



2024 年房地产行业运行半年报

联合资信 工商评级三部

2024 年上半年,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降幅有所收窄,但库存去化压力持续加大,短期内去库存仍是行业重点。融资层面继续推动已出台金融政策的落地见效,但行业融资未显著改善,房企存活关键仍在于销售端的回暖和自身造血能力的恢复,大部分房企生存压力仍较大。宽松政策仅阶段性刺激了市场需求,持续性的需求端信心修复仍需一定时间。



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

在房地产市场供求关系发生重大变化的大背景下，中央及地方以“去库存”作为政策导向，延续宽松态势且宽松力度不断加大。预计 2024 年下半年，“去库存”仍为政策实施重点，并继续推动已出台政策的落地见效。

自 2023 年 7 月中央政治局会议定调房地产市场供求关系发生重大变化以来，政策端持续推动市场热度的复苏及购房信心的恢复。2024 年 3 月，政府工作报告将继续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；国务院常务会议亦再次强调要进一步优化房地产政策，3 月以来包括北京、上海和杭州等部分热点一二线城市率先跟进政策响应。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。5 月 17 日，三政齐发，内容涉及“降低首付比例、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率”，标志着中央提振市场的决心，从需求端出发降低购房门槛及购房成本。7 月 30 日，中共中央政治局会议表态要继续落实好房地产新政策等。9 月 24 日，国务院新闻办公室新闻发布会关于房地产行业宣布多项新政（以下简称“924 一揽子政策”），包括降低存量房贷利率，统一房贷的最低首付比例，提高 3000 亿元保障性住房再贷款中央银行资金的支持比例，并将年底前到期的经营性物业贷新政和“金融 16 条”政策文件延期至 2026 年底，以及支持收购房企存量土地等；本次存量房贷利率下调不再局限于首套房，对于缓解“提前还贷潮”的效果相较于 2023 年 8 月更好且考虑到 2024 年以来房企销售承压，本次金融支持政策的延期将再次利好房企流动性的增强。9 月 26 日，中共中央政治局会议提到“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”，再次强调对房地产的宽松政策，促进房地产市场平稳发展。目前，房地产市场已经历了较长时间的低位运行，前期积压的住房需求已逐步得到释放，宽松政策的频出阶段性刺激了市场需求；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，且过去多年来房地产行业快速发展致使库存高企，政策传导效果仍有待观察。

表 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贷最低首付比例由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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2024 年，三四线城市楼市基本无限购政策，一二线城市主要通过放松限购、下调首付比例等方式进行松绑。目前，除四大一线城市、天津及海南仍保留一定限购政策外，二线及以下城市已全面解除限购，限购城市逐步打开或取消限购将是未来政策放松的主要关注点。

表 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住房，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，二套房由 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%，二套房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

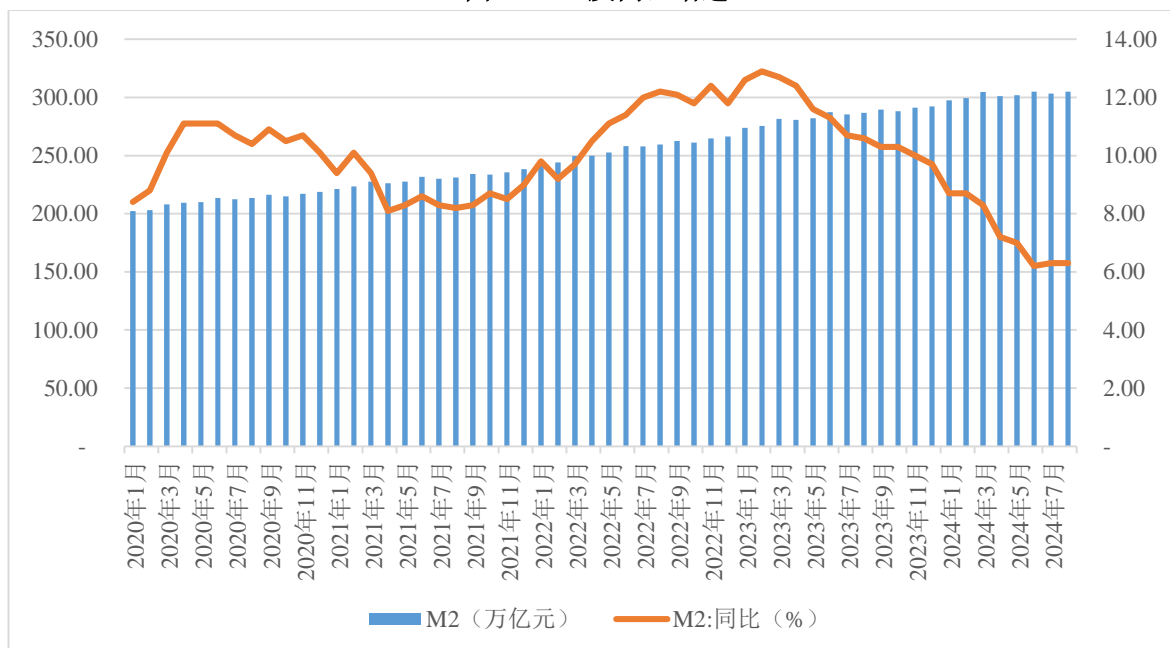
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）融资端

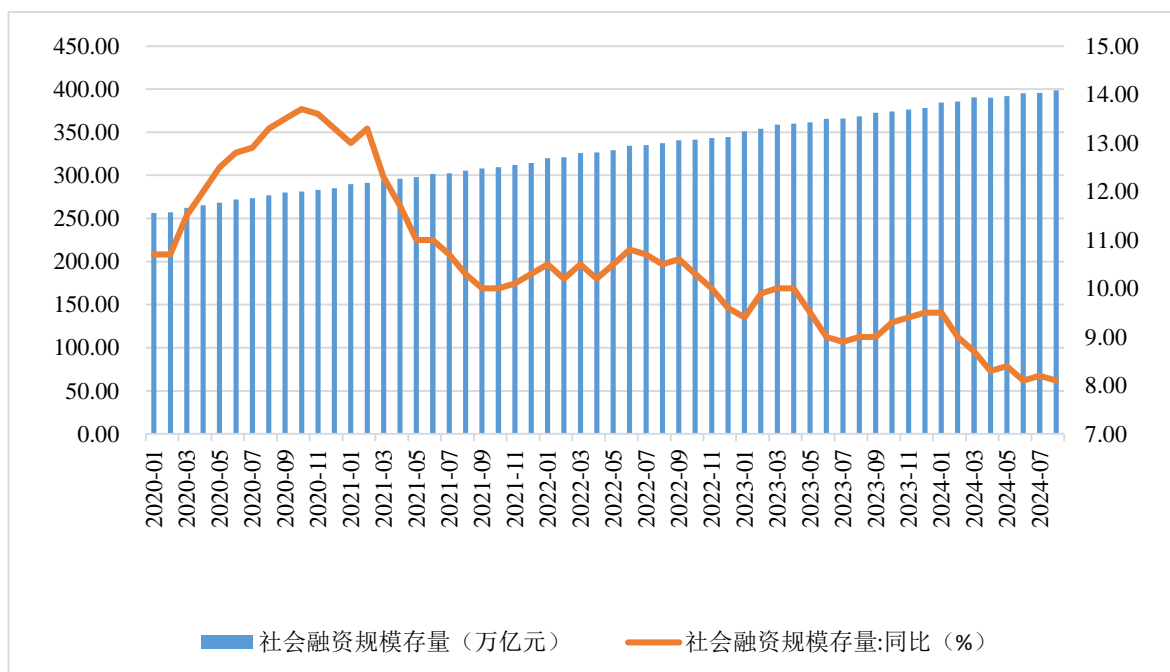
2024 年以来，房地产行业融资政策支持导向明显，以“有序防范化解金融风险，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”为目标，整体延续宽松的融资环境，但短期来看利好政策受益群体有限，资质偏弱的房企仍面临融资困境。受经济增长放缓和市场信心不足等因素影响，居民购房及贷款意愿疲弱，加之房地产行业下行态势尚未逆转，债务违约事件以及债务违约后的二次展期、三次展期等情况仍时有发生，房企自身流动性的改善取决于销售端的回暖，预计行业融资环境短期内仍无法得到实质性改善。

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 年二季度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 8 月，中国人民银行发布了《2024 年第二季度中国货币政策执行报告》，强调货币政策“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，促进社会综合融资成本稳中有降，并继续坚持稳健的货币政策，预计流动性将继续保持合理充裕，资金或将更加注重落实见效。

图1 M2及同比增速


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

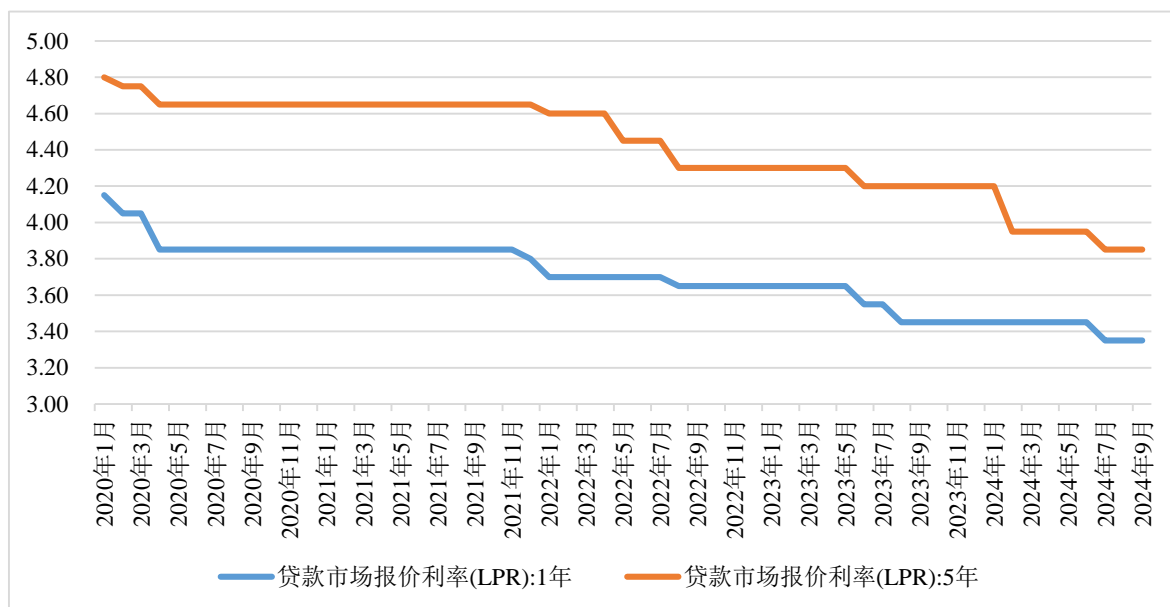
图2 社会融资规模存量及同比增速


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

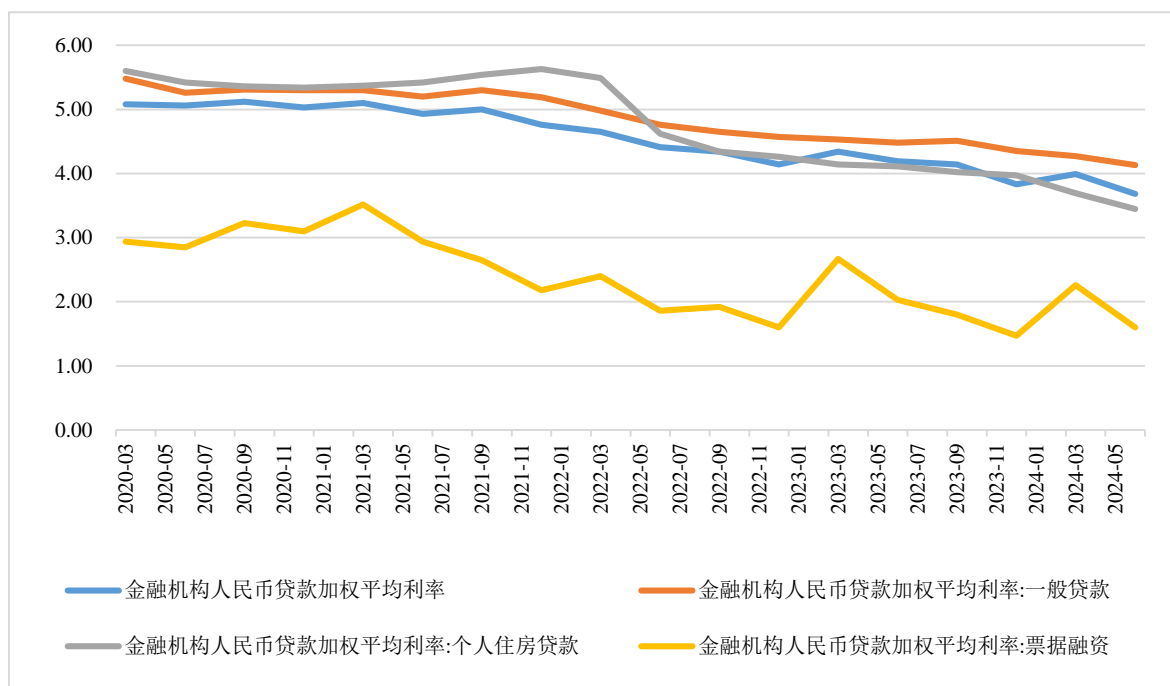
5 年期 LPR 对称下调 10 个基点至 3.35%及 3.85%。“5.17”央行新政，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。

图 3 LPR 报价利率走势（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 4 金融机构人民币贷款加权平均利率（单位：%）

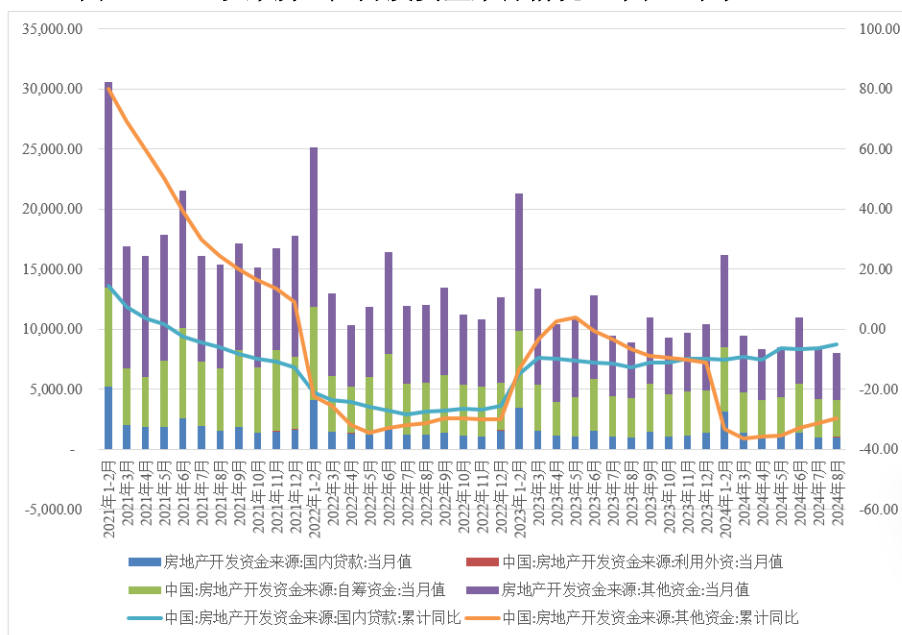


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

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。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。2024 年 1—8 月，房地产开发企业到位资金合计 6.99 万亿元，同比下降 19.72%。其中，国内贷款累计同比降幅自 2024 年 5 月房地产信贷政策再发力后有所收窄，但持续性待观察；商品房销售持续降温，致使房地产开发资金来源中占比最高的其他资金（定金、预收款以及个人按揭贷款）累计同比降幅持续扩大，反映销售端压力不减，房企资金仍承压。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仍取决于销售端的回暖，预计行业融资环境短期内仍无法得到实质性改善。

图 5 2024 以来房地产开发资金来源情况（单位：亿元、%）

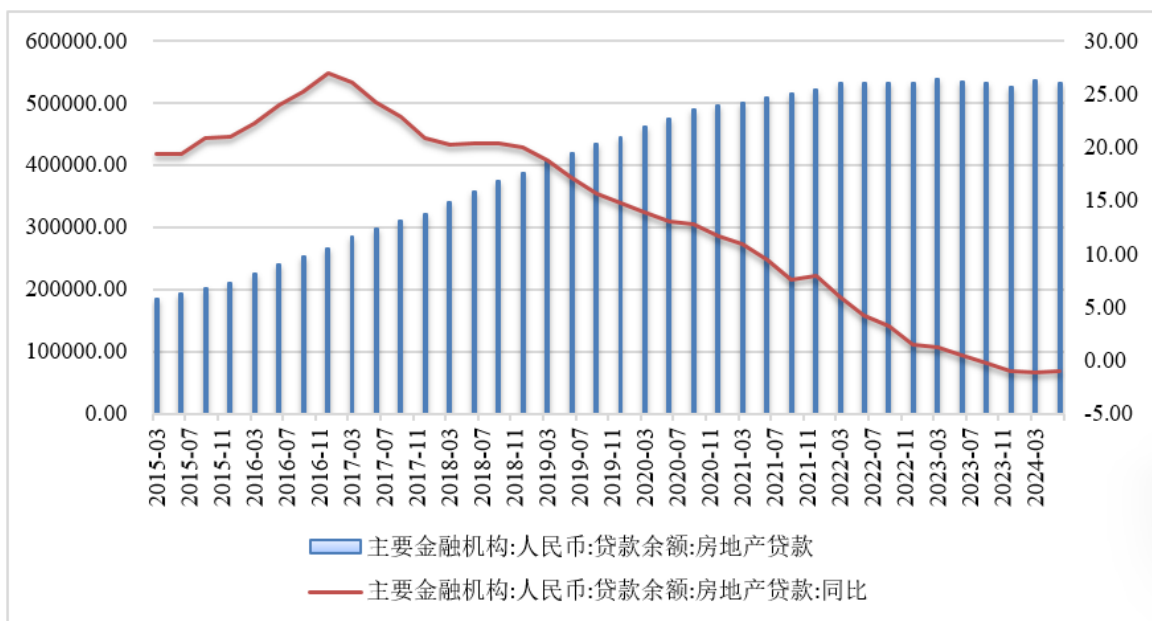


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

（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 6 月底，国内金融机构房地产贷款余额为 53.1 万亿元，同比下降 1.00%，持续负增长。

图 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

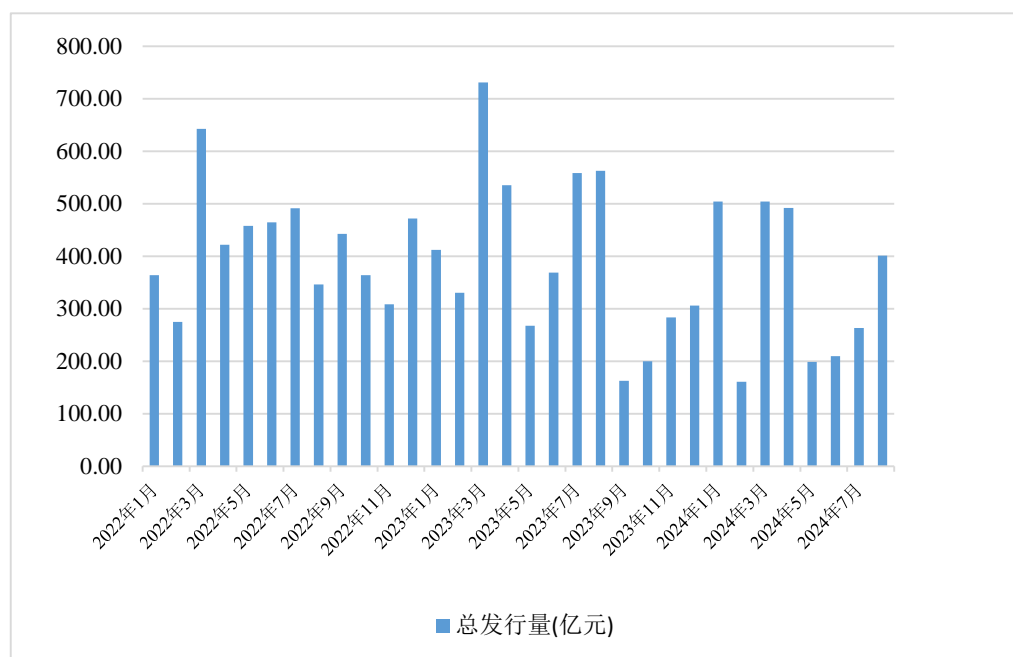
自 2022 年 11 月央行、银保监会发出“第一支箭”——“金融 16 条”发布后，各大银行密集与优质房地产企业达成银企合作协议并提供授信。在国有银行加大对房企的授信力度后，股份制银行和城商行也陆续加入对房企的授信，获益房企对象也从全国性龙头房企逐步扩容至地方性房企和出险房企。2024 年 1 月，中央多次开会强调并持续推进项目“白名单”贷款融资协调机制。但值得注意的是，金融机构出于对自身风险把控等考量，对房企的贷款审批态度较为谨慎，房企项目层面融资环境得到一定程度改善，但对房企提供流动性贷款的难度仍较大，叠加在行业流动性持续承压背景下，后续政策对房企融资端修复路径和效果有待观察。

（2）国内债券

2024 年上半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 1—8 月，房地产开发类企业境内信用债发行金额合计 2734.72 亿元，同比下降 27.41%，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 7 房地产开发类企业境内信用债发行情况

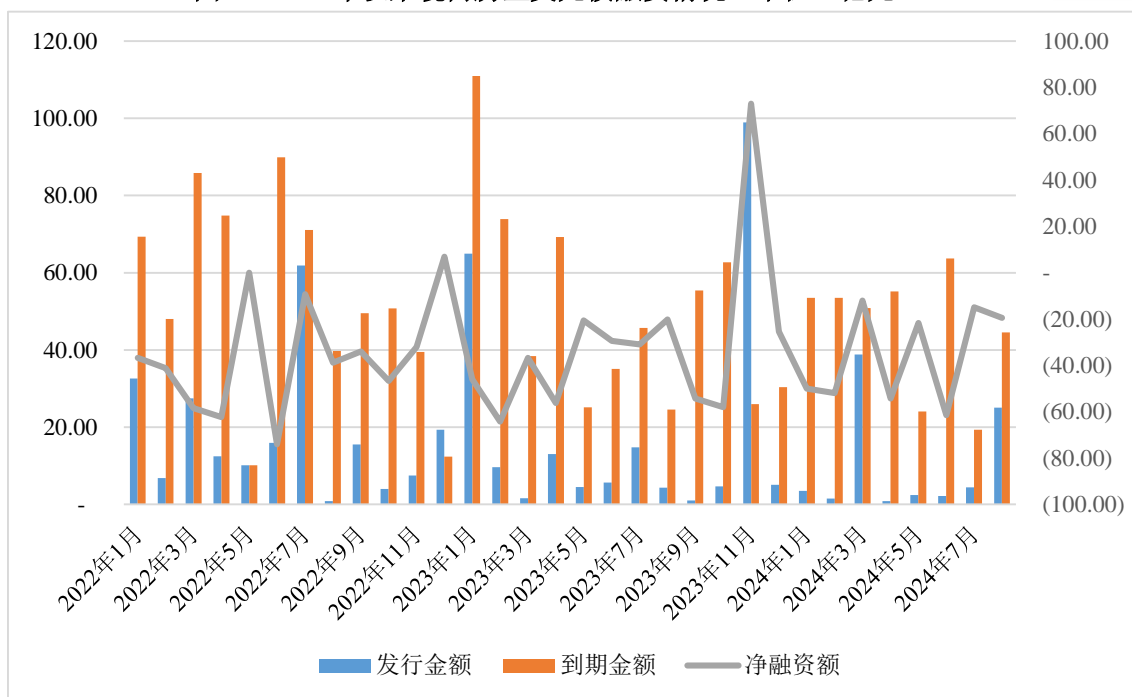


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

（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 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。2024 年上半年，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 年上半年，受市场信心持续不足等影响，主要行业指标延续偏弱走势；房地产销售市场继续下探寻底，在二季度宽松政策持续利好下，销售降幅有所收窄，但库存去化周期持续上升，去库存仍是行业重点。“517”新政、“924 一揽子政策”等

购房政策持续发布，短期内有促进和提振作用，但长期受宏观经济下行、房企风险事件持续发酵等因素影响，购房者信心仍需修复，政策效果有待观察。

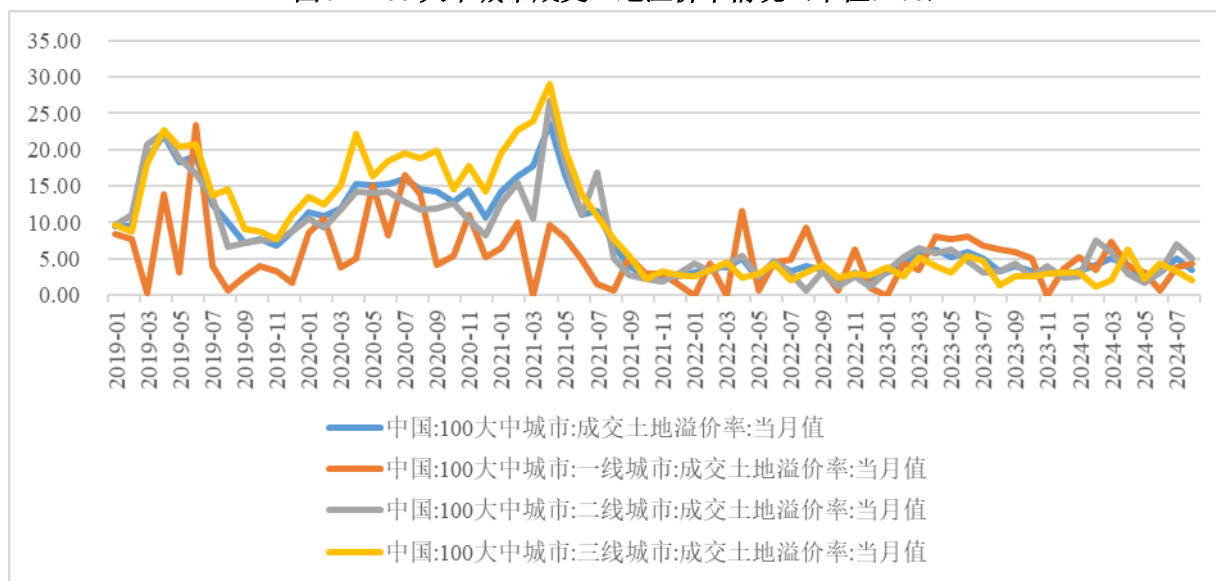
1. 供给端

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年上半年，全国300城住宅用地推出1.1亿平方米，同比下降45.6%；住宅用地成交8607万平方米，同比下降38.1%。整体看，2024年上半年，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—6月，100大中城市成交土地规划建筑面积5.62亿平方米，同比下降17.39%；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41.99%，二线城市成交土地规划建筑面积同比下降16.14%，三线城市成交土地规划建筑面积同比下降18.70%，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年上半年，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：%）

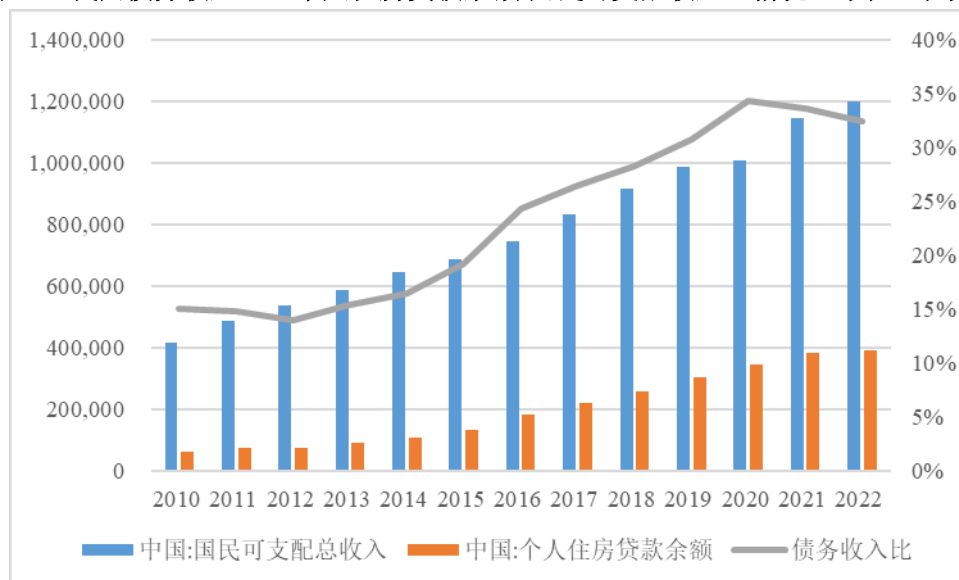


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

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 6 月底，个人住房贷款余额较上年底下降 0.10%至 37.79 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 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

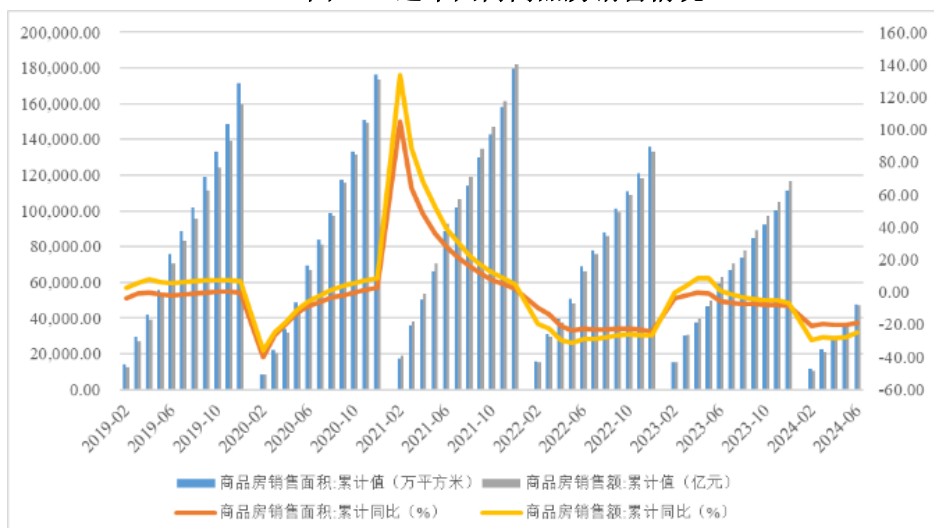
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从销售情况看，受目前市场信心不足影响，2024 年上半年，全国商品房销售面积与销售额分别为 4.79 亿平方米和 4.71 万亿元，同比分别下降 19.00%和 25.00%；得益于二季度宽松政策持续刺激，降幅较前 5 个月分别收窄 1.30 个百分点和 2.90 个百分点。截至 2024 年 6 月底，全国商品房待售面积（狭义口径，竣工未售）为 7.39 亿

平方米，同比增长 15.20%；全国商品住宅广义库存去化周期¹为 26.57 个月，自 2021 年 7 月以来持续上升，短期内去库存仍是行业面临的突出挑战。

2024 年 6 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 11 近年国内商品房销售情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

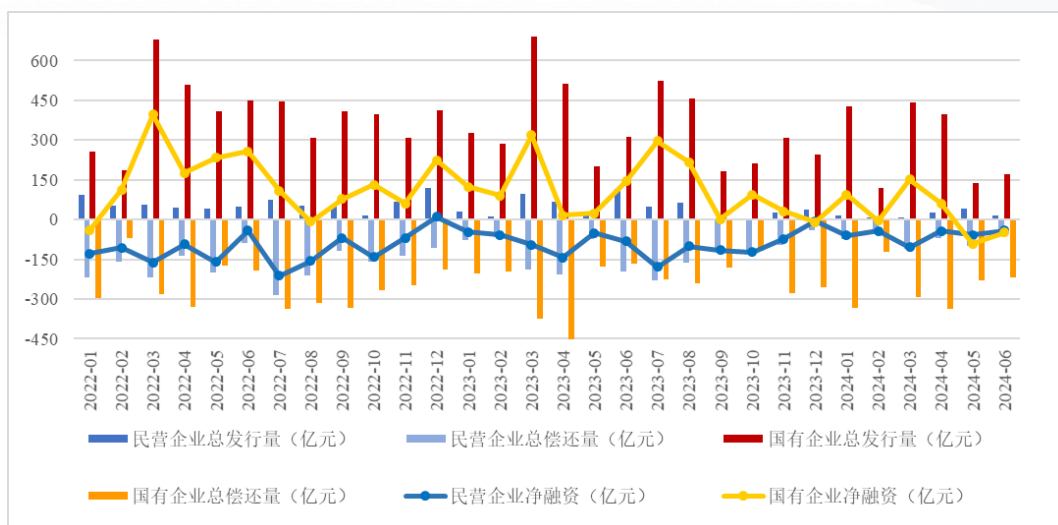
二、房企信用表现和基本面

（一）境内债券融资收缩，民营房企继续净偿还，国有房企净融资出现波动

从境内信用债融资情况来看，2024 年 1—6 月，房地产开发企业信用债发行规模同比下降 14.67%，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占比上升 1 个百分点至 92.07%。2022—2023 年，国有房企发债净融资规模保持合理区间，而民营房企净融资持续大额净流出，金融资源向国央企进一步集中，民营房企和国有房企融资格局分化加剧；2024 年 1—6 月，民营房企发债净融资继续大额净流出，国有房企净融资有所波动，部分国有房企开始净偿还。

图 12 2022 年以来民营及国有房地产开发企业境内信用债融资情况

¹ 广义库存去化周期=（累计新开工面积-累计销售面积）/近 12 个月移动平均销售面积



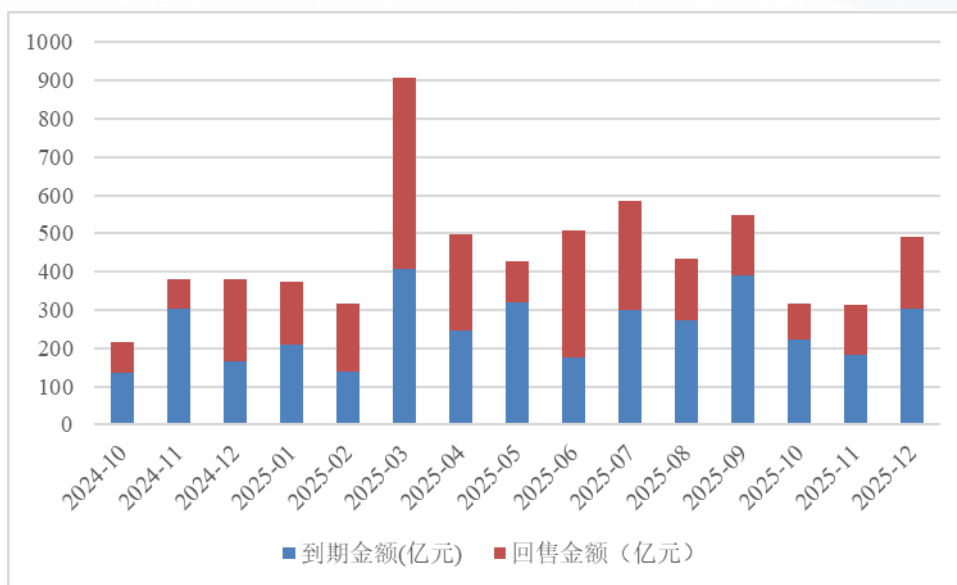
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

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 年上半年，仅新城控股集团股份有限公司、新希望五新实业集团有限公司和美的置业集团有限公司三家民营房企共发行中债增担保债券 34.6 亿元，获得发行民营房企数量和发行规模同比均大幅下降；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

从截至 2024 年 9 月 23 日的房企债券到期分布来看，境内债将在 2025 年 3 月、7 月和 9 月迎来偿债高峰期；境外债在 2025 年 1 月及 2025 年 4—7 月到期规模较大。目前房企境外融资渠道仍处于冰封状态，境内金融资源亦倾向于国央企及个别头部民营企业，民营房企境内外债券的偿债核心仍在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。

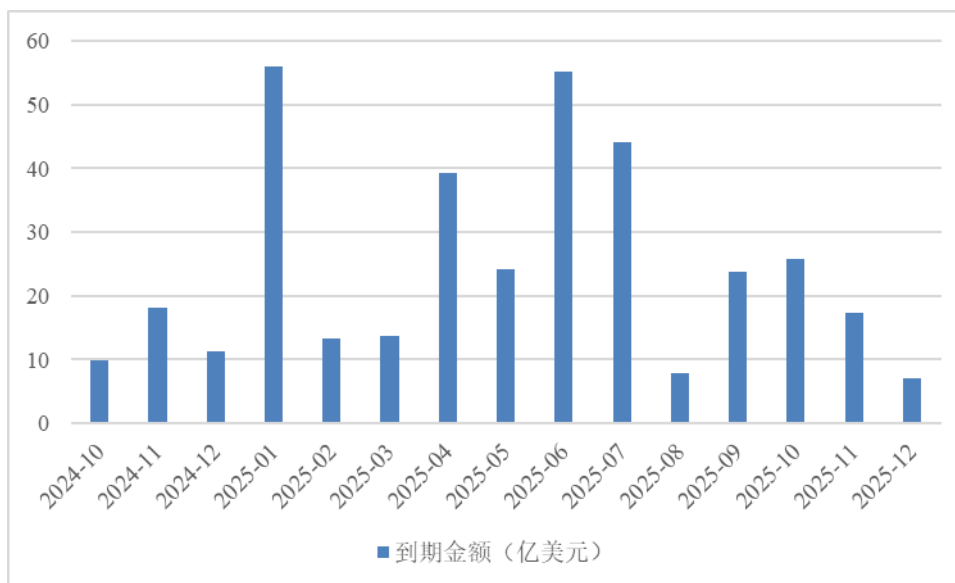
图 13 截至 2024 年 9 月 23 日房企境内债券到期及回售期限分布



注：上图统计数据含已展期和已违约债券

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 14 截至 2024 年 9 月 23 日中资房企境外债到期债务期限分布



注：上图统计数据中，发行币种为非美元的已按截至 2024 年 9 月 23 日相关汇率进行换算

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债主体中选取 134 个样本主体，对其 2023 年及 2024 年上半年财务数据进行分析。2022 年，行业平均营业收入首次出现下降、平均净利润首次亏损；2023 年及 2024 年上半年，样本房企净利润继续亏损，且亏损规模和亏损企业数均扩大；2023 年样本房企平均营业收入有一定回升，但随着行业销售持续收缩，样本房企平均合同负债规模 2022 年以来快速下降，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；受市场量价下行影响，房企资产质量及变现能力快速下降，资产减值损失规模在 2023 年有所扩大；市场信心持续低迷情况下，房企拿地投资谨慎，叠加资产价值波动加剧，平均存货规模于 2023 年末及 2024 年 6 月末均下降。在收入和毛利率持续下行、资产减值损失扩大背景下，样本房企盈利指标亦持续走弱。但从样本中的国有房企来看，2023 年样本国有房企平均净利润虽下降，但仍为正值，亏损国有房企占样本国有房企的 30%，低于样本平均亏损比例（46%）；此外，样本国有房企平均资产减值损失规模、存货和合同负债减少幅度均好于样本平均水平。

表 3 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
亏损企业个数	48	62	69
平均营业收入	412.26	426.73	146.46
平均资产减值损失	-16.22	-24.63	--
平均存货规模	1152.34	1032.11	987.83
平均合同负债	507.94	395.32	366.12
平均净利润	-6.45	-26.99	-6.71
平均销售毛利率	21.57%	20.80%	19.45%
平均 ROE	-17.46%	-21.14%	--

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

未来一段时间对房企信用风险分析，首先应关注公司债务集中到期情况，结合每月的销售回款和在手可动用货币资金综合考量到期债务的匹配情况；其次，部分未出险房企近年来新增土储较少，随着存续项目的销售完毕，恐将面临无货可推的局面；对于拿地较多的房企，当前房地产市场除核心城市的核心地段外，项目去化均面临较大问题，需关注公司在手项目是否能够快速去化。同时，在行业持续下行的情况下，“高杠杆、回款慢、债务集中到期”财务特征或“弱经营、强投资、过度依赖筹资”现金流特征的民营房企已经大部分发生风险暴露，存续的民营房企和混合所有制房企更应关注销售表现以及融资改善情况；对于部分规模较大而销售不佳的国有房企而言，在经历行业长时间下行后，销售下滑带来的财务压力加大，短期需重点关注其融资和销售表现，长期则需关注销售持续下滑情况下，股东对其支持意愿和能力。

三、房企信用风险展望

（一）从政策来看，宽松政策或为常态，重点在稳定预期

在房地产市场供求关系发生重大变化的背景下，2024 年以来，调控政策延续

宽松态势。尤其，“517”新政的发布从需求端出发降低购房门槛和购房成本，7月1年期和5年期LPR实现年内的二次调降等，但这些政策仅阶段性刺激了市场需求。9月24日降存量房贷利率、经营性物业贷新政和“金融16条”的延期等，使企业端和居民端偿债压力得到进一步释放；9月26日中央政治局会议首提“促进房地产市场止跌回稳”，进一步强调要稳定房地产市场。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。预计2024年下半年，“去库存”及“保交付”仍为政策实施重点，同时，在当前形势下重塑并稳定市场预期，必须调动起市场的内生动力。

（二）去库存压力下，供给端的收缩利于市场修复

供给方面，土地供求规模均收缩，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。全国商品住宅广义库存去化周期自2021年7月以来持续上升，短期内去库存仍是行业面临的突出挑战。2024年上半年，国内房地产市场表现延续弱势，但住宅用地成交面积同比降幅大于销售和开工，未来的供给端规模将降低，有利于市场的修复。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）房企生存压力仍在，顺应转型将是发展方向

经历了本轮长期且深度的行业洗牌，原有的高杠杆和高周转的发展模式已不再适用新的发展阶段，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。同时，布局一二线且产品类型主要为改善型的品质房企或在本次政策效果释放后受益，但行业出清仍在继续，债务偿还的核心仍在于销售回款或资产处置后的资金回笼，仍需关注债务集中到期房企的流动性管理能力。随着发展模式的转变，房企将更注重产品和运营，兼具低财务杠杆和产品力的房企或是未来企业发展方向。另外，传统房地产开发业务和利润出现大幅下滑，行业中不少房企开始在其他业务上发力，寻求转型，如商业地产、住房租赁和代建等，这些新兴业务成为不少房企新的利润增长点。商业地产方面，正逐步向存量物业改造和轻资产运营模式转型，不仅提升了物业的经营效益，也为企业提供了新的利润来源。在住房租赁市场，随着“租购并举”政策的推进，长租公寓市场也在逐步规范和成熟，越来越多的房企将其作为未来业务的重要组成部分。代建方面，随着行业逐渐从蓝海走向红海，竞争

激烈程度日渐提升，代建赛道越来越拥挤，头部代建企业也开始建立新的标准和模式来巩固竞争优势。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，房企仍需要继续在业务模式、经营策略上做出调整，以应对市场的起伏变化。

联系人

投资人服务 010-85679696-8624 chenjialin@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。