



2023 年商业地产行业回顾与 2024 年信用风险展望

联合资信 工商评级三部 | 罗星驰 | 王逸菲 | 李香庭

2023 年以来，商业地产行业整体景气度仍较低，开发投资下降态势未见扭转，销售延续疲软状态。运营方面，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 2024 年，我们认为，商业地产行业需求端恢复将较为缓慢，消费信心仍将处于筑底阶段；供给端存量项目去化压力较大，新增项目投资意愿不足。购物中心经营状况预计将进一步分化，写字楼租金水平下降尚未见底，物流地产市场有所降温。未来消费基础设施 REITs 试点的正式落地，将有助于房企提升财务弹性。2024 年商业地产行业到期债券规模很大，商业地产企业的信用风险将进一步分化。



一、商业地产行业 2023 年运行概况

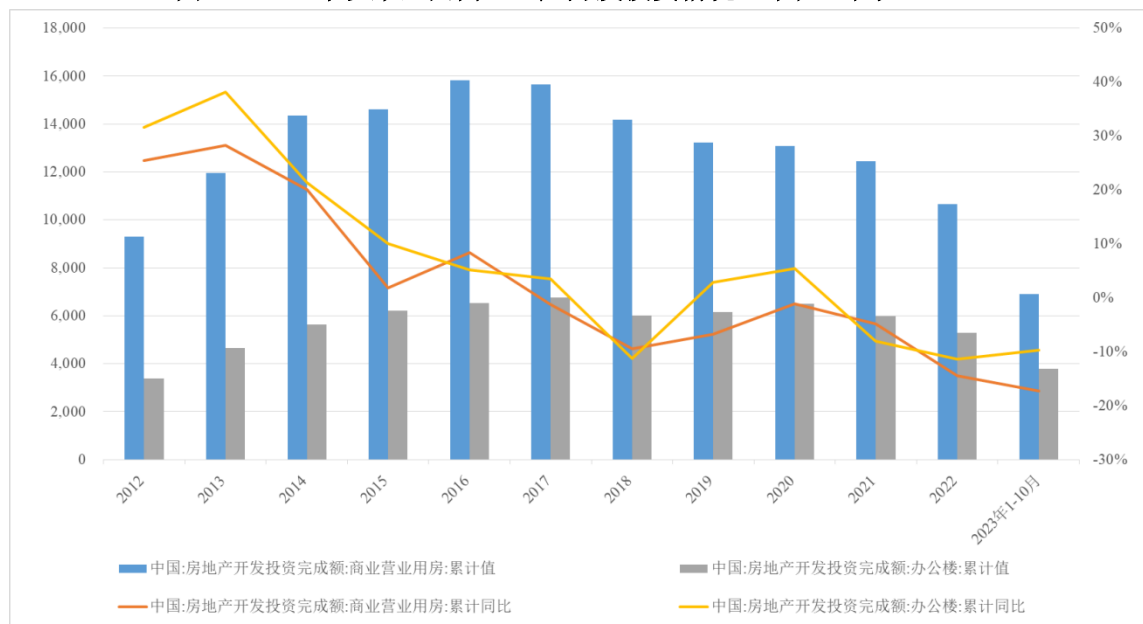
2023 年 1—10 月，由于宏观经济恢复进程缓慢，加之民营房企仍处于风险暴露和处置过程中，商业地产市场仍保持供需弱状态。投资端景气度仍较低，延续下降趋势，新增供应继续缩减；销售端下行速度较快，需求继续走弱。

（一）开发投资端

宏观经济承压，叠加房地产行业整体景气度下行，2023 年 1—10 月商业地产的开发投资延续下行趋势。

近年来，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入下行通道。2023 年三季度，我国实际 GDP 增速 4.9%，低于二季度的 6.3%，企业和居民信心仍显不足，经济增长内生动力依然不强，整体处于筑底阶段，在此基础上，房地产整体开发投资降幅在上半年的基础上继续扩大。就商业地产而言，2023 年 1—10 月，商业营业用房开发投资完成额为 6891.54 亿元，新开工面积 5368.96 万平方米，同比分别下降 17.30%和 23.20%；办公楼开发投资完成额为 3793.95 亿元，新开工面积 2143.35 万平方米，同比分别下降 11.00%和 20.00%。

图 1 2012 年以来全国商业地产开发投资情况（单位：亿元、%）



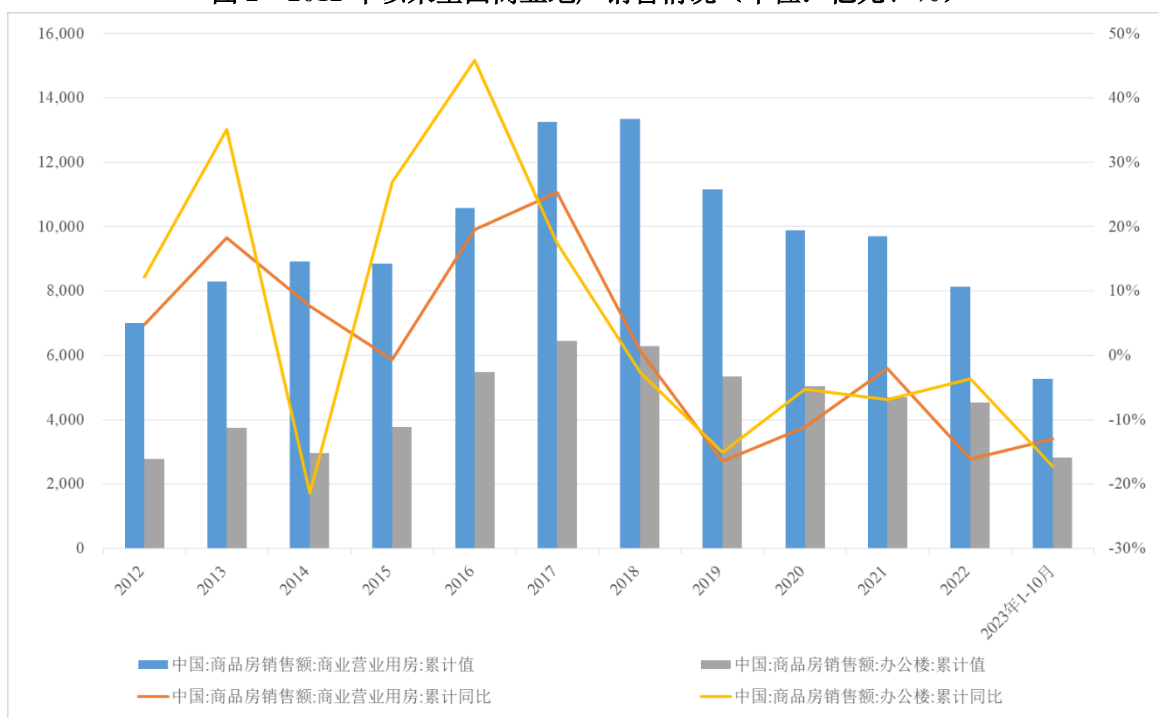
数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

（二）销售端

2023 年 1—10 月商业营业用房销售景气度维持低位，办公楼销售景气度大幅下降。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1—10月商业营业用房销售额延续下降态势，但降幅有所收窄。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1—10月办公楼销售额大幅下降。

图2 2012年以来全国商业地产销售情况（单位：亿元、%）



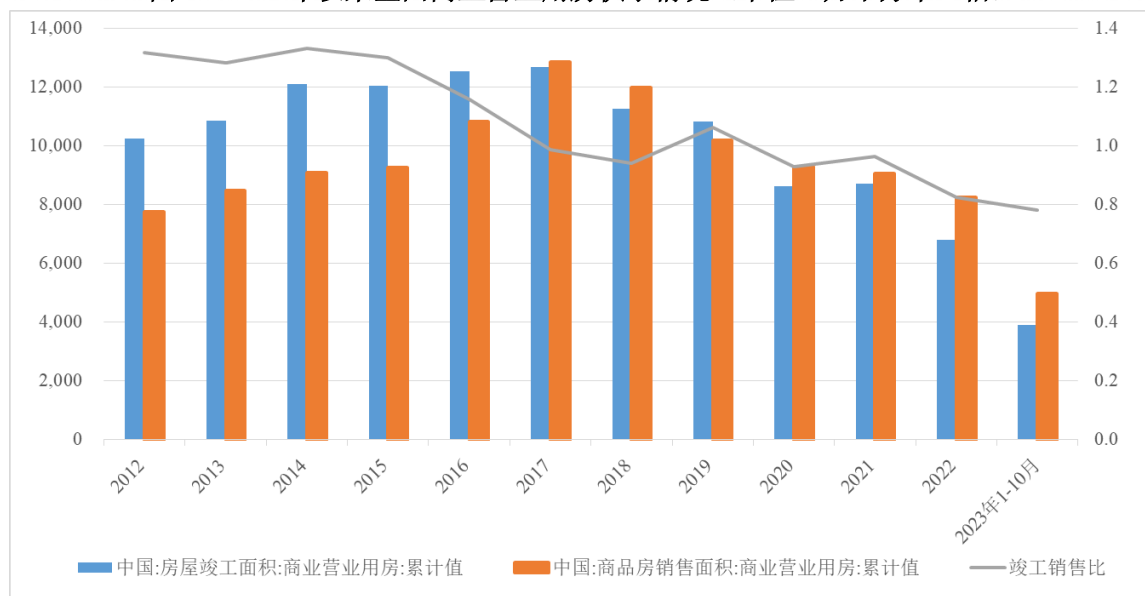
数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

（三）供求关系

2023年1—10月，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—10 月，商业营业用房和办公楼的竣工销售比较 2022 年均继续下降，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。

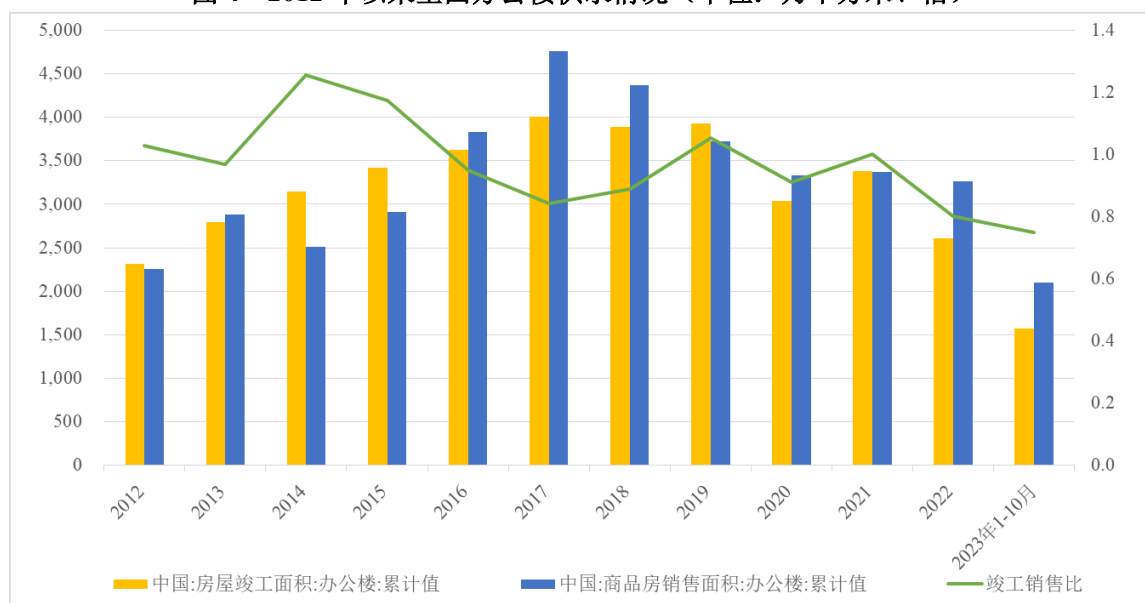
图3 2012年以来全国商业营业用房供求情况（单位：万平方米、倍）



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，三季度首批项目完成申报。

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。本次消费基础设施 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，消费基础设施 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。2023 年 10 月，首批消费基础设施公募 REITs 已申报，包括中金印力消费基础设施 REIT、华夏华润商业 REIT、嘉实物美消费 REIT 和华夏金茂购物中心 REIT，计划募集资金合计 127 亿元。现阶段，消费基础设施 REITs 的发起人以大型国央企为主，底层资产优良，均为一二线城市核心地段运营成熟资产。未来随着消费基础设施 REITs 逐步发展完善，将有望成为商业地产企业的重要退出途径，有利于行业的健康发展。

二、重点城市商业地产运营情况

2023 年以来，一线城市零售物业及写字楼运营状况受经济内生动力不足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 年前三季度，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，北京和深圳 GDP 增速与全国平均增速基本持平，广州受外贸环境等因素影响 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且低于年初提出的全年增速 5% 目标（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 年前三季度 GDP（亿元）	29926	30957	20735	22925	913027
2023 年前三季度 GDP 增速（%）	5.1	6.0	4.2	5.4	5.2
2023 年前三季度社会消费品零售总额增速（%）	2.5	16.1	6.4	7.9	6.8
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

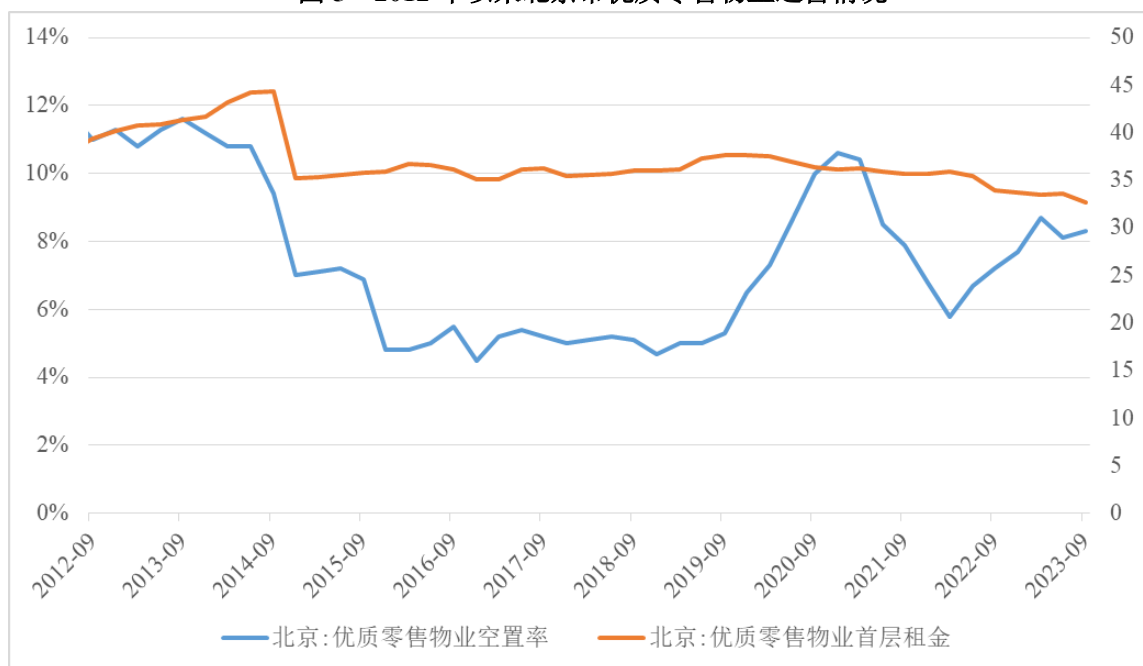
数据来源：联合资信根据国家及各地方统计局数据整理

（二）运营情况

1. 北京

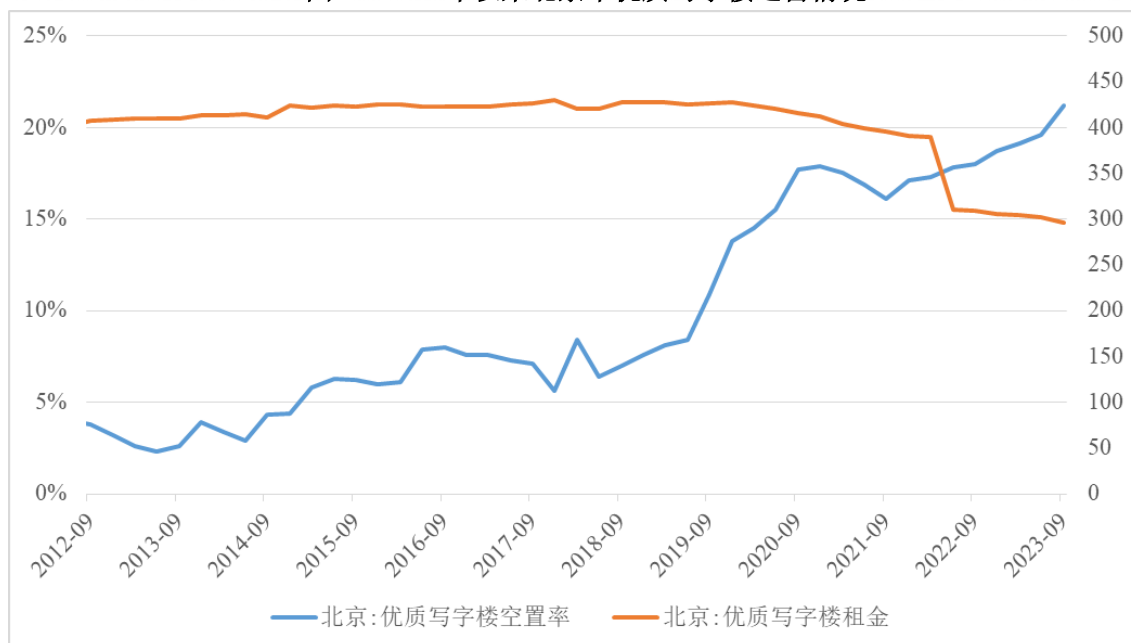
整体来看，当前北京市商业地产景气度距离 2019 年水平仍有较大差距。2023 年三季度，北京市优质零售物业首层租金同比下降 3.54%至 32.7 元/平方米·天；优质办公楼租金水平下跌至 295.6 元/平方米·月，下探至 2012 年以来的最低点。从空置率来看，2023 年三季度优质写字楼及优质零售物业空置率均较二季度有所上升，写字楼空置率突破 20%（详见图 5 和图 6）。

图 5 2012 年以来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 年以来北京市优质写字楼运营情况

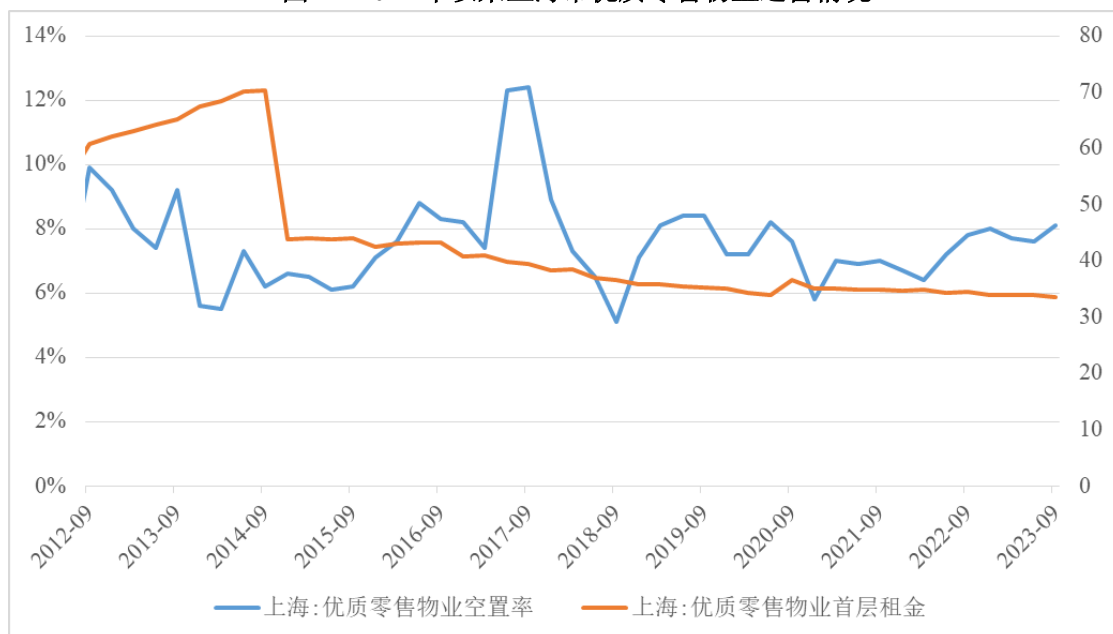


数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

2. 上海

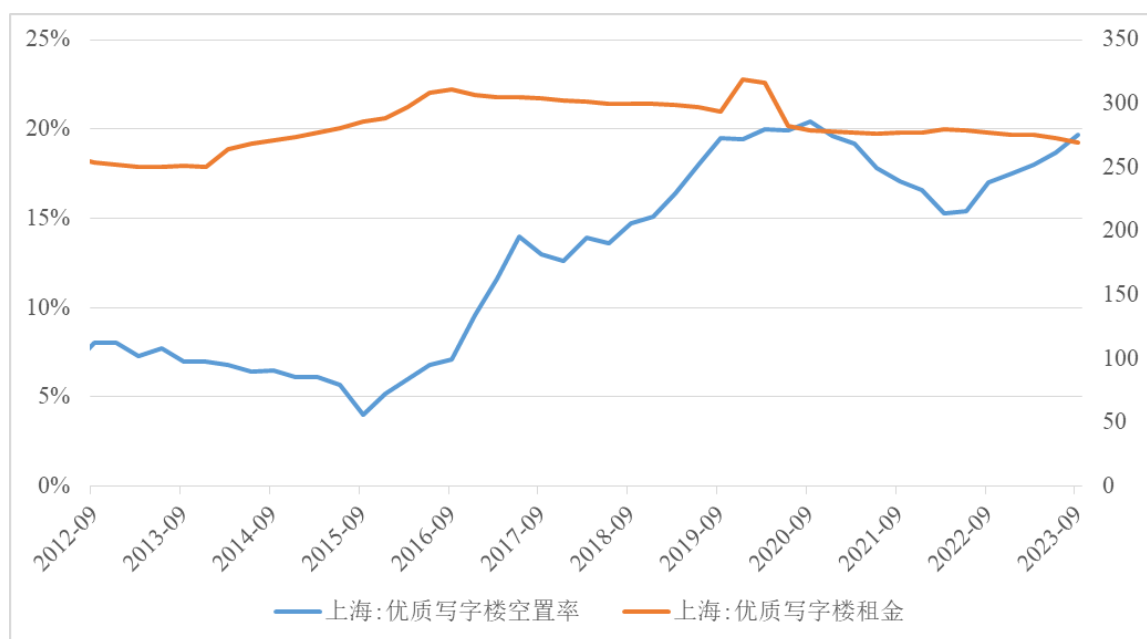
零售物业方面，2023 年三季度上海市优质零售物业租金水平基本平稳，空置率小幅上升（详见图 7）。写字楼方面，上海市优质写字楼租金水平降低至 269.6 元/平方米·月左右，2023 年以来空置率逐步走高，接近历史峰值（详见图 8）。

图 7 2012 年以来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 年以来上海市优质写字楼运营情况

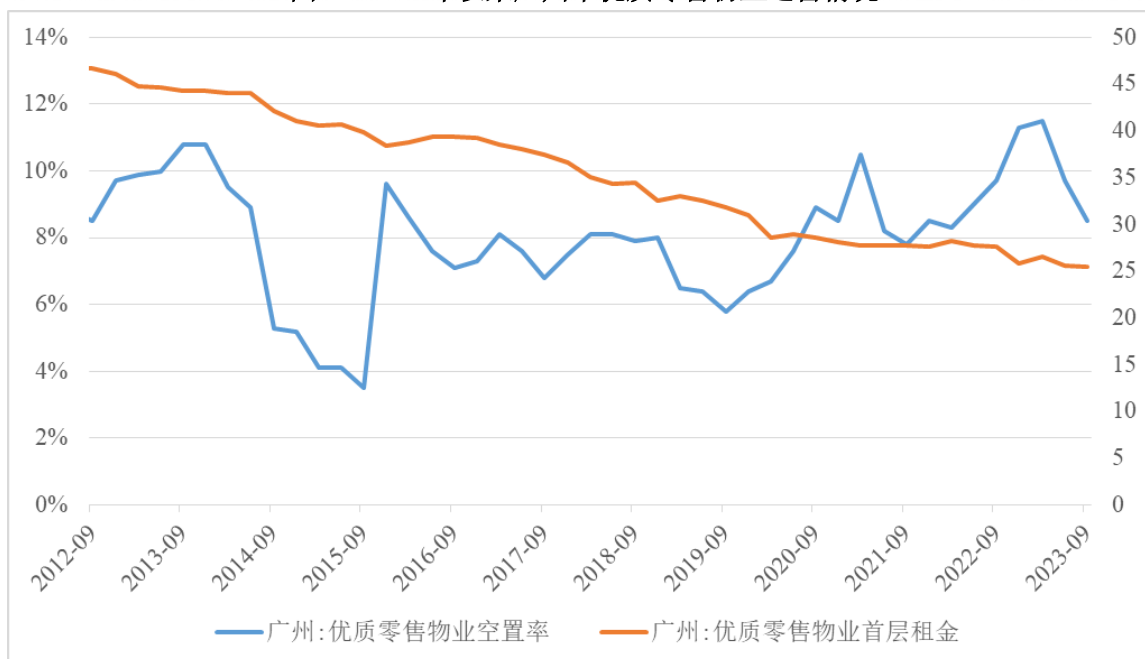


数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

3. 广州

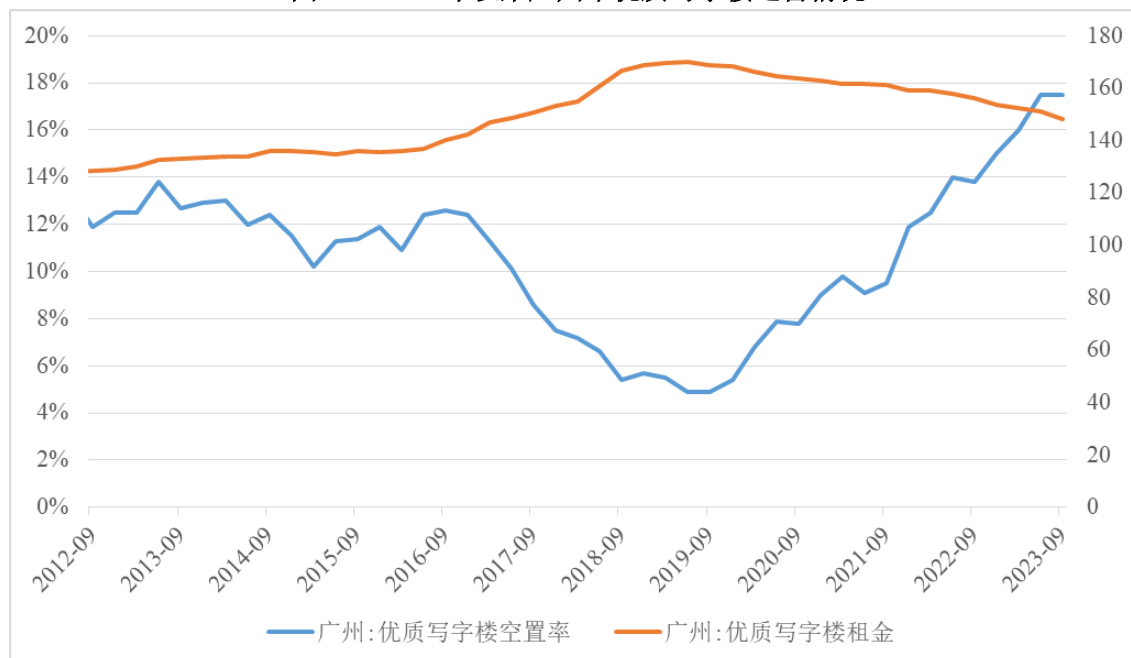
零售物业方面，近十年来广州市零售物业租金水平稳步下降，空置率在 2019 年三季度已下降至 6% 以下，但 2020 年以来受外部环境影响再度拉升，2023 年三季度空置率有所下降但仍属较高（详见图 9）。写字楼方面，近十年来，广州市写字楼市场景气度相对较高，尤其 2016 年以来呈供不应求态势，租金水平有所上扬，空置率大幅下降，2019 年二、三季度广州市优质写字楼空置率低至 4.90%。但 2020 年以来，广州市优质写字楼租金水平小幅回落，空置率上升较多，2023 年三季度已达到约 17.5%，但空置率仍略低于其他一线城市（详见图 10）。

图9 2012年以来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年以来广州市优质写字楼运营情况



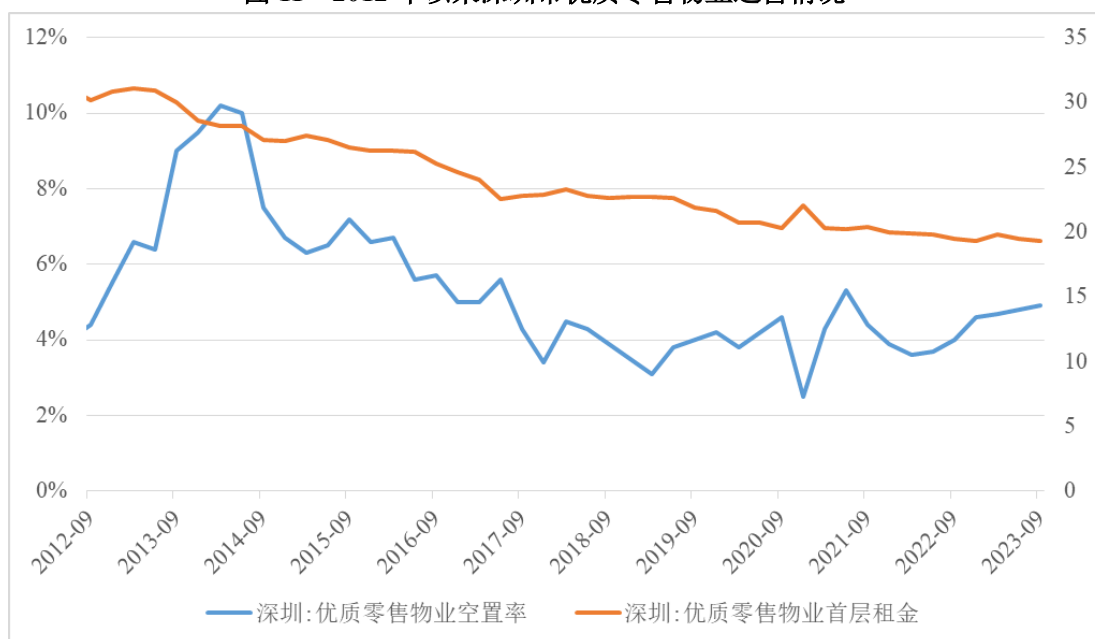
数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

4. 深圳

2023 年三季度，深圳市零售物业和写字楼空置率均有所提升，租金仍未止跌。2023 年三季度深圳市优质零售物业空置率为 4.90%，在一线城市中处于最低水平，但

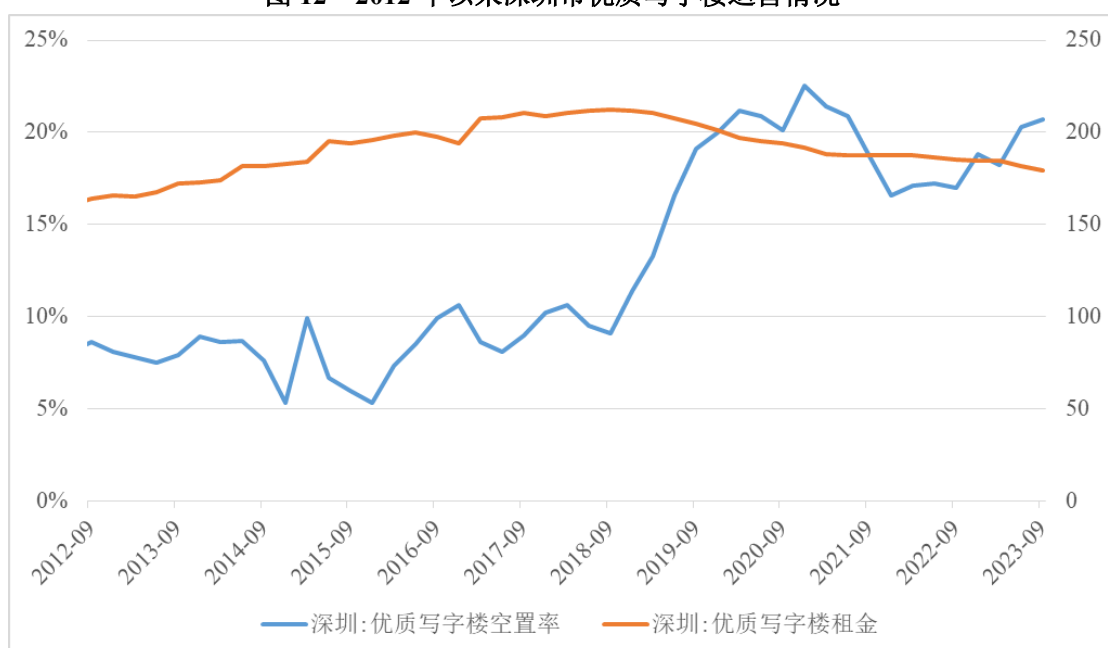
租金水平继续下降（详见图 11）。写字楼方面，2018 年末以来深圳市写字楼市场结束了持续多年的高景气度，此后的一年内空置率大幅上升约 10 个百分点，2023 年三季度空置率为 20.7%，租金水平仍处于持续下行通道（详见图 12）。

图 11 2012 年以来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 年以来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，除广州的优质写字楼空置率略低，其他一线城市的优质写字楼空置率均在 20% 左右（详见表 2）。

表 2 2023 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（%）	8.3	8.1	8.5	4.9
优质零售物业首层租金（元/平方米·天）	32.7	33.6	25.5	19.3
优质写字楼空置率（%）	21.2	19.7	17.5	20.7
优质写字楼租金（元/平方米·月）	295.6	269.6	148.3	179.1

资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

三、商业地产企业发债情况分析

本报告中采用的商业地产发债企业样本主要为租金收入占其营业总收入 60% 以上或持有型物业租赁收益贡献及经营活动现金流入量不低于上述各项总额 50% 的境内尚有存续信用债券的发行主体，共计 20 家。

1. 存续债券情况

从商业地产发债企业情况看，目前存续的发债主体评级均在 AA⁺ 以上，整体信用水平较高，其中 AAA 级共 12 家，AA⁺ 级共 8 家，企业性质以大型央国企为主。目前商业地产存续债券余额前三位分别为陆家嘴系企业、普洛斯和张江高科，发债余额占发债总余额的比重分别为 31.36%、15.43% 和 8.57%。

表 3 境内主要发债商业地产企业概况（单位：亿元）

企业名称	企业性质	是否上市	最新评级	存续债券
上海陆家嘴(集团)有限公司	国企	非上市	AAA	216.08
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	国企	上市（A+B 股）	AAA	210.71
普洛斯中国控股有限公司	外资	非上市	AAA	209.97
上海张江高科技园区开发股份有限公司	国企	上市	AAA	116.70
红星美凯龙家居集团股份有限公司	国企	上市（A+H 股）	AAA	99.28
大连万达商业管理集团股份有限公司	民企	非上市	AAA	82.02
上海新长宁(集团)有限公司	国企	非上市	AAA	78.42
中粮置业投资有限公司	央企	非上市	AAA	69.69
浙江中国小商品城集团股份有限公司	国企	上市	AAA	65.00

义乌中国小商品城控股有限责任公司	国企	非上市	AA ⁺	49.80
上海金外滩(集团)发展有限公司	国企	非上市	AA ⁺	45.00
宝湾物流控股有限公司	国企	非上市	AA ⁺	39.12
中国金茂(集团)有限公司	央企	非上市	AA ⁺	21.00
星河实业(深圳)有限公司	民企	非上市	AA ⁺	19.59
北京兆泰集团股份有限公司	民企	非上市	AA ⁺	8.70
上海世博发展(集团)有限公司	国企	非上市	AAA	8.67
上海浦东软件园股份有限公司	央企	非上市	AA ⁺	6.00
海宁中国皮革城股份有限公司	国企	上市	AA ⁺	6.00
中国国际贸易中心有限公司	中外合资	非上市	AAA	5.00
中国国际贸易中心股份有限公司	中外合资	非上市	AAA	4.40

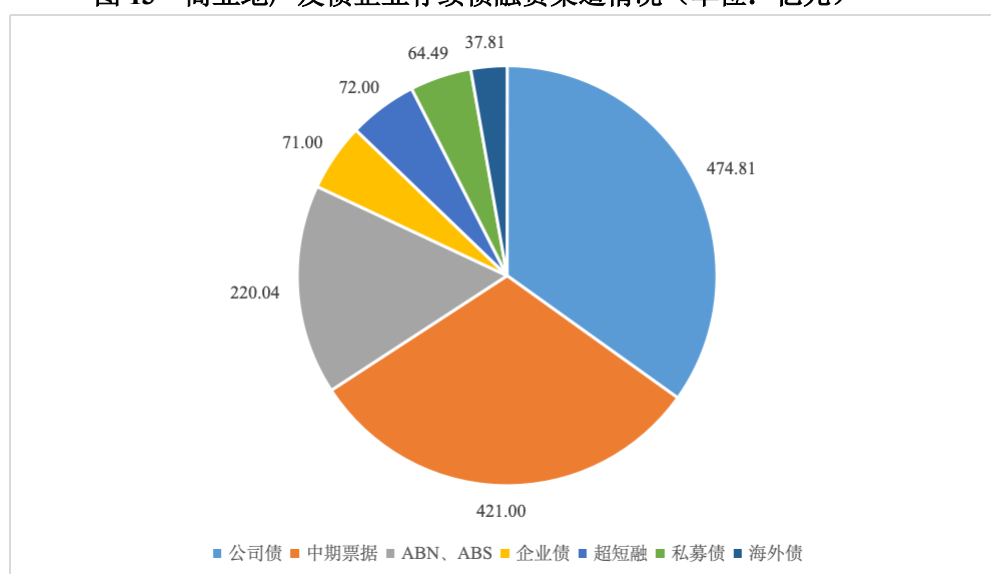
注：表中存续债券指发行人公司本部发行的债券，不含子公司发行的债券

资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

2. 债券发行情况

从融资渠道看，商业地产发债企业本部的发债品种以公司债和中期票据为主；从发行期限看，中期票据发行期限以 3 年期为主，公司债发行期限主要集中在 3~5 年期。截至 2023 年 10 月底，商业地产发债企业存续债券余额合计约 1361.15 亿元，其中存续公司债和中期票据数量分别为 47 只和 49 只，存续债券余额占债券总余额的比重分别为 34.16%和 30.29%。

图 13 商业地产发债企业存续债融资渠道情况（单位：亿元）

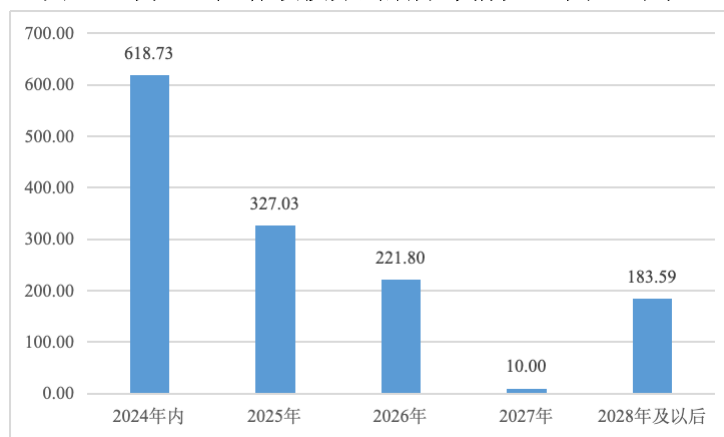


数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

3. 债券到期情况

从商业地产发债企业存续债券到期情况看，于 2024 年内到期的商业地产存续债券规模共 618.73 亿元，占存续债券总额的 45.46%，商业地产企业存续债券于 2024 年集中到期规模较大；从存续债券 2024 年四个季度到期分布情况看，商业地产企业在 2024 年一季度到期的债券规模较大，商业地产企业存在一定短期债务集中兑付压力。

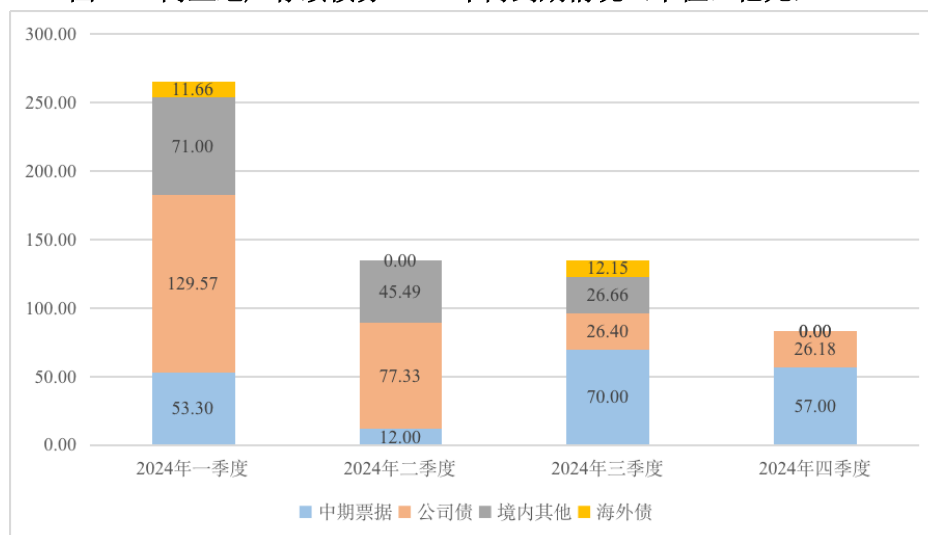
图 14 商业地产存续债券到期分布情况（单位：亿元）



注：存续债数据获取截点为 2023 年 10 月末；存续债券到期情况考虑回售期；2024 年内到期债券含 2023 年 11—12 月到期债券余额 43.70 亿元，下同

数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

图 15 商业地产存续债券 2024 年内到期情况（单位：亿元）



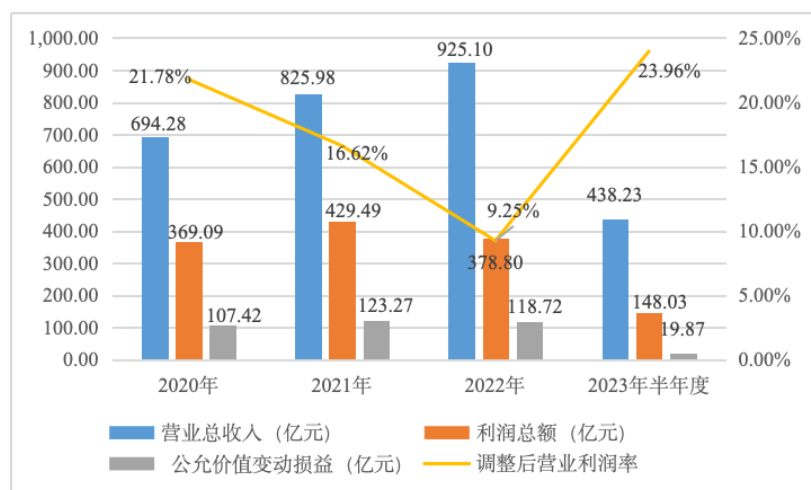
数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

4. 企业盈利能力概况

本小节分析采用的商业地产企业样本为投资性房地产采用公允价值计量的商业地产发债主体。2020—2022 年，随着新增物业持续投入运营，样本企业合计营业总收入

入规模逐年增长，但调整后营业利润率持续下降，整体盈利指标弱化，公允价值变动收益在样本企业利润总额中占比较高。2023 年上半年，样本企业平均调整后营业利润率显著回升，但受宏观经济增速下行影响，商业地产企业仍面临盈利能力减弱风险。

图 16 投资性房地产采用公允价值计量的商业地产发债企业盈利能力概况



注：上表中普洛斯中国控股有限公司相关数据根据历史即期汇率进行换算；调整后营业利润率=100*（营业总收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用-财务费用）/营业总收入

数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

四、2024 年商业地产行业展望

客流显著回升但消费信心不足，购物中心经营仍将承压且经营状况分化

随着出行限制的取消，2023 年以来购物中心客流量显著回升，但租户销售额和客户人均消费方面的复苏状况不佳。从宏观经济来看，2023 年 2 月以来 M1 与 M2 之间的剪刀差持续处于高位，消费和投资收紧，超额储蓄趋势显著，社会对宏观经济的预期较弱，消费者仍具备购买力但消费信心不足。未来一段时期消费信心仍将处于筑底阶段，预计 2024 年购物中心的经营仍将承压。此外，从 2023 年以来不同定位的购物中心经营状况来看，高端商场的经营韧性整体强于中低端商场，大众向零售类店铺受电商冲击显著，而奢侈品牌销售端的优秀表现对租金形成良好支撑。

写字楼租金水平预计仍将震荡下行，项目估值存在较大压力

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，短期内写字楼租金需求难以迅速反弹。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。写字楼运营情况受宏观经济波动冲击较显著，2023 年以来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%，大宗交易成交热度较低。预计 2024 年写字楼市场仍将继续承压。

消费复苏乏力传导至物流仓储市场，物流地产有所降温

过去几年随着物流仓储的快速发展，黑石等外资通过大宗交易大量收购物流资产，国内险资积极参与物流资产投资，加之普洛斯等物流地产开发商通过产业基金等方式快速拿地扩张，物流地产成为中国房地产市场发展最快的细分领域之一。但 2023 年以来在消费复苏乏力和大量新增供应环境下，加之美联储加息对外资的影响，物流地产市场有所降温，投资者态度更趋谨慎，部分外资平台拟进行资产出售。此前物流地产投资端的火热将加剧未来一段时期运营端的压力，预计 2024 年物流地产细分市场面临结构性供大于求风险，物流地产开发商偿债压力有所加大。但考虑到网上零售占社会消费品零售总额的比重仍在上升，物流资产仍是相对优质的投资标的。

合理配置商业地产有助于房企提升财务弹性，REITs 试点有望落地

整体来看，当前商业地产行业景气度虽面临一定压力，但持有型物业仍可为房企持续提供较稳定的现金流和利润，尤其对于商品住宅预售资金受到严格监管的房企而言，商业地产贡献的现金流是少数能够回流至集团总部自由动用的资金渠道之一。未来随着消费基础设施 REITs 渠道的打通，房企的商业资产盘活能力将显著增强，有助于缓解房企流动性压力。目前首批消费基础设施公募 REITs 已申报，在政策的大力支持下，预计 2024 年 REITs 试点有望正式落地。

2024 年行业到期债券规模大，商业地产企业信用风险分化

2024 年商业地产行业面临很大的集中兑付压力，到期债券规模合计约 600 亿元，到期规模较大的企业主要包括普洛斯、万达、陆家嘴（集团及上市公司）和张江高科。过去曾以重资产模式快速扩张的商业地产企业，2024 年将面临一定的流动性风险考验。其中，产业园区和专业市场方面的发债企业以国企为主，自身融资能力和股东支持力度强；物流地产方面随着市场降温，资产处置进度不确定性加大，对企业偿债安排将造成一定影响；传统写字楼和购物中心方面资产处置难度相对较高，资产处置难以成为 2024 年到期债券偿付资金的主要来源，若融资渠道持续受阻，面临集中偿债压力的传统商业地产商信用风险暴露可能性将大幅上升。

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。