



2025 年上半年房地产行业信用风险总结及展望

联合资信 工商评级 卢瑞 | 朱一汀 | 张超

2025 上半年，政策端扩需求、去库存并进，旨在促进房地产市场止跌回稳，宽松政策效应下国内房地产销售及开发等降幅有所收窄，商品住宅广义库存去化周期年内持续下降，但仍处高位，且房价延续下跌通道；随着政策效应衰减，2025 年 6 月，行业销售跌幅有扩大趋势。本轮房地产行业长期且深度的调整仍在继续，行业“止跌回稳”的实现仍主要取决于需求的回暖，但长期看挑战较大。企业端，当前市场参与者主要为拥有天然融资优势的央企，但未来房企打造优质产品能力的重要性将更加凸显。



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

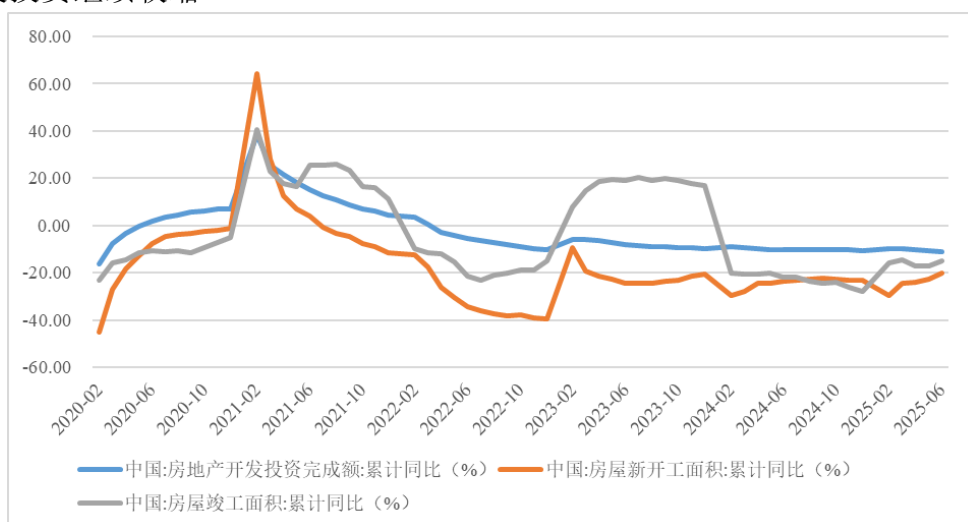
（一）供需端

2025 上半年，土地成交进入底部空间，在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，房企投资积极性不足，但核心城市核心区域土地资源仍维持高热度；2024 年新政带来了阶段性回暖，但随着政策效应衰减，2025 年 6 月市场跌幅有扩大趋势；从去化周期看，行业库存出清压力明显；房价仍未止跌，居民购房偏谨慎。

1. 供给端

根据中指研究院统计，2025 年 1—6 月，全国 300 城住宅用地推出面积同比下降 19.4%，住宅用地成交面积同比下降 5.5%，但土地出让金同比增长 27.5%，平均溢价率 10.2%，较去年同期提升 6.0 个百分点；热门地块主要集中于北上深、杭州、成都等核心城市核心区域，核心城市郊区地块及大多数城市土拍仍保持平淡。分城市来看，300 城中一线城市推出、成交面积均增长，分别同比增长 18.3%和 20.9%；二线城市推出面积小幅下降 5.4%，成交面积、土地出让金同比增长，三四线城市推出、成交延续缩量。

2025 年 1—6 月，全国房屋新开工面积 3.04 亿平方米，同比下降 20.00%，降幅自 2025 年以来持续收窄；房屋施工面积 63.33 亿平方米，同比下降 9.10%，由 2024 年 10%以上的降幅收窄为个位数；房屋竣工面积 2.26 亿平方米，同比下降 14.80%，较上年同期收窄 7 个百分点；全国房地产开发投资 4.67 万亿元，同比下降 11.20%，年内降幅持续扩大。销售不佳制约房企开工动力，新开工、施工均未出现拐点，房企开发投资继续收缩。

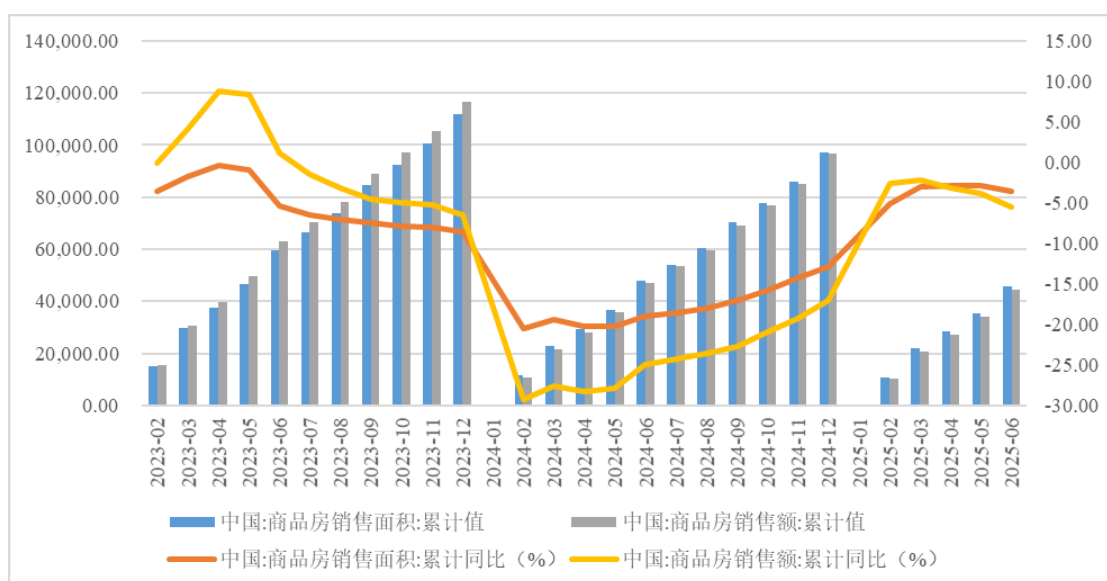


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 1 近年国内房地产开发投资完成额、新开工面积及竣工面积同比变化情况

2. 需求端

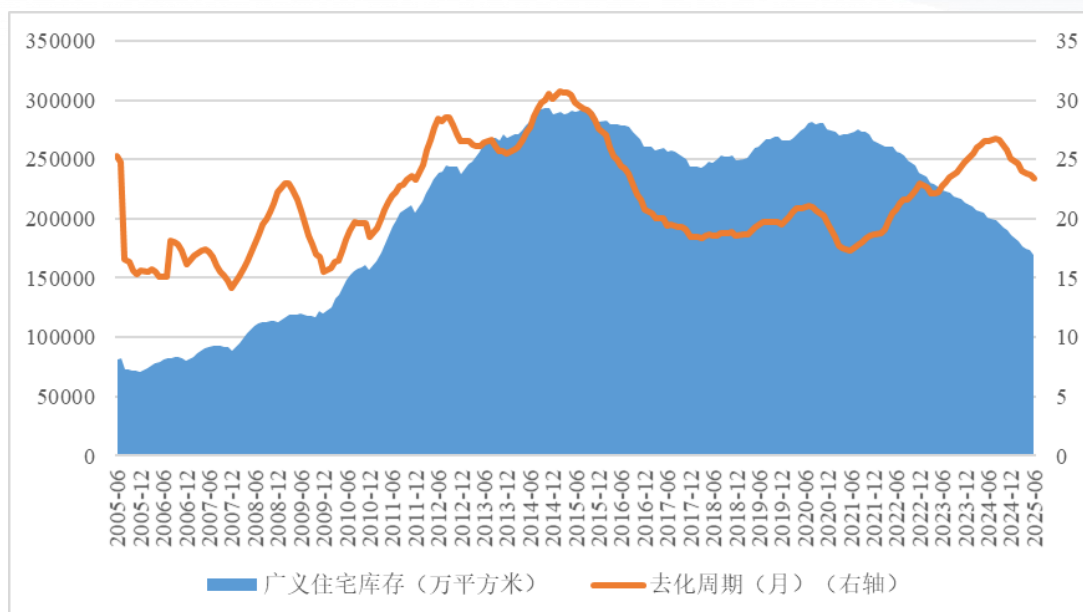
从销售情况看，2025 年 1—6 月，全国商品房销售面积与销售额分别为 4.59 亿平方米和 4.42 万亿元，同比分别下降 3.50%和 5.50%，降幅较上年同期分别收窄 15.50 个百分点和 19.50 个百分点，政策持续宽松下，房地产市场信心短期得到提振，销售降幅好于上年，但随着政策利好效应衰减，降幅较前 5 月有所扩大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 2 近年国内商品房销售情况（单位：亿元、%）

截至 2025 年 6 月底，全国商品住宅广义库存去化周期为 23.43 个月，自 2024 年 9 月出现下降拐点后持续下降，去库存略显成效，但库存去化周期仍处高位，短期内去库存仍是行业重点。



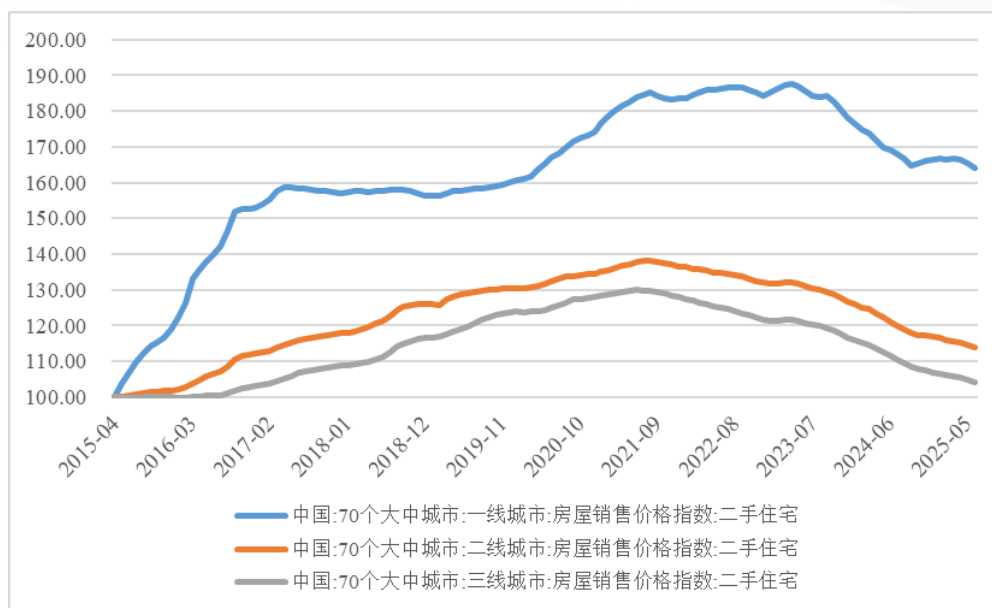
注：广义库存去化周期=（累计新开工面积-累计销售面积）/近12个月移动平均销售面积

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图3 广义住宅库存及库存去化周期情况

2025年上半年，百城二手房价格累计下跌3.60%，6月百城二手住宅均价为13691元/平方米，环比下跌0.75%，已连续38个月下跌。

根据70大中城市二手房价格变化来看，一线城市二手房价2023年二季度开始下跌，2024年10月出现小幅反弹，2025年一季度延续去年四季度的修复态势，但二季度开始重新进入下降区间；二三线城市二手房价于2021年三季度开始下跌，2023年小阳春小幅反弹后一路下降，并于2024年10月下跌速率有所减缓，但在2025年二季度后跌幅再次扩大。2025年6月，一线城市二手房价跌至2020年4月水平，二、三线城市二手房价跌至2017年3月水平。



注：2015 年 4 月价格指数为 100 作为基数

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

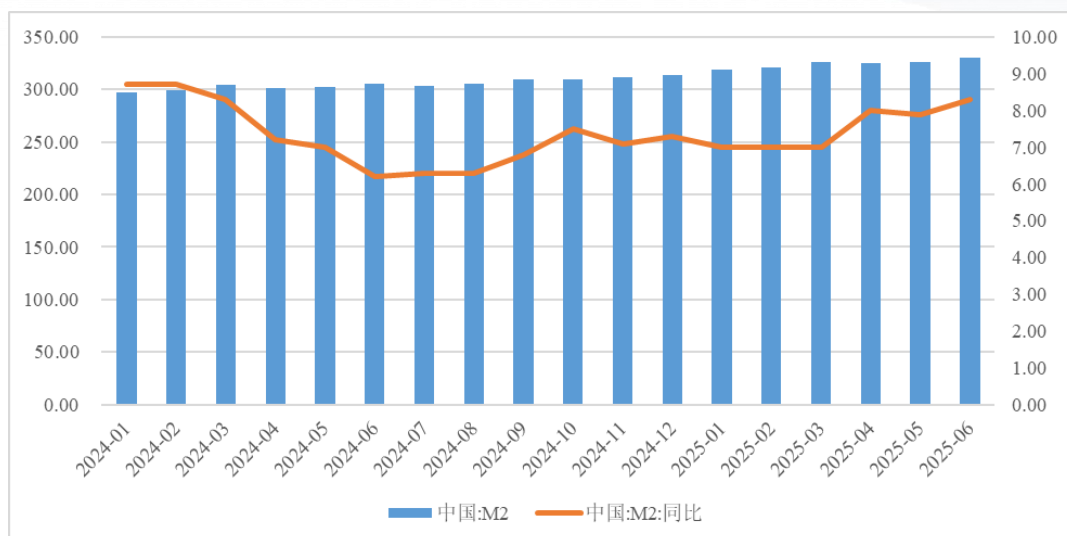
图 4 70 大中城市一二三线二手房价格指数

（二）融资端

2025 年上半年，国内房地产行业的融资环境整体上延续了宽松态势，但实际改善效果有限，在行业下行压力未减、债务违约风险犹存的情况下，大部分房企尤其是中小型和高负债房企的流动性问题仍较为严峻，其融资环境短期内难以获得实质性改善。

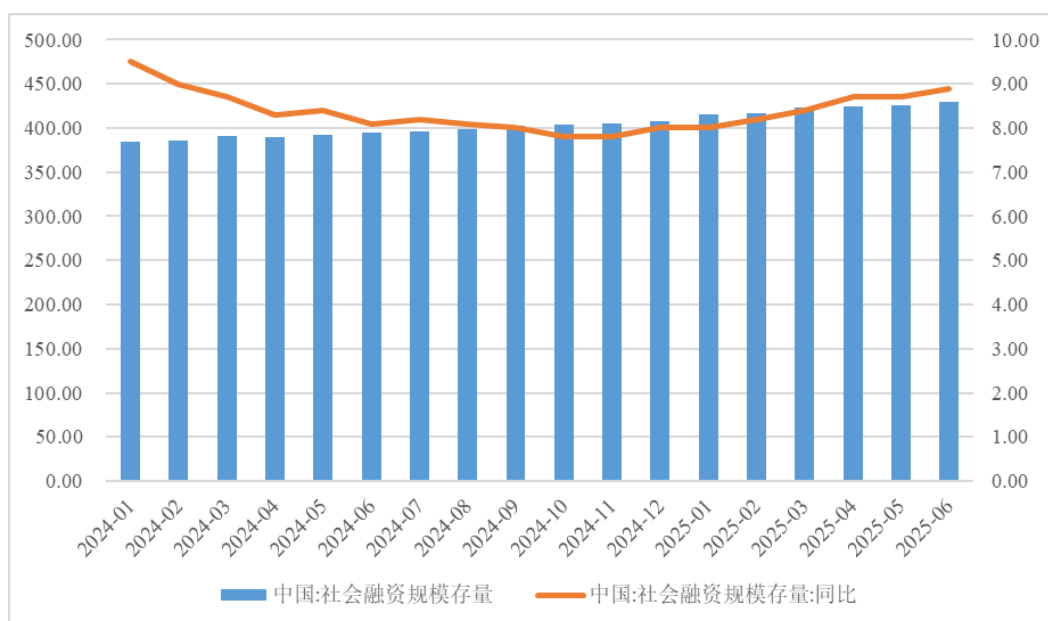
1. 社会融资

2025 年上半年，M2 增速稳步抬升，截至 2025 年 6 月末，M2 同比增长 8.3%，为上半年增速高值；社融二季度以来保持较快增长，其中 6 月末社融存量同比增长 8.9%，较上月提升 0.2 个百分点，金融总量保持平稳增长。社会融资成本方面，2025 年 5 月，5 年期 LPR 下调 10bp 至 3.50%；2025 年 1—6 月，新发放企业贷款加权平均利率约 3.3%，较上年同期低 45bp，新发放个人住房贷款利率 3.1%，较上年同期低 60bp，融资成本处于低位。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 5 M2 及同比增速



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

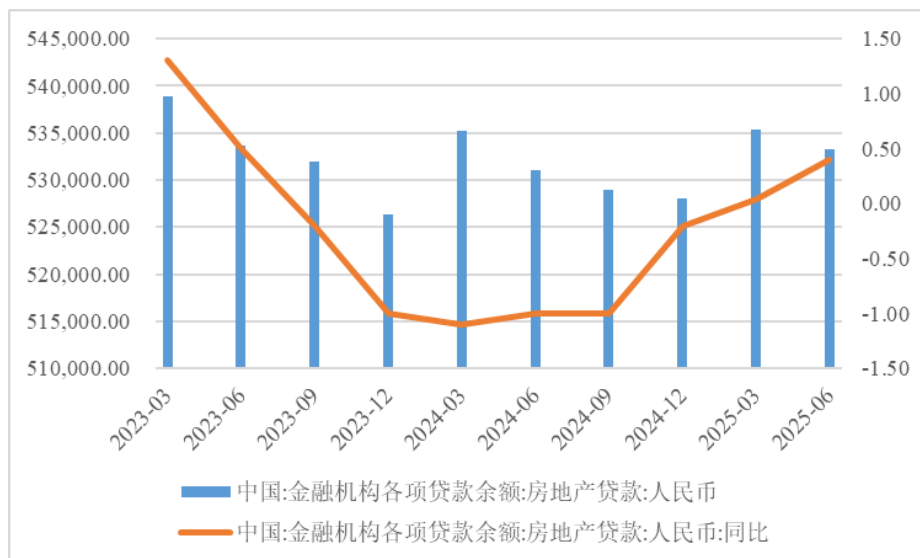
图 6 社会融资规模存量及同比增速

2. 房企融资

(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，近年来金融机构信贷流向房地产领域的增速大幅下降。2024 年 9 月中央政治局会议提出“促进房地产市场止

跌回稳”“加大‘白名单’项目贷款投放力度”，房地产贷款余额增速开始回升，并于 2025 年一季度末结束近一年半的负增长开始转正，截至 2025 年 6 月底，国内金融机构房地产贷款余额为 53.33 万亿元，同比增长 0.4%，增速比上年末高 0.6 个百分点。

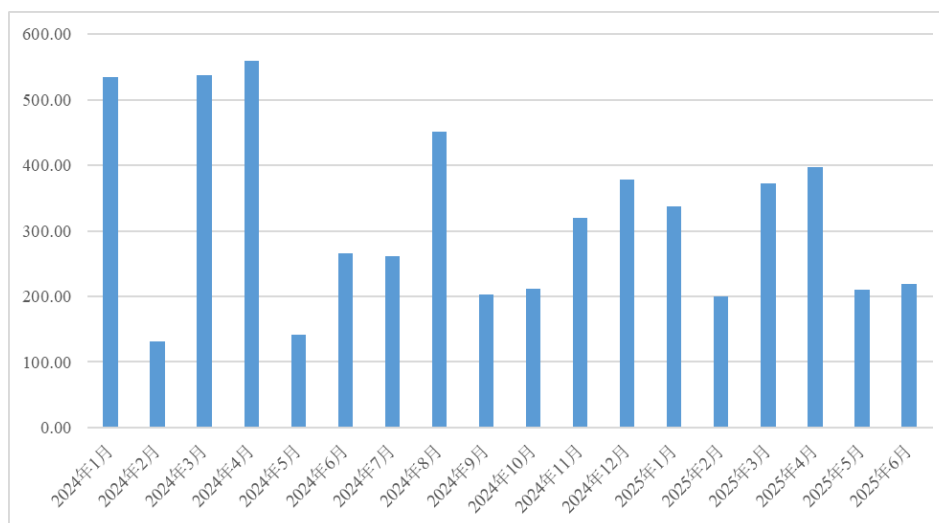


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 7 金融机构房地产贷款余额及增速（单位：亿元、%）

（2）债券

2025 年上半年，房地产开发类企业境内信用债发行金额同比下降 20.01%，延续下降趋势，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。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 8 房地产开发类企业境内信用债发行情况（单位：亿元）

近年来，境内房企美元债发行规模持续保持低位，2025 年上半年，绿城中国控股有限公司（3 年期，5 亿美元）和新城发展控股有限公司（3 年期，3 亿美元）实现境外债发行。境内房企海外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。

（三）政策端

政策端延续稳楼市基调，从去库存、扩需求两方面推动市场止跌回稳。

2025 年上半年，中央延续“推动房地产市场止跌回稳”的政策基调，从供需两方面入手，推动闲置土地、存量商品房收购来去库存，以城中村改造、建设“好房子”来扩需求。由于多数城市已无限制性购房政策，地方层面主要围绕贷款额度、购房补贴等方面激活购房需求，以及落实中央相关政策。

表 1 2025 年以来中央及地方层面房地产行业主要政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2025 年 3 月 5 日	国务院政府工作报告	发持续用力推动房地产市场止跌回稳。因城施策调减限制性措施，加大实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。拓宽保障性住房再贷款使用范围。发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”
2025 年 3 月 11 日	自然资源部和财政部	发布《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》，明确运用专项债券支持土地储备工作的多项细则
2025 年 4 月 25 日	中央政治局会议	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势
2025 年 6 月 13 日	国务院常务会	要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持；进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳
2025 年 3 月 16 日	深圳	上调公积金贷款最高额度：个人申请，最高额度从 50 万元提高至 60 万元；家庭申请，最高额度从 90 万元提高至 110 万元 调整最高额度上浮情形和比例：购买首套房，上浮比例从 20%提高至 40%；有两个及以上子女的家庭购房，上浮比例从 10%提高至 50%；购买保障性住房上浮比例为 20%
2025 年 3 月 28 日	义乌	个人及配偶在义乌无商品住房的，购买建筑面积小于 150 平方米且预（现）售备案总价不超过 350 万元的一手新建商品住房，给予 1000 元平方米补贴；两孩家庭每套补贴 10 万元，三孩家庭每套补贴 20 万元；可叠加使用，每套补贴总额度不超过 25 万元

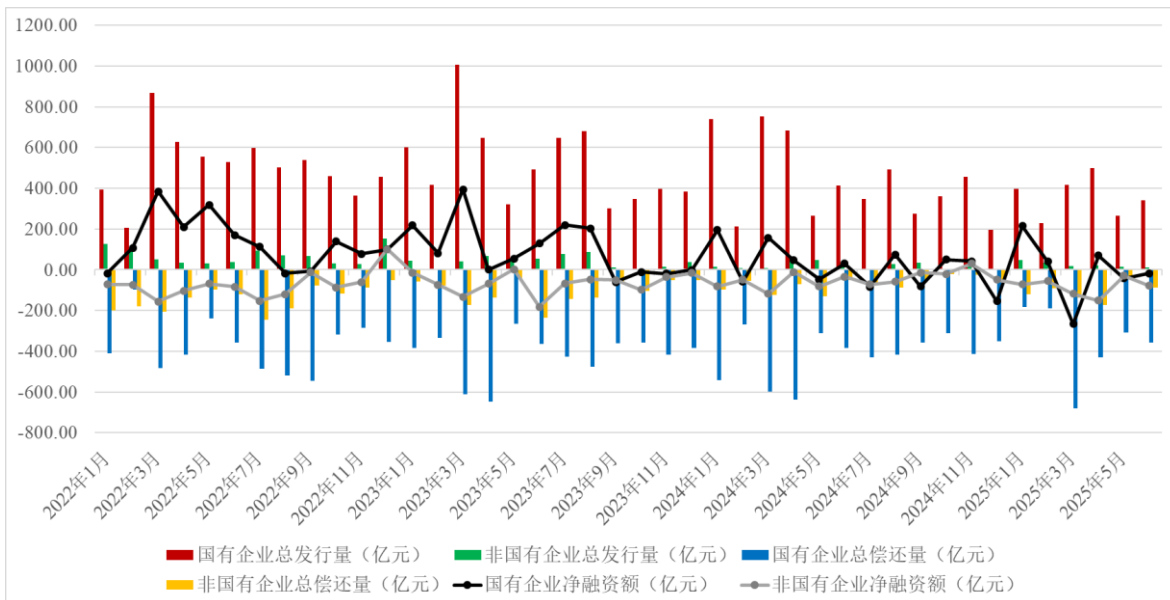
2025 年 3 月 31 日	南京	全市范围内取消限售，商品住房在取得不动产权登记证书后即可上市交易
2025 年 4 月 30 日	武汉	符合国家生育政策的二孩、三孩家庭在全市范围内购买新建商品住房的，分别发放 6 万元、12 万元购房补贴
2025 年 5 月 30 日	济南	购买高品质住宅最高贷款额度上浮 30%；若购买高品质住宅，同时符合多子女家庭、高层次人才或购买现房条件，贷款额度上浮政策可叠加使用，最高贷款额度可达 170 万元

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、房企信用表现和基本面

（一）境内信用债融资持续收缩，但国有房企仍能获得较大融资资源的倾斜；民营房企债务整体处于净偿还状态。

从境内信用债融资情况来看，2022 年以来房地产开发企业信用债发行规模呈下降趋势。其中，2025 年 1—6 月同比下降 28.71%，发行主体结构仍以国有房企为主。从净融资情况来看，国有房企仍能获得较大融资资源的倾斜，但在新增投资减少及债务陆续进入偿还期等因素的综合影响下，2023 年 9 月以来净融资空间有所收窄；同期，非国有房企基本处于债务净偿还状态，仅 2023 年 5 月及 2024 年 11 月新增融资情况有所突破，实现融资净流入。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

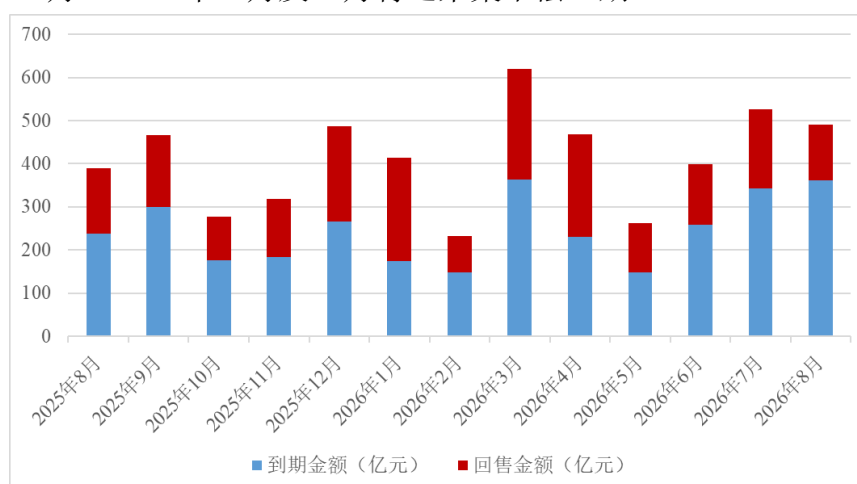
图 9 2022 年以来国有及非国有房地产开发企业境内信用债融资情况

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，仅新希望五新实业集团有限公司、新城控股集团股份有限公司、金辉集团股份有限公司、深圳市卓越商业管理有限公司及美的置业集团有限公司五家民营房企获得中债增担保，合计发行债券规模 58.00 亿元，发行规模及数量均同比大幅下滑；2025 年 1—6 月，民营房企发债数量较同期进一步减少（由 7 家减少至 4 家），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

截至 2025 年 7 月 25 日，房企境内存续债券于 1 年内到期金额 2823.31 亿元，其中 2025 年 12 月、2026 年 3 月及 7 月将迎来集中偿还期。



注：上图统计数据含已展期债券

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 10 截至 2025 年 7 月 25 日房企境内债券到期及回售期限分布

境外债方面，由于境外再融资环境自 2021 年下半年以来持续处于冰封状态，加之美元加息后发行及兑付成本上升，境外债券难以进行“借新还旧”。2025 年 2 月和 6 月，绿城中国及新城发展分别实现境外债发行的“破冰”，但高息融资的背景（绿城中国发行利率 8.45%、新城发展发行利率 11.88%）是房企自身境外债务接续的迫切压力。考虑到民营房企获得的融资资源相对受限，偿债资金仍依赖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。

（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发债主体中选取 125 个样本主体（含已违约房企），

对其 2022 年以来财务数据进行分析。2022 年行业平均营业收入首次出现下降，2023 年虽受地产项目结转周期影响短暂回升，但 2024 年以来样本房企收入降幅加深。盈利能力方面，已违约房企接连发生亏损导致行业净利润水平持续走弱，同时，2024 年部分国有房企受滞重库存拖累，采取“以价换量”方式加快存货去化，计提大额资产减值损失，共同拉低行业盈利状况。从个体情况来看，仅行业头部房企及区域龙头房企在行业下行期仍保持盈利状态（按样本个数计算，占比为 36.80%）。随着房地产土地红利时代的结束以及行业分化的进一步加剧，未来一段时间内房企仍面临盈利下滑风险。但长期来看，在“好房子”及“不限价”等政策推动下，部分具备产品力优势的房企将率先修复利润水平。

在市场信心持续低迷的情况下，房企投资意愿较为谨慎，叠加资产价值波动加剧，样本房企平均存货规模自 2022 年底以来持续下降。伴随行业销售规模的下降，2022—2024 年底样本房企平均预售房款规模（合同负债及预收账款）有所减少，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。

表 2 样本房企财务数据及财务指标（单位：个、亿元）

项目		2022 年	2023 年	2024 年	2025Q1
亏损企业个数		45	57	79	42
营业收入	平均值	437.85	454.15	378.27	62.21
	中位数	193.02	183.28	136.81	24.17
资产减值损失	平均值	-15.98	-25.94	-19.64	-2.55
	中位数	-5.26	-7.69	-8.74	-0.15
存货	平均值	1220.88	1095.34	935.06	951.84
	中位数	632.42	597.08	503.01	505.72
合同负债及预收账款	平均值	539.55	425.62	317.12	350.01
	中位数	211.93	164.45	101.30	113.18
净利润	平均值	-4.07	-26.37	-43.50	-0.87
	中位数	2.45	0.91	-10.50	0.06
销售毛利率	平均值	19.84	19.10	16.23	19.11
	中位数	18.97	16.01	14.54	14.29
ROE	平均值	-21.01%	-21.38%	-38.73%	/
	中位数	1.47%	0.37%	-2.17%	/

注：由于样本房企中部分主体不披露 2025 年一季度财务数据，上表一季度数据仅列示未分析

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

三、信用风险展望

本轮房地产行业长期且深度调整仍在继续，政府积极出台的相关政策有助于延缓调整的力度，但上述政策只在短期内有效，行业长期的周期性调整不会发生方向性的扭转。2024 年以来，宽松政策的频出阶段性提振了市场需求，2025 年上半年，全国

商品房销售额降幅同比大幅收窄，一线城市房价指数甚至在 2024 年 10 月出现小幅反弹；但进入 2025 年二季度，一线城市房价指数降幅加速，全国商品房销售额降幅扩大。预计 2025 年下半年，宽松政策会持续释放，表明中央稳定房地产市场的决心，楼市企稳前，房地产政策仍将延续宽松基调。

行业的“止跌回稳”仍需从供需端入手，在当前环境下，经济增速放缓致使购房者对未来预期悲观，以此造成的需求下降是最重要的影响因素。房地产行业“止跌回稳”的实现，主要取决于国内经济何时能健康复苏以及消费者对未来的预期何时能恢复。但从长期看，经济增速放缓、出生人口大幅下降、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。

从企业端看，经历了近四年的行业出清，目前房地产市场竞争格局主要以资金实力雄厚、具备天然融资优势的央国企房企为主，上述企业具备抗风险能力。业务端，房企更加聚焦能够快速回款的城市及区位，以缓解自身的现金流压力，但竞争激烈的拿地会继续压缩项目的利润空间；随着消费者对产品要求不断提高，并在国家将“好房子”写入政府工作报告等政策的加持下，拥有突出品牌力、能够打造优质产品的房企在这一发展阶段已经占据领先地位。而部分资质较弱、存货质量一般房企财务压力逐渐凸显，偿债风险仍较大且更加依赖外部支持，需关注股东对其的支持可能性及意愿。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@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，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

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。