

靴子落地，万科境内债券展期揭示房地产未来五大走向

2025 年 11 月 27 日

2025 年 11 月 26 日晚，万科企业股份有限公司公告称将于 2025 年 12 月 10 日召开持有人会议，讨论 2025 年 12 月 15 日到期的“22 万科 MTN004”展期相关事宜。我们认为，此标志性事件揭示了房地产未来发展的五大启示。

走向一：房地产是“果”而不是“因”，政策将着力于经济新动力的发展

我们认为，当前房地产行业的状况是经济动能调整的结果，而并非经济面临挑战的主要原因。国家产业政策将着力于推动实体经济和科技创新的发展而不是通过大幅刺激房地产行业，房地产行业在中期内不会再次成为刺激经济的抓手。

我们认为，房地产未来的发展定位已经在“十五五规划”中充分展示。十五五规划中明确提到，经济发展将坚持高质量发展，因地制宜发展新质生产，统筹扩大内需深化供给侧结构性改革，加快培育新动能。强调了优化提升以矿业、冶金、化工、纺织、机械、船舶、建筑等传统优势产业的竞争力，同时培育壮大新兴产业和未来产业。而对于房地产的发展导向则以“保障和改善民生”的姿态出现，强调的优化保障性住房的供给保障民生，同时推动“好房子”产品力的升级满足高质量发展的需求。

因此我们认为，化解房地产行业面临的挑战将并不是集中在如何托举房地产市场，而是将更着力于从中长期寻找经济发展新动能的核心出发，谋求在经济信心恢复、长期新增长动能落实后居民信心的自然改善进而实现的房地产行业高质量发展。我们预计，在当前的经济财政环境下，宝贵的资源也将被倾斜到推动经济高质量上，而不是为沉淀资产谋求兜底。

走向二：大型房企风险化解，仍将持续坚持以市场化为导向而非兜底

我们认为，市场化原则是过去处理房企债务风险的主要方式，在未来也将持续坚持这一导向。从中长期来，当前房地产行业面临的核心矛盾还是资产缩水后不能对应行业狂奔时留下的债务，因此房地产行业存量资产的妥善处理、无效资产的有效出清是行业基本供需格局逐步企稳的重要先决条件之一。

因此我们认为出险房企的资产盘活、债务削减程度和无效资产的出清，是观察房地产止跌回稳的重要角度之一，未来房企的风险化解也将持续遵循市场化原则开展。

走向三：单个房企的风险事件不会上升到系统性风险层面

我们判断，单一房企的风险事件并不构成系统性风险。一方面，过去两年间也有较多的民营房企出现信用风险事件，目前均通过资产清算、债务展期、债务重组等多种方式进行了处理，当前市场对于房地产行业基本面判断基本没有重大分歧，历史上大体量的民营房企违约也并没有演变成极端的金融风险或系统性风险。截至 2025 年 9 月末，国内商业银行房地产开发贷款占贷款总额的比例在 5%到 6%之间，考虑到商业银行过去几年对此类贷款已经计提了较为充分的减值准备，我们认为单个房企风险事件不会对金融机构产生系统性风险。另一方面，我们认为“保交付”等政策的持续深入，有效的阻断了企业风险向社会或民生风险的传导的路径。

分析师

张任远

北京

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

栾小琛

北京

collins.luan@spgchinaratings.cn

走向四：国企股东对参股房企的支持意愿分化，大型国有房企的融资环境仍将保持良好

我们认为，应审慎看待国有参股房企的外部支持。在当前的市场环境下，陈旧资产的价值面临缩水的压力更大，对于资产质量相对较弱的国有参股房企而言，其资产价值大幅缩水，救助成本大幅提升，救助的投入产出比不佳时，则有可能影响股东对其的支持意愿。因此，我们认为国有参股房企可获得的外部支持将受到其自身资产质量的影响较大，“投入产出比”“缩水和未来资产价值预期不佳”都可能会导致外部支持意愿的弱化。

我们认为，大型国有全资或控股房企的公开市场债券安全性仍然相对较高，这些企业的主要风险在于项目端的信贷或非标融资。与国有参股房企不同，考虑到对集团或地区融资环境和声誉的影响、支持合理化路径相对清晰以及再融资环境的相对友好，大型国有全资或控股房企对于公开市场债券的支持意愿我们认为仍相对较高。但受到大环境的影响，这些房企的项目端也可能或多或少面临去化压力大的挑战，当项目去化速度慢于项目端融资到期速度时，项目端偿债能力则高度依赖于集团对此类事件的支持意愿和处理态度，这因不同集团的管理态度将出现较大的分化。

走向五：全国性房企的救助投入高，协调难度大

我们认为此事件凸显了全国性房企的救助协调难度很大。多地展业的特征决定了如果彻底救助全国性房企则不可避免的需要协调全国多个地方协同行动，如涉及到预售资金的调配，保交付的安排等，协调难度巨大。另一方面在资产价值面临缩水的情况下，救助的投入产出可能无法平衡，大量项目公司和参股合作公司的存在也给救助的分配提出了很大的挑战。

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 2024 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 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。