

## 筑底与新平衡：2024 年房地产开发行业信用趋势展望

2023 年 11 月 24 日

### 要点

- 我们认为，从政策的顶层设计和需求端的现实情况来看，长期而言房地产行业的刚性需求将基本在当前市场销量下寻找新的平衡点，全国新建商品房销售额重回 18 万亿的可能性很低。
- 我们预计，2024 年仍是房地产销售的筑底之年，全年商品房销售额在 2023 年的基础上下降 5% 左右，主要由于高能级城市的销售企稳不足以弥补低能级城市需求低迷的影响，同时信心的恢复和人口的增长情况也对销售额构成一定压力。
- 我们预计，2024 年房地产建安投资受到新开工面积低迷的影响仍将下滑。土地投资整体低迷，但城市间分化将持续加大，高能级城市的土地需求或将率先企稳，低能级城市的土地市场将持续承压。
- 我们认为，资产质量好、土储重点布局高能级城市的房企将会有更好的市场空间和信用韧性。

### 分析师

任映雪

北京

+86-10-6516 6037

yingxue.ren@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10-6516 6028

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

## 长期：市场步入供需新平衡，保障房和商品房各司其职

我们认为，中国的房地产市场已由过往的“住房紧张、供不应求”过渡到住房供需趋于平衡的新阶段。房地产行业仍是中国经济体系的重要组成部分，但随着供需格局发生根本性变化，行业将彻底告别过往的高速增长阶段，继而迈向高质量健康发展的新纪元。中长期内房地产行业的刚性需求将在当前市场体量下寻找新的平衡点，全国新建商品房销售额重回 18 万亿的可能性很低。

我们认为新的供求平衡点由两个因素共同驱动，一是中央政府解决全国住房矛盾的顶层设计，二是需求端的现实情况。

从顶层设计角度来说，我们认为，政策端将着力于推动保障房和商品房各司其职，保障房将分散一部分商品房的刚性需求。国务院常务会议审议通过的《关于规划建设保障性住房的指导意见》（国发〔2023〕14 号文）明确指出，一是要在大型城市中加大保障房的建设和供给力度，满足工薪阶层和人才引进阶层的住房需求；二是要推动房地产行业转型发展，让商品房回归商品属性，满足改善性住房需求。

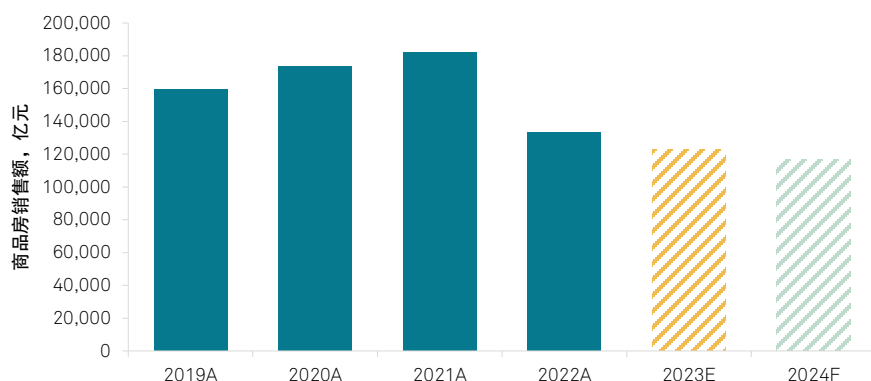
需求端的现实情况也是房地产行业寻找长期新平衡点的主要驱动力。从需求端分析，长期而言，商品房的需求将取决于地区人口增长情况、经济发展水平和人均收入水平，城市之间的结构性分化将加剧。高线城市受益于人口流入和良好的产业基础，刚需和改善性需求仍有空间；超特大城市城中村改造对需求亦将起到支撑。低线城市受制于人口流出、房屋库存高企、高线城市虹吸效应等因素，对政策刺激的反应已经钝化，复苏前景更为悲观，有可能长期处于低迷态势。投资性需求将受到市场供求关系的影响，在保障房加大供给力度的大背景下，房价将保持相对平稳，投资性需求也将受到影响。

## 2024 年：筑底之年，销售额小幅回落

我们认为，2024 年全国新建商品房销售额将小幅回落。销售额仍将下降的原因主要有三方面。一方面，高能级城市的销售增长或难以完全对冲低能级城市的销售下降。这主要是考虑到低能级城市对全国商品房销售额的贡献度较高，但当前需求低迷。高能级城市是市场能否企稳的关键，但我们认为也并不是所有的高能级城市都有足够的需求。其次，居民的信心恢复需要时间。当下居民购房信心和能力均偏弱，反映在居民杠杆率高企、储蓄规模节节攀高、提前偿债意愿较强，房企频繁暴雷也对期房购买意愿产生较大负面影响。短期低迷情绪与市场长期下行趋势形成共振，将对销售构成一定拖累。第三，行业进入供需新格局后，中长期需求自然回落，特别是作为主力购房人群的“92 后”人口数量明显回落。基于以上的判断，我们预计 2024 年全年商品房销售额在 2023 年的基础上下降 5% 左右，销售额预计降至 11.5 万亿左右。高线城市将是政策的主要发力点，销售均价的上升将部分对冲销售面积的下降。

图1

我们预计2024年商品房销售额将下滑5%左右



注：A为实际值，E为估计值，F为预测值

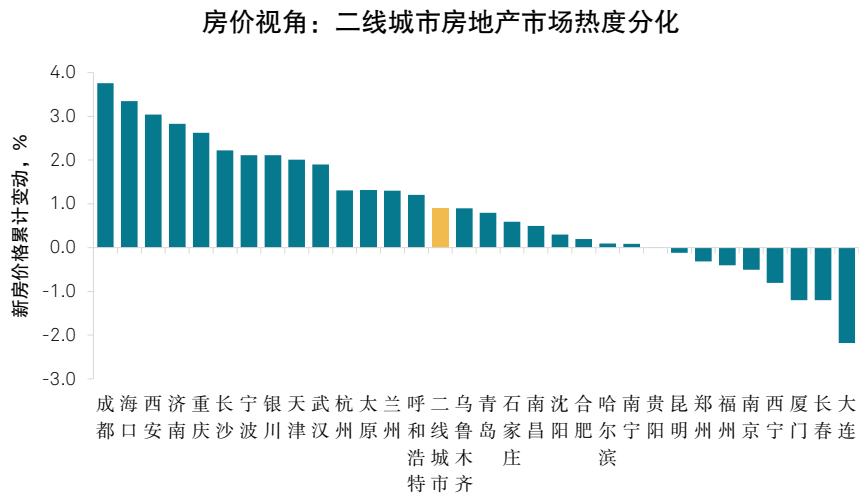
资料来源：标普信评

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从不同能级城市来看，我们预期：

- 一线城市的需求有韧性、价格有支撑，2024 年销售额将保持平稳或微增。
- 二线城市热度分化，并不是所有二线城市的需求都较强，存在相当一部分销售、价格表现均较为疲软的弱二线城市。2024 年二线城市整体销售额增幅将在 0-5%，但增量难以弥补三线及以下城市销售额的萎缩。
- 三线及以下城市的人口产业基本面薄弱，库存去化压力大，对政策刺激已经钝化，房价仍在持续下跌，整体需求前景低迷。我们估算这类城市的销售额在全国占比约 5 成左右，向下牵引力较大。房企“以价换量”去库存的举措也将加剧销售额的下滑，预计 2024 年销售额将下滑 5-10%。

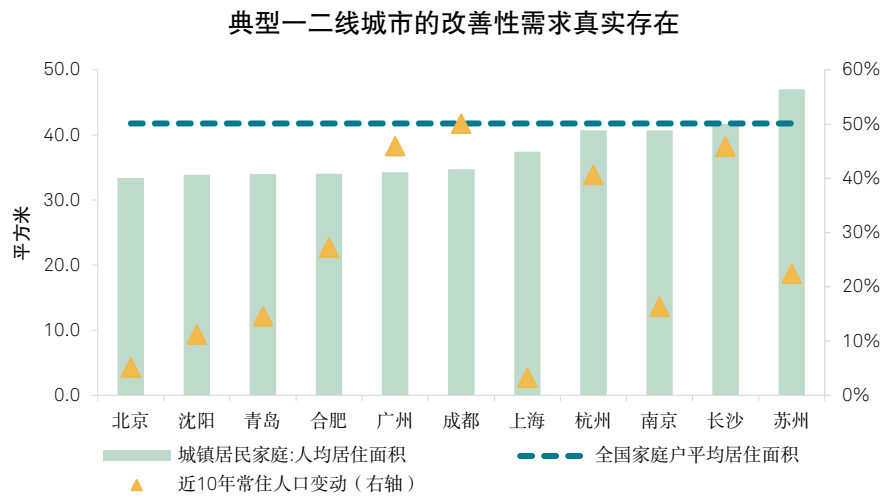
图2



注：观察区间为2023年1-9月。设2023年1月为基期，以每月环比值计算新建商品住宅价格累计变动。图中“二线城市”新房价格累计变动根据“70个大中城市新建商品住宅价格指数:二线城市环比”计算。  
资料来源：国家统计局，Wind，标普信评。  
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

尽管我们预期销售额不会反弹，但我们认为市场也不会再度大幅下跌，原因主要有三方面。其一，政策支撑明显。中央定调“要适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，高层定调为后续房地产政策应对市场变化适度调整做出了铺垫。其二，部分高能级城市新增需求仍然存在。受人口流入、产业聚集、人均购房能力较强等因素支撑，一二线热点城市的人均住房面积仍有增长空间，刚需和改善性需求真实存在。其三，在超大城市积极稳步推进城中村改造有助于释放改善性需求，短期内或将对销售起到一定托底效果。

图3



注：全国家庭户平均居住面积来自全国第七次人口普查。城镇居民家庭人均居住面积为2021或2022年数据，取各地披露的最新数据。  
资料来源：国家统计局，各地统计局，Wind，标普信评。  
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，2024 年房地产行业建安投资支出仍将下滑，但新开工面积的下滑将收窄，保交楼仍为支撑力。2023 年行业以“竣工强、开工弱”的格局贯穿全年，萎缩的新开工面积难以回补竣工面积，导致施工面积的蓄水池快速下降。我们预计，在销售、拿地等先行指标尚未根本改善的背景下，2024 年新开工面积明显转正的可能性不大。另一方面，库存规模在不断下降，库存去化周期已有见顶迹象，库存去化周期缓慢回落或将减缓新开工面积下降的趋势。我们预计，2024 年新开工面积的下降幅度将收窄至 5-10%。随着保交楼稳步推进，2023 年竣工面积增速保持强劲，净停工面积出现回落。但净停工面积的下降幅度弱于我们年初的预期，年内大型房企接连出险有可能对保交楼进度造成一定拖累。我们预计，2024 年保交楼仍将继续发力，净停工面积将继续回落，回落幅度较 2023 年相当，对施工面积构成正向边际支撑。但是竣工面积的两位数高速增长或难以为继，新开工面积连续两年的大幅回落将对竣工面积增速构成制约。

图4

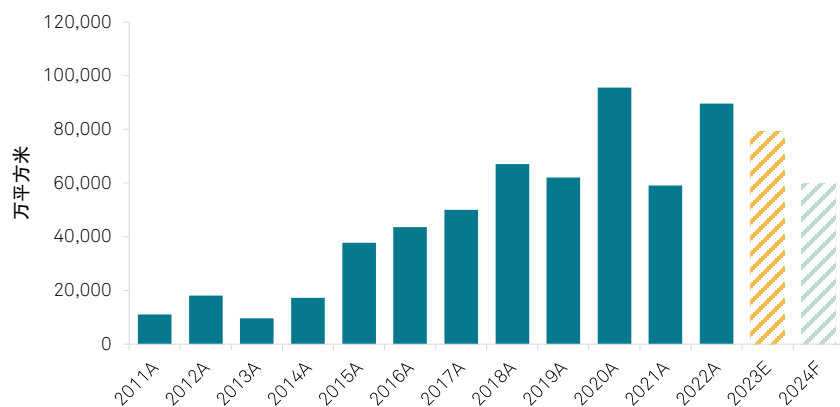
库存去化周期缓慢回落或减缓新开工下降趋势



注：全国库存计算假设1999年2月初库存为0，商品房库存=当月新开工面积\*0.9-当月销售面积+上月库存，库存去化周期=当月库存/过往12个月单月销售面积之和  
资料来源：国家统计局，Wind，标普信评。  
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图5

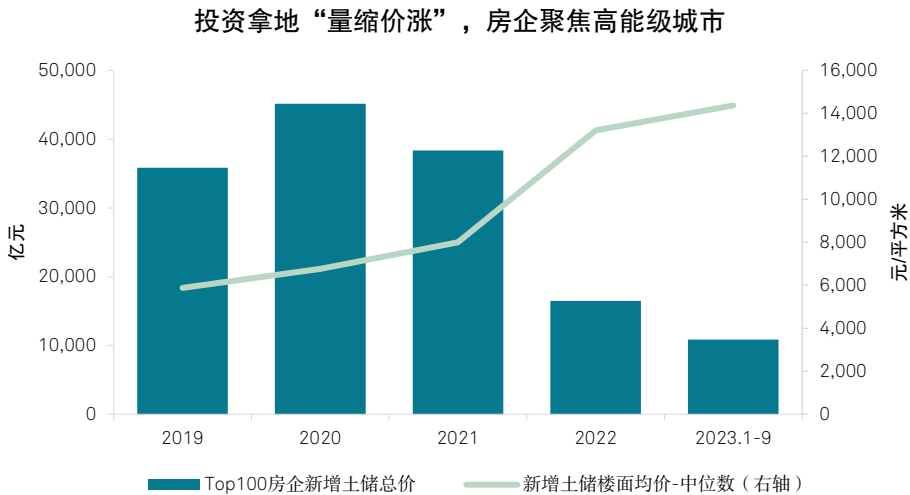
保交楼发力将推动“净停工”面积继续下行



注：净停工面积为当年停工面积与复工面积的净额。按照在施工面积、竣工面积和新开工面积估算。  
A为实际值，E为估计值，F为预测值。  
资料来源：国家统计局，Wind，标普信评。  
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，2024 年以土地成交额衡量的土地投资仍将下行，核心原因是销售复苏动能较弱，房地产开发到位资金未见明显改善，房企整体投资信心仍在低位。然而，土地成交额的跌幅或将收窄，因为主流房企将积极在热点城市补充土储，近期自然资源部建议取消土拍地价限制的举措有望进一步提振热点城市的土拍热度。同时，与销售结构性分化类似，土地市场也将继续演绎分化行情。房企投资仍将聚焦去化确定性较大的一二线热点城市，这些城市的土地市场今年已走出复苏行情，而低线城市的土地市场则面临无人问津的困境，将延续低迷行情。

图6



## 房地产开发企业信用趋势展望

我们认为，房地产开发行业经过两年深度调整，既往的行业竞争格局已被彻底打破，2024 年行业将在新旧迭代中继续迈向新格局，我们将这一过程中呈现的主要趋势总结如下：

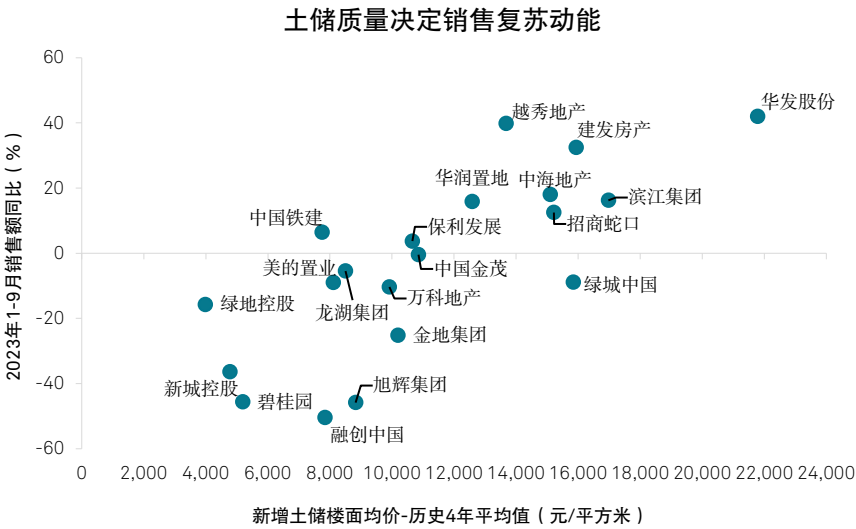
### 国企已成主流，地方国企加速崛起

国有房企已成为行业主导者，再融资优势不仅令国有房企资金周转保持顺畅，同时也保障了拿地投资的强度。国企开发商已成为土地采购的主力军，特别是对热点城市土储的积极布局将夯实龙头国企的竞争地位。2023 年 1-9 月，典型国有房企的拿地销售比已达 31%，恢复到相对健康的水平。我们认为，一部分地方国企在行业变革期竞争地位有实质性提升，这些地方国有开发商凭借融资优势在热点城市加大投资力度，实现了土储能级和销售规模的双跃进。

### 土储质量为王，复苏动能分化

当下市场的需求形势和政策着力点均利好土储重点布局高能级城市的房企，房企的复苏动能关键看土储是否压准热点城市。土储在一二线热点城市有充分布局的房企能够形成“销售-拿地”正循环，有望借力政策放松实现销售的稳步复苏。土储能级一般或较低的房企销售受政策提振的幅度有限。此外，房企扎堆抢占热点城市土储必将推升对优质资源的竞争强度。过去的周期中，房企的剧烈出清也伴随着市场大盘子的明显缩水，供给与需求同步回落，房企角力的竞技场从全国转向聚焦少数热点城市。我们认为存量房企的竞争强度并不会由于竞争者减少而明显降低。新的需求形势对房企的精准布局能力、资金运作实力提出了更高的要求。融资实力一般的民营房企在未来的优质土储竞争中或力有不逮，恐逐渐拉开与同梯队国有企业的距离。

图7



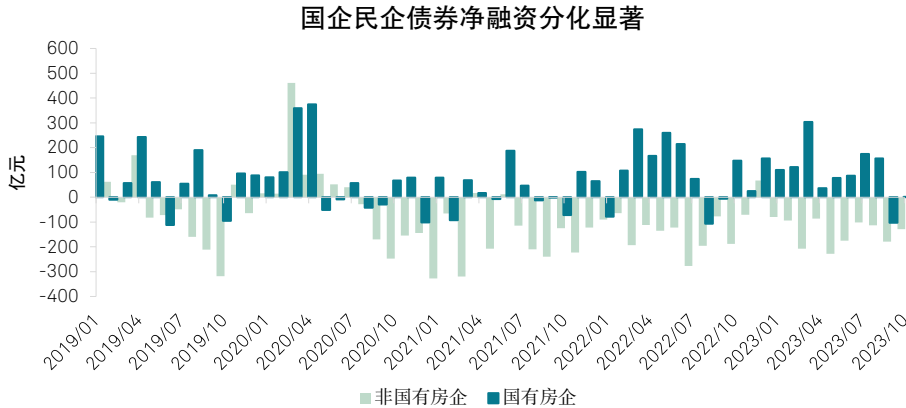
注：销售及新增土储均价数据根据克而瑞地产研究公布的销售榜单、新增土储榜单计算整理。  
资料来源：克而瑞地产研究，标普信评。  
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

民企主题还是“活下去”，要打“持久战”

我们认为，市场能否重拾对民营房企的信心最终取决于行业销售能否企稳。当下民营房企的再融资环境仍然偏紧，资金压力之下补库存较难，被动削弱了竞争力。就个体而言，民营房企能够“活多久”关键也要看销售表现，债务到期是否分散、融资方式是否多元化（如经营性物业贷、REITs），这些也是判断民营房企在短期内能否较好地处理流动性压力的因素。良好的债务结构能够为民营房企在严峻的再融资环境中，赢得更长的时间等待行业信心回归。

我们也关注到，近期房地产行业的融资政策持续优化，这些政策有可能帮助那些处于“生死存亡”边缘的民营房企缓解再融资压力。近期的金融机构座谈会提出了“三个不低于”，即各家银行自身房地产贷款增速不低于银行业平均房地产贷款增速、对非国有房企的对公贷款增速不低于本行房地产贷款增速、对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。同时，开发贷、经营性物业贷、个人住房贷款办法等也可能进行修订。另外，50 家国有和民营房企会被列入白名单中，在信贷、债券和股权融资方面获得多方支持。我们将持续关注上述政策的落地及对民营房企再融资压力的缓解程度。

图8



注：月度债券净融资额，采用Wind口径房地产企业分类。  
资料来源：Wind，标普信评。  
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

### 短期杠杆难降，长期财务表现更趋健康

我们预计，2024 年“幸存”房企仍将面临杠杆比率小幅上升的压力，这主要由于行业销售疲软导致房企利润率仍处于下行通道，保持拿地令“幸存”房企并未出现大幅“缩表”，债务规模保持平稳。我们认为，2024 年房企的利润率下行有可能见底，因为 2022 年起土地成本总体呈下行趋势，溢价率相对不高，房企将陆续开始结转较低成本项目的利润，房企近两年也普遍计提了相当规模的资产减值损失，甩掉了问题项目的包袱，释放了盈利空间。

我们认为，长期来看，经历本轮周期的洗礼，行业整体的财务表现较之前更趋健康。在行业增速换挡的共识之下，房企将彻底告别加杠杆囤地扩张规模的粗放模式，转而将资金精准投资于销售回笼更有保障的项目，这有利于现金流快速消化债务。另外，“活下来”的房企主流是国企，国资委对债务和杠杆率的约束与监督令国企的投资决策相对审慎，对杠杆的运用也相对节制，这些共性特点有可能重塑整个行业的经营风格。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2023 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。