

# 顶层设计明晰，房企直面转型攻坚战

## ——2026年房地产行业展望

2026年1月22日

### 要点

- 房地产行业回归民生与居住属性，政策聚焦中长期发展新模式构建，将对市场自发的“量、价”调整保持定力。
- 2026年全国新房销售将延续下行态势，行业已进入存量房主导阶段，新房市场份额收窄成为不可逆的趋势。
- 向新模式转型令传统房企的信用质量承压，2026年行业流动性风险恐上升。典型房企中超半数内生现金流无法覆盖一年内到期债务，部分房企本部货币资金已经枯竭。房企债券的偿还主要依赖本部再融资和融资协调能力。
- 万科债券展期事件揭示了外部支持的分化：需审慎看待国有参股房企的外部支持力度，但大型国有全资或控股房企对公开市场债券的支持意愿仍然较强。

分析师

任映雪

北京

yingxue.ren@spgchinaratings.cn

张任远

北京

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

### 政策基调：民生为基，定力为锚

我们认为，“十五五”规划建议为房地产行业指明了方向，行业要回归民生保障与居住属性。大规模改善基本居住条件的历史阶段已基本完成，行业下一阶段将聚焦高质量发展，核心任务是构建新的发展模式，增加保障性与改善性住房供给，建设人民需要的“好房子”。

我们对行业当前及今后的发展路径及主要挑战有几点理解：

- 政策重心在于构建长期发展动能，而非简单托市。化解房地产行业挑战的关键，是从中长期培育经济发展新动能入手，通过恢复经济信心和居民收入预期，实现行业的健康发展。政策资源将更多向高质量发展、科技创新倾斜，而不是为沉淀资产兜底。
- 政府肯定房地产行业的重要性，但应对行业波动将更为理性，高度重视“预期管理”。在不触发民生及金融风险的前提下，政策对市场因供需关系变化所产生的自发调整会保持定力与容忍度。若市场出现失速苗头，政策将在现有框架内加力落地，因城施策刺激需求仍有空间。
- 房企的生存关键在于适应新模式，而非短期业绩。传统房企面临新房市场趋势性缩量，必须从生存战略层面进行根本转型。开发、融资、销售模式的全面改革是艰巨挑战，只有适应新模式的房企才能在新格局下生存。

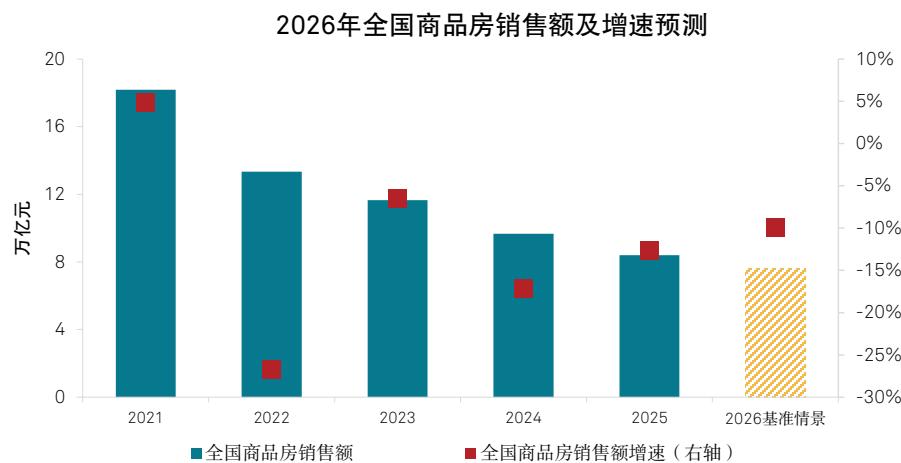
## 2026年新建商品房销售预测：延续下行态势

我们预计，2026年全国商品房销售将延续2025年的下行态势，销售额预计同比下降10%左右，总量约在7.6万亿元左右。这一判断基于以下核心假设：

- 宏观经济承压：2026年GDP增速将放缓，主要受内需不足和出口减速影响。经济大环境的挑战将对居民购房意愿和能力形成制约。
- 市场阶段转换：我国人均住房面积已满足基本住房需求，市场进入存量房主导的新阶段。新房销售规模自然回落成为行业发展的客观趋势。
- 政策有定力亦有底线：中央明确以稳定房地产市场为目标。我们认为，政策底线在于防止市场失速风险，而非进行短平快的销售刺激。若出现超预期下滑，现有政策工具箱具备加力空间，但大规模强力刺激的可能性低。
- 需求端政策有空间：央行明确货币政策将保持适度宽松，并提出要灵活运用降准、降息等工具，意味着房贷利率仍有下调空间。在“因城施策”框架下，各地保有通过发放购房补贴、提供贴息、房票置换等方式进行结构性支持的操作空间。
- 市场信心尤弱：当前市场缺乏反弹的基础，购房者预期依然疲弱，信心的实质性恢复需要更长时间。

在基准情形下，我们预计托底政策将在上半年集中释放，以稳定市场预期；进入下半年，政策效果可能边际减弱，新房销售额降幅逐步扩大。

图1



资料来源：国家统计局，ifind，标普信评。  
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

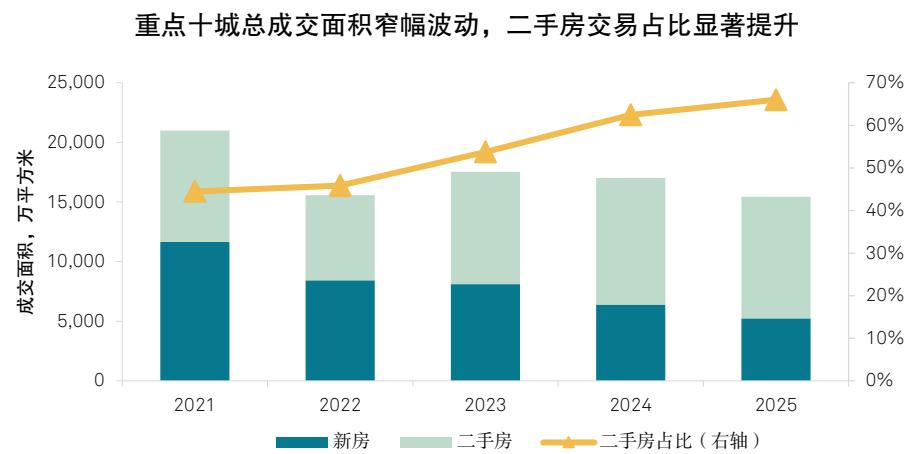
我们认为，城市更新是催化中长期需求的“慢变量”，短期内难以大规模提振市场销售。城市更新项目投资大、周期长、征迁复杂，其长期资金平衡模式仍需探索，且部分需求会被二手房或安置房分流。政策对去库存的最终效果，将取决于财政支持力度与融资模式创新。

各地回收存量商品房的落地进展整体偏慢，预计未来大范围落地仍将受限。当前市场存在显著的结构性错配，即购房及保障房需求集中在一二线城市，而闲置库存则集中于低能级城市。在低能级城市通过地方国企或专项债回储商品房，既缺乏社会价值，也无经济性，并不具备大范围铺开的基础。我们预计，该政策将继续在有实际需求的高能级城市点状落地，随着机制路径日趋完善，2026年成功案例有望逐步增加。

## 销售：需求总量窄幅波动，二手房占比显著上升

我们认为，当前房地产市场已明确进入存量房主导的新阶段，一二手房交易总量的变化更能反映市场需求状况。据住建部公布的数据，2025年1-11月全国二手房交易面积占住房交易总量的比重已达45%。十大典型高能级城市的一二手房交易面积亦呈现相同趋势，2022年以来，这些城市一二手房合计交易面积未再出现大幅下跌，保持窄幅波动，交易结构上二手房则逐步占据主导。新房市场正经历深度结构性调整，典型高能级城市新房交易量占比呈趋势性下降。存量房基数持续扩大下，新房市场份额被挤压、发展阵地收窄，已是不可逆的长期趋势。

图2

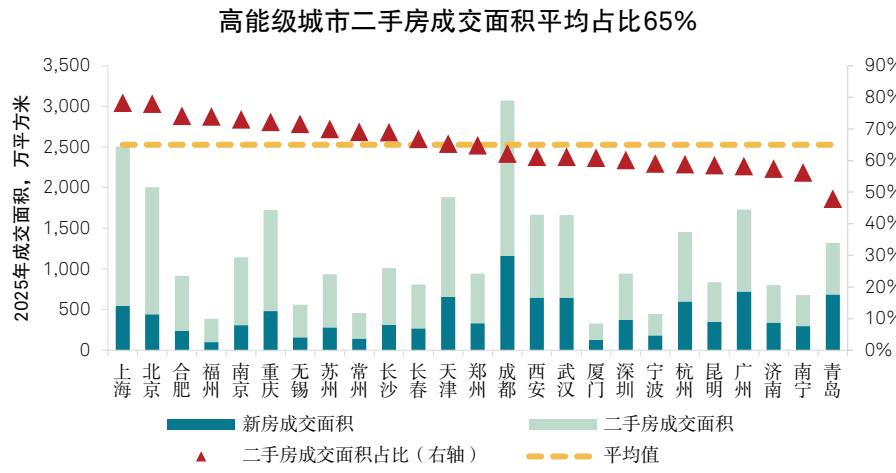


注：重点十城包括北京、上海、广州、深圳、成都、杭州、青岛、苏州、南京、厦门。

资料来源：克而瑞地产研究，ifind，标普信评。

版权所有©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图3

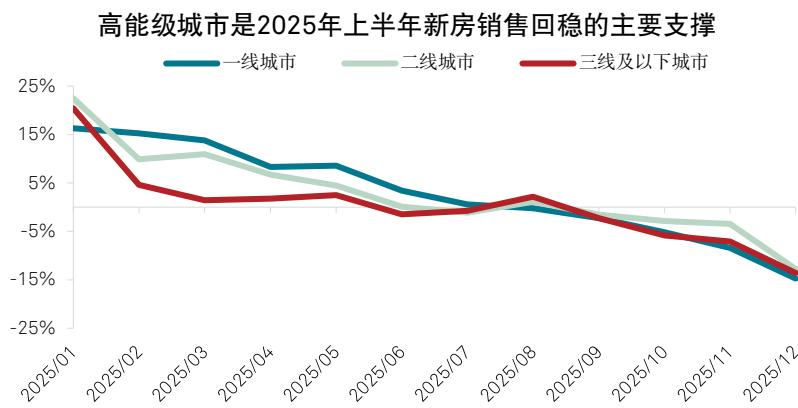


资料来源：克而瑞地产研究，标普信评。

版权所有©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，行业转型过渡期内，产品、城市能级的分化将进一步加剧。产品供需错配的情况在加剧，需求呈“冰火两重天”：新推出的高品质“好房子”备受青睐、需求旺盛，而大量与当下需求不符的存量库存依旧去化艰难。高能级城市是新房市场最后的“阵地”。稳住新房销售下降趋势，核心还是在于激活高能级城市需求，这将取决于政策对购房限制的解除，以及对预期的提振效果。低能级城市人均居住面积已充足，叠加住房投资属性显著弱化，库存去化缺乏持续支撑，对常规刺激政策反应明显钝化。

图4



注：图为2025年新房成交面积月度累计同比，样本城市口径：一线包括北京、上海、广州、深圳；二线包括杭州、成都、青岛、苏州、武汉、宁波、福州、南宁；三线及以下包括东莞、佛山、惠州、江门、肇庆、云浮、茂名、清远、韶关、扬州、海门、金华、温州、衢州、舟山、泉州、莆田、泰安、荆门、吉安、抚州、平凉、宝鸡、渭南、梧州、池州、遵义、鹤壁、广安。

资料来源：ifind，标普信评。

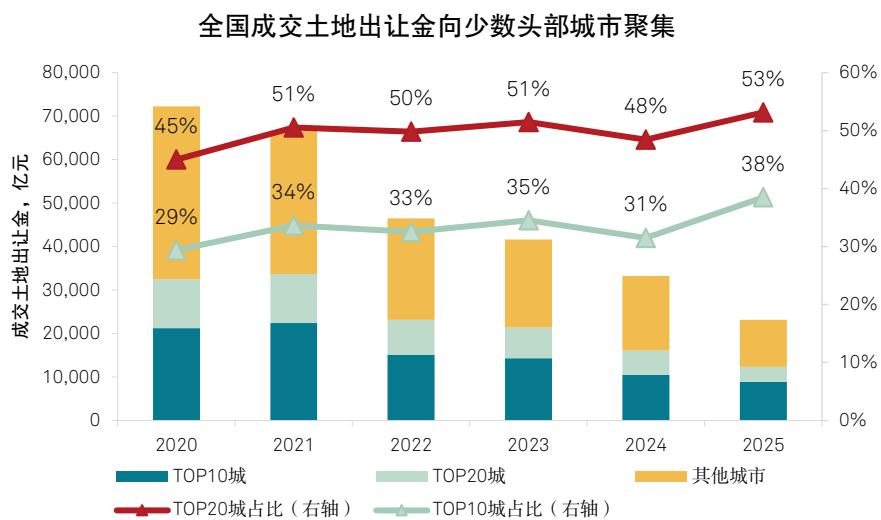
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 价格：新房价格降幅收窄，二手房价取决于预期

我们认为，2026年新房价格跌幅有望收窄，其核心支撑在于高能级城市及“好房子”的结构性需求，这一支撑具备可持续性。过去一年的土地供应已高度集中于高能级城市，且土地溢价率呈现回暖态势。我们预计，由于购房预期仍然疲软，二手房价格将延续低迷。理论上，二手房价格锚定于资产的现金流，但实际形成机制复杂，受到城市基本面、区域供需情况、市场信息及非理性情绪等多重因素影响，未来走势更多取决于市场预期。值得注意的是，一线城市的租金回报率较为稳定，随着广谱利率水平下降，当前租金回报率已可比肩中短期信用债的收益率，资产的持有性价比正在显现。随着政策重心转向“预期管理”，托底举措逐步释放，一线城市二手房价格在经历调整后可能筑底。

当市场明确进入存量主导阶段后，新房与二手房价格表现的联动性可能减弱。当前一线城市已呈现这一格局：新房因结构性因素相对坚韧，而二手房因更充分地反映基本面和预期，跌幅更为显著，成为观测市场真实冷暖和情绪的指标。

图5

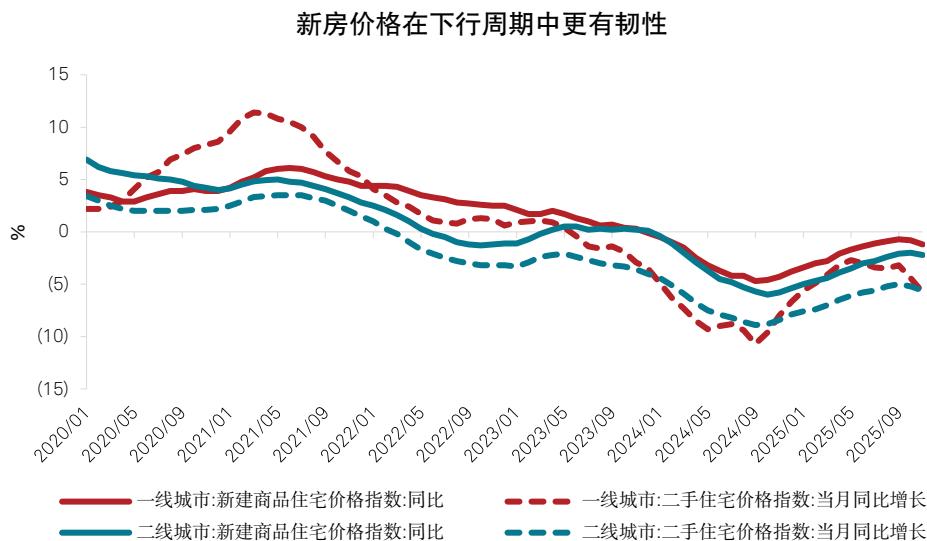


注：全样本包括全国近200个城市。深绿色和浅绿色柱图合计代表TOP20城成交土地出让金。

资料来源：ifind，标普信评。

版权所有©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图6

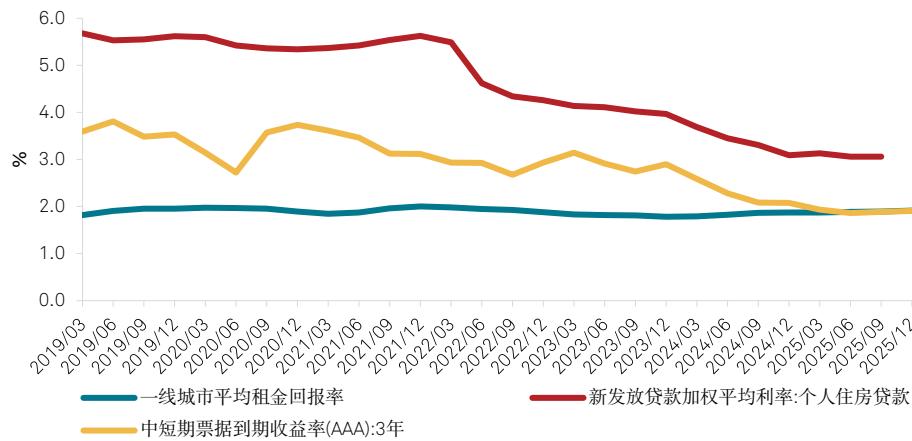


资料来源：国家统计局，标普信评。

版权所有©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图7

## 一线城市租金收益率保持稳定，房产持有收益的性价比逐步显现



资料来源：CFETS，中国人民银行，ifind，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 2026年地产投资延续下行，建安土地双承压

我们预计，2026年房地产建筑工程投资或在2025年的基础上进一步下滑约15%。受新房销售继续调整的影响，房企现金流维持偏紧，建安投资强度将持续处于低位，预计建筑工程投资的降幅将高于施工面积的降幅。政策端持续定调控制新增供应、加快消化存量库存，在此导向下，过去一年房企拿地面积持续收缩，新开工面积亦延续下行趋势，且这一态势仍将延续，预计2026年新开工面积再收缩15%-20%。同时，大型房企出清进程持续，叠加房企融资环境依旧偏紧、保交楼仍有执行压力，施工净停工面积难有大幅改善，预计与2025年保持相近水平。

作为先行指标，百城土地成交面积与出让金仍处下行区间，预示土地投资下滑趋势的延续。我们预计，土地购置费同比降幅约在13%-15%。当前土地市场呈现显著的结构性分化：土地出让进一步向高能级城市集中，而低能级城市则延续低迷，这将导致土地成交面积的跌幅显著大于成交价格。

图8

## 2025年建筑工程施工强度显著走弱



资料来源：国家统计局，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图9



资料来源：ifind，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 2026 年房企穿越“转型”深水区，外部支持或分化

我们认为，向新模式转型令传统房企的信用质量承压，2026 年行业流动性风险恐上升。新房销售缩量将导致房企现金流和盈利继续下滑，尽管房企着力推进“瘦身”，但刚性支出的削减速度或慢于销售收缩，行业杠杆还将上升。行业转型期，房企流动性压力将持续上升。一方面，库存供需错配矛盾进一步凸显，老旧库存去化艰难，新房市场空间呈趋势性缩减，资产对偿债能力的支撑持续弱化；另一方面，项目资金监管趋严，叠加现房销售推进，房企本部可调配资金更趋紧张，非项目对应的债务将主要依赖再融资及房企自身的融资协调能力。

2025 年末，住建部进一步明确了“十五五”期间房地产行业的转型方向：开发端做实项目公司制，融资端推行主办银行制，销售端推进现房销售并从严监管预售资金。在此背景下，房企正面临短期生存与长期转型的严峻考验。

我们认为，能够穿越转型深水区，实现软着陆的房企，需要具备三个特征：一是当前存货相对优质，无显著历史包袱，销售可以逐步消化旧债；二是融资结构更适应“项目制”转型，项目外融资占比控制在健康水平，本部具备较强的再融资能力；三是持有较为优质的经营性物业，能够提供稳定的现金流和再融资腾挪空间。

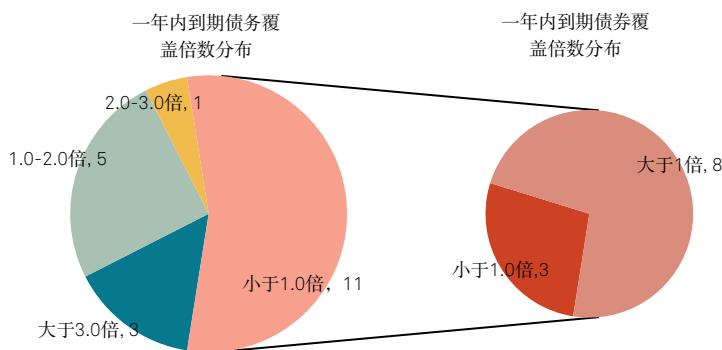
基于对 20 家典型房企的关键指标分析（样本房企名单见附录 1），我们对 2026 年房企信用风险趋势有以下五点观察与判断：

1. 过半数样本房企内生现金流无法覆盖债务，行业流动性依然承压。当前，典型房企还处于传统的滚动开发模式。其债务如同由既往项目积累而成的“蓄水池”，在销售下滑后，现金流对既有债务的保障能力随之下降。我们的流动性测试显示，在基准销售情形下，20 家样本中 11 家房企的可供偿债现金流对一年内到期债务的覆盖倍数不足 1 倍，其中 3 家对一年内到期债券的覆盖倍数不足 1 倍。6 家房企本部的货币资金低于 10 亿元，本部没有资金安全垫。流动性测试方法见附录 2。

图10

## 样本房企流动性覆盖倍数分布

(2026年销售基准情形下)



注：债券到期数据截至2025年9月末。

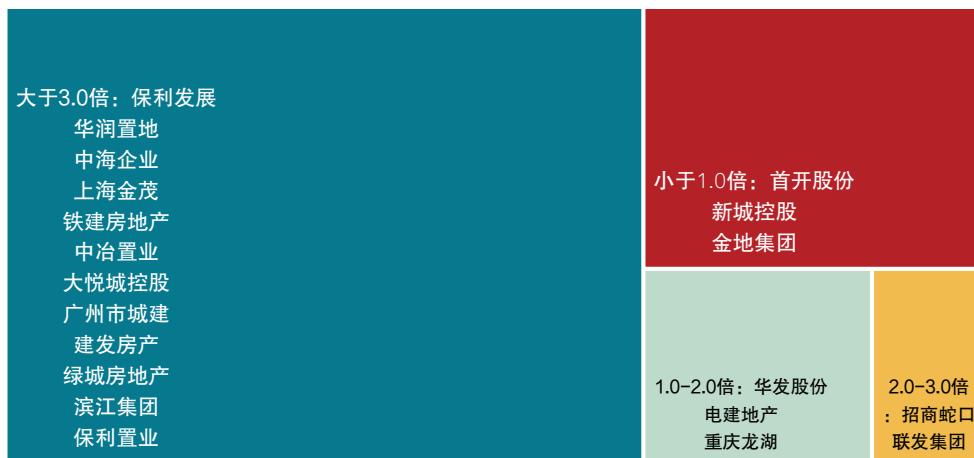
资料来源：ifind，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图11

## 现金流对一年内到期债券覆盖倍数分布

(2026年销售基准情形下)



注：一年内到期债券截至2025年9月末。

资料来源：ifind，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2. 风险化解遵循市场化原则，房企外部支持意愿或分化。万科债券展期事件对市场形成显著冲击，或提示外部支持的分化。我们认为，需审慎看待国有参股房企的外部支持力度，当前陈旧资产价值缩水压力加剧，资产质量偏弱的国有参股房企，资产大幅贬值推高救助成本。在市场化原则下，若救助投入产出比不佳，股东的支持意愿势必受影响。另一方面，大型国有全资或控股房企的公开市场债券安全性仍相对较高。与国有参股房企不同，出于维护集团或区域融资环境与声誉的考量，叠加支持路径更清晰、再融资环境相对友好，大型国有全资或控股房企对公开市场债券的支持意愿仍处于较高水平。

3. 债券融资占比较高的房企，无论从融资模式转型还是流动性管理角度，都将面临更大压力。样本房企债券融资占比平均达到32%，部分甚至超过50%。从长期来看，随着房地产开发项目制的逐步推进，房企的债务融资势必高度集中于项目端，项目之外的融资（如债券）规模和占比将逐步下降。

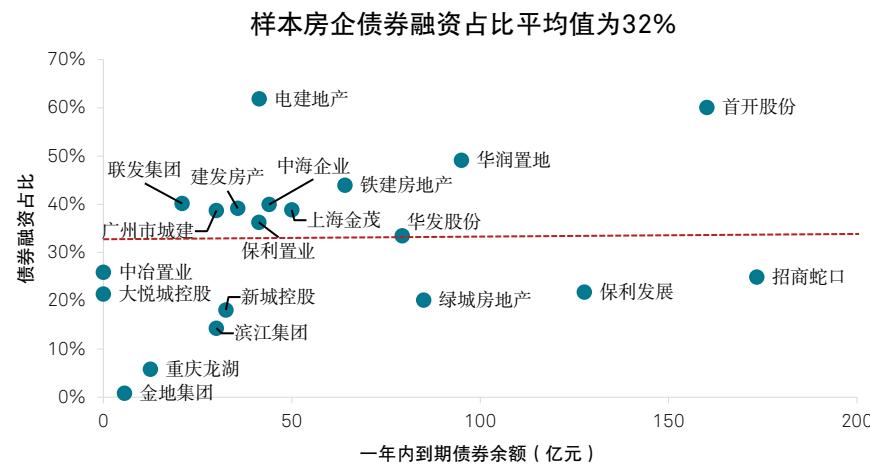
我们认为，这是适配行业新发展模式的融资方式转变，不会因企业所有制和当前市场地位的差异而有所不同；即便是头部央企，也需要逐步适应行业新的融资模式，并相应调整债务融资结构。

从短期来看，债券融资对房企的流动性管理与融资协调能力提出了更高要求。随着“白名单”制度与主办银行制的推进，项目层面债务的安全性正在增强。2026年1月的最新政策指导允许符合条件的“白名单”项目贷款协商展期5年，这进一步增强了项目端融资的稳定性。相比之下，房企对本部债券负有刚性的到期偿付义务，其偿付主要依赖企业主体信用与滚动续发能力，且发行易受市场环境影响，可能在极端情况下加剧偿债压力。近期万科事件引发行业信用利差抬升与走势分化便是例证。

我们认为，项目制的转变并不意味着房企只能开展项目层面的融资，但需认识到：房企本部发行的债券完全基于主体信用，并不直接对应项目销售现金流；在无抵押担保的情况下，本部债务的偿债顺序劣后于项目层面债务。

我们认为，得益于稳定的外部支持，当前大型国有全资或控股房企仍将保持较强的债券再融资能力，这将为其向项目制融资模式平稳过渡赢得更长时间。

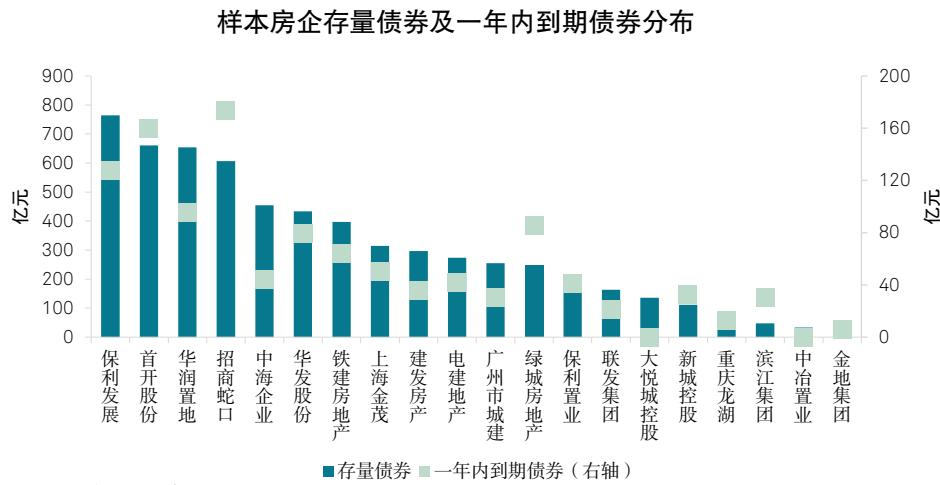
图12



资料来源：ifind，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图13



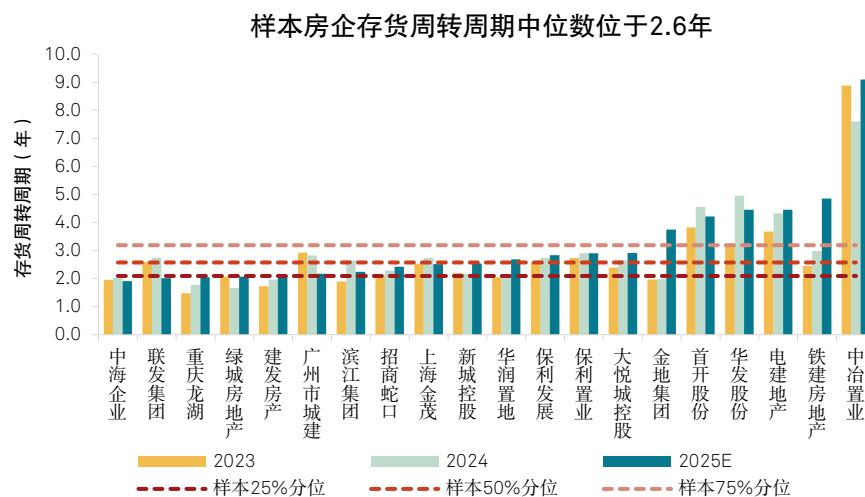
注：截至2025年9月末。

资料来源：ifind，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

4. 存货去化压力悬殊，部分企业或已无调仓窗口。我们计算的存货周转周期显示，部分房企库存去化周期远超行业平均水平，显示其陈旧库存问题严峻，供需错配严重，可能已失去调整资产结构的时机。对这类企业而言，利用土地及存量房回储政策加紧盘活资产，保全流动性比追求盈利更为紧迫。

图14



注：存货周转周期=期末存货/当期销售商品、提供劳务收到的现金，2025年指标根据2025年三季报数据估测。

资料来源：ifind，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

5. 资金监管持续从严，本部资金压力恐加剧。行业新模式强调，在房地产项目交付前，严禁投资人违规抽挪项目公司销售、融资等资金，严禁抽逃出资或提前分红；继续实行预售的项目，规范预售资金监管。我们预计，本着保障购房人权益的原则，未来项目资金的监管将从严执行，叠加现房销售拉长销售回款周期，房企本部层面可动用的现金缓冲将持续承压。

图15

样本房企本部货币资金余额（亿元）

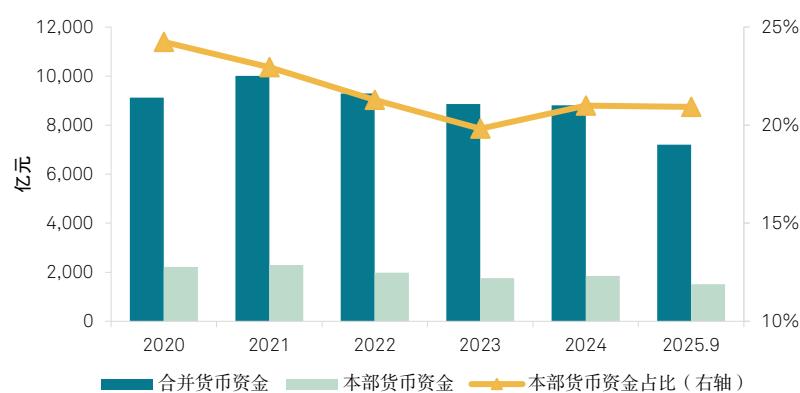
企业简称	2022年末	2023年末	2024年末	2025年9月末	变动趋势
中海企业	360	387	363	346	↓
华润置地	240	223	392	253	↑
招商蛇口	260	283	298	225	↑
绿城房地产	241	293	295	194	↓
保利发展	302	116	112	89	↓
广州市城建	11	23	47	81	↑
华发股份	34	76	34	76	↑
首开股份	61	82	45	55	↑
保利置业	50	49	47	50	↑
滨江集团	24	42	68	47	↑
铁建房地产	17	66	47	28	↓
大悦城控股	112	25	29	21	↓
联发集团	41	19	29	21	↓
建发房产	7	2	18	15	↑
电建地产	14	12	7	3	↓
重庆龙湖	26	30	14	1	↓
中冶置业	6	0	1	1	↑
上海金茂	0	6	1	1	↑
新城控股	6	0	0	0	↑
金地集团	168	21	4	0	↓

资料来源：ifind，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图16

样本房企本部货币资金占比回落至20%



注：图为20家样本企业合并、本部口径货币资金合计。

资料来源：ifind，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 附录 1：样本企业名单

公司名称	简称
保利发展控股集团股份有限公司	保利发展
华润置地控股有限公司	华润置地
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	招商蛇口
中海企业发展集团有限公司	中海企业
上海金茂投资管理集团有限公司	上海金茂
中国铁建房地产集团有限公司	铁建房地产
中国电建地产集团有限公司	电建地产
中冶置业集团有限公司	中冶置业
大悦城控股集团股份有限公司	大悦城控股
广州市城市建设开发有限公司	广州市城建
建发房地产集团有限公司	建发房产
联发集团有限公司	联发集团
珠海华发实业股份有限公司	华发股份
绿城房地产集团有限公司	绿城房地产
金地(集团)股份有限公司	金地集团
重庆龙湖企业拓展有限公司	重庆龙湖
杭州滨江房产集团股份有限公司	滨江集团
新城控股集团股份有限公司	新城控股
保利置业集团有限公司	保利置业
北京首都开发股份有限公司	首开股份

## 附录 2：流动性测试指标说明

指标计算公式：

现金流入=2025 年权益口径销售额\*预售资金监管比例\* (1+2026 年基准情形行业销售下降幅度)

现金流出=支付给职工的现金+支付的各项税费+现金利息支出

可供偿债现金流=现金流入-现金流出+本部货币资金

流动性覆盖倍数=可供偿债现金流/一年内到期债务或债券

主要假设：

- 预售资金监管比例假设为 50%，主要用于满足建安支出
- 模型不考虑房企拿地支出
- 本部货币资金、一年内到期债务或债券截至 2025 年 9 月末
- 现金流出基于 2025 年数据。支付给职工的现金、支付的各项税费采用 2025 年 1-9 月数据估测全年值。现金利息支出以 2024 年全年数据为基础，结合 2025 年 9 月末较 2024 年末带息债务变动幅度进行估算。
- 部分样本企业是其所属集团在境内市场的主要运营主体，与集团业务重合度较高。该类样本 2025 年的销售数据，根据其所属集团的销售同比变动，以及样本企业在集团内的历史销售占比进行估算。

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务，包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息，请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](http://Private Credit Analysis (spgchinaratings.cn))，并欢迎联系 [PCASupport@spgchinaratings.cn](mailto:PCASupport@spgchinaratings.cn)。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2026 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，除非其注册为该类机构。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）的联属企业。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。