



2025年一季度房地产行业研究：

两会定调房地产发展主线，核心城市呈现结构性回暖

文/马天姿、刘博雅、段宏昱

摘要

2025年初，政府工作报告中系统部署了房地产行业政策，整体以“防风险、稳预期、促转型”为主线，提出多项针对性举措为当前房地产行业指明了发展方向。2025年一季度，房地产市场整体呈现止跌回稳迹象，核心城市呈现结构性回暖；受国债收益率下滑影响，2025年一季度信用利差平均数较2024年度有所上升；债市方面，行业融资端修复效果有限，但是信用风险蔓延得到进一步控制。预计2025年，房地产发展新模式将成为重要发展方向，但具体形式仍在探索中；两会政策逐步落地，房地产市场供需状况将持续改善；信用利差将整体保持稳定，但未来一年仍处于偿债高峰，债务偿还压力以及债务置换需求均较大，需重点关注2025年非国有企业融资环境的改善情况。

正文

一、行业政策

宏观层面，2025年初政府工作报告中系统部署房地产行业政策，以“防风险、稳预期、促转型”为主线。具体来看，2025年3月5日，国务院总理李强作政府工作报告，将房地产工作纳入“有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线”的框架之下，首次将“稳住楼市股市”写入政府工作报告总体要求，并再次强调了“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，同时提到“更大力度促进楼市股市健康发展”。

需求端，两会提出多项针对性举措，强调进一步放松限制，叠加制度升级，多层次刺激需求释放。2024年住建部会议提出要坚持因城施策以来，广州、上海、苏州、北京、深圳等城市先后出台新政策，对限购政策进行优化调整。此外，个人住房贷款利率及存量首套住房贷款利率的调整、降低等政策接连出台。同时，2024年三季度国家多部门联合实施四个取消、四个降低、两个增加的“组合拳”政策，以此推动市场止跌回稳。2025年以来，政府工作报告中再提“因城施策调减限制性措施”，调减一词明确了限制政策将进一步放宽，或将刺激新一轮需求的释放；同时还提到了“加力实施城中村和危旧房改造”，在前序“保交楼”、重点解决项目烂尾风险及城中村改造、货币化安置等政策的基础上，强调了“加力实施”，“加力”一词或将推动各地政策加快落实与推进，有望进一步释放新市民的刚性需求及原危、旧住房居民的置换需求。此外，本次政府工作报告提到“适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设

安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。”“好房子”概念首次写入政府工作报告，在针对性刺激刚需性住房需求的同时升级制度，推动好房子建设相关标准的尽快完善，满足居民从“有房住”向“住好房”的转型需求，进一步刺激改善性消费。

供给端，政策以“严控增量，优化存量”为主线。2024年持续出台多项政策推进保交楼工作和城市房地产融资协调机制落地，通过保障性住房再贷款、完善住房供应体系等措施来改善房企融资及房地产市场企稳。2025年以来，政策以“严控增量，优化存量”为主线，政府工作报告中提出“优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应”、“盘活存量用地和商办用地，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权”。一方面，通过放宽收购主体权限、用途限制加速库存去化，同时辅以4.4万亿地方政府专项债（较2024年增加5,000亿元）重点投向土地收储和存量商品房收购解决资金来源，形成“去库存-补保障房”的闭环。另一方面，政府工作报告中还提到“发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险”，房企融资端依托“白名单”机制等配套融资制度，引导资金向优质项目集中，推动行业从规模扩张转向精细化运营，同时叠加前期的保交楼政策持续修复市场信任，支持供给端恢复及房地产发展新模式的构建。

房地产重回“消费”组成部分，加速推动前序政策落地。3月16日，中共中央办公厅国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》（以下简称“《方案》”），其中将住房需求列入了“大宗消费更新升级”范畴，重新将房地产视为“消费”的重要组成部分。《方案》中再次提到持续用力推动房地产市场止跌回稳、加力实施城中村和危旧房改造、允许专项债券支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房等政策、落实促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策等。通过“持续用力”、“加力”、“落实”等词指明本次政策重点在于推动政策的落地见效。同时提出“适时降低住房公积金贷款利率。扩大住房公积金使用范围，支持缴存人在提取公积金支付购房首付款的同时申请住房公积金个人住房贷款，加大租房提取支持力度，推进灵活就业人员缴存试点工作。”不断优化住房公积金相关政策，进一步降低购房成本，提振住房消费。

2025年以来，我国房地产市场的基调聚焦于持续防风险，推动稳预期，在政策宽松的基础上偏向主动引导，通过收储扩容、需求激活、融资制度配套和产品升级等多方面来协同推动市场“止跌回稳”。住房消费在全社会消费引领中起到重要作用，预计未来短期内，政策宽松利好的大趋势仍不会改变，房地产发展新模式将是重要发展方向，实现行业从“规模驱动”到“质量驱动”的转型，叠加对政策落地见效的持续跟进，长期或将带来房地产市场平稳健康发展，但所有发展模式及政策成熟、完善都需要经过时间的考验和实践的论证，后续效果有待进一步观察。

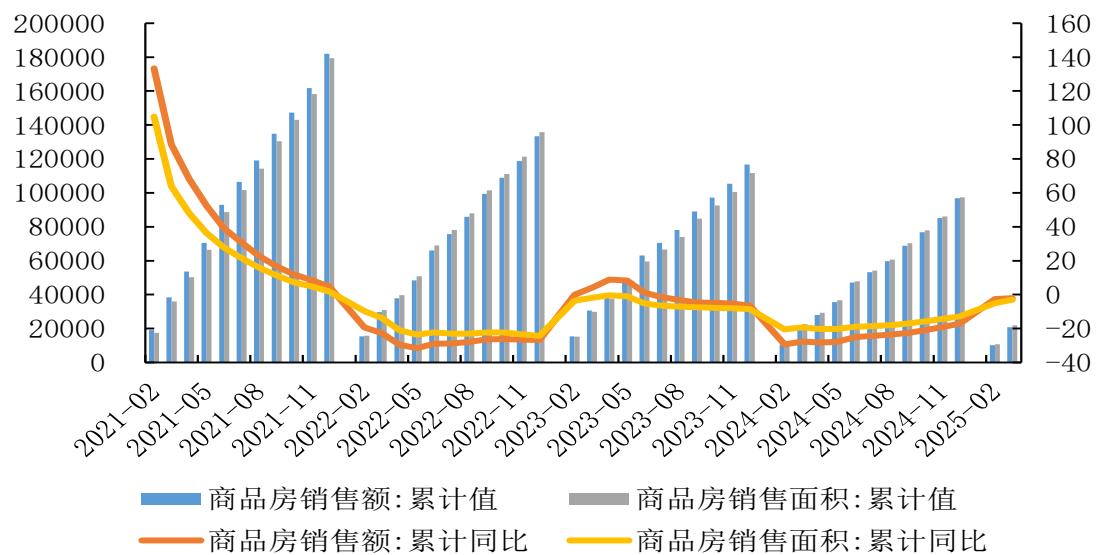
二、供需格局

（一）需求端

2025年一季度，房地产销售市场呈现止跌回稳迹象。2024年，全国商品房销售额同比下降17.10%，增速为负，销售面积同比下降12.90%，降幅较去年扩大。受益于利好政策频出，

2024年三季度以来全国商品房销售金额和销售面积环比降幅呈收窄趋势，2025年一季度，全国商品房销售金额20,798.09亿元，同比下降2.10%，销售面积21,869.35万平方米，同比下降3.00%，降幅较去年同期均大幅收窄，利好政策对短期楼市起到了一定提振作用，市场呈现止跌回稳迹象。

图1 2021年以来商品房销售面积和销售额情况（单位：亿元、万平方米、%）



数据来源：Wind，大公国际整理

刚性和改善性购房需求进一步释放，核心城市呈现结构性回暖。2024年，30大中城市商品房成交面积为10,637.83万平方米，同比下降22.69%，其中二线及三线城市降幅明显；分季度来看，一季度同比下降42.42%，二季度同比下降32.35%，三季度同比下降24.59%，四季度同比增长12.33%，一季度到三季度降幅逐步收窄，四季度转为增长趋势。2025年1~3月，30大中城市商品房成交面积为2,121.68万平方米，同比增长1.37%，其中一线城市和三线城市增幅明显。整体来看，随着一系列调整优化措施对行业需求的刺激，刚性和改善性购房需求进一步释放，30大中城市房地产销售指标逐步好转，核心城市呈现结构性回暖。

表1 2024年及2025年1~3月30大中城市商品房成交面积（万平方米、%）

项目	30大中城市	一线城市	二线城市	三线城市
2024年成交面积	10,637.83	2,935.79	5,447.77	2,254.27
2024年成交面积同比	-22.69	-11.05	-28.35	-21.11
2025年1~3月成交面积	2,121.68	610.79	1,034.47	476.42
2025年1~3月成交面积同比	1.37	17.07	-8.62	8.47

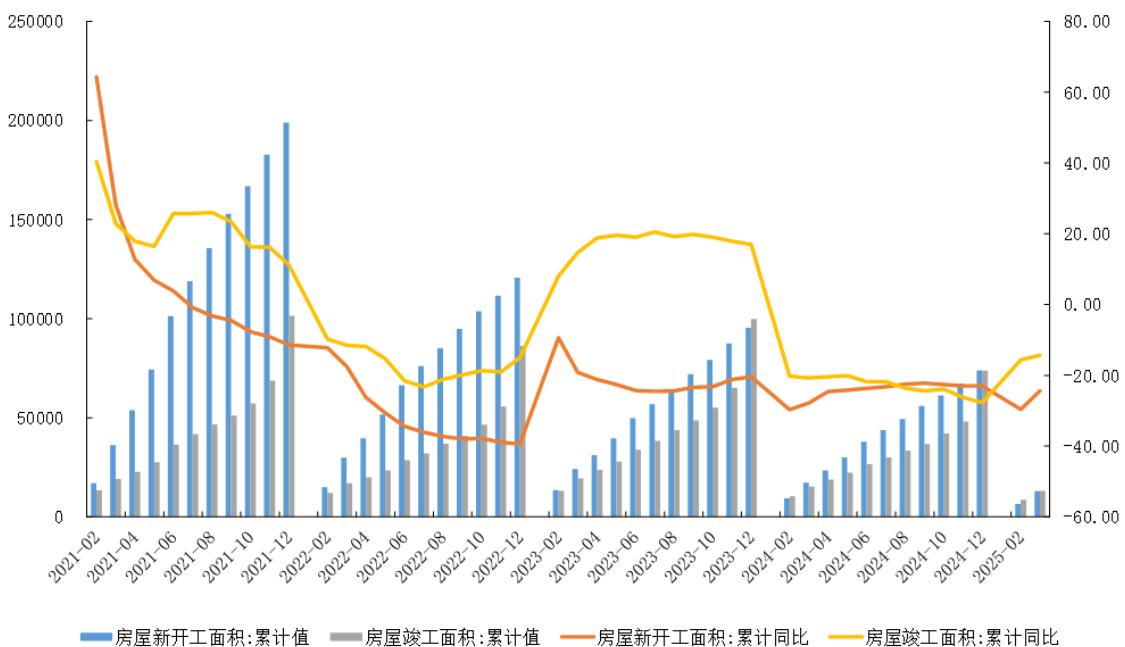
数据来源：Wind，大公国际整理

（二）供给端

房地产新开工及施工方面仍面临一定压力。2023年受益于“保交楼”纾困资金逐步落地，为加快资金回笼，竣工面积得到改善，但2024年以来，竣工面积在高基数下出现回落，2024年及2025年1~3月，房地产竣工面积分别为73,743万平方米和13,060.27万平方米，同比

分别下降 27.70% 和 14.30%，2025 年一季度降幅同比有所收窄。2024 年，全国房地产开发投资完成 100,280 亿元，同比下降 10.60%；房地产新开工面积、施工面积分别为 73,893 万平方米和 733,247 万平方米，同比分别下降 23.00% 和 12.70%。2025 年 1~3 月，全国房地产开发投资完成 19,904 亿元，同比下降 9.90%；房地产新开工面积、施工面积分别为 12,996 万平方米和 13,060 万平方米，同比分别下降 24.40% 和 14.30%，降幅同比均有所收窄。

图 2 2021 年以来房屋新开工和竣工情况（单位：万平方米/左轴；%/右轴）



数据来源：Wind，大公国际整理

（三）市场价格

价格方面，百城新建住宅价格呈现结构性微涨态势。根据中指研究院数据，2025 年 3 月全国 100 个城市（以下简称百城）新建住宅平均价格为 16,740 元/平方米，环比上涨 0.17%，同比上涨 2.63%。百城二手住宅平均价格为 13,988 元/平方米，环比下跌 0.59%。整体来看，受部分城市优质改善型项目入市的积极影响，百城新建住宅价格呈现结构性微涨态势，二手房市场持续修复，但短期内“以价换量”行情仍在主导二手房市场。

整体来看，2025 年 1~3 月，全国商品房销售金额和销售面积降幅同比收窄，房地产销售指标有所好转，呈现止跌回稳迹象，核心城市呈现结构性回暖，核心城市量价齐升。预计后续，随着国家持续的“组合拳”政策提振市场信心，叠加两会政策的逐步落地，房地产市场供需状况将持续改善，销售或将实现正增长，但政策落地及销售企稳尚需时间，房企新增土储投资意愿仍不高，房地产新开工及施工方面仍面临一定压力，市场恢复基础尚不稳固，但长期来看，随着政策刺激作用不断显现及房地产发展新模式的逐步建立，将为房地产开发投资提供支撑，推动整体市场健康发展。

三、利差分析

2024年房地产行业信用利差（平均数）整体呈收窄状态，2025年一季度受国债收益率下滑影响，信用利差有所上升。信用利差¹方面，从房地产行业无担保债券发行状况来看，2024年房地产行业信用利差（平均数）整体呈收窄状态。从收窄程度来看，AA及AA+级别企业收窄幅度大于AAA级别企业，主要是AAA级别企业信用利差已经保持较低水平，收窄空间有限。截至2025年3月末²，AA级别房地产企业尚未发债，1年以内短期债券及5年以上长期债券发行主体以AAA级别企业为主，但2025年第一季度整体信用利差均高于2024年平均水平，主要是2024年以来，国债收益率整体呈下滑状态所致。

民营企业整体利差水平远高于非民营企业。从发债企业类别来看，2022年无民营房地产企业发债，2023年及2024年房地产行业发债民营企业级别均为AAA，一定程度上拉高了AAA级别企业发行债券的平均信用利差，也导致2023年AAA级别房地产企业信用利差同比增长。将AAA级别中民营企业与国有企业和公众企业拆分后再次计算利差平均数，2023年及2024年国有企业及公众企业平均信用利差分别为89.33BP和81.46BP，2025年第一季度，信用利差平均值上升至107.32BP；而民营企业2023年及2024年平均信用利差分别为245.03BP和229.71BP，2024年亦有所下降，2025年以来，民营企业仅发行4只债，发行主体均为AAA级别，平均信用利差利差为227.74BP，虽较2024年小幅下降，但整体利差水平远高于非民营企业。

表2 2022年以来房地产行业企业无担保债券发行信用利差（平均值）（单位：BP）

期限	AA			AA+				AAA			
	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2025年	2022年	2023年	2024年	2025年
3个月	-	-	-	163.96	97.03	93.90	-	64.15	64.03	59.57	81.60
6个月	212.63	121.42	-	87.86	110.03	94.06	-	46.08	47.55	56.50	43.35
9个月	125.67	109.49	87.66	75.66	103.48	76.22	76.94	36.99	56.70	68.76	62.70
1年	151.76	-	-	105.91	69.08	52.65	136.80	123.20	168.00	198.10	246.55
2年	-	-	418.76	293.93	169.20	205.42	218.22	215.42	210.05	211.92	129.01
3年	278.70	181.42	102.98	212.00	150.24	126.28	92.80	91.03	109.50	104.27	132.87
4年	-	-	-	-	210.18	-	-	208.18	40.35	177.10	137.10
5年	72.21	96.25	74.09	108.55	161.88	109.85	72.04	87.67	106.21	85.33	121.02
6年	-	-	-	-	-	-	-	95.79	120.34	83.42	109.55
7年	-	-	-	-	-	45.62	-	93.19	110.98	76.79	-
8年	-	-	-	-	-	-	-	128.82	-	79.34	140.91
9年	-	-	-	-	-	-	-	39.28	-	23.97	43.47
10年	-	-	-	-	-	-	-	156.21	119.45	71.40	101.32
平均值	205.77	142.64	123.14	150.24	141.32	122.16	141.63	86.16	96.36	89.09	112.28

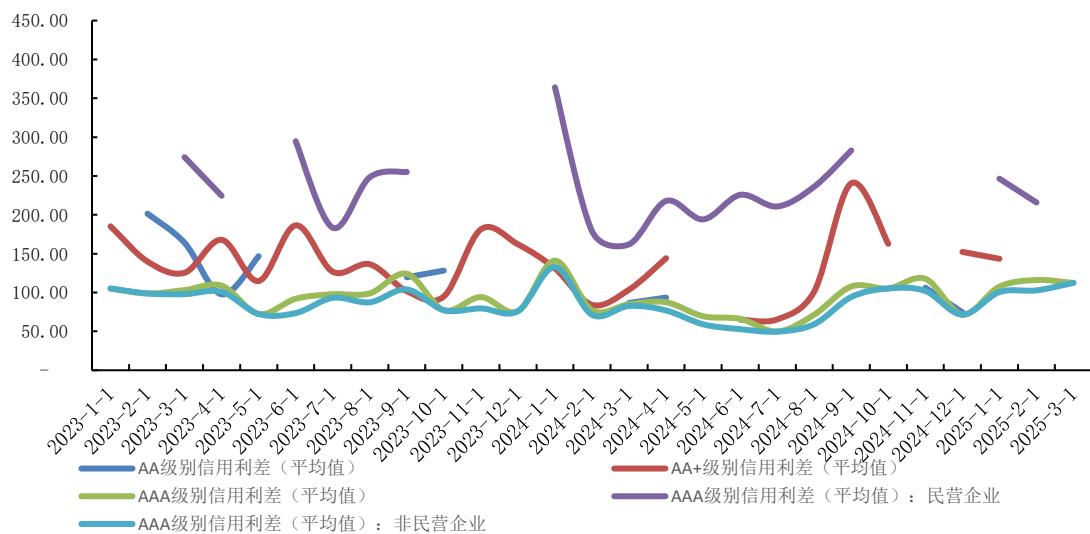
数据来源：Wind，大公国际整理

¹ 本文信用利差=发行时票面利率-起息日同期限国债到期收益率。

² 按起息日期统计，下同。

AAA 级别企业发债主体平均信用利差波动幅度较小。在房地产融资政策不断宽松及部分城市出台支持政策后，2023 年以来，AA 级别企业发债仍较少，样本数据量有限；AA+级别企业发债也相对较少，导致信用利差波动较大；AAA 级别企业发债主体及规模数均较大，平均信用利差波动幅度较小，2023 年末有小幅上升，但整体来看信用利差平均值相对较低，且呈下降趋势。2024 年 1~8 月，房地产行业发债企业以 AAA 级别为主，信用利差呈明显下降趋势，AA+级别企业信用利差亦有所下降；但民营企业信用利差仍较高；2024 年 9 月以来，受市场环境影响，国债收益率整体呈下降趋势，导致房地产企业发债信用利差有所增长。

图 3 2023 年以来房地产行业信用利差（单位：BP）



数据来源：Wind，大公国际整理

担保增信对降低信用利差的作用有限。从房地产行业有担保发行的债券来看，按发行主体级别及债项级别进行归类，同样可见 2024 年平均信用利差均小于 2023 年，且 2025 年以来信用利差有所上升；与无担保同主体级别的企业发债平均信用利差相比，2024 年主体级别为 AA+ 且有担保的企业信用利差略小于无担保企业，其余几类并未显现明显的利差优势；与无担保同债级别的企业平均信用利差相比，使用增信方式获取债项 AAA 级别的企业平均信用利差高于有担保及无担保的 AAA 级别企业，整体而言，采用担保增信方式发行的债券虽部分信用利差有所下降，但整体而言担保增信对降低信用利差的作用有限。

表3 2023年以来房地产行业企业有担保债券发行信用利差（平均值）（单位：BP）

期限	主体级别 AA			主体级别 AA+			主体级别 AAA			债项级别 AAA		
	2023年	2024年	2025年	2023年	2024年	2025年	2023年	2024年	2025年	2023年	2024年	2025年
2年	306.05	112.97	-	316.05	261.34	240.94	155.79	114.84	-	278.56	139.61	240.94
3年	135.52	149.69	147.26	158.12	98.82	74.84	162.67	125.9	139.5	143.94	128.41	106.34
4年	-	-	-	95.35	-	-	99.81	-	-	98.32	-	-
5年	129.64	106.03	72.56	122.48	85.67	92.52	64.67	96.38	132.75	120.28	101.09	112.17
6年	-	-	-	148.73	77.32	126.88	-	32.25	-	148.73	69.81	126.88
7年	198.85	2.13	-	213.52	-	-	63.17	21.41	-	120.37	-	-
8年	-	-	-	-	94.21	-	-	-	-	-	94.21	-
9年	-	-	-	-	84.88	-	-	-	-	-	84.88	-
10年	-	-	-	-	-	-	94.94	61.87	-	94.94	61.87	-
平均值	152.17	122.96	130.66	158.60	96.30	125.54	121.86	84.06	134.10	146.24	107.27	122.67

数据来源：Wind，大公国际整理

四、债务压力与信用质量

2025年一季度，房地产行业融资端修复有限，行业债券发行数量、金额及发债主体数量同比均仍下降。2025年一季度，房地产行业债券发行规模金额合计919.89亿元，同比下降23.93%，发行主体51家，同比减少1家，发行数量106只，同比减少26只，房企发债节奏延续2024年趋势，持续放缓。其中，发行债券类型以中期票据、公司债、资产支持证券和超短期融资券为主，其中各类型的发行规模均同比下降。同期，发债主体中中央或国有企业数量为47家，发债规模占比90.97%；非国企央企发债主体仅4家，分别为绿城房地产集团有限公司、美的置业集团有限公司、杭州滨江房产集团股份有限公司和新希望五新实业集团有限公司，涉及发行规模共83.10亿元。

表4 2025年一季度房地产行业信用债发行情况

类型	规模（亿元）	规模同比（%）	债券类型占比同比（百分点）
中期票据	468.55	-7.84	3.08
公司债	290.60	-6.33	1.36
资产支持证券	94.12	-23.56	-2.65
超短期融资券	57.12	-68.35	-3.36
短期融资券	6.00	-89.47	-0.35
定向工具	3.50	-88.33	-0.71
合计	919.89	-23.93	-2.63

数据来源：Wind，大公国际整理

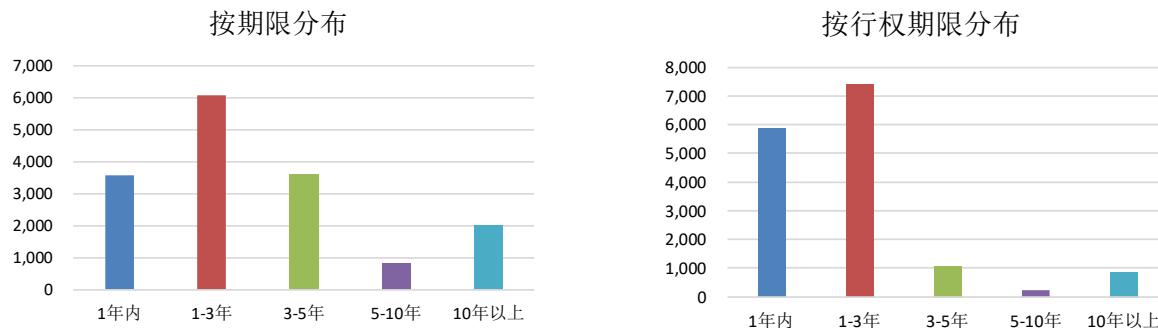
从信用等级分布情况来看，2025年一季度，新发行债券主体中，AAA级别、AA+级别和AA级别发债规模均同比下降，发行主体仍主要集中在AAA，发债规模占比79.10%，占比进一步提高，其中AAA主体中27家为央企或国企，发债规模662.47亿元。

表5 2025年一季度房企新发债级别分布情况³(单位:亿元、%)

主体级别	主体数量	发债规模	发债规模占比
AAA	30	698.37	79.10
AA+	11	123.10	13.94
AA	9	61.41	6.96
总计	50	882.88	100.00

数据来源: Wind, 大公国际整理

从存续债分布来看,未来1年行业整体仍处于偿债高峰。截至2025年3月末,房地产行业信用债存续规模为16,112.79亿元。按期限分布来看,未来3年仍为到期偿付高峰期,债务偿还压力以及债务置换需求均较大,其中,未来1年内到期债务规模为3,566.09亿元,若考虑行权,则到期规模为5,853.11亿元,需关注到期债务较为集中、流动性紧张的房企新发债券置换及兑付情况。

图4 截至2025年3月末房地产行业存续债券期限结构情况

数据来源: Wind, 大公国际整理

从债券违约来看,2025年以来房地产行业违约问题得到进一步控制。2025年一季度,未按时兑付本息、展期及触发交叉违约债券为19只,同比减少18只,违约日债券余额204.27亿元,规模同比下降53.45%。

海外债存续规模仍较大,行业整体债务偿还压力以及债务置换需求均较大。海外债方面⁴,2025年一季度,新发行地产债11只,实际发行金额合计96.17亿美元,其中债务主体主要为远洋集团控股有限公司。截至2025年3月末,房地产中资海外债券余额1,352.93亿美元,较去年同期有所下降但规模仍较大,期限结构也以未来3年内到期为主,仍存在一定兑付压力。

总体来看,2025年一季度,虽然房地产行业债券市场融资规模同比仍未好转,融资端修复效果有限,但是发生未按时兑付本息、展期及触发交叉违约债券数量和规模均同比大幅下降,信用风险蔓延得到进一步控制,从存续债分布来看,未来1年行业整体仍处于偿债高峰,债务偿还压力以及债务置换需求均较大。对于央企、国企,其基本面较好、存货质量较好,信用风险基本整体可控,但在盈利下滑、销量承压背景下,需重点关注2025年非国有企业融资环境

³ 不含部分无主体信用级别的债券。⁴ 数据来源: Wind。

的改善情况。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。