



2023 年商业地产行业运行半年报

联合资信 工商评级三部 | 罗星驰 | 王逸菲

2023 年上半年，商业地产行业整体景气度仍较低，开发投资下降态势未见停止，销售延续疲软状态。运营方面，2023 年上半年，受经济压力增大和居民收入预期下降等影响，零售物业及写字楼运营仍承压。

展望未来，我们认为，短期来看，商业地产行业景气度仍面临一定压力，需求端恢复将较为缓慢，供给端存量项目去化压力较大，新增项目投资意愿不足，零售物业的景气度恢复程度优于写字楼；长期来看，轻资产运营模式将持续促进行业整合，商业不动产 REITs 试点新政的落地仍面临较多困难，但对于推动商业地产行业发展将起到积极作用。



一、商业地产行业 2023 年上半年运行概况

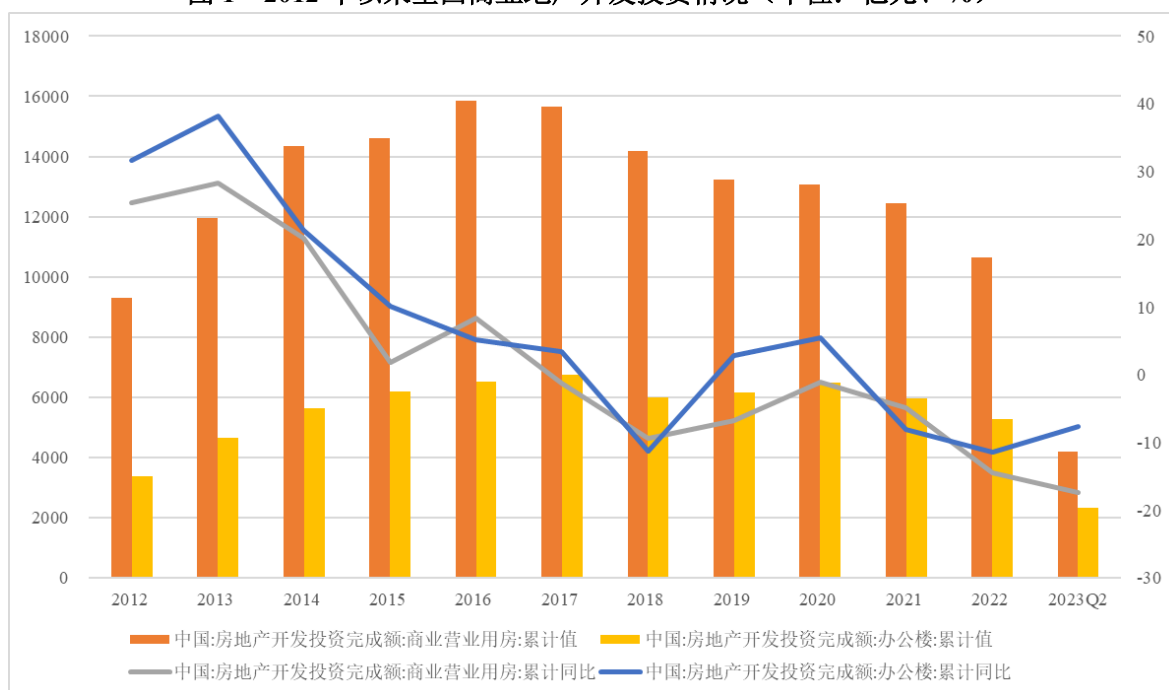
2023 年上半年，由于经济承压、房企仍处于风险暴露和处置过程中，商业地产市场仍处于供需均弱状态。投资端景气度仍较低，延续下降趋势，新增供应继续缩减；销售端下行速度较快，需求继续走弱。

（一）开发投资端

受外部环境对消费的持续影响，2020 年至 2023 年上半年商业营业用房开发投资持续下降；随着房地产融资环境收紧，办公楼开发投资自 2021 年下半年以来快速下降，2023 年上半年降幅有所收窄。

2022 年，受宏观经济承压、消费需求不振和房地产行业整体融资收紧等因素影响，商业地产开发投资端景气度进一步下降。其中，商业营业用房开发投资完成额为 10647.36 亿元，同比下降 14.4%；办公楼开发投资完成额为 5290.77 亿元，同比下降 11.4%，降幅较显著。2023 年上半年，投资需求增速回落尤其房地产整体开发投资降幅扩大，全球贸易需求低迷导致净出口需求走弱，居民收入名义增速仍低于 2019 年水平，国内经济恢复发展的基础仍不牢固，房地产行业整体景气度较弱，房企风险暴露事件仍持续发生。在此背景下，全国商业营业用房和办公楼开发投资完成额的同比降幅分别为 17.4%和 7.6%，仍延续下降态势，但办公楼开发投资的降幅有所收窄。

图 1 2012 年以来全国商业地产开发投资情况（单位：亿元、%）



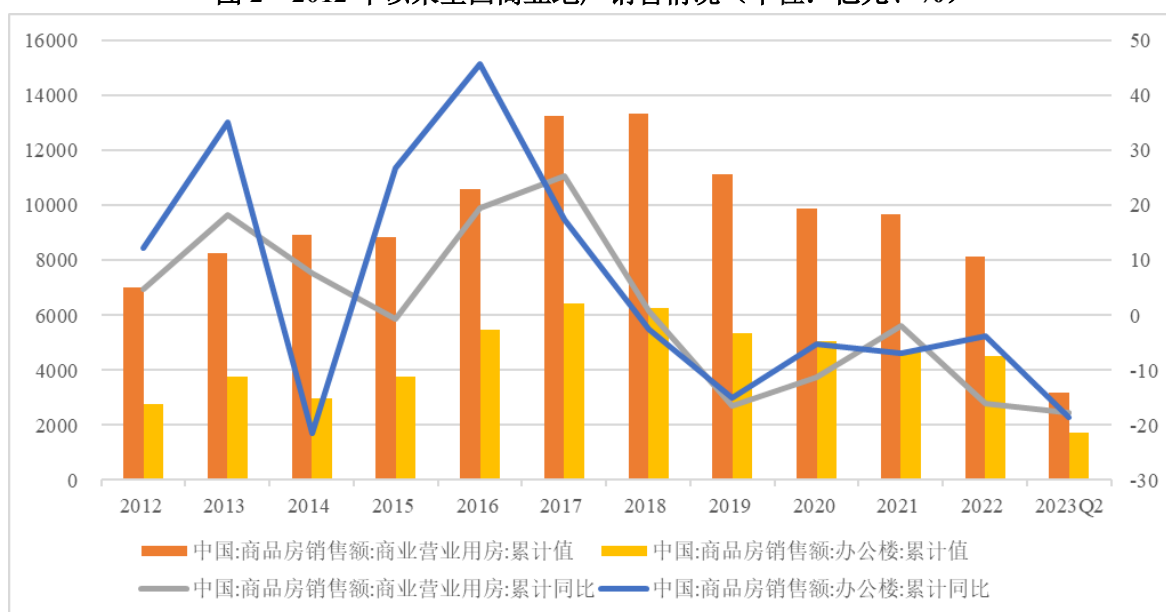
数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

（二）销售端

2023年上半年商业营业用房和办公楼销售景气度继续下降。

尽管消费市场有所复苏，但受经济下行和居民收入预期下降影响，加之实体商业存量项目竞争激烈、运营难度提升，2023年上半年商业营业用房销售额延续下降态势。宏观经济景气度和租金水平的整体持续下调对办公楼销售形成较大压力，2023年上半年办公楼销售额降幅扩大。综上，2023年上半年，商业营业用房和办公楼销售额同比降幅均接近20%。

图2 2012年以来全国商业地产销售情况（单位：亿元、%）



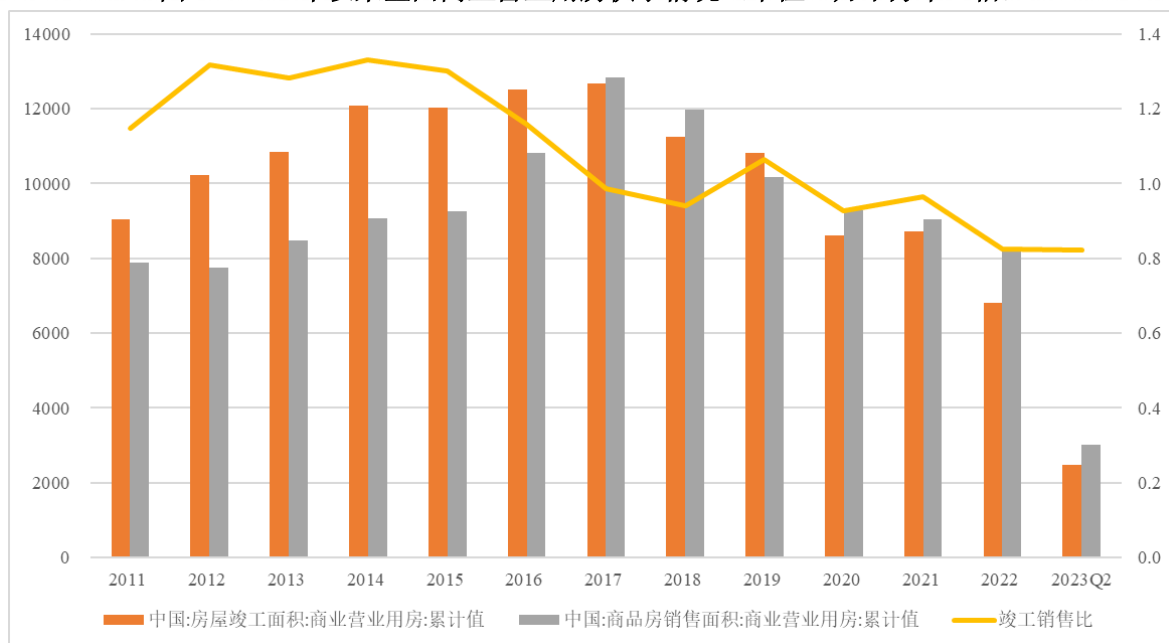
数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

（三）供求关系

2023年上半年，商业地产供求矛盾虽有所缓解，但整体库存压力依然较大。

2020—2022年，出行限制及房地产行业融资环境恶化等因素导致商业地产开发投资的规模和进度受到一定影响，除2021年办公楼竣工销售比略高于1倍，其余年份全国商业营业用房和办公楼的当年竣工销售比下降至1倍以下，但整体供大于求的状况并未得到根本性改善。2023年1—6月，商业营业用房和办公楼的竣工销售比均较2022年变化不大，开发投资的低迷使得供应端呈缩减态势。未来随着供应量仍在增加及宏观经济增速下行影响，商业地产仍将持续面临新增供应消化以及优胜劣汰的压力。

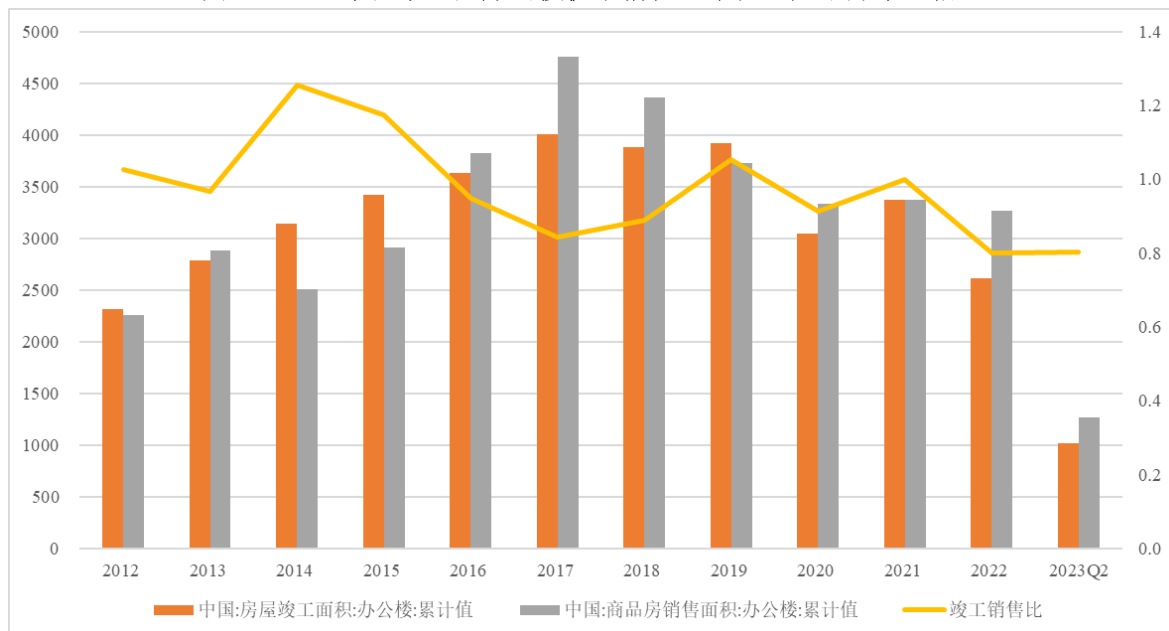
图3 2012年以来全国商业营业用房供求情况（单位：万平方米、倍）



注：竣工销售比=竣工面积/销售面积，小于1说明供不应求，大于1说明供大于求

数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

图4 2012年以来全国办公楼供求情况（单位：万平方米、倍）



注：竣工销售比=竣工面积/销售面积，小于1说明供不应求，大于1说明供大于求

数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

（四）行业政策

商业不动产REITs试点新政对于推动商业地产行业发展将起到积极作用，但目前

落地推广难度较大。

2023 年 3 月 7 日，中国证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》，将商业不动产纳入 REITs 试点。商业地产行业具有明显的资金密集型特征，前期投资金额大、回收周期长。本次商业不动产 REITs 试点为商业地产开发与运营企业拓展了退出渠道，有助于企业盘活存量资产、优化资产结构并提升运营效率。根据现行规定，商业不动产 REITs 的发行在实际落地过程中，存在亟待解决的困难，如发行人须将购物中心等底层资产剥离至单独主体、须解决其过去融资中抵质押情况、须承担高昂土地增值税、须与地方政府协商豁免项目自持时长要求（若有）等，此外，即便成功发行，项目净回收资金将被严格监管，难以直接用于偿还债务。

二、重点城市商业地产运营情况

2023 年上半年，一线城市零售物业及写字楼运营状况受经济活力下降及居民收入预期下降影响仍然承压，空置率处于高位，租金水平下行压力较大。

（一）区域环境

2023 年上半年，四大一线城市 GDP 均同比有所增长，其中上海因低基数效应增速较高，广州 GDP 增速低于全国平均水平。各城市消费数据有所好转，但其中北京社会消费品零售总额增速低于全国。整体来看，2023 年上半年四大一线城市经济活力有所恢复（详见表 1）。

表 1 重点城市最新经济及人口统计情况

项目	北京	上海	广州	深圳	全国
2023 年上半年 GDP（亿元）	20621	21390	14131	16298	593034
2023 年上半年 GDP 增速（%）	5.5	9.7	4.7	6.3	5.5
2023 年上半年社会消费品零售总额增速（%）	4.5	23.5	8.7	11.5	8.2
七普常住人口数量（万人）	2189.3	2487.1	1867.7	1756.0	/
十年常住人口净增加（万人）	228.1	185.2	597.6	713.6	/
十年常住人口年均增速（%）	1.1	0.8	3.9	5.4	/

注：GDP 增速以不变价计算

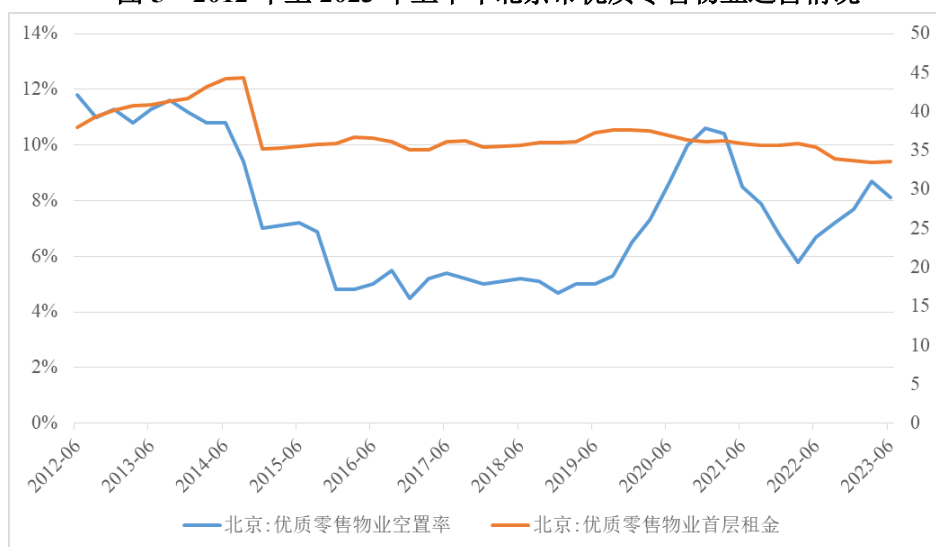
数据来源：联合资信根据国家及各地方统计局数据整理

（二）运营情况

1. 北京

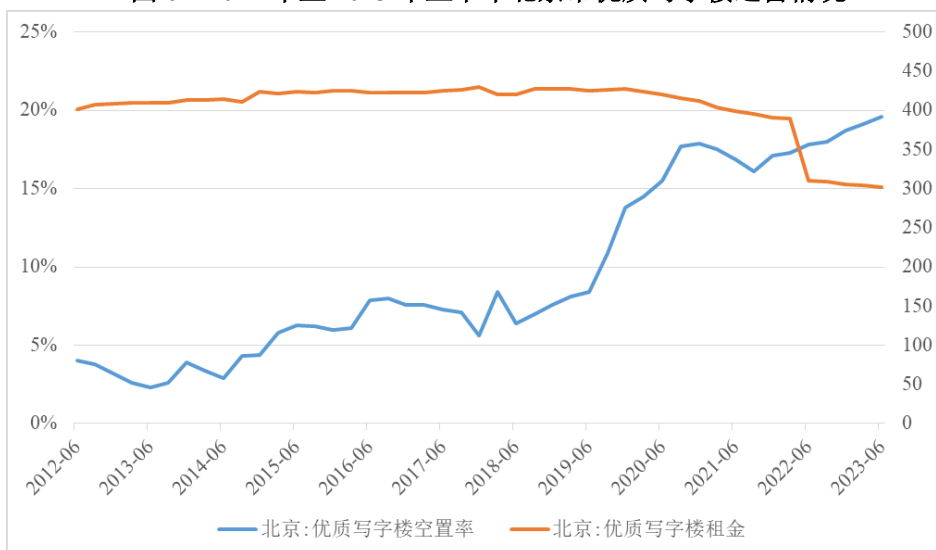
整体来看，当前北京市商业地产景气度距离 2019 年水平仍有较大差距。2023 年上半年，北京市优质零售物业首层租金同比下降 5.35%至 33.6 元/平方米·天；优质办公楼租金水平下跌至 302 元/平方米·月，下探至 2012 年以来的最低点。从空置率来看，2023 年上半年优质写字楼及优质零售物业空置率均较年初有所上升，写字楼空置率接近 20%（详见图 5 和图 6）。

图 5 2012 年至 2023 年上半年北京市优质零售物业运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

图 6 2012 年至 2023 年上半年北京市优质写字楼运营情况

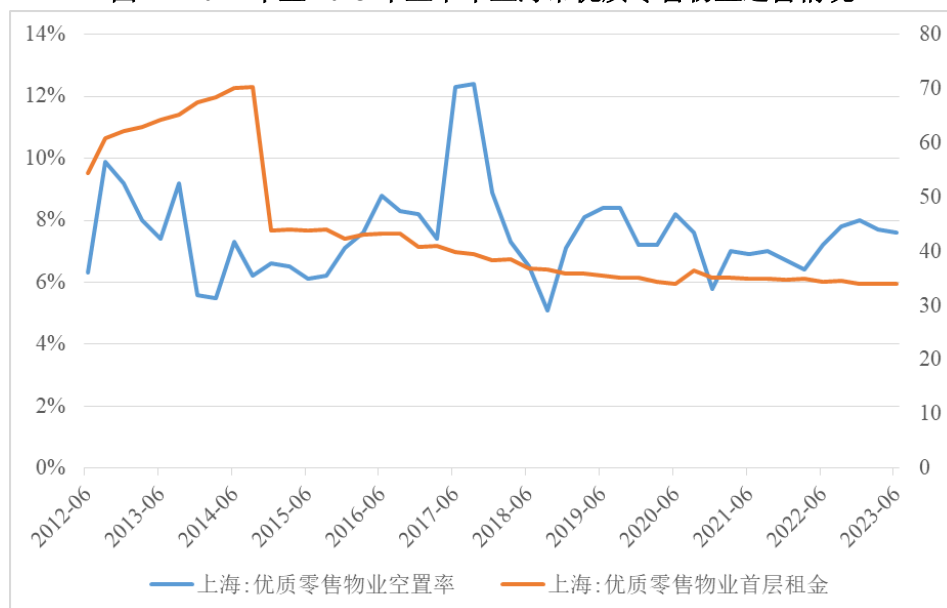


数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

2. 上海

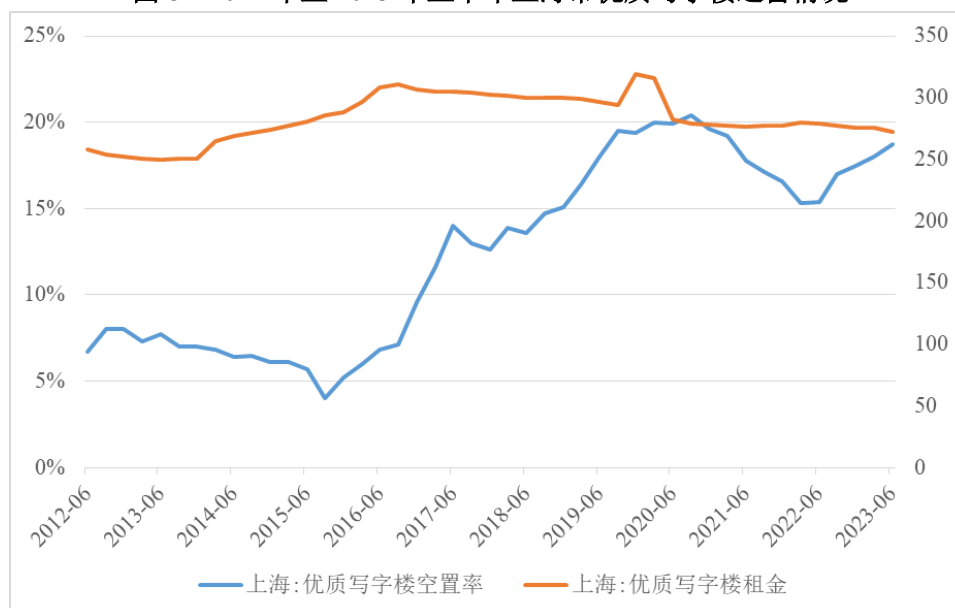
零售物业方面，2023 年上半年上海市优质零售物业租金水平基本平稳，空置率小幅下降（详见图 7）。写字楼方面，上海市优质写字楼租金水平降低至 272.6 元/平方米·月左右，但空置率低于 2019 年水平（详见图 8）。

图 7 2012 年至 2023 年上半年上海市优质零售物业运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

图 8 2012 年至 2023 年上半年上海市优质写字楼运营情况

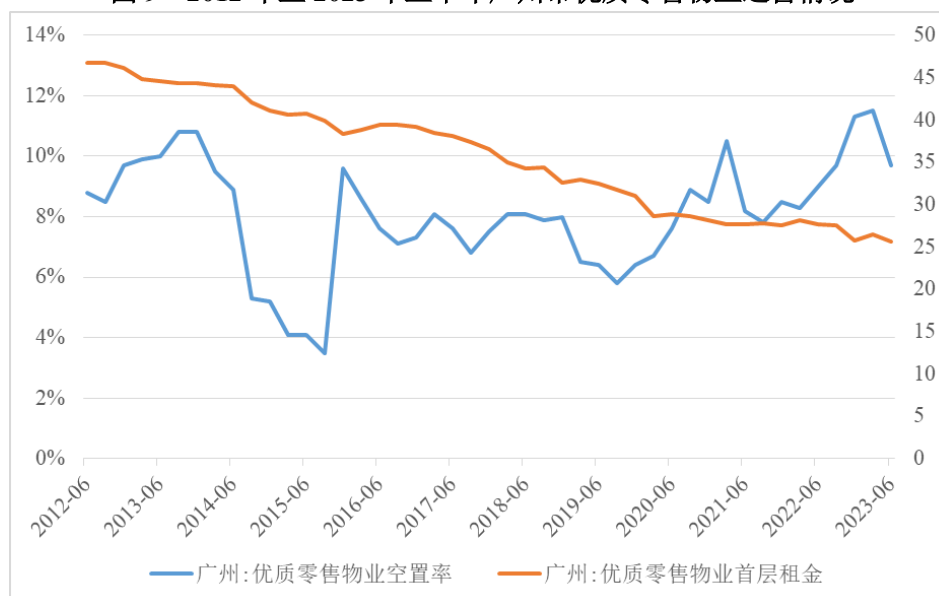


数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

3. 广州

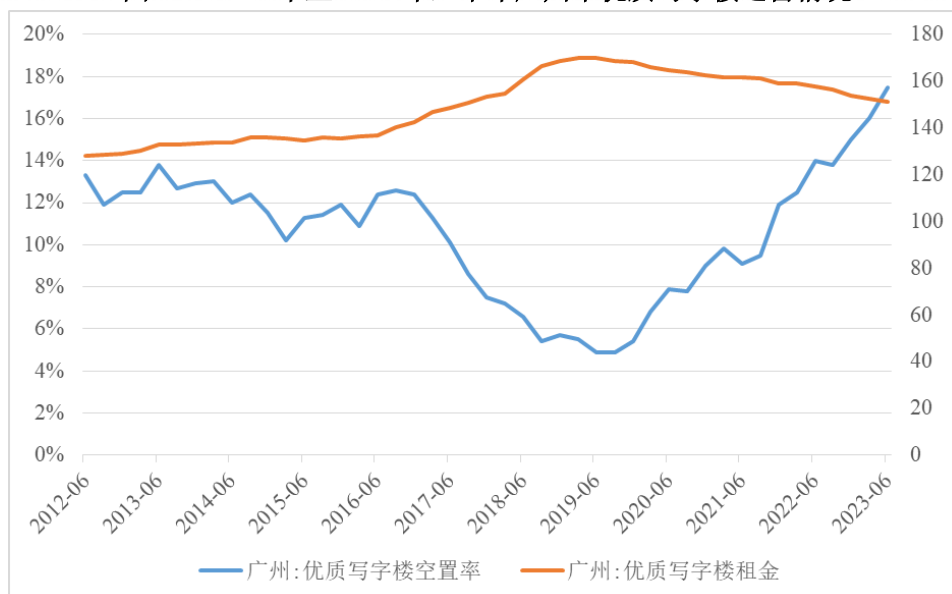
零售物业方面，近十年来广州市零售物业租金水平稳步下降，空置率原本在 2019 年三季度已下降至 6% 以下，2020 年以来受外部环境影响再度拉升，2023 年上半年空置率有所下降但仍属较高（详见图 9）。写字楼方面，近十年来，广州市写字楼市场景气度相对较高，尤其 2016 年以来呈供不应求态势，租金水平有所上扬，空置率大幅下降，2019 年二、三季度广州市优质写字楼空置率低至 4.90%。但 2020 年以来，广州市优质写字楼租金水平小幅回落，空置率上升较多，2023 年上半年已达到约 17.5%，但空置率仍略低于其他一线城市（详见图 10）。

图 9 2012 年至 2023 年上半年广州市优质零售物业运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

图 10 2012 年至 2023 年上半年广州市优质写字楼运营情况

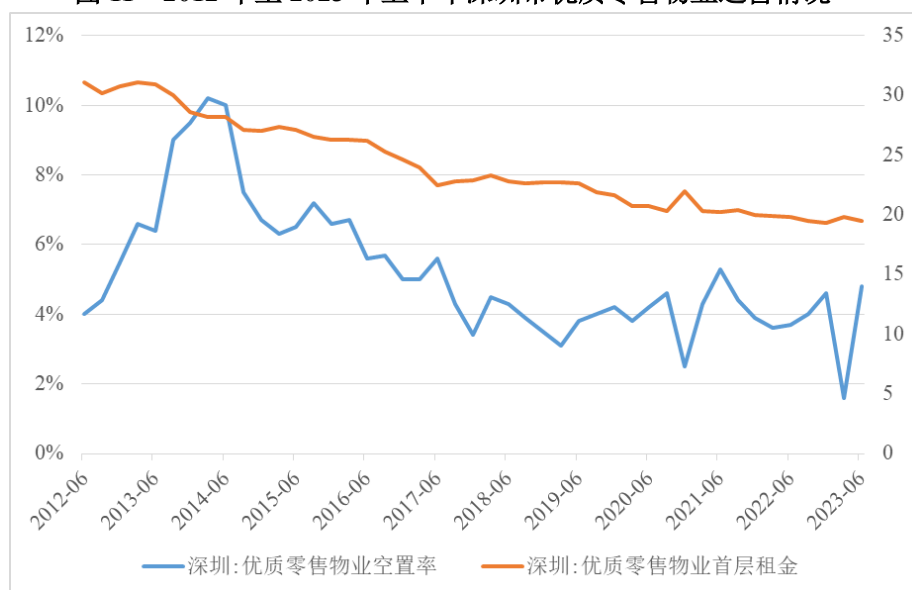


数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

4. 深圳

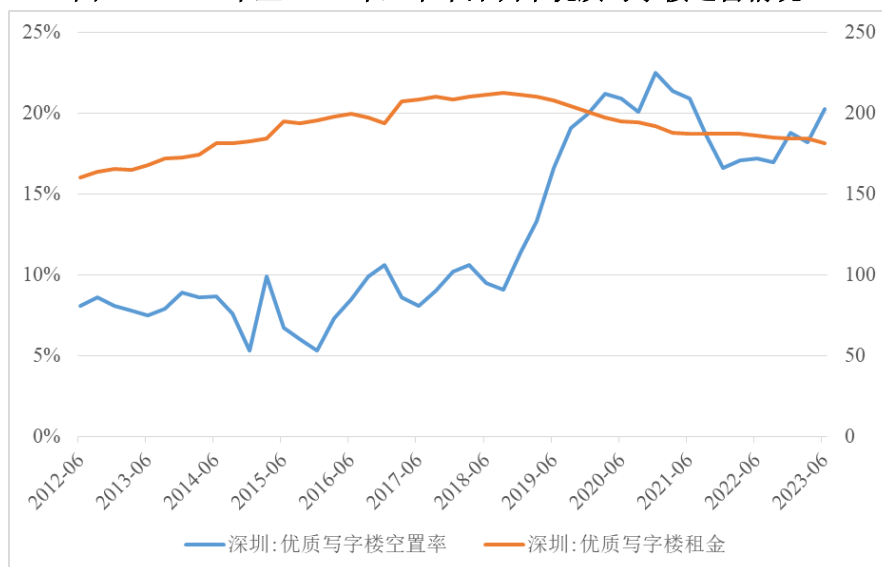
2023 年上半年，深圳市零售物业和写字楼空置率同比均有所提升，租金仍未止跌。2023 年上半年深圳市优质零售物业空置率为 4.80%，在一线城市中处于最低水平，租金水平继续下降（详见图 11）。写字楼方面，2018 年末以来深圳市写字楼市场结束了持续多年的高景气度，此后的一年内空置率大幅上升约 10 个百分点，2023 年上半年空置率为 20.3%，租金水平处于持续下行通道（详见图 12）。

图 11 2012 年至 2023 年上半年深圳市优质零售物业运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

图 12 2012 年至 2023 年上半年深圳市优质写字楼运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

5. 综合对比

从四大一线城市的横向对比来看，零售物业方面，北京、上海的优质零售物业价值较高，租金价格远高于广州及深圳，但深圳零售物业市场呈现较高的活力，空置率很低；写字楼方面，四大一线城市空置率均较高，北京、上海租金水平远高于广州和深圳（详见表 2）。

表 2 2023 年上半年重点城市商业地产运营情况

项目	北京	上海	广州	深圳
优质零售物业空置率 (%)	8.1	7.6	9.7	4.8
优质零售物业首层租金 (元/平方米·天)	33.6	34.0	25.6	19.5
优质写字楼空置率 (%)	19.6	18.7	17.5	20.3
优质写字楼租金 (元/平方米·月)	301.8	272.6	151.0	181.6

资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

三、商业地产行业展望

（一）短期展望

当前受到内外需不足的影响，国内经济面临下行压力，稳就业压力较大，居民收入增长放缓。商业地产与宏观经济周期保持较强的正相关性，未来一段时期，商业地产景气度仍将持续面临挑战。在尚没有其他经济刺激政策出台的情况下，短期内居民消费意愿和写字楼租赁需求预计难以迅速反弹。供给端方面，由于大量房企因遭遇流动性危机需要出售旗下商业项目回笼资金，存量项目大宗交易供给量提升，同时增量

项目投资意愿不足。短期内，商业地产租金和空置率或将在当前平台位置震荡运行，项目估值或存在较大下行压力。此外，从近年来零售物业和写字楼的运营情况来看，零售物业出租率及租金水平的稳定性相对较高，尤其高端定位的商场在外部环境变动影响下表现出较强的韧性；写字楼运营情况受宏观经济波动冲击较显著，一线城市优质写字楼空置率普遍在 20%左右，二线城市可达 30%~40%。零售物业和写字楼市场景气度的复苏程度存在较大分化。

（二）长期展望

相对于过去重资产的发展策略，在当前市场环境下，轻资产输出品牌及运营管理将逐渐成为业内投拓的主流方式，轻资产商业运营管理公司陆续上市，促进行业持续整合。融资方式上，商业不动产已纳入 REITs 试点，但从现阶段来看，其落地和大规模推广仍面临较多困难。融资需求较强的商业地产企业此前大多已通过经营性物业贷、CMBS 等形式将优质物业进行了抵押或出让，若要进行融资方式的转变，则需面临融资接续期的资金来源问题；而融资需求不大的商业地产企业则缺乏开拓仍处于试点阶段的新融资渠道的动力。未来在政策的不断完善下并经过一段时期的培育发展，商业不动产 REITs 或将成为实现退出的重要方式之一。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@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。