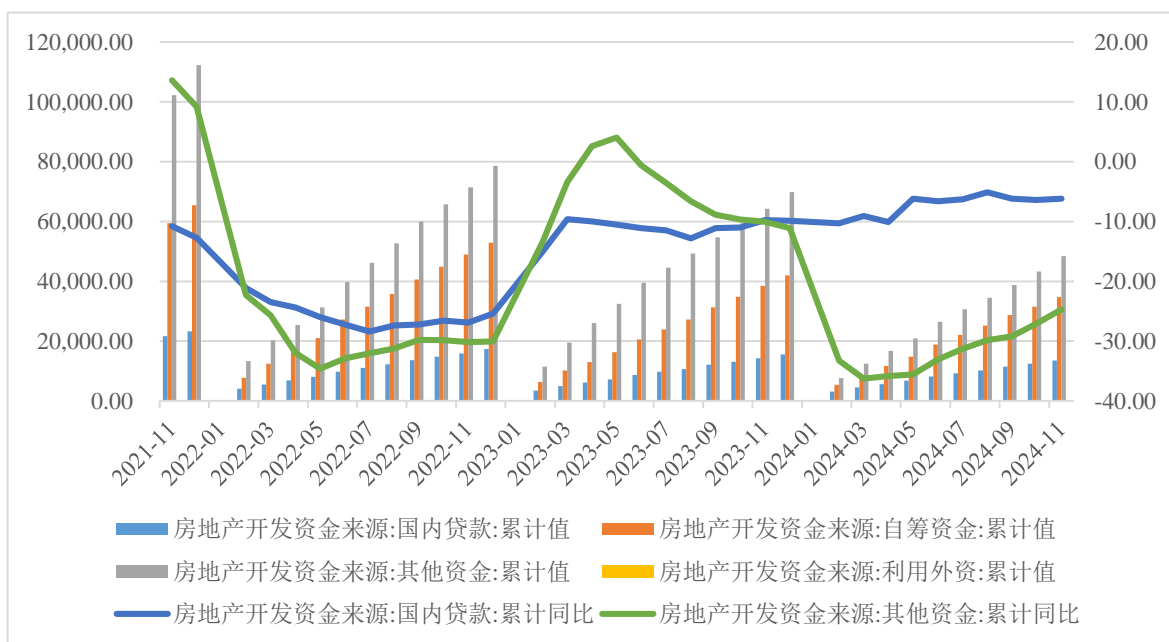


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2. 房企融资

2024 年以来，政策端以“有序防范化解金融风险，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”为目标，整体延续宽松的融资环境。1 月，中国人民银行及国家金融监督管理总局发布《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，明确经营性物业贷可用于偿还集团存量房地产领域相关贷款和公开市场债券。为进一步建立并落实房地产融资协调机制，1 月以来中央多次开会强调，对符合“白名单”条件的项目“应进尽进”，商业银行对合规“白名单”项目做到“应贷尽贷”，对合理融资需求做到“应满尽满”，房企项目层面融资环境得到一定程度改善。此外，年初政策性银行再次给予“三大工程”资金支持，新增 1500 亿元 PSL；3 月，多家房企消费类基础设施 REITs 发行上市，助力其商业资产流动性得以增强；在“去库存”方面，央行于 5 月 17 日宣布拟设立 3000 亿元保障性住房再贷款，加快推动“市场+保障”的住房供应体系的建立；6 月，中国人民银行货币政策委员会例行会议表示要继续推动已出台金融政策的落地见效；7 月，1 年期及 5 年期 LPR 实现年内的第二次调降，企业端与居民端偿债压力得到进一步缓解；10 月，“白名单”数量和项目贷款规模均扩容，并迎来年内第三次 LPR 调降。综合来看，近期出台的利好政策受益群体有限，资质偏弱的房企仍面临融资困境；加之房地产行业下行态势尚未逆转，债务违约事件仍在上演，房企自身流动性的改善取决于销售端的回暖，预计行业融资环境短期内仍很难得到实质性改善。

图 1.5 2024 以来房地产开发资金来源情况（单位：亿元、%）

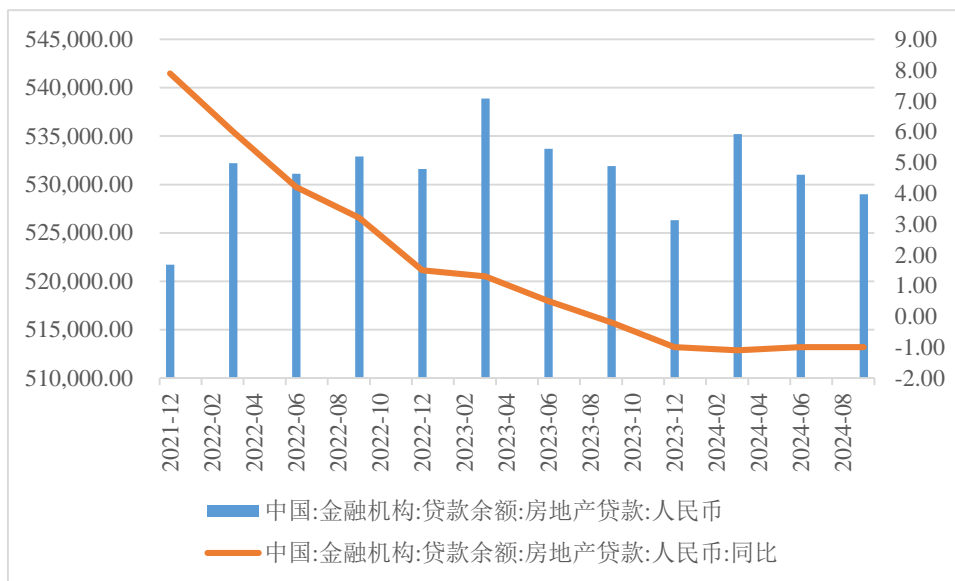


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

(1) 银行信贷

从房企主要融资渠道银行信贷来看，受行业下行影响，近年来银行信贷流向房地产领域的增速大幅下降。截至 2024 年 9 月底，国内金融机构房地产贷款余额为 52.9 万亿元，同比下降 1.00%，持续负增长。

图 1.6 金融机构房地产贷款余额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

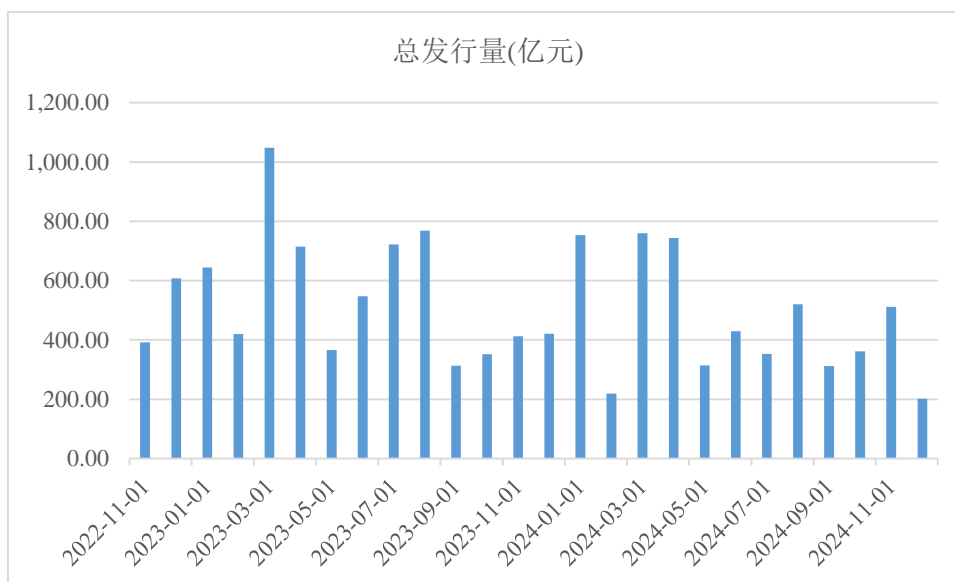
自 2022 年 11 月央行、银保监会发出“第一支箭”——“金融 16 条”发布后，各大银行密集与优质房地产企业达成银企合作协议并提供授信。在国有银行加大对房企的授信力度后，股份制银行和城商行也陆续加入对房企的授信，获益房企对象也从全国性龙头房企逐步扩容至地方性房企和出险房企。2024 年 1 月，中央多次开会强调并持续推进项目“白名单”贷款融资协调机制。但值得注意的是，金融机构出于对自身风险把控等考量，对房企的贷款审批态度较为谨慎，房企项目层面融资环境得到一定程度改善，但对房企提供流动性贷款的难度仍较大，叠加在行业流动性持续承压背景下，后续政策对房企融资端修复路径和效果有待观察。

(2) 国内债券

2024 年房企信用债发行量较上年同期显著收缩，中国人民银行及国家金融监督管理总局发布《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，明确经营性物业贷可用于偿还集团存量房地产领域相关贷款和公开市场债券，债券兑付压力有所减弱，但发行总量仍被严格控制，信用债发行量边际递减。具体来看，2024 年，房地产开发类企业境内信用债发行金额同比下降 18.56%，一方面原因是间接融资方式的成本优势，另一方面原因是投资信心恢复需销售端回暖支撑，伴随着行业继续下行探底，短期内房企

国内信用债发行规模修复空间有限。

图 1.7 房地产开发类企业境内信用债发行情况

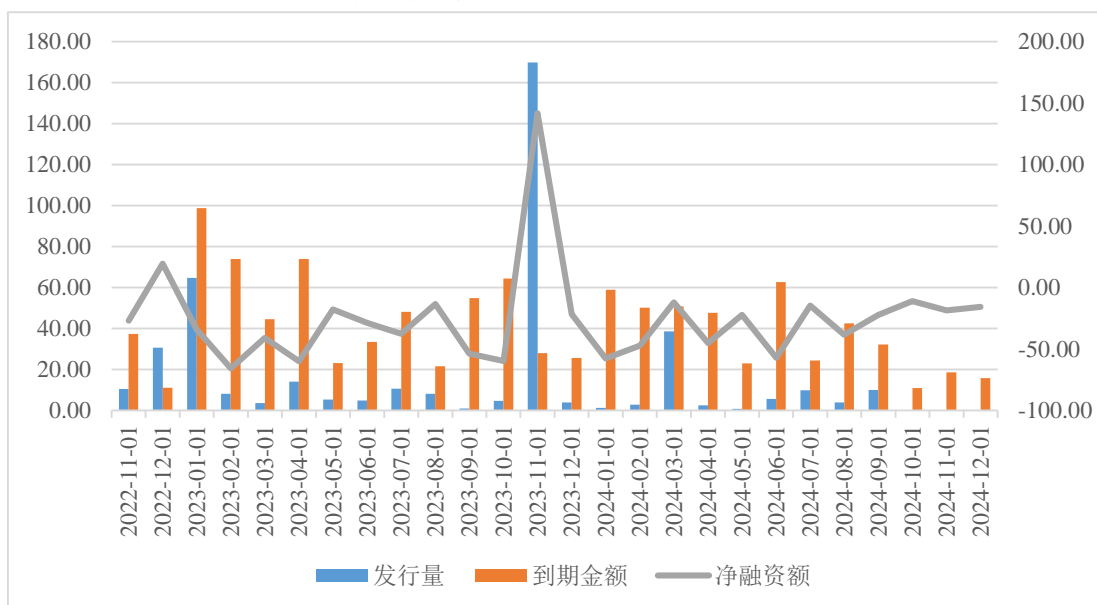


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

(3) 美元债

受境内房企展期、违约事件频发、境外评级被大量下调以及多数出险房企“弃外保内”等因素影响，投资者对房地产行业风险偏好显著下行，2021年以来境内房企美元债发行规模保持低位，多数月份美元债净融资额为负。结合当前国内房地产市场现状看，“内保外贷”效果不佳，海外融资渠道基本见底；房企现阶段融资环境仍不容乐观，且美元债在实际偿还过程中劣后于其他借款，预计房企美元债市场短期内恢复难度较大。

图 1.8 2022 年以来境内房企美元债融资情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 wind 整理

（4）信托融资

近年来，以信托融资为代表的非标融资延续强监管，房地产信托发行与成立规模均大幅下降。2024 年 1—8 月，据用益信托网数据显示，投向为房地产类的国内集合信托产品发行规模为 185.92 亿元，同比下降 56.77%；投资领域为房地产的国内集合信托产品成立规模为 40.52 亿元，同比下降 84.13%。近年来银保监会要求严控房地产信托规模，房地产信托规模显著下降，结合当前房地产市场环境看，未来房地产信托规模或将继续缩减。

（5）权益融资

2022 年 11 月，证监会恢复上市房地产企业股权融资渠道及再融资等措施，即“第三支箭”股权融资。截至 2024 年 11 月，上市房企在境内的定增推进仍较为缓慢，如保利发展、大名城等已经被交易所同意注册的增发方案至今仍未完成，同时还有多家房企宣布终止定增，A 股上市房企整体股权融资进程最终落地情况仍需关注。

（三）供需端

2024 年，中国房地产市场在供需两端均面临严峻挑战。从供给端来看，土地供求规模显著收缩，新房销售市场的疲弱、房企投资的谨慎态度以及政府对新增商品住宅用地供应的合理控制，共同导致了土地市场的低迷。需求端方面，人口结构变化、经济增速放缓及居民收入增长的不确定性等因素叠加，使得购房者观望情绪浓厚，加杠杆意愿较低。此外，尽管有政策支持改善型住房和降低首付比例等措施出台，但这

些政策对市场需求的刺激作用有限，且可能增加居民的财务负担，在当前经济环境下效果有待观察。

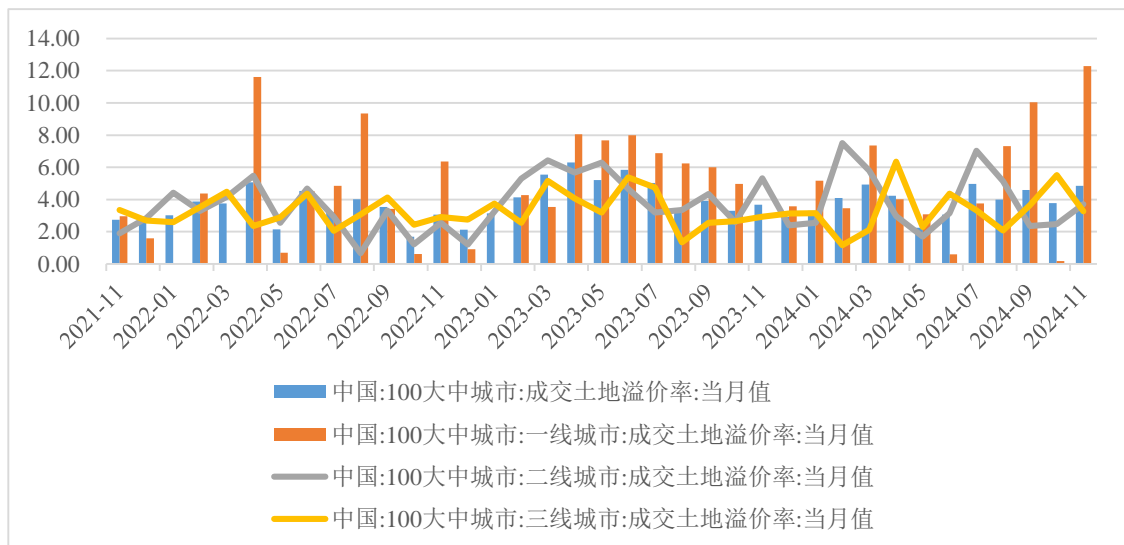
1. 供给端

土地供求方面，在新房销售市场依旧疲弱、房企投资谨慎以及自然资源部提出的“合理控制新增商品住宅用地供应”等综合影响下，土地供求规模均收缩；根据中指研究院统计，2024年1—11月，全国300城住宅用地推出4.06亿平方米，同比下降31.38%；住宅用地成交2.53亿平方米，同比下降27.41%。整体看，2024年，除少数优质城市或优质地块竞拍激励，其他地市土拍市场热度不高，加之土地供应规模缩减，城市土拍节奏放缓，导致土地流拍总数下降。同时，由于房企拿地趋于谨慎，出现遇冷地块的情况下，城市多选择取消、终止交易，导致流拍率保持相对低位。

从土地成交数据来看，2024年1—11月，100大中城市成交土地规划建筑面积10.6亿平方米，同比下降13.17%；分城市能级来看，一线城市成交土地规划建筑面积同比下降36.7%，二线城市成交土地规划建筑面积同比下降41.5%，三线城市成交土地规划建筑面积同比下降12.85%，整体看，受房地产市场看跌情绪影响，土地成交规模持续下降。

2024年1—11月，土地成交楼面均价和溢价率均较去年同期下降，一二三线城市成交溢价率均呈低位波动态势。除上海、杭州、成都等少数城市优质地块房企竞拍激烈、触发高溢价外，多数城市均以底价成交为主，其中三四线城市土地流拍现象较为严重，整体土地市场仍旧低迷。

图 1.9 100 大中城市成交土地溢价率情况（单位：%）

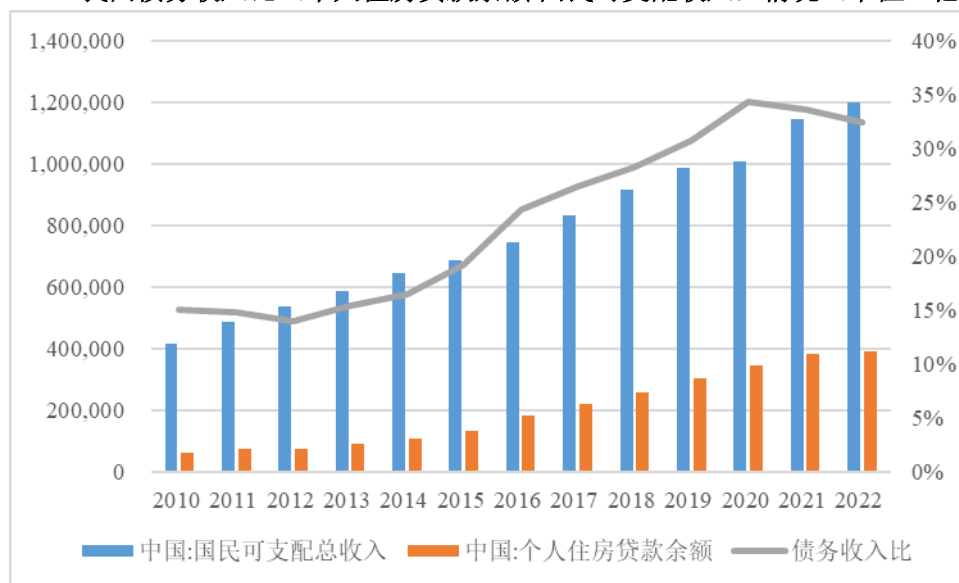


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2. 需求端

长期看，房地产需求的硬上限为人口和购买力，我们使用居民贷款余额/可支配收入来衡量居民杠杆率水平；我国居民债务收入比总体呈上升态势，尤其是 2009 年和 2016 年增速较快。2021 年，受居民收入水平增长影响，居民债务收入比（个人住房贷款余额/国民可支配收入）同比略有下降。2022 年以来，受宏观经济下行、居民提前偿还房贷及购房者信心不足影响，个人住房贷款余额呈小幅下降趋势。截至 2024 年 9 月底，个人住房贷款余额较上年底下降 1.60%至 37.56 万亿元。“924 一揽子政策”进一步调低二套房首付比例且不再区分首套还是二套，为历史最低比例，在一定程度上将刺激改善型住房需求，对于未来不再区分购房利率、税费等方面留下调整空间。但降低购房门槛将加重居民购房杠杆比重，在目前经济环境承压、收入预期尚未恢复的背景下，降首付政策的实施效果有待观察。

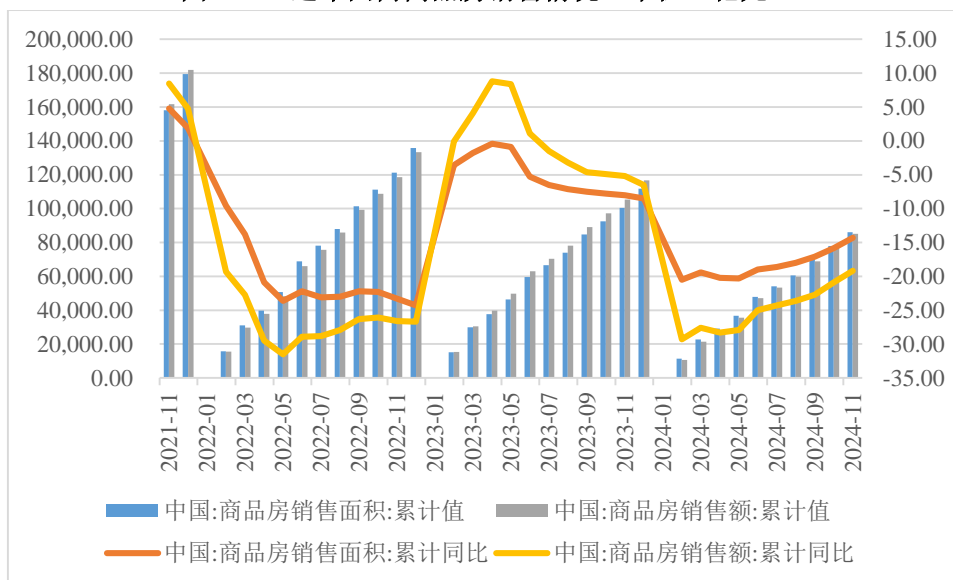
图 1.10 我国债务收入比（个人住房贷款余额/国民可支配收入）情况（单位：亿元、%）



注：最新国民可支配收入仅更新至 2022 年底

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从销售情况看，受目前市场信心不足影响，2024 年 1—11 月，全国商品房销售面积与销售额分别为 8.61 亿平方米和 8.51 万亿元，同比分别下降 14.3%和 19.2%；截至 2024 年 11 月底，全国商品住宅广义库存去化周期为 25.84 个月，自 9 月出现下降拐点后持续下降，去库存略显成效，但库存去化周期仍处高位，短期内去库存仍是行业重点。2024 年 11 月，70 个大中城市中各线城市新建商品住宅销售价格同环比均下降，其中环比降幅总体收窄、同比降幅扩大，房价仍在下跌通道。

图 1.11 近年国内商品房销售情况（单位：亿元、%）


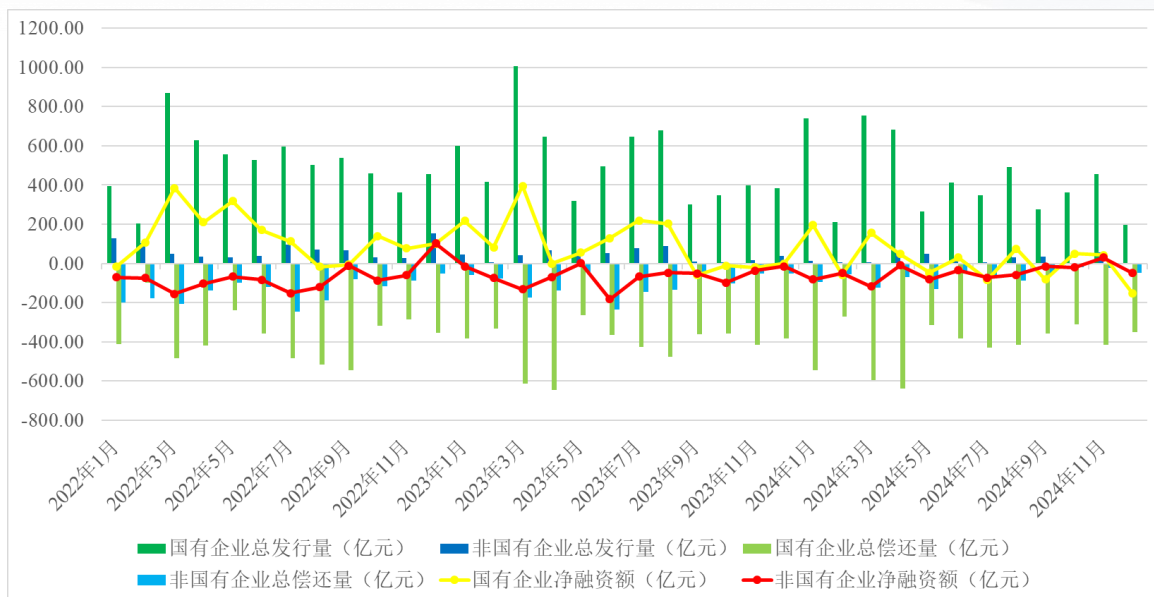
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

二、房企信用表现和基本面

（一）境内信用债融资持续收缩，民营房企债务整体处于净偿还状态，同时 2023 年 9 月以来国有房企净融资空间有所收窄。

从境内信用债融资情况来看，2022 年以来房地产开发企业信用债发行规模呈下降趋势。其中，2024 年 1—11 月同比下降 16.32%，国有房企和非国有房企发债规模均下降，但国有房企发债规模仍高于非国有房企。从净融资情况来看，国有房企整体所处融资环境较好，但在新增投资减少及债务陆续进入偿还期等因素的综合影响下，2023 年 9 月以来净融资空间有所收窄；同时，2022 年以来非国有房企基本处于债务净偿还状态，仅 2023 年 5 月及 2024 年 11 月新增融资情况有所突破，实现融资净流入。

图 2.1 2022 年以来国有及非国有房地产开发企业境内信用债融资情况

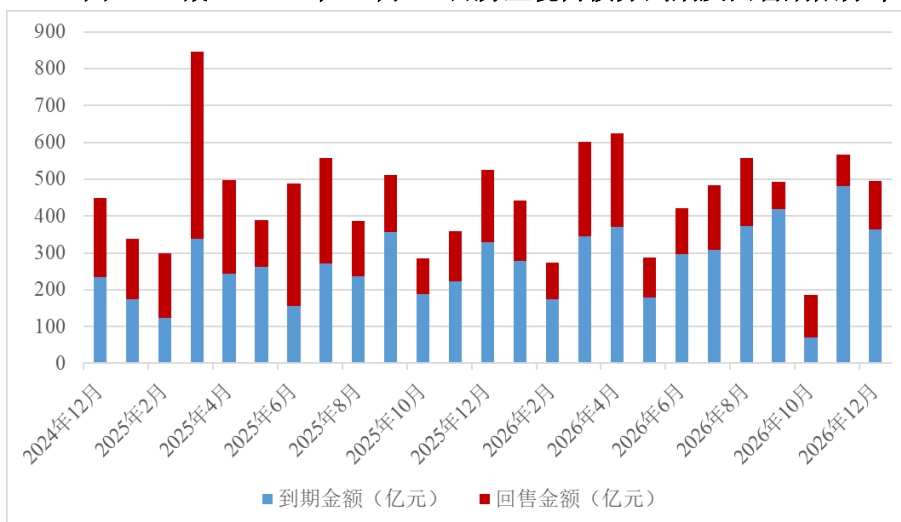


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2022年11月以来在“第二支箭”支持下，部分民营房企成功发行中债增担保债券。其中，2023年共有12家民营房企发行192亿元中债增担保债券；在中债增担保的支持下民营房企公开市场融资渠道有所改善，但由于担保资产限制和资产质量要求较高，仅少数民营房企获得中债增担保发行资格。对大部分民营房企来说，融资能力并未得到实质性改善。2024年1—11月，仅新希望五新实业集团有限公司、新城控股集团股份有限公司、金辉集团股份有限公司、深圳市卓越商业管理有限公司及美的置业集团有限公司五家民营房企获得中债增担保，合计发行债券规模58.00亿元，发行规模及数量均同比大幅下滑；同时，房企销售端疲态依旧，市场信心尚未实质性回暖，民营房企信用资质及主动融资能力仍有待修复。

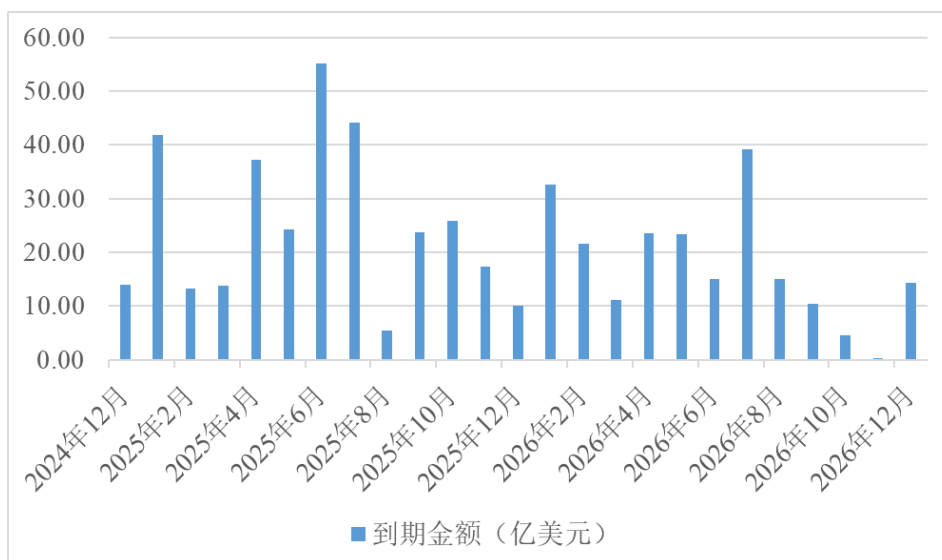
（二）债券到期压力不减，民营房企偿债依赖内生现金流

截至2024年12月12日，房企境内存续债券中已实质违约债券共135只（债券类型包括公司债、中票、短融、定向工具、ABS和可交换债；对应债券金额1363.78亿元），若剔除该部分，剩余债券将于2025年3月、7月和12月迎来偿债高峰期，且2026年到期压力不减（合计到期金额3658.36亿元）。境外债方面，2025年1月、6月及7月到期债券规模较大。由于境外再融资环境自2021年下半年以来持续处于冰封状态，加之美元加息后发行及兑付成本上升，境外债券难以进行“借新还旧”。此外，境外存续债中发行主体主要为民营房企，考虑到房地产行业进入下行期后民营房企获得的融资资源相对受限，偿债资金仍依赖于销售回款或资产处置后的资金回笼，需持续关注房企销售回款情况与流动性风险情况。

图 2.2 截至 2024 年 12 月 12 日房企境内债券到期及回售期限分布


注：上图统计数据含已展期债券

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 2.3 截至 2024 年 12 月 12 日中资房企境外债到期债务期限分布


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

(三) 亏损房企增多，行业盈利继续探底；投资缩表，存货总量下降

我们从房地产开发企业存续主体中选取 127 个样本主体（含已违约房企），对其 2022 年以来财务数据进行分析。2022 年行业平均营业收入首次出现下降，2023 年虽短暂回升，但 2024 年以来样本房企收入实现情况同比趋弱。受毛利率下降及计提较大规模资产减值损失的综合影响，行业盈利状况整体承压，其中已违约房企接连发生亏损导致行业净利润水平持续走弱。从个体情况来看，仅行业头部房企及区域龙头房企在行业下行期仍保持盈利状态（按样本个数计算，占比为 27.74%）。随着房地产行

业分化的进一步加剧，发生亏损的房企数量不断增加，国有房企及非国有房企均面临盈利下滑风险。

在市场信心持续低迷的情况下，房企投资意愿较为谨慎，叠加资产价值波动加剧，样本房企平均存货规模自 2022 年底以来持续下降。伴随行业销售规模的下降，2022 - 2024 年 6 月底样本房企平均预售房款规模（合同负债及预收账款）有所减少，对未来收入结转支撑力度减弱，预计后续房企收入仍将维持下降趋势。

表 2.1 样本房企财务数据及财务指标（单位：个、亿元）

项目		2022 年	2023 年	2024H1	2024Q3
亏损企业个数		47	58	63	45
营业收入	平均值	435.99	450.88	157.48	240.02
	中位数	193.02	183.28	59.12	101.74
资产减值损失	平均值	-15.93	-25.67	-3.94	-4.51
	中位数	-5.36	-7.69	-0.10	-0.68
存货	平均值	1203.36	1079.56	1060.88	1068.36
	中位数	612.07	590.12	594.11	583.65
合同负债及预收账款	平均值	535.09	422.62	402.19	425.99
	中位数	211.93	164.45	138.44	135.74
净利润	平均值	-5.09	-26.94	-12.70	-1.50
	中位数	2.43	0.91	-2.70	-0.10
销售毛利率	平均值	19.72%	19.01%	18.15%	19.22%
	中位数	18.97%	16.01%	14.63%	15.69%
ROE	平均值	-21.00%	-21.28%	--	--
	中位数	1.38%	0.37%	--	--

注：由于样本房企中部分主体不披露 2024 年三季度财务数据，上表三季度数据仅列示未分析

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

（四）未来房企信用风险关注点

房企偿债的主要来源包括销售回款、在手可动用货币资金及再融资的资金流入等。2024 年以来房地产行业仍在下探寻底，但在宽松政策的刺激之下房企销售降幅有所收窄，融资利好政策亦在持续释放，长期来看房企现金流将有所改善，短期仍需关注房企在手项目变现情况。出于自身经营安全性的考虑，2024 年以来房企投资仍较为谨慎，仅高能级城市及热点板块可维持一定拿地热度。对于长期未及时进行土储补充及换仓的房企来说，随着可快速去化项目的持续销售，未来将面临无货可推的局面，最终将面临流动性风险。考虑到目前尚未出险的民营房企屈指可数，加之销售端压力未减，若无法及时获得融资支持，信用风险终将爆发。而对于存货质量一般的国有房企，在经历行业长期下行之后，财务压力逐渐凸显，偿债更加依赖外部支持，需关注股东对其的支持可能性及意愿。

三、房企信用风险展望

（一）政策持续宽松，重点仍在稳定预期

2024年，《政府工作报告》政府工作报告继续将有效防范房地产风险作为工作重点，提出要标本兼治化解房地产风险，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；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。4月，中共中央政治局会议提出要统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，以“去库存”作为政策导向，各地因城施策，推出“以旧换新”“卖旧买新”“房票补贴”等激励政策。“924降低存量房贷利率”、“929金融政策四箭齐发”等调控政策相继出台。2024年内宽松政策持续释放，通过多种举措，从保交房、释放购房需求、去库存等多个关键着力点综合施策，以适应房地产市场供求关系的全新变化，促进房地产市场平稳健康发展。

从政策效果来看，地产市场经历了较长时间的低位运行，宽松政策的频出阶段性提振了市场需求。2024年1—11月新建商品房销售额以及房屋新开工面积同比降幅有所收窄，保交付工作得到有效促进，同时，放松限购、限售、限价，到实施降税、降费、降首付、降利率等相关政策落地，推动房地产市场流动性得到了一定程度的缓解。但长期来看，经济增速及城镇化进程的放缓、人口下降、对未来收入及预期的不确定性均导致居民观望情绪延续、加杠杆意愿不强，市场企稳预期时间明显延长，政策传导效果仍有待延长且政策仍有优化空间。从政策趋势上看，12月，中央经济工作会议定调要“持续用力推动房地产市场止跌回稳”。预计2025年，“去库存”及“保交付”仍为政策实施重点。宽松政策持续释放，表明中央稳定房地产市场的决心，预计楼市企稳前，房地产政策仍将延续宽松基调。

（二）供给端的收缩促进市场修复，短期去库存压力仍较大

目前，房地产市场活跃度整体偏弱，仍处于供应相对过剩和需求疲软的状态。“924一揽子政策”在一定程度上刺激改善型住房需求。但降低购房门槛将加重居民购房杠杆比重，在目前经济环境承压、收入预期尚未恢复的背景下，降首付政策的实施效果仍有待观察。供给端方面，房企拿地意愿持续低迷，除部分核心一二线等少数城市优质地块房企竞拍激烈、触发高溢价外，多数城市均以底价成交为主，各地表现延续分化，预计短期内土地市场优质地块竞争仍激烈，但整体土地市场或延续低迷态势。截至2024年11月底，全国商品住宅广义库存去化周期自9月出现下降拐点后持续下降，但库存去化周期仍处高位，短期内去库存仍是重点。9.26中央政治局会议中提到“严控增量，优化存量、提高质量”，通过供应端收缩等措施促进市场修复，从而实现房

地产市场企稳。长期来看，经济复苏放缓、出生人口增速下降、人口老龄化加速以及城镇化进入减速阶段等因素，持续压低房地产市场的整体预期，对房地产行业长远发展形成了更大的挑战。

（三）提升产品力、找准定位，顺应转型将是房企未来发展方向

2024年，政策通过“白名单”“收储存量房”“利用专项债券收回土地”等方面持续加大对房企支持力度，给予房企资金支持，但政策主要针对符合条件的项目，并非房企主体，重点仍在保交楼、保民生，通过对项目输血盘活因房企债务问题导致停滞的优质资产。房企资金回笼仍继续承压，且债务偿还的核心需房企靠自身销售回款或资产处置进行资金回笼。整体看，行业内房企信用风险仍较大，需持续关注债务集中到期房企的流动性管理能力。

本轮长期且深度的行业洗牌仍在继续，多项政策落地后，核心城市市场流动性有所加快。在当前供大于求的背景下，消费者对产品要求不断提高，在多项政策的促进下，核心区位优质产品市场中仍能脱颖而出。在此阶段，房企应把握政策窗口期，提升产品质量、加大产品销售力度从而实现资金快速回笼。对于房企而言，构建产品差异化策略、提高房屋建筑质量和优化消费者居住体验为未来实现可持续化发展的重点。此外，各类房企应根据自身资质调整经营策略，在新的发展阶段找准定位，实现差异化发展及转型。随着发展模式的转变，近年来，传统房地产开发业务收入和利润持续大幅下滑，通过降负债、谨慎拿地和加大竣工力度等方式退出或收缩地产业务成为部分房企的选择。同时，房企开始在其他业务上发力，加大新兴业务规模成为不少房企新的利润增长点，如商业地产、住房租赁和代建等。但目前商业地产、租赁市场环境受宏观经济等因素影响仍呈下降趋势，房企仍需要在业务模式、经营策略上做出调整，以应对市场的起伏变化。预计未来有产业且布局一二线城市产品力强的房企或企稳，三四线城市产品多的房企仍面临较大压力。

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。