

中国房地产观察：2024 探底之年

2024 年 5 月 7 日

主分析师

廖美珊

香港
+852 2533 3556
esther.liu
@spglobal.com

陈令华, CFA, FRM

香港
+852 2533 3539
edward.chan
@spglobal.com

其他联系人

卢文正, CFA

香港
+852 2533 3517
lawrence.lu
@spglobal.com

研究助理

伊冉, 香港

要点速览

- 中国房地产市场或将稳定在 10 万亿元人民币水平，之后在此基础上长期延 L 型复苏之路行进。
- 但结构性因素意味着受评开发商将在该 10 万亿元更小的市场规模上争夺份额。
- 我们认为，在政府供应更多保障性住房的努力下，以及购房者更加倾向于购置二手房，将会对受评开发商的一手房销售产生压力。

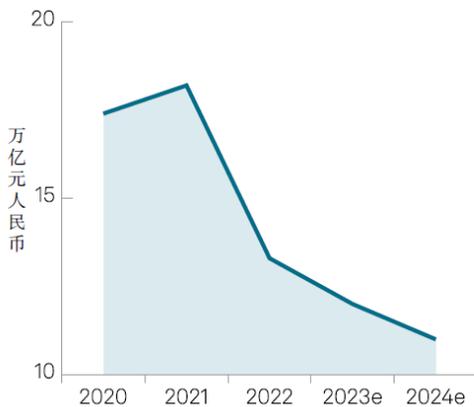
图 1

中国房地产市场将下跌并稳定在10万亿元人民币水平



在“三大工程”*行动下，我们预计一二线城市的配售型保障房比重将增加

中国房地产市场今年的年度销售额将降至约10万亿元……



……但：



40%

但2024年的配售型保障房销售将增加40%



15%

2024年的二手住宅销售将上升15%



-16%

因此，今年的一手房市场将萎缩16%

*参见2024年3月27日发布的《城投加大房地产投资，凸显风控之紧要》。e-预估。
资料来源：标普全球评级。
版权 © 2024 Standard & Poor's Financial Services LLC. 版权所有。

中国房地产市场将面临双重挤压。在销售持续下滑之际，受评开发商同时受到结构性因素的挤压。标普全球评级预计，如果现金流转负，那么开发商就要挖空心思偿还债务，与此同时许多开发商仍然被资本市场拒之门外。

我们认为，全国楼市销售将继续探底，但今年有望于人民币 10 万亿-10.3 万亿元处获得支撑，较 2023 年降低 10%-15%。

遗憾的是，对于发行人而言并不尽然如此。楼市结构正在发生转变，而这些变化对于受评开发商并非正面。销售日益转向二手市场，开发商几乎无可受益。其次，政府也在供应更多的保障性住房用以销售。销量将计入我们的销售预测，但这可能蚕食受评开发商的销售空间。

这种对楼市的悲观预测，与我们近期下调万科企业股份有限公司和龙湖集团控股有限公司（这两家开发商拥有悠久的经营和财务记录）的评级行动两相呼应。市场环境依然艰困。

结构性转变

我们预计，2024-2025 年间政府将通过“三大工程”在土地和房地产开发上投入 3 万亿-4 万亿元人民币（参见 2024 年 3 月 27 日发布的《城投加大房地产投资，凸显风控之紧要》）。

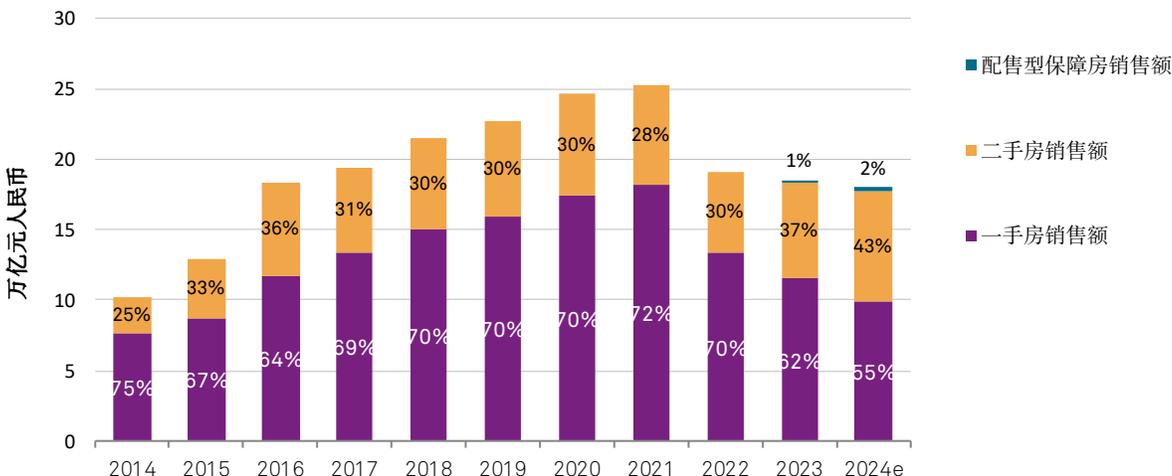
我们预估，2021-2025 年全国将以补贴价格出售 200 万套保障性住房。我们预计，到 2026 年一二线城市配售型保障房在全部可售房屋中的占比将由 2023 年的 8% 攀升至 20%。政府推出保障性住房将会侵蚀开发商的新房销售。

我们预计，此类低价保障房的供给将部分来自受评开发商的现有存货，有利于其去库存。但这一利好是一次性的。此外，大部分配售型保障房将在未来 1-2 年内建设完工，这将与房企自身销售形成竞争，尤其是在低端市场。

另一重大转变是市场转向二手房销售。2024 年，二手房交易将占交易总量的约 40%，较十年前的约 25% 大幅提升（见图 2）。

图 2

二手房销售在中国房地产市场上的份额与日俱增



e-预估。资料来源：国家统计局，贝壳研究院，Wind，标普全球评级。
 版权 © 2024 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

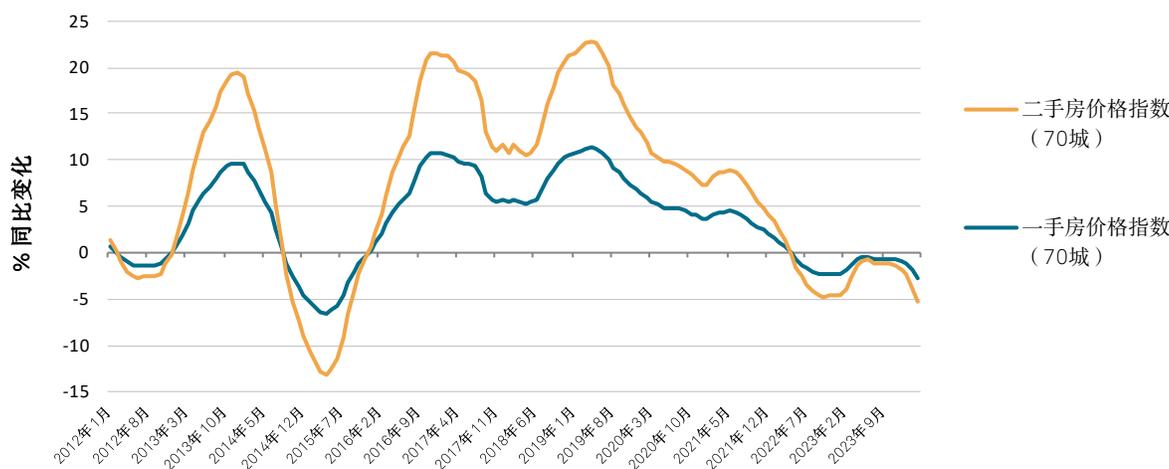
去年，中国一手住宅销售下降 12%。但我们估算二手住宅销售攀升约 17%。二手房的销售情况表明购房者仍有购置住宅的意愿。他们有可能是为开发商的新建住宅支付预付款，因为开发商可能会缺乏完工和交付新建住宅的资源。购买二手房可以消除这种不确定因素。

尤其是希望在市中心置业的购房者，他们会通过二手房市场买房。开发商在高端市场上受到二手房销售的挤压，在低端市场则受国家供应的保障性生活挤压。

民营开发商与国有开发商展开竞争。随着销售缩水，双方都在争夺更小的蛋糕。我们认为这一变化在很大程度上对受评房企不利。

图 3

二手房交易将引领房价下行



资料来源：国家统计局，Wind，标普全球评级。

版权 © 2024 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

房价或许尚未企稳

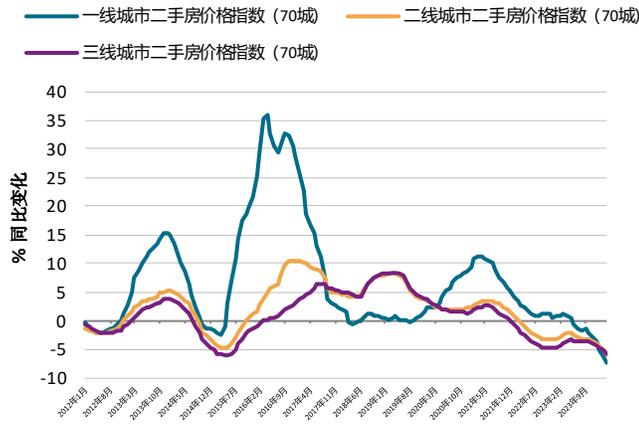
在发生这些变化的背景下，我们预测今年全国房价可能进一步下跌 5%-6%。尽管二手房市场活跃，交易量增加，但我们认为一手房价可能会跟随二手房价格下跌的趋势（见图 4 和图 5）。

楼市将持续分化。一线城市房价应能率先止跌企稳，因为这些中心城市的需求更强，信心更足。我们假设今年低线城市的房价跌幅最大。

产品结构的变化也是房价下跌的原因。我们认为，政府将现有存量房改建为保障房的举措将提高低端市场的交易量。虽然这有助开发商清库存，但也可能导致房价下跌，这将主要发生在二线及以下城市。

图 4

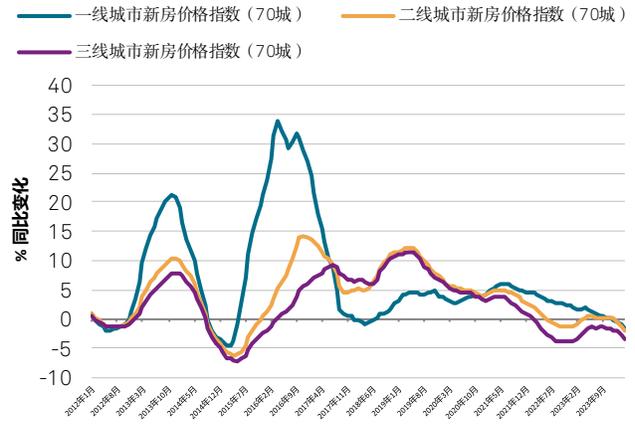
一线城市的二手房价下跌令更大范围的市场承压……



资料来源：国家统计局，Wind，标普全球评级。
版权 © 2024 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

图 5

……体现在一线城市一手房价下跌



资料来源：国家统计局，Wind，标普全球评级。
版权 © 2024 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

表 1

低线城市房价受创最重

同比变化				
(%)	2022	2023	2024e	2025e
一手房价格	(3)	6	(6)	(2)
一线城市			(2)	0
二线城市			(5)	0
三线城市			(9)	(5)
二手房价格 (70 城)	(4)	(4)	(5)	0
已售面积 (新房)	(24)	(18)	(9)	0

e-预估。资料来源：标普全球评级，国家统计局。

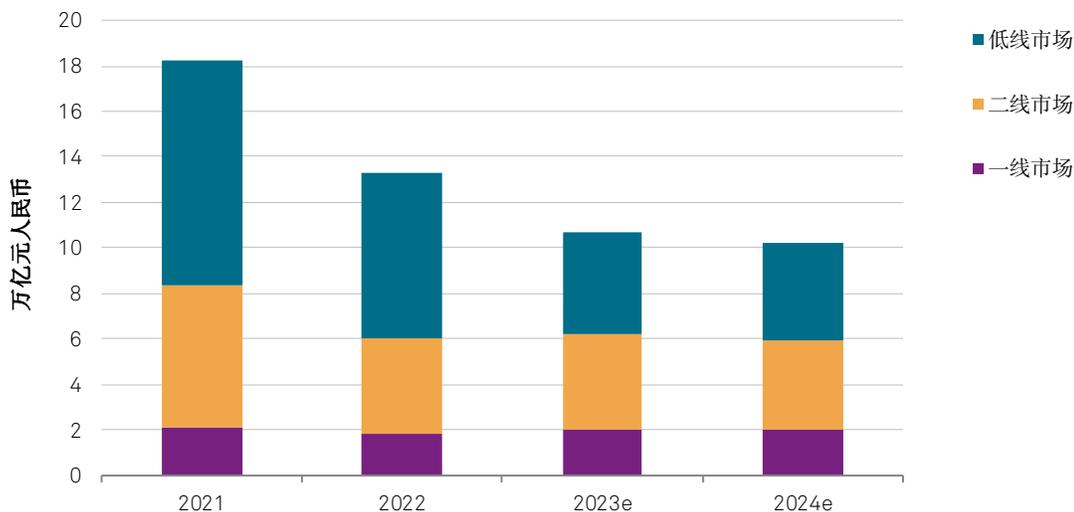
在结构性压力外，融资收紧也是一大挑战。国有开发商及其控股子公司能够继续在境内债券市场融资。这些企业受益于隐性政府支持，民营企业通常没有这一选项。

仅有少数开发商（如中国海外发展有限公司、华润置地有限公司、中国金茂控股集团有限公司和中国保利集团公司等）依然能够在公开债券市场募资，其余公司基本仅能获得有限的银行贷款。

若楼市销售大幅下滑，开发商将不得不考虑其它融资方式，例如出售非核心资产或从现有股东增资。大部分企业缺少有效的的缓冲和融资渠道：偿还到期债务以及维持负的现金流无法长期共存。

图 6

高线市场房屋销售占比不断扩大



e--预估。资料来源：国家统计局，CRIC，标普全球评级。
 版权 © 2024 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

市场有望在 10 万亿元规模处找到支撑

二手房销售走强有两种解读方式。一方面，新房需求无疑会受到挤压；但另一方面，强劲的住房基本面需求因此获得支撑。这也支持了我们的观点，即市场即将见底。

中国楼市年销售额（包括新房和保障性住房）有望在 10 万亿元规模处得到支撑。我们在 2023 年 10 月 16 日发布的《中国房地产观察：楼市或将在 2024 年逐步缓慢恢复》一文中，分析了中国楼市在经历棚户区改造计划的过度刺激前，以及受到“三条红线”政策严格调控后的不同处境。这里我们将引用此前报告的分析。

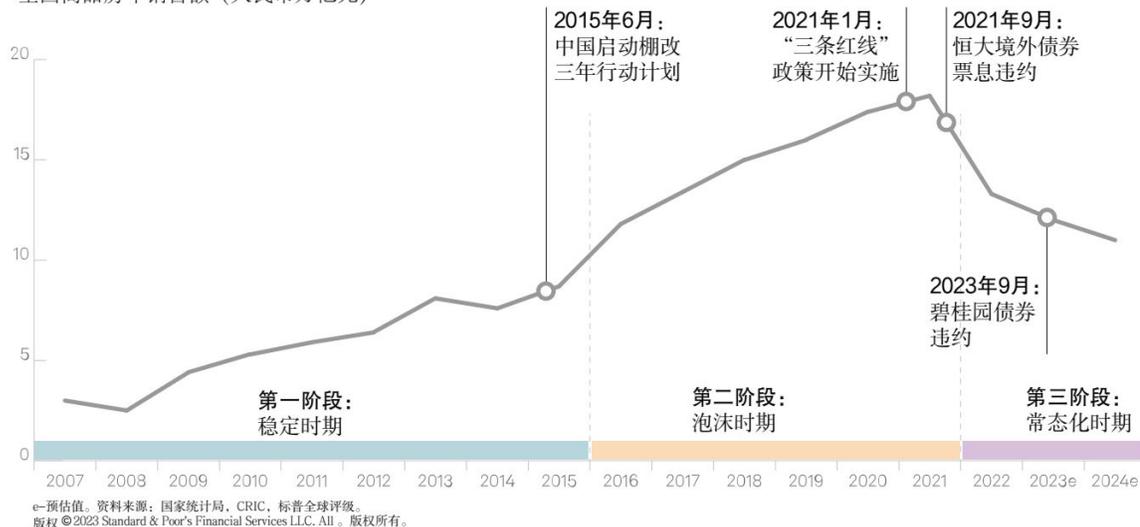
我们的分析假设 2009-2015 年的房屋销售面积能够代表真实的基本面需求。我们将这一阶段的房屋销售面积视为楼市基准水平，同时对当前房价作 15%-20% 的折价，再根据项目所处城市的线级进行调整。

通过计算，我们得到核心需求下的全国商品房年销售额为 10 万亿元左右。用决策者的话说，这是“房住不炒”状态下的房屋销售水平。

图 7

中国房地产市场正在重返“稳定”时期的销售水平

全国商品房年销售额（人民币万亿元）



10 万亿元的支撑位水平有可能被击穿。本轮市场下行周期在不断出现意料外的不利情况，我们也不会低估下行局面再次发生的可能性。经济疲软导致需求萎靡，购房者对交房持续担忧，政策执行面临风险，政府部门间缺少协调（利益不一致），都可能令房价承压，将销售额拉低至我们的基本假设水平之下。

若房价下降 16%而非我们基本假设情景中的 6%，那么今年的房地产销售额就将下降至 9-9.3 万亿元。

今年第一季度全国商品房销售额为 2.1 万亿元。粗略估算（未进行季节性调整）年度化的楼市销售为 8.4 万亿元。

政策放松或能扭转危机

政府针对房地产领域的政策措施无疑在变得更加利好。高端市场（一线城市销售）已经开始有不错的表现。我们依然维持此前的预期，即高线城市的楼市将率先复苏，随后将传导至更大范围（详见 2023 年 10 月 16 日发布的《中国房地产观察：楼市或将在 2024 年逐步缓慢恢复》）。

开发商需要全面应对新的结构性变化。这意味着它们要重点关注高线城市的高端项目，并提供更加优质的商品和高附加值服务。

政府推进保障性住房项目或许能利好那些可将部分过剩库存作为配售型保障房出售的开发商，也能利好那些将自身定位为代建服务商的企业。河南郑州着手推行试点项目：从开发商手中购买部分过剩库存，用作低成本保障性住房。

另一类似的项目是政府的城中村改造工程，待安置居民可获得政府提供的房票或现金补偿用于购买新住所（参见 2024 年 1 月 24 日发布的《3500 亿元 PSL 资金给开发商去库存带来希望》）。

为实现保交楼目标，政府建立起以地市级为单位的房地产市场融资协调机制，同时审批可获得快速融资的白名单项目。截至 3 月末，各地上报的白名单项目已有约 6,000 个。该机制的主要目标是重建购房者对预售房交付的信心，同时提振购房者对开发商持续健康运营的信心。

各类政策很多，不过效果常常和目的背道而驰。政府政策一方面支持开发商，另一方面也蚕食其销售额。新房销售持续下滑，但基本面需求依然健康，这从二手房交易走强中可以明显看出。

我们认为，市场开始缓慢步入漫长的 L 型早期“复苏”阶段。在漫漫复苏路上，尤其是未来两年，众多房企将继续与流动性压力艰难抗争。

相关研究

- 信用答疑：中国的多项经济增长支持政策有何信用影响？，2024 年 3 月 28 日
- 城投加大房地产投资，凸显风控之紧要，2024 年 3 月 27 日
- 信用答疑：“白名单”机制能否提振楼市信心？2024 年 3 月 26 日
- 信用答疑：2024 年全国两会的政策影响，2024 年 3 月 17 日
- 3500 亿元 PSL 资金给开发商去库存带来希望，2024 年 1 月 24 日
- 中国房地产观察：楼市或将在 2024 年逐步缓慢恢复，2023 年 10 月 16 日

本报告不构成评级行动。

（注：中文版本系根据英文版本翻译，若与原英文版本有任何分歧，概以英文版本为准。）

阅读英文版请点击：

<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/SPResearch.aspx?ArtObjectId=13084773&ArtRevId=1>

版权©2024, Standard & Poor's Financial Services LLC (以下统称“标普”)。版权所有。

未经标普事先书面许可, 严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容(包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品)或其任何部分(以下统称“内容”), 或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理(以下统称“标普各方”)并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏(无论成因), 使用内容得到的结果, 或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证, 包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证, 或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下, 标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失(包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本)负责, 即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析(包括评级)以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述, 并非事实的陈述, 或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息, 但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的, 监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级, 标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予、撤销或暂停上述认可而产生的任何责任, 也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开, 从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此, 标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程, 以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬(通常从发债人、承销商或债务人处收取)。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析: www.standardandpoors.com (免费网站), 及 www.ratingsdirect.com 和 www.globalcreditportal.com (收费网站), 及 www.spcapitaliq.com (收费网站), 及并可能通过其他渠道进行发布, 包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息, 请查阅 www.standardandpoors.com/usratingsfees。

STANDARD & POOR'S, S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。