



2023 年商业地产行业年度信用展望

联合资信 工商评级 | 罗星驰 | 王逸菲 | 崔颖

2022 年前三季度，商业地产行业整体景气度仍低于疫情前水平，开发投资下降态势未见停止，销售震荡运行。运营方面，2022 年三季度，受疫情及经济压力增大影响，一线城市零售物业及写字楼运营仍承压。

展望未来，我们认为，短期内受制于疫情和经济下行压力，商业地产景气度仍将面临持续挑战，需求端恢复将较为缓慢，供给端存量项目因房企流动性压力导致大宗交易出售意愿提升，新增项目投资意愿不足；长期来看，商业地产的存量改造更新将成为业务发展重要途径，轻资产运营模式将持续促进行业整合，商业地产融资渠道有望在政策加持下实现拓宽，房企通过发行公募 REITs 来解决融资问题的思路有望逐步落地。



一、商业地产行业 2022 年运行概况

2022 年以来，商业地产行业开发投资端景气度进一步下降，未有复苏迹象；销售端景气度在上半年有所反弹，但 7 月起再度走弱；随着商业地产开发投资规模下降、施工进度放缓，2022 年以来的竣工销售比处于较低水平，但考虑到过去几年的库存情况，行业整体供大于求的状况并未得到根本性改善。

（一）开发投资端

从开发投资端来看，商业营业用房投资景气度自 2016 年触顶后进入下行通道，受疫情对经济和消费的持续影响，2022 年以来进一步下降，未有复苏迹象；受房地产融资环境收紧影响，办公楼投资自 2021 年下半年以来快速下降。

2022 年 1—10 月，受房地产行业整体融资趋紧和部分一二线城市疫情阶段性反复等因素影响，商业地产开发投资端景气度持续走弱。其中，商业营业用房开发投资完成额为 9079.36 亿元，同比下降 13.46%；办公楼开发投资完成额为 4402.72 亿元，同比下降 10.29%（详见图 1），二者降幅均在上半年的基础上继续加大。

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

从销售端来看，2022 年上半年商业营业用房和办公楼销售景气度有所反弹，但 7 月再度走弱。

商业营业用房和办公楼销售额在疫情后均有大幅下降，2022年上半年销售景气度有所回暖但下半年再次走弱，办公楼销售韧性略好于商业营业用房。2022年上半年，两种业态的商业地产累计销售金额均呈同比增长状态，但2022年7月，商业营业用房和办公楼单月销售额环比分别大幅下降53.69%和54.65%，销售景气度再次走弱。2022年1—10月，商业营业用房销售额为6681.09亿元，同比下降6.74%；办公楼销售额为3601.13亿元，同比增长2.13%（详见图2）。

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

从供求情况来看，2022年1—10月的竣工销售比较低，主要系商业地产开发投资规模下降、进度减慢所致，行业整体供大于求的状况并未得到根本性改善。

2022年1—10月，全国商业营业用房和办公楼的竣工销售比分别为0.57倍和0.54倍，主要系竣工面积较少所致，商业营业用房和办公楼的竣工面积同比分别下降26.06%和23.33%（详见图3和图4）。在疫情冲击和房地产融资环境恶化的背景下，商业地产开发投资的规模和进度受到一定影响，但过去几年商业地产的库存规模仍很大，行业整体供大于求的状况并未得到根本性改善。未来随着城市新区开发推进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。

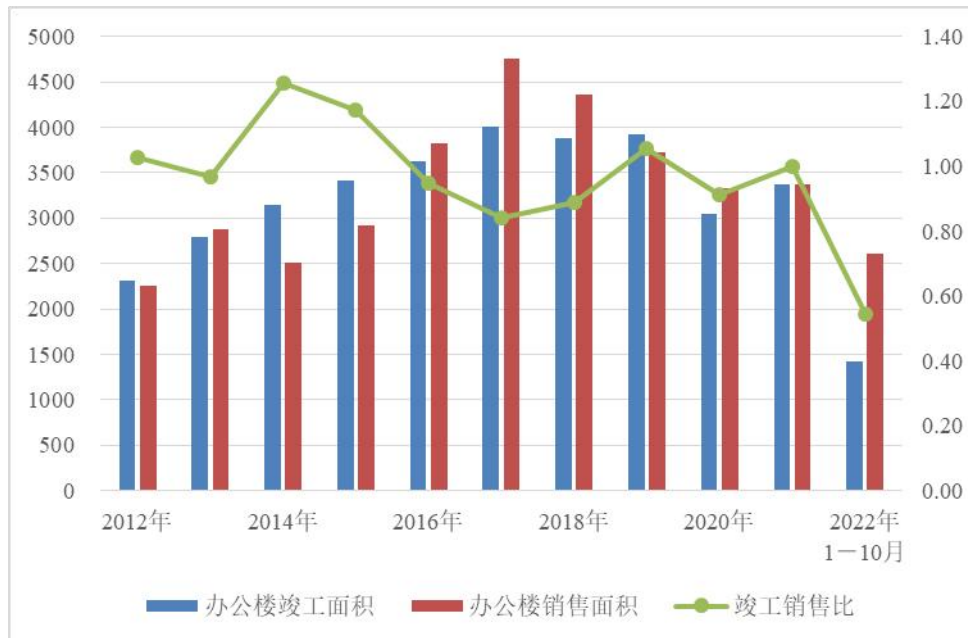
图3 2012年以来全国商业营业用房供求情况（单位：万平方米、倍）



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

2022年5月，国务院办公厅印发了《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设

的意见》，提出发展目标：到 2025 年，以县城为重要载体的城镇化建设取得重要进展，再经过一个时期的努力，在全国范围内基本建成各具特色、富有活力、宜居宜业的现代化县城，与邻近大中城市的发展差距显著缩小。该意见鼓励县城发展产业平台功能、健全商贸流通网络、完善消费基础设施，并鼓励配套建立多元可持续的投融资机制，提升县域综合金融服务水平。从七普数据看，2020 年县及县级市常住人口合计 7.61 亿，占全国人口的 54%，县及县级市城镇化率较低，基建进度较缓慢。对于长三角、珠三角地区具备一定人口、产业和财政基础的三四线城市，在城市更新下沉县城、基础设施建设投资力度加大的背景下，中长期内商业地产供需有望提升，但对更低能级的区县来说，商业地产开发投资仍存在较大风险。

二、重点城市商业地产运营情况

北京、上海、广州和深圳作为四大一线城市，其商业地产运营情况在某种程度上起到了行业晴雨表的作用。2022 年三季度，一线城市零售物业及写字楼运营状况受疫情多点频发及经济活力下降影响仍然承压，空置率有所上升，租金水平下行压力较大。

（一）区域环境

2022 年前三季度，北京 GDP 同比增速较低，上海 GDP 增速受疫情影响为负值，广州深圳仍保持一定幅度增长；受疫情持续及经济下行预期影响，北上消费数据均呈收缩状态，广深消费增速小幅增长。整体来看，2022 年前三季度四大一线城市经济活力均有所下降，呈低位运行（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
2022 年前三季度 GDP(亿元)	29926.3	30956.6	20735.4	22925.1
2022 年前三季度 GDP 增速 (%)	0.8	-1.4	2.3	3.3
2022 年前三季度社会消费品零售总额增速 (%)	-3.0	-10.7	3.1	1.7
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：联合资信根据各地方统计局数据整理

（二）运营情况

1. 北京

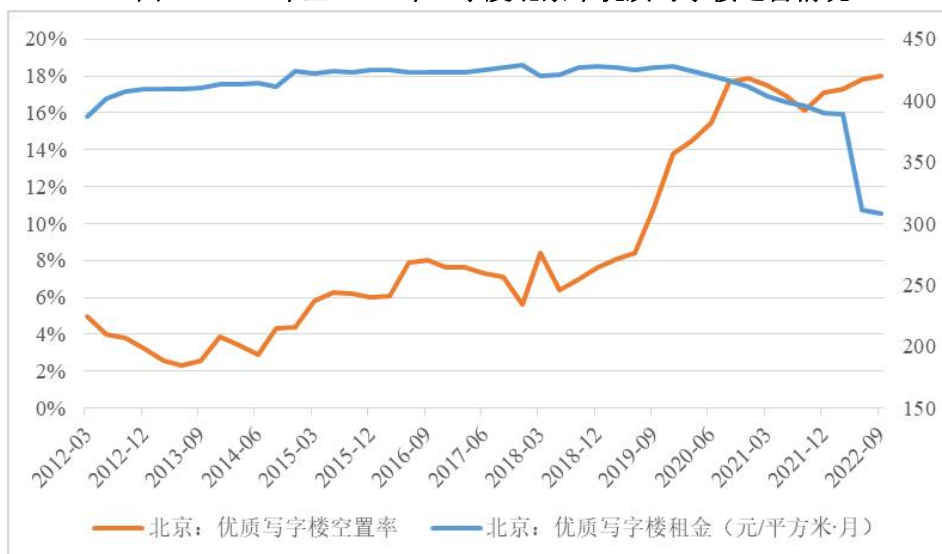
整体来看，疫情对北京市商业地产造成的冲击很大，目前景气度距离疫情前水平仍有较大差距。2022 年前三季度，北京市优质零售物业首层租金小幅下降至 34 元/平方米·天左右；优质办公楼租金水平跌破 310 元/平方米·月，下探至 2012 年以来的最低点。从空置率来看，2022 年三季度优质写字楼及优质零售物业空置率均较年初有所上升（详见图 5 和图 6）。

图 5 2012 年至 2022 年三季度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 2022 年三季度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

尽管 2022 年上海市受疫情影响停摆时间较长，但其商业地产受到的冲击尚可，呈现出一定韧性。零售物业方面，三季度上海市优质零售物业租金水平基本平稳，受十一黄金周前新项目集中入市影响，空置率小幅上升（详见图 7）。写字楼方面，受疫情影响，上海市优质写字楼租金水平降低至 277.2 元/平方米·月左右，但空置率低于疫情前水平（详见图 8）。

图 7 2012 年至 2022 年三季度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 2022 年三季度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

整体来看，疫情对广州市商业地产冲击较大。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，受疫情影响再度拉升，2022 年三季度已回升至 9.7%（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%。受疫情影响，广州市优质写字楼租金水平小幅回落，空置率上升较多，2022 年三季度已达到约 14.0%，但空置率仍低于其他一线城市（详见图 10）。

图9 2012年至2022年三季度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2022年三季度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

整体来看，深圳市零售物业和写字楼空置率均有企稳态势，但租金仍未止跌。2022年三季度深圳市优质零售物业空置率为4.0%，较年初上升0.4个百分点，但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，2022年以来稳定在17%左右；2022年以来深圳市写字楼租金水平持续小幅下降（详见图12）。

图 11 2012 年至 2022 年三季度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 2022 年三季度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。2022 年前三季度，由于需求端低迷叠加供给端压力加大，北上广深零售物业及写字楼租金均呈下行态势，仅深圳商业地产市场较为平稳，呈现较好的活力（详见表 2）。

表 2 2022 年三季度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（%）	7.20	7.80	9.70	4.00
优质零售物业首层租金（元/平方米·天）	33.90	34.50	27.60	19.50
优质写字楼空置率（%）	18.01	17.00	13.80	17.00
优质写字楼租金（元/平方米·月）	308.60	277.20	156.30	185.10

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

当前受到复杂国际环境和国内多地散发疫情的影响，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，防疫政策变化带来的改善幅度有待观察。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，项目估值或由于房企集中打折出售存在较大下行压力。

（二）长期展望

随着城镇化水平的提升和房地产行业过去十年的快速扩张，商业地产行业整体处于供大于求的状况，且部分早期落成的物业已无法适应当前需求，将逐步被市场淘汰，故商业地产的存量改造更新将成为未来业务发展的重要途径。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，促进行业持续整合。融资方式上，2022 年 1—11 月 CMBS/CMBN 发行规模同比上升约 6%，同期底层资产为商业地产（公寓、商办、仓储物流）的类 REITs 共发行 13 单，发行规模 124 亿元，较上年大幅增长。政策方面，“第三支箭”中提及进一步发挥 REITs 盘活房企存量资金作用，证监会副主席李超也于近日表示将研究推动 REITs 试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产领域，总体来看，商业地产项目融资渠道有望拓宽，房企通过发行公募 REITs 来解决融资问题的思路有望逐步落地。

（三）商业地产企业信用风险展望

整体来看，在 2021 年下半年以来的房地产下行周期中，持有型房企凭借较为稳定的租金流入和抵押再融资空间可有效降低财务风险，但其经营风险展望受商业物业区位和业态的影响较大。位于核心城市、核心地段的写字楼和商业综合体需求稳定性

较强，专业市场（如家居建材卖场、小商品市场等）和酒店等业态受宏观经济环境影响较大，未来一段时期运营状况及盈利水平仍将承压。对于开发型房企来说，在房地产行业下行销售端流入恢复困难的情况下，经营状况良好的商业地产也起到了一定的压舱石作用，除了较稳定的现金流入以外，自持物业也是优质的融资增信抵质押物。展望 2023 年，我们认为以下几类商业地产企业面临的信用风险将进一步上升。

（1）主要布局三线及以下城市的商业地产企业：目前来看，核心城市的写字楼和综合体仍是大宗市场上交易最活跃的物业资产，物流项目的成交也有所升温，但非核心二线城市、三线及以下城市的大宗物业交易额仍较低，退出渠道较难打通。

（2）资本支出压力较大的商业地产企业：与住宅项目相比，商业地产项目回款周期较长、开发建设过程中的资本支出压力较刚性，即使房企希望通过资产出售加速现金回流，未完工的商业地产项目也难以实现处置。因此，商业地产企业的在建拟建项目规模需与其财务状况及再融资能力相匹配。考虑到未来短期内宏观经济及房企融资渠道修复状况仍存在不确定性，需关注此类商业地产企业的项目拓展风险。

（3）“短债长投”的商业地产企业：商业地产作为典型的资金密集型行业，投资金额大、回报周期长，经营物业贷的贷款期限也往往较长。若商业地产企业债务结构持续呈现短期化特征，依赖滚动发行短期融资产品或流贷进行再融资，其债务风险将显著加大，同时需关注企业在资产质量、公司治理等方面可能存在风险。

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。