



OGCR
东方金诚

风险出清格局重塑 政策聚焦长效发展

——2025 年地产债市场回顾与 2026 年展望

核心观点

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 唐晓琳

副总经理 曹源源

部门执行总监 冯琳

首席宏观分析师 王青

时间

2026 年 2 月 10 日



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

● **2025 年房地产市场回顾:** 2025 年房地产市场延续调整, 下半年市场加速下滑。12 月 70 城二手房和新房价格同比分别下跌 6.1% 和 3.1%, 全年商品房销售面积同比下降 8.7%, 投资端收缩态势更为严峻, 全年开发投资完成额同比下降 17.2%。在市场持续调整背景下, 2025 年房企融资环境无实质性改善, 年末万科展期事件推升行业风险溢价, 但年内房企债务重组工作取得较大进展, 对相关企业资产负债表修复具有积极意义。

● **2026 年房地产市场展望:** 2026 年房地产政策将延续边际宽松基调。其中, 需求端政策核心在于引导实际房贷利率下行, 供给端则通过控增量、去存量, 共同推动供需结构优化。2026 年房地产支持政策大幅加码的可能性较低, 这意味着房地产市场大概率会延续调整, 但调整幅度会有所收窄。从销售端来看, 若政策层面能够有效引导实际房贷利率下行, 将有助于销售端止跌回稳, 其中核心城市购房需求有望率先释放, 但部分低能级城市库存高企、去化周期偏长的问题仍难以快速缓解; 从投资端来看, 2026 年房地产投资仍将承压, 但在低基数、房地产融资协调机制将加速落地、“好房子”建设带动优质房企聚焦核心城市改善型项目开发以及盘活存量土地将推动部分城市保障房项目开发等因素带动下, 房地产投资降幅有望明显收窄。

● **2026 年房企信用风险展望:** 2026 年国有房企的债券偿还压力主要集中于境内债市场, 整体压力较往年有所下降; 而民营房企由于近几年债券发行量大幅萎缩, 导致 2026 年债券到期量显著下降, 整体偿还压力偏低。综合判断, 2026 年地产债信用风险将趋于平稳, 但个别民营房企偿债情况仍值得关注。此外, 2024 年以来, 通过大幅削债和多元化债务创新工具推进债务重组, 已成为房企化债的主要路径, 预计 2026 年房企债务重组工作将持续加速。

一、2025 年房地产政策回顾

2025 年，中央提出“推动房地产高质量发展”，并将构建房地产发展新模式纳入“十五五”规划重点任务。围绕“推动市场止跌回稳、加快构建房地产发展新模式”这一核心目标，政策层面形成三大重点发力方向：一是加快库存去化与供给结构优化，推动市场供需平衡；二是强化保交楼融资支持落地，筑牢市场风险防控底线；三是持续推进需求端政策宽松，释放刚性和改善性住房需求。

图表 1 2025 年房地产行业相关政策

| 时间 | 政策出处 | 具体内容 |
|---------------------|-----------|--|
| 2025 年 3 月 5 日 | 政府工作报告 | 一、推动房地产市场止跌回稳，下调住房贷款利率和首付比例，居民存量房贷利息年支出减少约 1500 亿元，降低交易环节税费水平，扎实推进保交房工作。 二、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 4 月 25 日 | 中央政治局会议 | 要持续用力防范化解重点领域风险。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 5 月 7 日 | 一揽子金融政策 | 降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，五年期以上首套房利率由 2.85% 降至 2.6%，其他期限利率同步调整。 |
| 2025 年 7 月 30 日 | 中央政治局会议 | 要持续防范化解重点领域风险。要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。 |
| 2025 年 10 月 28 日 | “十五五”规划建议 | 完善促进消费制度机制，清理汽车、住房等消费不合理限制性措施。盘活用好低效用地、闲置房产。推动房地产高质量发展。加快构建房地产发展新模式，完善商品房开发、融资、销售等基础制度。优化保障性住房供给，满足城镇工薪群体和各类困难家庭基本住房需求。因城施策增加改善性住房供给。建设安全舒适绿色智慧的“好房子”，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动。建立房屋全生命周期安全管理制度。 |
| 2025 年 12 月 10-11 日 | 中央经济工作会议 | 坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。深化住房公积金制度改革，有序推动“好房子”建设。加快构建房地产发展新模式。 |

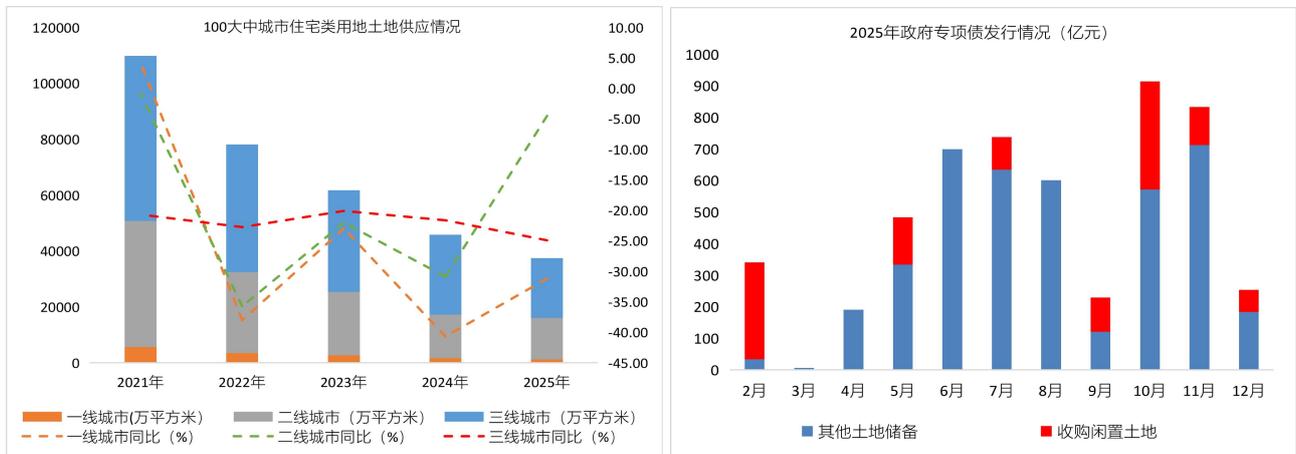
数据来源：公开资料，东方金诚整理

（一）加快库存去化与供给结构优化，推动市场供需平衡

2025 年，紧扣房地产市场供求关系重大变化，供给侧政策以“控增量、去库存、优供给”为主线，立足“人-房-地-钱”要素联动平衡，强化政策调控精准性。

1. “控增量”聚焦源头调控，按需匹配土地与新房供应，严控过剩区域新增用地。2024 年自然资源部发布两项通知¹，通过“严控增量”与“盘活存量”构建起供给端市场调节机制，核心在于暂停低效区域新增用地、遏制无效供给，同时借助专项债资金盘活闲置土地。从政策效果来看，2025 年三线城市土地供应规模加速收缩，与同期一二线城市降幅收窄的走势形成鲜明对比；收购闲置土地方面，2025 年累计发行土地储备专项债 5283.3 亿元，其中 1202.1 亿元明确用于收购闲置土地，为存量土地盘活转化提供了资金保障。

图表 2-3：“控增量”相关政策年内持续发力



数据来源：Wind，东方金诚

2. “去库存”侧重多维协同，依托存量商品房转化为保障房、城中村改造等举措，实现市场存量出清与民生保障落地的双重目标。保障房转化方面，2025 年保障性住房再贷款政策持续发力，各省贷款发放工作持续推进，助力化解重点城市库存压力；城中村改造工作方面，棚改货币化、房票等安置机制有序推进，2024 年 10 月住建部提出“新增货币化安置 100 万套城中村和危旧房改造”，对加速库存去化具有积极作用。

3. “优供给”兼顾长短目标统筹推进，以“好房子”建设标准为抓手，推动住房品质迭代升级。2025 年，房企主动优化产品设计，通过赠送飘窗、扩大阳台面积等市场化手段，推出一批实际得房率接近甚至超过 100% 的项目。这些项目不仅实现

¹ 《关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》和《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》

了楼盘品质和居住体验的实质性提升，更让购房者在同等总价下收获更大的实际使用空间，有效摊薄了单位面积购房成本，有利于提升购买意愿。

（二）强化保交楼融资支持落地

2025 年，中央将“保交楼”工作重心从“机制建立”转向“融资落地”，聚焦房地产融资协调机制的效能提升，着力解决“白名单”项目贷款“应贷尽贷、能早尽早”等核心问题。截至 2025 年 10 月，全国“白名单”项目贷款审批金额已突破 7 万亿，较 2024 年底大幅提升，显示保交楼融资工作取得积极成效，但也需关注两大结构性挑战：

一是项目资质分化加剧。随着前期优质项目资源的集中释放，后续纳入“白名单”的项目逐渐向低能级城市延伸，普遍存在市场需求疲软、去化周期长、资产价值偏低等问题，导致金融机构在进行风险评估后，放款意愿不足，部分项目面临“审批易、放款难”的窘境。**二是审批与放款存在时滞。**在实际操作过程中，审批金额与实际放款金额之间仍存在一定差距。或因涉及多部门协调、资金监管要求严格等，部分项目资金无法及时足额到位，政策推进效率偏低。

（三）需求端政策边际宽松，但政策力度有待进一步加强

2025 年，房地产需求端政策在 2024 年“全面松绑”基础上，持续精准加码，旨在进一步降低购房成本，释放刚性与改善性住房需求。

其中，**限购方面**，继 2024 年 9 月广州全面取消限购后，2025 年北京、上海和深圳限购政策亦大幅松动：一是缩小限购区域，北京五环外、上海外环外取消套数限购的要求，深圳的盐田区和大鹏新区全面取消限购要求；二是降低限购门槛，非户籍家庭在限购区域的购房条件已降至连续缴纳社保/个税满 1-3 年不等。**首付比例方面**，目前全国各大城市首套房最低首付比例均已调降至 15%，包括一线城市在内的二套房首付比例也已大幅调降至历史低位。**公积金贷款方面**，2025 年公积金贷款利率再次下调，年末 5 年期以上首套房公积金贷款利率已降至 2.6%。同时，各地对公积金贷款额度作出不同程度上调，特别是充分考虑了多孩家庭的实际购房需求。

图表 4：一线城市最新限购政策

| 城市 | 更新时间 | 限购政策 | |
|----|-------------|--|---|
| 北京 | 2025 年 12 月 | 五环内：限购 2 套，二孩及以上家庭限购 3 套；社保/个税满 2 年的非京籍限购 1 套。 | 五环外：京籍和社保/个税满 1 年的非京籍不限套数。 |
| 上海 | 2025 年 8 月 | 外环内：沪籍限购 2 套；社保/个税满 3 年的非沪籍限购 1 套。 | 外环外：沪籍家庭和社保/个税满 1 年的非沪籍不限套数。 |
| | | 多子女家庭（包括沪籍和非沪籍）在执行现有限购政策基础上，可再购买 1 套住房。 | |
| 广州 | 2024 年 9 月 | 全面放开，取消各项限购政策。 | |
| 深圳 | 2025 年 9 月 | 福田区、南山区和宝安区新安街道：本市户籍限购 2 套；社保/个税满 1 年的非本市户籍限购 1 套； | 罗湖区、宝安区（不含新安街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区：本市户籍和社保/个税满 1 年的非本市户籍不限套数；无社保/个税证明的非本市户籍限购 2 套。 |
| | | | 盐田区、大鹏新区：全面放开，不再审核购房资格。 |

数据来源：公开资料，东方金诚整理

图表 5：截至 2025 年底一线城市首付比例、贷款利率及税费减免政策

| 城市 | 首付比例 | 贷款利率 | 契税优惠 | 增值税 |
|----|---------------------------|-----------------------------|---|----------|
| 北京 | 首套：15% 二套：20% | 首套/二套： LPR-45BP（3.05%） | 面积 \leq 140 平方米： 首/二套 1%； 面积 \geq 140 平方米： 首套 1.5%；二套 2% | 满两年免征增值税 |
| 上海 | 首套：15% 二套：25%/20%（分区域） | LPR-45BP（3.05%） 不再区分首套二套 | | |
| 广州 | 首套/二套：15% | 取消房贷利率下限 | | |
| 深圳 | 首套：15% 二套：20% | LPR-45BP（3.05%） 不再区分首套二套 | | |

数据来源：公开资料，东方金诚整理

图表 6：截至 2025 年底一线城市公积金贷款政策

| 城市 | 首付比例 | 贷款额度 | 贷款利率 |
|----|---------------------------|--|--|
| 北京 | 首套：20% 二套：25% | 15 万元/缴存一年，首套最高 120 万元，二套最高 100 万元，多子女家庭可上浮 40 万元。 | 首套： 5 年（含）以下 2.1%； 5 年以上 2.6% 二套： 5 年（含）以下：2.525%； 5 年以上 3.075% |
| 上海 | 首套：20% 二套：25%/20%（分区域） | 首套最高额度 184 万元，多子女家庭最高 216 万元；二套最高 149.5 万元。 | |
| 广州 | 首/二套：20% 保障房：15% | 个人最高 80 万元，多人购房最高 160 万元，一/二星级绿色建筑上浮 10%/20%，多子女家庭最高上浮 40%。 | |
| 深圳 | | 个人最高 60 万元，家庭最高 110 万元。首套上浮 40%，多子女家庭上浮 50%，保障房上浮 20%，上浮比例可累加，最高上浮 110%。个人最高 126 万元，家庭最高 231 万元。 | |

数据来源：公开资料，东方金诚整理

二、2025 年房地产市场运行情况

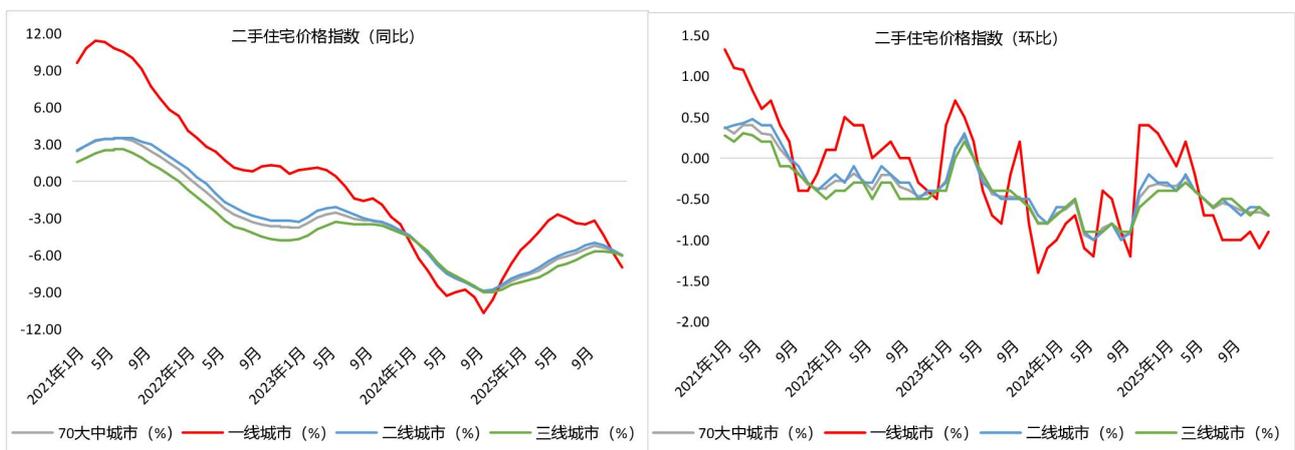
2025 年房地产市场仍未出现明确企稳信号，行业仍处于向新发展模式过渡的深度调整阶段。

（一）价格表现

2025 年，二手房价格持续下跌，跌幅整体呈现“先小幅收敛，后显著走阔”的态势。年初受“442”等政策提振，二手房价格环比下跌势头缓和，但随政策效果减退，4 月起价格跌幅再度走扩；下半年，市场调整压力加大，9-12 月 70 城二手住宅价格环比全线下跌，整体跌幅保持在 0.7%。同比来看，受基数走低影响，1-9 月 70 城二手住宅价格同比跌幅持续收窄，但 10 月后随着市场下行压力加大，同比跌幅再度走阔，12 月同比下跌 6.1%。

分城市能级看，2025 年一线城市二手房价格跌幅大于二三线城市，呈现出“补跌”特征。具体来看，1 月、3 月一线城市二手房价格环比上涨 0.1% 和 0.2%，但随政策效应减退，5 月起价格转为加速下跌，7-12 月环比跌幅在 1% 左右，而同期二三线城市价格调整幅度相对温和。12 月一线城市二手房价格同比下跌 7.0%，二三线城市均下跌 6.0%。这表明，高能级城市二手房市场虽具备更强的抗周期属性，但随着前期积累的价格泡沫与供需失衡问题集中暴露，最终引发了更为显著的补跌效应。

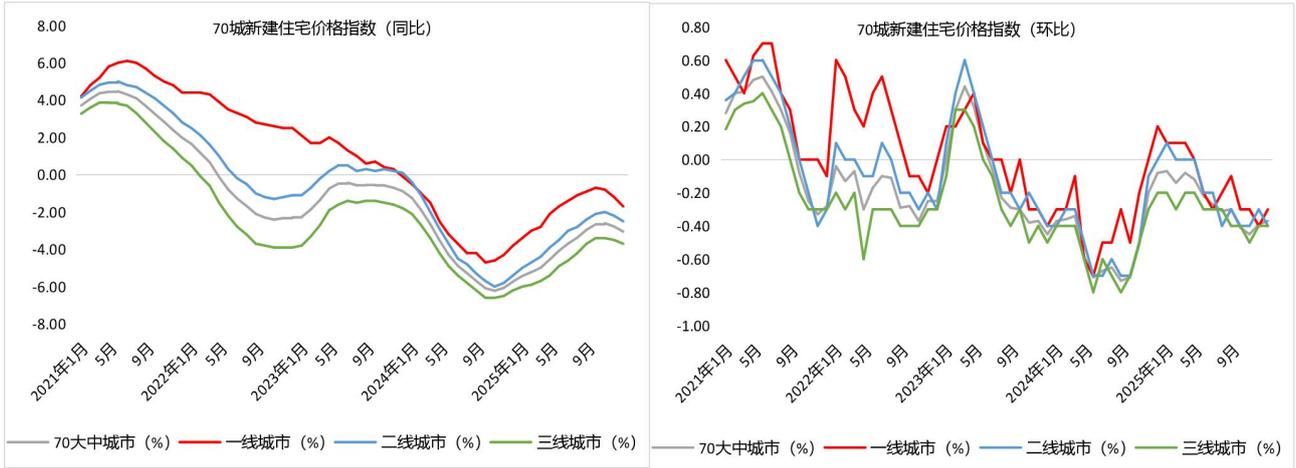
图表 7-8 2025 年 70 城二手房价格跌幅整体呈现“先小幅收敛，后显著走阔”态势



数据来源：iFind，东方金诚整理

2025 年新房价格与二手房价格走势趋同，整体延续下跌。12 月 70 城新建商品住宅价格同比下跌 3.0%，其中，一二三线城市同比分别下跌 1.7%、2.5%和 3.7%，一线城市新房价格仍表现出相对较强的抗跌性。

图表 9-10 新房价格与二手房价格走势趋同



数据来源：iFind，东方金诚整理

(二) 销售表现

2025 年房地产销售端延续深度调整。全年商品房销售面积为 88101 万平方米，同比下降 8.7%，降幅较 2024 年收窄 4.2pcts，绝对值已低于 2009 年同期水平；销售额为 83937 亿元，同比下降 12.6%，降幅较 2024 年收窄 4.5pcts。

图表 11 2025 年全国商品房销售面积已低于 2009 年同期水平



数据来源：Wind，东方金诚

从年内走势来看，各月销售面积、销售额同比均为下降，且降幅趋于走阔。具体来看，2 月销售面积和销售额同比降幅分别收窄至 0.9% 和 1.6%，这一方面得益于政策短期提振效果，另一方面也受春节错期因素影响；进入 3 月后，市场复苏动能快速衰减，销售端降幅持续扩大，10 月销售面积、销售额同比降幅分别达到 26.7% 和 28.9%；11-12 月降幅有所收敛，但仍呈现深度下跌状态。

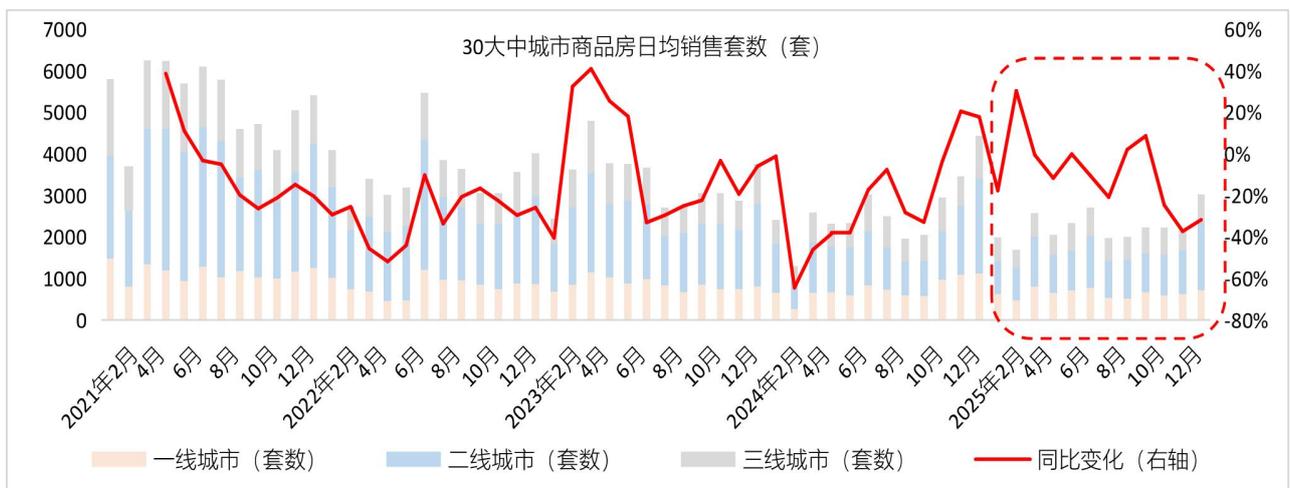
图表 12：年内各月销售面积同比增速均为负值，且降幅显著走阔。



数据来源：Wind，东方金诚

从 30 城日均商品房成交情况来看，市场活跃度持续低迷，年内有 9 个月日均成交套数同比下降，其中 7 个月降幅达两位数。即便在年末传统销售冲刺阶段，市场成交依旧疲软，12 月日均成交套数仅为 3022 套，同比大幅下降 31.8%。

图表 13：2025 年各月 30 大中城市日均商品房成交套数维持在 2000 套左右水平



数据来源：Wind，东方金诚

(三) 投资端表现

2025 年房地产开发投资加速下滑。全年房地产开发投资完成额 82788 亿元，同比下降 17.2%，降幅较 2024 年扩大 6.6pcts。从年内走势看，下半年房地产投资同比加速收缩，12 月当月同比大幅下降 36.9%。

图表 14 2025 年房地产投资加速下滑



数据来源: Wind, 东方金诚整理

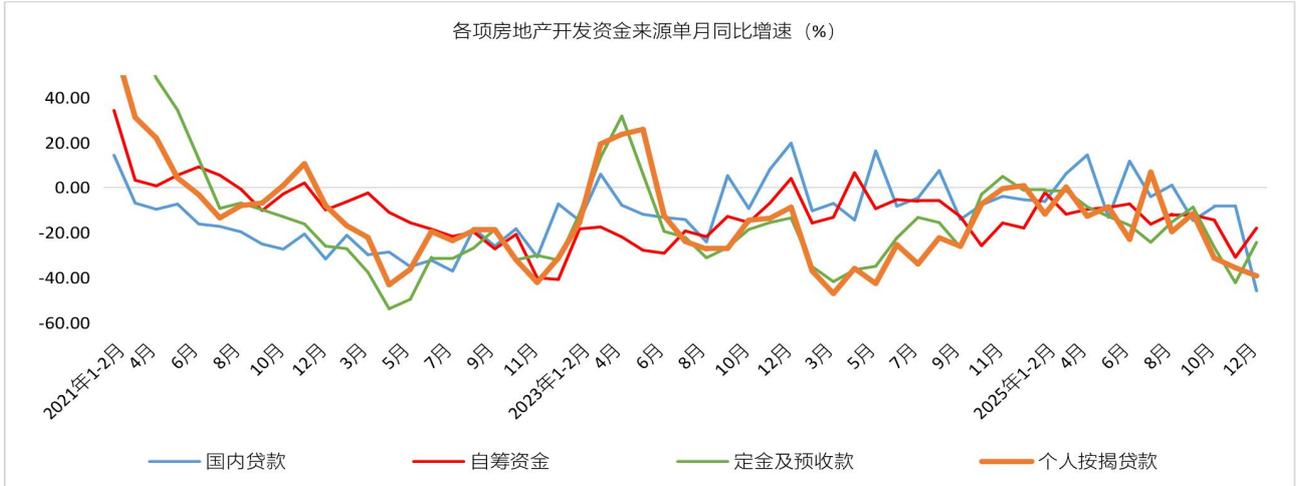
2025 年房地产开发资金来源同比下降 13.4%，降幅较 2024 年收窄 3.6pcts。其中，国内贷款、自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款同比分别下降 7.3%、12.2%、16.2%和 17.8%。从年内走势看，二季度以来，资金来源降幅显著扩大，尤其是定金及预收款和个人按揭贷款跌幅较大，反映出在销售端持续承压背景下，房企资金周转效率承压，加剧投资端收缩。

图表 15 2025 年房地产开发资金来源大幅收缩



数据来源: Wind, 东方金诚整理

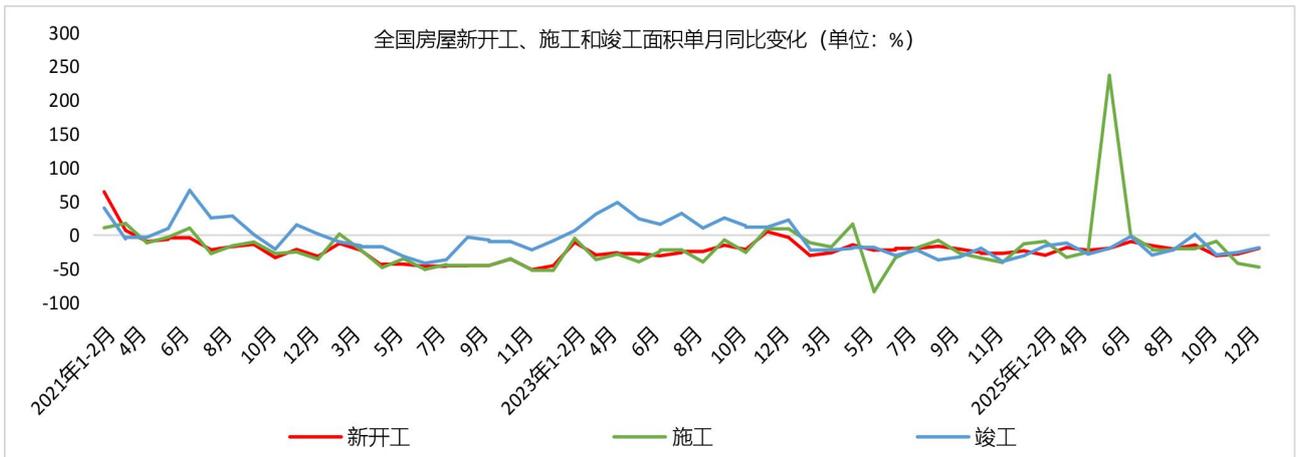
图表 16 2025 年国内贷款等四项房地产开发资金来源单月同比降幅趋于走阔



数据来源: Wind, 东方金诚

行业深度调整背景下, 2025 年房企普遍采取“以销定产”的保守策略, 新开工、施工和竣工面积三项开发类指标持续走低, 同比分别下降 20.4%、10.0%和 18.1%。

图表 17 2025 年房地产三项开发类指标持续走低



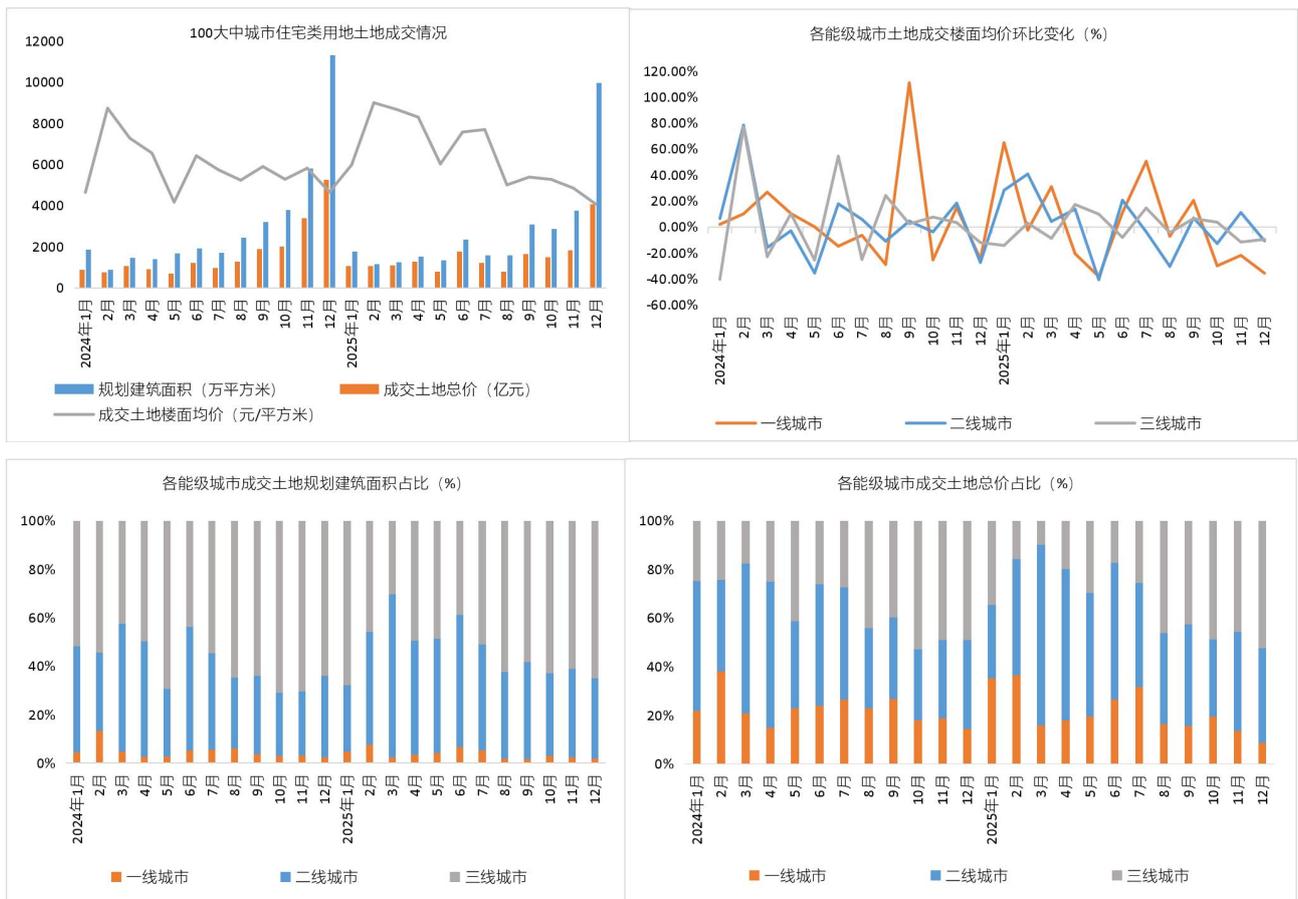
数据来源: Wind, 东方金诚整理

土地市场方面, 在去库存压力和行业景气度下降的双重影响下, 2025 年土地市场热度持续下降, 各能级城市之间存在结构性分化。从成交面积来看, 2025 年 100 大中城市住宅类用地成交土地规划建筑面积同比下降 14.2%, 降幅较 2024 年收窄 2.2pcts。其中, 一二三线城市同比降幅分别为 29.3%、1.0%和 20.6%, 一二线城市降幅较 2024 年收窄 10pcts 和 17.6pcts, 三线城市降幅扩大 7.4pcts, 导致三线城市成交面积占比下滑 4.6pcts 至 57.8%。从成交总价来看, 2025 年 100 大中城市住

宅类用地成交土地总价同比下降 11.3%，降幅较 2024 年收窄 12.3pcts。其中，一线和三线城市成交总价占比分别回落 1.1pcts 和 4.8pcts 至 19.0%和 44.9%，二线城市占比提升 5.9pcts 至 36.2%。从土地楼面均价来看，2025 年 100 大中城市住宅类用地成交土地楼面均价同比上涨 3.4%至 5608 元/平方米，其中，一二线城市土地楼面均价同比分别上涨 18.6%和 3.2%，三线城市下跌 1.5%。

整体来看，2025 年土地市场呈现如下特征：一是各能级城市之间存在分化。一线城市及核心二线城市凭借资源稀缺性及市场韧性，仍维持一定成交热度，低能级城市受库存高企、需求疲软制约，土地市场量价双降；二是土地供应呈现提质缩量趋势，核心区位地块供应占比有所提升，部分优质地块因稀缺性引发激烈竞争，溢价率屡创新高，推动一线城市土地楼面均价逆势大幅上涨。

图表 18-21 各能级城市之间土地市场分化加剧



数据来源：Wind，东方金诚整理

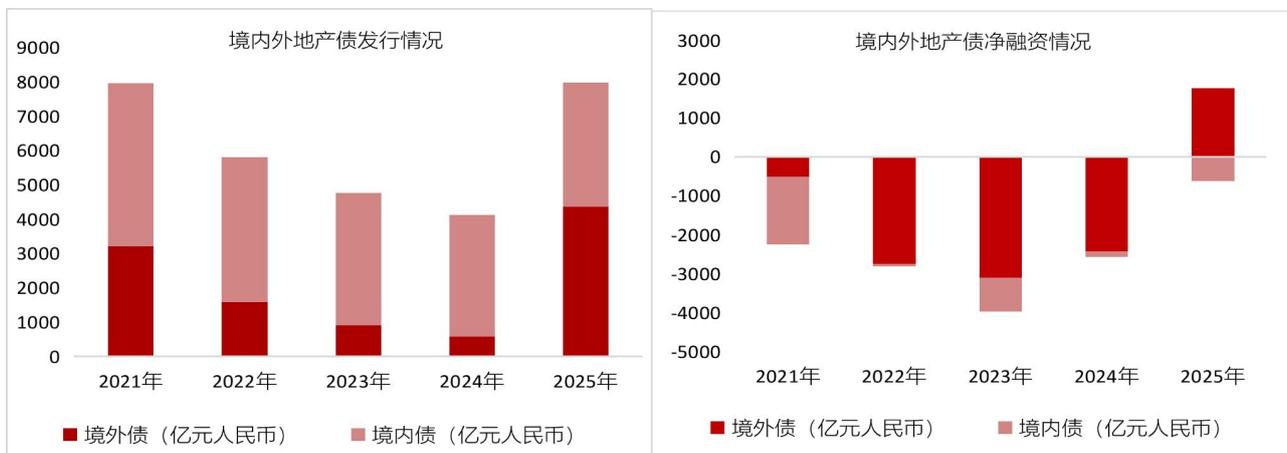
三、2025 年地产债市场表现

在房地产市场延续调整的大背景下，2025 年地产债市场呈现整体趋稳、结构分化的特征。一方面，房企化债在年内取得较大进展，出险房企新发债券用于债务置换带来阶段性发行增量，推动地产债融资规模增长，但房企整体融资情况难言得到实质性改善；另一方面，楼市下行周期的拉长加大房企违约风险，年内万科展期事件对行业形成较大冲击。整体来看，房企信用风险暴露仍在延续，投资者风险偏好保持审慎。

（一）发行及净融资

2025 年境内外地产债合计发行 7969 亿元，同比大幅增长 93.3%，净融资缺口较 2024 年显著收窄 3693.1 亿元至 1124.8 亿元，主要原因是旭辉、融创、碧桂园等多家出险房企境外债重组方案相继落地，新发境外债用于债务置换带来阶段性发行增量，行业整体债券融资状况并未出现实质性改善。

图表 22-23 多家出险房企境外债重组方案落地带动发行规模大幅回升



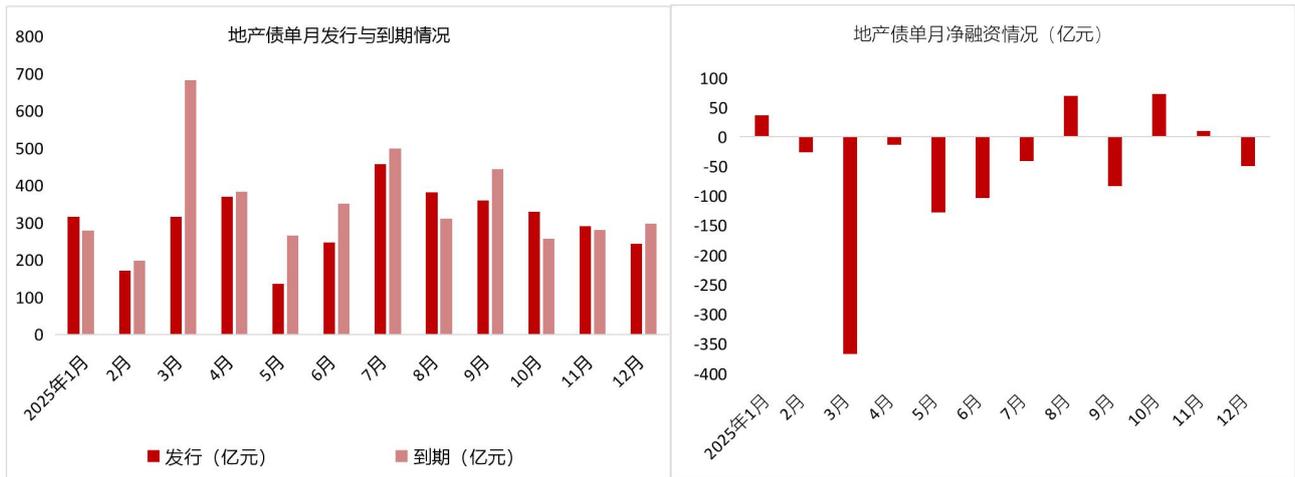
数据来源: Wind, 东方金诚

1. 境内债

2025 年共计 83 家房企发行境内地产债 413 只，发行量 3609.5 亿元，发行企业数量同比下降 3.5%，发债数量和发行量同比分别增长 4.0%和 1.6%；全年房企境内债净融资缺口为 629.6 亿元，较上年扩大 486.2 亿元。

从月度表现来看，2025 年有 8 个月地产债净融资为负。其中，3 月受到到期规模较高拖累，净融资出现较大缺口；4 月净融资缺口大幅收窄，但 5 月和 6 月发行规模显著回落，拖累净融资缺口再度走阔；7 月和 9 月受到到期压力相对集中影响，单月净融资均为负值；12 月发行规模大幅下滑，拖累净融资转负。

图表 24-25：2025 年各月发行规模整体偏低，全年有 8 个月净融资为负值



数据来源：Wind, 东方金诚

从发行结构来看，2025 年国企地产债发行量 3322.3 亿元，同比微增 0.6%，占境内地产债发行量的 92.0%；民企地产债发行量 287.2 亿元，同比增长 15.1%。2025 年发行境内债的民营房企有 9 家，包括绿城集团、美的置业、滨江集团、新希望五新实业、新城控股、中海宏洋、金辉集团、卓越商管和旭辉集团。其中，旭辉集团为其完成债务重组后的首次境内融资，但该债券为私募定向发行，募集资金用途未公开披露，或为债务重组配套融资，其市场化融资能力的实际恢复情况有待观察。

图表 26 近五年地产债发行主体结构变化

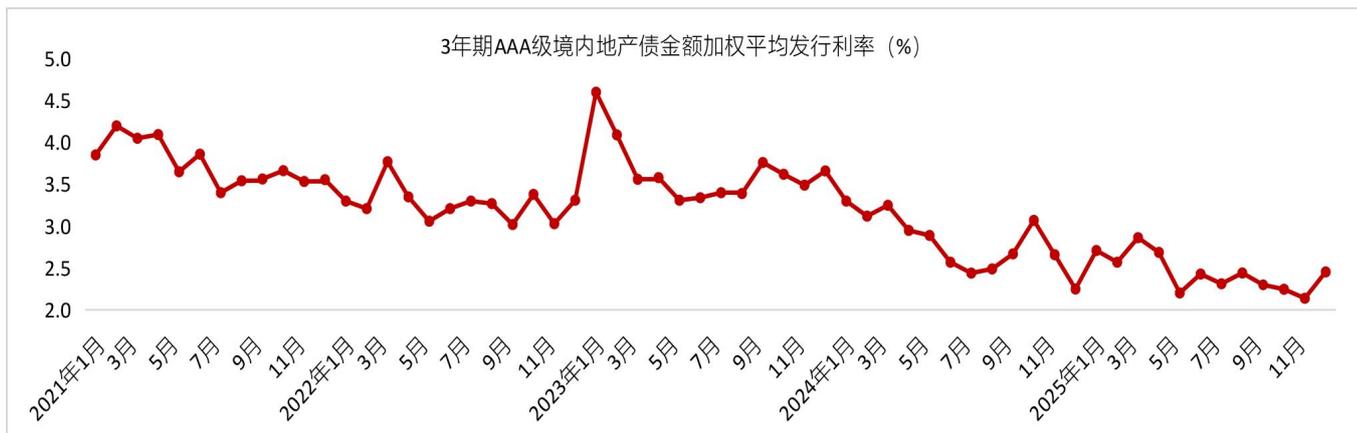
| 年度 | 发行人数量 (个) | | 发行债券数量 (只) | | 发行规模 (亿元) | | 净融资额 (亿元) | |
|--------|-----------|----|------------|-----|-----------|--------|-----------|---------|
| | 国企 | 民企 | 国企 | 民企 | 国企 | 民企 | 国企 | 民企 |
| 2021 年 | 57 | 47 | 258 | 193 | 2933.8 | 1821.2 | -20.1 | -1724.0 |
| 2022 年 | 59 | 16 | 338 | 63 | 3489.0 | 733.7 | 1324.8 | -1389.5 |
| 2023 年 | 58 | 15 | 333 | 51 | 3423.9 | 417.4 | 709.2 | -1578.9 |
| 2024 年 | 77 | 9 | 369 | 28 | 3301.8 | 249.6 | 391.2 | -534.6 |
| 2025 年 | 74 | 9 | 380 | 33 | 3322.3 | 287.2 | 159.0 | -784.8 |

数据来源：Wind, 东方金诚

从发行利率来看，2025 年地产债发行利率呈现全年波动下行、年末小幅回升的趋势。受样本量限制，我们重点跟踪了 3 年期 AAA 级地产债加权平均利率，结果显示，各月发行利率在 2.14%-2.86% 范围内波动，年末较年初下行约 25.6bp。

具体来看，1 月因春节前资金面季节性收紧，叠加个别房企舆情事件冲击，地产债发行利率大幅抬升；2 月节后市场流动性边际宽松，利率随之回落；3 月季末资金面偏紧，叠加房企集中“借新还旧”推高供给，供需失衡下利率再次抬升；4 月美国“对等关税”政策冲击市场风险偏好，避险情绪升温，债市收益率下行；5 月央行降准降息落地，带动地产债发行利率继续下行；6-8 月地方政府债供给放量对信用债形成挤出效应，加之股市走强引发股债跷跷板，地产债发行利率震荡上行；9 月后股市上涨动力减弱叠加资金面宽松，地产债发行利率再度回落；12 月资金面边际收敛，推动地产债发行利率小幅上行。

图表 27 2025 年地产债发行利率波动下行、年末小幅回升



数据来源：Wind, 东方金诚

2. 境外债

2025 年共计发行 74 只境外地产债，同比增长 54.2%；发行规模为 618.0 亿美元，同比增加 537.6 亿美元，带动净融资大幅转正至 253.8 亿美元。2025 年境外地产债发行规模大幅增长，主要源于出险房企新发债券用于债务置换，以及香港房企发债拉动。总体上看，内地房企境外债融资仍处于近乎停滞状态，仅新城发展等个别房企具备境外发债能力，但融资成本高企。

(二) 信用风险演变

从境内外合并口径来看（境内外先后违约主体仅统计一次），本轮房地产下行周期以来（2021 年 7 月至 2025 年 12 月），共新增 65 家境内外债券违约及展期主体，其中 2025 年新增 2 家，为正兴隆和万科，较 2024 年少增 3 家。从境内债口径单独来看，2025 年新增 2 家违约主体，分别为富力 and 奥园，同比少增 1 家；新增 3 家展期主体，分别为合景泰富、正兴隆和万科，同比少增 1 家。2025 年无新增境外债违约和展期主体。

图表 28 2025 年新增 2 家境内外违约及展期主体



数据来源: Wind, DM, 东方金诚整理

图表 29 境内外地产债新增违约及展期主体数量统计²

| 日期 | 境内债 | | | | 境外债 | | | | 境内外合并口径新增信用风险主体数量 |
|---------|-----|----|----|---------|-----|------------------|----|----|-------------------|
| | 违约 | | 展期 | | 违约 | | 展期 | | |
| | 数量 | 明细 | 数量 | 明细 | 数量 | 明细 | 数量 | 明细 | |
| 2021-07 | 1 | 蓝光 | 1 | 泛海 | 1 | 四川蓝光 | - | - | 1 |
| 2021-08 | 1 | 泛海 | - | - | 1 | 阳光 100 中国 | - | - | 1 |
| 2021-10 | - | - | 1 | 新力 | 4 | 中国地产\当代置业\花样年\新力 | - | - | 4 |
| 2021-11 | - | - | 2 | 花样年\阳光城 | 2 | 恒大\福建阳光 | - | - | 2 |
| 2021-12 | - | - | 1 | 鸿坤伟业 | - | - | - | - | 1 |

² 本图表展示了房企境内外债券违约情况，其中“境内外合并口径新增信用风险主体数量”统计规则为：1.同一主体多次发生境内外债券展期、违约，计为新增 1 家；2.对同一母公司的违约、展期主体合并统计，例如福建阳光和阳光城计为同一主体；本图表中“境内债”“境外债”列所示统计结果是对境内外债券违约及展期情况的分别统计，统计规则为：1.在统计境内债违约主体数量时，对于已发生境外债违约或展期的主体仍认定为新增境内债违约（或展期）主体。对境外债的统计同理；2.同一主体先展期后违约属于信用风险的进一步暴露，分别计入新增展期和新增违约；同一主体先违约后展期只记为新增违约。另，本图表中标红处为最后一列的明细项。

| | | | | | | | | | |
|---------|----|---------------|----|-------------------------|----|--------------------------|---|-----|----|
| 2022-01 | - | - | 1 | 恒大 | 4 | 奥园\大发\禹洲\祥生 | - | - | 4 |
| 2022-02 | 2 | 福建阳光\ 广西万通 | - | - | 1 | 国瑞健康 | - | - | 1 |
| 2022-03 | - | - | 2 | 正荣\龙光 | 2 | 景瑞\正荣 | - | - | 3 |
| 2022-04 | - | - | 2 | 富力\融创 | 1 | 鸿坤伟业 | - | - | 2 |
| 2022-05 | - | - | 2 | 金科\世茂 | 3 | 融创\佳源\中梁 | - | - | 4 |
| 2022-06 | 1 | 鸿坤伟业 | 1 | 融侨 | 5 | 大唐\领地\中南建设\天誉\鑫苑 | - | - | 6 |
| 2022-07 | - | - | 6 | 奥园\融信\宝龙\冠 城大通\佳源\禹洲 | 7 | 融信\俊发\三盛\世茂\宝龙\上坤\ 方圆 | 1 | 富力 | 7 |
| 2022-08 | - | - | 4 | 中天金融\节能置业\ 佳兆业\泰勒 | 2 | 弘阳\龙光 | - | - | 3 |
| 2022-09 | - | - | 1 | 广州时代控股 | 1 | 力高 | - | - | 2 |
| 2022-10 | 1 | 金科 | 1 | 俊发 | 1 | 旭辉 | - | - | 1 |
| 2022-11 | - | - | 1 | 鑫苑 | 2 | 海伦堡\粤港湾 | - | - | 2 |
| 2022-12 | - | - | 1 | 荣盛 | 2 | 德信中国\金科 | - | - | 2 |
| 2023-01 | 1 | 荣盛 | - | - | 2 | 汇景控股\时代中国 | - | - | 1 |
| 2023-03 | 1 | 恒大 | - | - | 1 | 银城国际 | - | - | 1 |
| 2023-05 | 1 | 世茂 | 2 | 旭辉\景瑞 | 1 | 合景泰富 | - | - | 1 |
| 2023-06 | - | - | - | - | 1 | 建业地产 | - | - | 1 |
| 2023-07 | 1 | 佳源 | - | - | 1 | 绿地 | 1 | 宝龙 | 1 |
| 2023-08 | - | - | - | - | 1 | 远洋 | - | - | 1 |
| 2023-09 | - | - | 3 | 益田\远洋\碧桂园 | 1 | 正商集团 | - | - | 3 |
| 2023-10 | - | - | - | - | 2 | 中骏\碧桂园 | 1 | 绿地 | 1 |
| 2023-11 | - | - | 1 | 中南建设 | - | - | 1 | 万达 | 1 |
| 2023-12 | - | - | - | - | - | - | 1 | 华南城 | 1 |
| 2024-01 | - | - | 1 | 绿地 | - | - | - | - | - |
| 2024-02 | 1 | 宝龙实业 | - | - | 1 | 华南城 | - | - | - |
| 2024-03 | 1 | 新力 | 1 | 天建 | 1 | 金辉 | - | - | 2 |
| 2024-04 | 1 | 重庆迪马 | 1 | 方圆 | - | - | - | - | 2 |
| 2024-05 | - | - | - | - | 1 | 雅居乐 | - | - | 1 |
| 2024-07 | - | - | 1 | 中骏 | - | - | - | - | - |
| 2024-08 | - | - | - | - | 1 | 富力 | - | - | - |
| 2025-04 | 1 | 富力 | 1 | 合景泰富 | - | - | - | - | - |
| 2025-05 | 1 | 奥园 | - | - | - | - | - | - | - |
| 2025-08 | - | - | 1 | 正兴隆 | - | - | - | - | 1 |
| 2025-12 | - | - | 1 | 万科 | - | - | - | - | 1 |
| 合计 | 15 | - | 40 | - | 53 | - | 5 | - | 65 |

资料来源: Wind, DM, 东方金诚整理

整体来看，随着信用风险逐渐出清，2025 年新增违约和展期主体数量较上年进一步减少，已连续三年保持下降趋势，但年末万科展期事件再次打破市场平静，对行业形成显著冲击。我们认为，万科展期事件对房地产行业的影响主要体现在市场信心、融资环境和行业分化等三个维度，具体如下：

首先，万科信用风险事件的爆发，打破了市场对国有股东背景房企的“刚兑信仰”，引发市场风险偏好再度下降。此前市场对万科存有一定的“刚兑”预期，这一方面源于万科作为行业标杆企业，被市场认为具备较强的风险抵御能力；另一方面，万科第一大股东为深圳地铁集团，国有股东背景的加持强化了市场对其偿债能力的信心。在此背景下，2025 年 12 月万科债券展期，冲击了市场对于国有股东背景及稳健型经营房企的信心，造成显著市场影响。

其次，万科债券展期事件，加剧了金融机构对房地产行业的风险审慎态度，导致行业融资环境进一步收紧。一方面，投资人对地产债的准入更加谨慎，且对增信措施的完备性和有效性也将提出更高要求；另一方面，市场对地产债的风险定价中枢显著上移，推动融资成本抬升。这些趋势在 2025 年 12 月地产债发行数据中均已得到印证，当月地产债发行规模同比、环比均显著收缩，发行利率大幅上行。

最后，万科事件并未引发全行业“一刀切”的融资冰封，而是推动资金向少数优质房企集中，加速行业分化。其中，民营房企融资渠道进一步收窄，即便个别企业仍可获得融资，也需承担显著高于以往的风险溢价；弱资质国有房企融资也将受到明显影响，推动资金加速向大型优质国有房企集中。

（三）出险房企化债情况

自 2024 年起，房企化债思路逐步由“以时间换空间”的传统展期模式，转向“大额削债+结构优化”。2025 年，这一策略在实践中持续深化，房企更加注重通过化债修复资产负债表与恢复可持续经营，债务重组推进效率显著提升。具体来看，2025 年出险房企化债呈现三大核心变化：

一是投资人心态随行业持续调整完成理性转向，化债思路全面转向削债。早在 2024 年房企就已开启对“削债”模式的探索，但初期投资人抵触情绪较强，导致推

进阻力大、化解效率偏低。随着行业下行周期拉长，投资人心态从“刚性兑付”的执念回归到“保本金、控损失”的理性务实，对削债的接受度显著提升，推动 2025 年化债工作顺利推进。从实操情况来看，本轮削债力度空前，房企债务削减比例集中于 40%-70%，这对于房企修复资产负债表、恢复可持续经营能力具有重要意义。

二是从局部零散处置到全域统筹重组，实现债务风险系统性化解。2025 年出险房企普遍从针对到期个券的零散处置升级为全口径债务打包统筹处置。这一方面能打破“拆东墙补西墙”的被动循环，阻断债务风险在不同融资渠道、不同品类间的交叉传导；另一方面，通过整合债务资源，统一与各类债权人的协商口径、化债方案及执行节奏，保证债务清偿比例、期限调整的公平性，能够降低债权人的抵触情绪，减少多方博弈带来的内耗，大幅提升协商效率与方案落地速度。

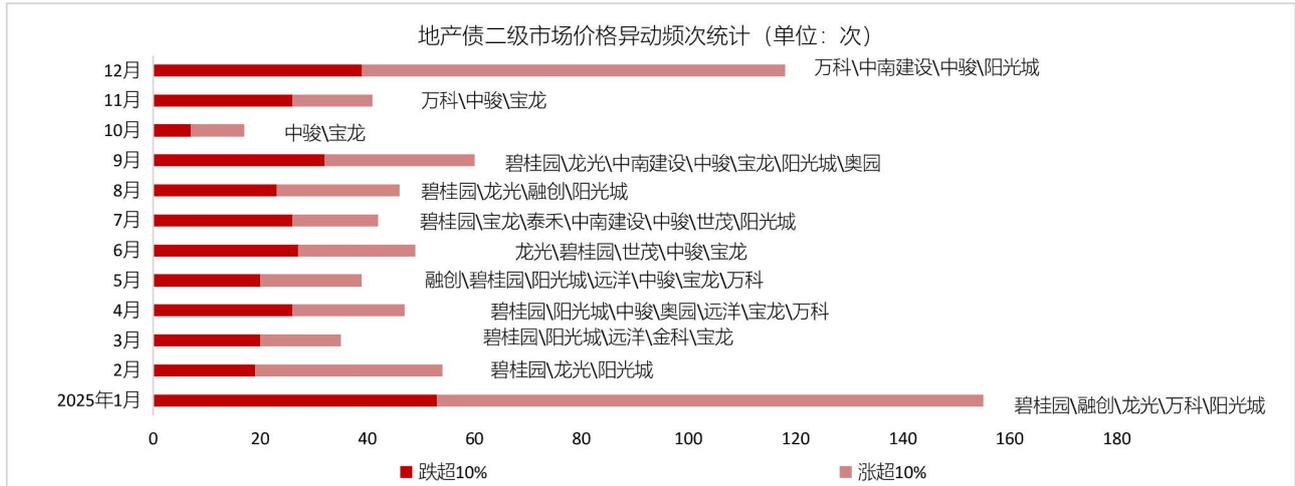
三是化债手段多元化，差异化利益补偿重构博弈新平衡。2025 年房企化债工具箱持续扩容，包括现金回购、债转股、以资抵债、信托受益权置换等多种手段。不同工具的利益补偿机制、削债比例差异显著，适配债权人不同风险偏好与诉求。其中，现金回购以即时兑付为核心优势，但对应的削债比例最高；债转股削债比例相对适中，投资人以豁免部分本金为代价换取房企股权，绑定企业未来经营成果；以资抵债、信托受益权置换等削债比例相对较低，但普遍存在估值虚高、流动性较差等问题，叠加持有和处置环节的各类成本，实际收益往往不及预期。这种分层分类的方案设计，推动投资人思路由坚决抵触损失，转为主动权衡利弊、在可选范围内将损失降至最低，充分调动了投资人参与的积极性。

值得一提的是，作为首批全面完成境内外债务整体重组的民营房企，旭辉集团已充分印证“大额削债”方案的可行性。旭辉集团自 2022 年 11 月启动境外债务重组，境内债重组方案于 2025 年 9 月确定，预计可实现债务削减 50 亿元，削债比例约 50%；境外债重组方案于同年 12 月确定，预计可实现债务削减 380 亿元，削债比例为 67%。按照境内外债务重组方案计算，境内外将共计实现削债 430 亿元，将推动旭辉集团有息负债总额从 2025 年中期的 842 亿元压降至 500 亿元左右，债务结构由短期高息全面转向长期低息，短期现金流压力亦得到大幅缓解，为其他出险房企提供了可参考的实践样本。

(四) 二级市场价格变化及利差波动

2025 年地产债二级市场价格异动频次共计 703 次，同比减少 41.4%，延续逐年下降趋势。具体看，年内仅 1 月和 12 月价格异动频次偏高，均受万科舆情发酵影响，其余月份债券价格异动频次维持偏低水平。

图表 30：2025 年地产债二级市场价格异动频次整体偏低³



数据来源：iFind，东方金诚整理

2025 年地产债利差⁴与信用债走势趋同，整体表现为“震荡下行、年末翘尾”，全年在 72-106bp 区间运行，其利差波动与行业基本面关联度较低，更多随信用债市场整体节奏同步变动。

1 月初-3 月上旬：年初地产债利差因利率债收益率上行而被动收窄，随后债市持续调整引发理财和基金赎回潮，信用债遭抛售，地产债利差随之大幅走阔至年内高位，至 3 月 14 日上行至 105.6bp，较年初走阔约 10bp。

3 月中旬-7 月末：3 月中旬开始，受央行加大流动性投放带动资金面转宽，降准降息等宽松货币政策落地，中美贸易摩擦升级压制风险偏好以及信用债 ETF 规模扩张等因素推动，地产债利差整体表现为震荡下行，至 7 月 29 日下行至 72.1bp。

8 月初-9 月末：前期反内卷等政策推升市场风险偏好致债市走弱，但银行理财规模扩张支撑信用债配置，信用债表现优于利率债带动利差压缩；后期公募基金销

³ 图表中文字部分为当月债券价格跌幅超 30%的主体名单。

⁴ 本报告采用中位数法统计利差数据，同时为消除部分违约和展期房企利差对行业利差的显著扰动，已对该类数据予以剔除。

售费率新规征求意见稿出台扰动机构情绪，债基赎回预期传导至信用债，推升收益率的同时推动利差上行，至 9 月 30 日地产债利差上行至 85.0bp。

10 月 - 11 月上旬：股市回调、央行重启买债及 PMI 超预期下行等多重利好推动债市回暖，信用债配置情绪修复且表现优于利率债，地产债利差随之持续压缩，11 月 6 日下行至阶段性低点 72.6bp。

11 月中旬 - 12 月底：尽管政策释放宽松信号、央行呵护流动性，但债市机构行为整体谨慎，加之万科债券展期引发地产风险担忧，地产债利差再度走阔，年末回升至 89.6bp，较年初累计下行 6.1bp。

图表 31 2025 年地产债利差整体呈现震荡下行、年末翘尾走势



数据来源：大智慧，东方金诚

分企业性质来看，2025 年 1-11 月，国企地产债利差走势与行业利差大体保持一致，但年末翘尾斜率更为陡峭，主要系万科展期事件推动市场对全行业信用风险进行重估，弱资质国企受到明显冲击，带动国企利差整体快速走阔，年末利差上行至 82.1bp，较年初小幅走阔 2.0bp。剔除部分对民企利差造成较大扰动的违约房企后，民企利差 1-11 月大体保持震荡下行趋势，主要原因是前期民营房企信用风险已有充分暴露，2025 年信用风险趋于平稳；12 月民企利差同样因万科展期而显著走阔，但幅度小于国企，年末利差反弹至 200.3bp，较年初仍显著收窄 58.1bp。

四、2026 年房地产行业及地产债市场展望

（一）2026 年房地产政策展望

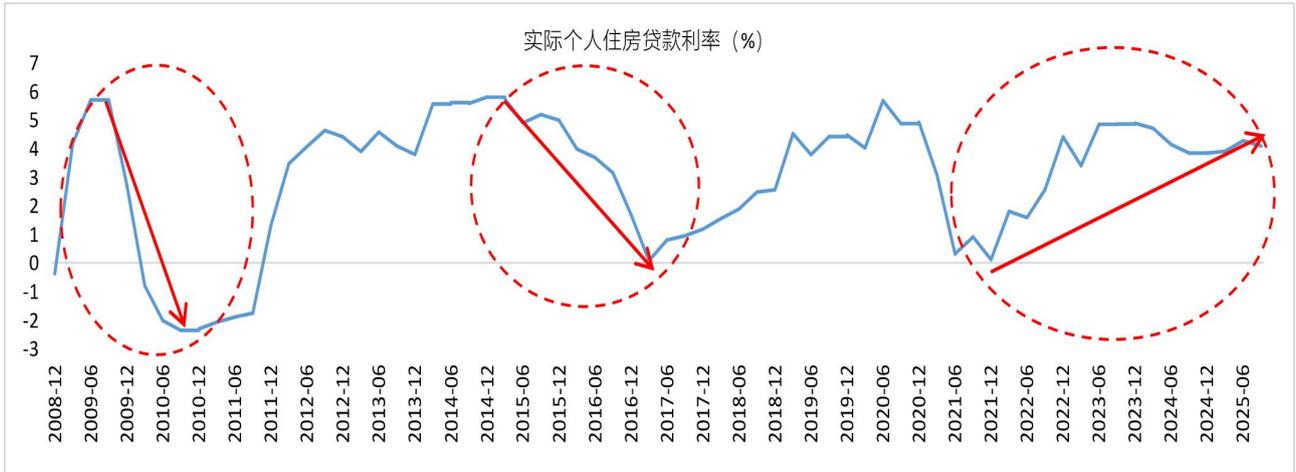
2025 年 12 月，中央经济工作会议将“坚持内需主导，建设强大国内市场”列为 2026 年八大重点任务首位，凸显扩内需对稳经济的核心作用。其中，推动房地产市场止跌回稳，是提振内需、尤其是居民消费需求的重要一环，预计 2026 年房地产行业政策仍将延续边际宽松。但当前政策基调已从短期托底转向长效机制构建，政策制定更加注重短期刺激与长期机制的协调配合，这意味着 2026 年短期刺激政策的力度和节奏不会明显强于 2025 年。

从需求端来看，在各类购房限制性措施已基本取消、未来边际松动空间不大的情况下，2026 年房地产需求端政策的核心是引导实际购房贷款利率下行。

2022 年以来，房地产支持政策频出，其中，房贷利率累计下调约 250bp，但房地产市场下跌势头不止，对房贷利率下调似乎已不再敏感。主要原因在于，截至 2025 年末，代表整体经济物价水平的 GDP 平减指数已连续 11 个季度同比负增长。这导致，尽管 2022 年以来名义房贷利率大幅下调，但计入物价因素后，实际房贷利率不降反升，从 2021 年末的 1.2% 升至 2025 年第三季度的 4.2%，处于历史最高水平附近；而在房地产市场运行过程中，真正起作用的是实际房贷利率——在 2008-09 年和 2015-16 年期间，不仅名义房贷利率大幅下调，实际房贷利率也均下降至负值区间。

由此，未来推动房地产市场止跌回稳需要切实引导实际房贷利率下行：一是通过定向降息或财政贴息等方式，进一步大幅下调名义房贷利率，二是实施强有力的逆周期调节，推动物价水平合理回升。只有名义利率下调与物价回升形成合力，才能真正降低居民购房的实际成本，打通“利率下行-需求释放-楼市企稳-经济回暖”的传导路径。此外，通过改善就业形势和调整收入分配机制来助力居民扩收入，也是提高居民购房需求利率弹性的必要举措。近年来，居民收入增速放缓、收入预期不振，是加杠杆买房意愿和能力下降的重要原因。多措并举提高居民收入，带动消费改善及经济更快修复，既有助于形成收入和消费相互促进的良性循环，也有助于房地产需求端宽松政策作用的更好发挥，推动楼市尽快回暖。

图表 32 本轮下行调整过程中实际个人住房贷款利率不降反升



数据来源：Wind，东方金诚整理

从供给端来看，2026 年政策核心仍将是通过控增量、去存量，推动实现房地产市场供需平衡。

土地市场方面，“严控增量”、“盘活存量”有助于改善供需矛盾，难点在于进一步强化落地效果。严控增量的核心难点在于如何平衡严控土地增量与地方政府土地出让收入持续下滑之间的冲突。持续压缩新增土地供应规模，势必加剧地方财政收支压力。尤其是对土地财政依赖度较高的低能级城市，恰恰是严控土地增量的重点区域。因此，拓宽财政增收渠道，保障地方财政可持续性，是后续政策落地过程中亟待破解的关键问题。盘活存量的核心难点在于如何高效利用闲置土地。当前闲置土地多集中于楼市下行压力较大的低能级城市，收储仅是盘活工作的第一步，推动闲置土地精准匹配有效需求、实现市场化流转，才是真正实现盘活的关键所在。

去库存方面，2026 年货币化安置和保障房收储政策有望持续扩容。从货币化安置来看，经测算，即便前期提出的“新增货币化安置 100 万套城中村和危旧房改造”可全面落地，对库存的去化幅度仍有限，为推动库存进一步下降，后续货币化安置政策或需进一步扩容，且实施节奏需适当加快。从保障房收储来看，农民工作为保障房的核心需求群体，可为保障房政策提供长期需求支撑，但当前政策推进中仍面临明显问题：一是保障房准入门槛较高，多数农民工难以纳入保障范围；二是收储房源的区位、户型与农民工就业分布、居住需求脱节，人房错配问题未得到实质性改善；三是收储定价、运营管理等机制尚未贴合农民工群体特性。下一步需针对性

加力调整：一是破除户籍、社保等准入壁垒，建立以就业稳定性、居住时长为核心的积分申请机制；二是优化收储房源布局与户型设计，重点在农民工集中就业的区域增加适配房源；三是完善收储定价与运营管理机制，建立针对农民工群体的租金优惠、权益保障体系等。

图表 33 前期提出的货币化安置方案对库存的去化幅度有限



数据来源：Wind，东方金诚

(二) 2026 年房地产市场展望

展望 2026 年，房地产支持政策大幅加码的可能性较低，这意味着房地产市场大概率会延续调整，但调整幅度会有所收窄。

从销售端来看，如果政策层面能够有效引导实际房贷利率下行，将有助于推动房地产销售端止跌回稳，其中核心城市购房需求有望率先释放，但部分低能级城市库存高企、去化周期偏长的问题仍难以快速缓解。从投资端来看，尽管房地产市场库存仍处高位、房企拿地态度谨慎，新开工面积短期内难以大幅回升背景下，2026 年房地产投资仍将承压，但降幅有望明显收窄。除因低基数外，2026 年房地产融资协调机制将加速落地，竣工端保障项目交付节奏稳定，“好房子”建设带动部分优质房企聚焦核心城市改善型项目开发，提振投资意愿边际改善，以及盘活存量土地将推动部分城市保障房项目的开发等，均将对投资端起到积极拉动作用。

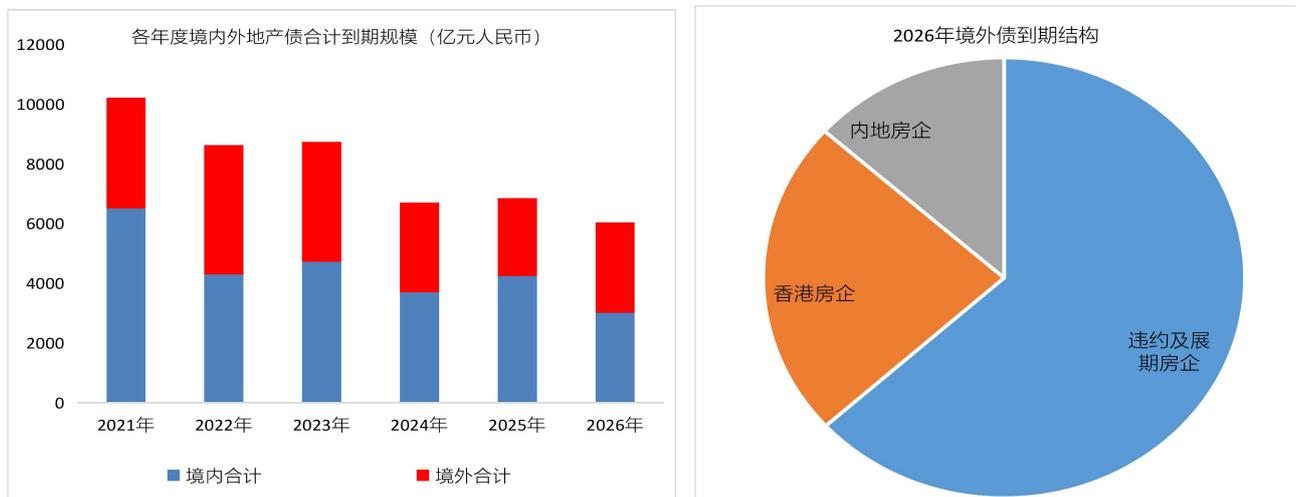
(三) 2026 年房地产行业信用风险展望

据不完全统计，2026 年境内外地产债合计到期规模为 5964.0 亿元，较 2025 年下降 12.9%，偿债压力有所降低。其中，境内债券到期规模 3023.3 亿元，同比下降 28.7%；⁵境外到期规模 419.9 亿美元（约 2940.4 亿元人民币），同比增长 12.9%。⁶

值得注意的是，2026 年到期境外债中，已违约和展期房企的债券到期规模占比超过六成，剔除这部分债券后，剩余到期债券以香港房企发行的债券为主，内地房企债券占比较低，其中民营房企主要涉及平安不动产和新城控股两家。境内地产债方面，2026 年到期规模中超过八成为国企债，民企债到期规模仅为 569.9 亿元，涉及 24 家民营房企，剔除已发生违约或展期的房企后，到期规模较大的民营房企主要包括绿城集团、美的置业、滨江集团、龙湖集团、新希望五新实业等。

综上，2026 年国有房企的债务偿还压力主要集中于境内债市场，整体压力较往年有所下降；而民营房企由于近几年债券发行量大幅萎缩，导致 2026 年债券到期量显著下降，整体偿还压力偏低。综合判断，2026 年房地产行业整体信用风险将趋于平稳，但个别民营房企偿债情况仍值得关注。

图表 34-35：境内外地产债整体到期规模同比下降，剔除已违约和展期房企后规模进一步降低



数据来源：Wind，东方金诚整理

（四）2026 年房企化债路径展望

⁵ 境内债券偿还删除了已违约或展期的债券，因为这些债券偿还规模透明度较低，特别是一些违约或展期的民企地产债，多只债券整体重组后无法确定单一债券偿还的具体数额。

⁶ 2026 年境外债到期数据以 2026 年 1 月 26 日汇率为基础计算，汇率数据来源为中国外汇交易中心网站。

通过大幅削债和多元化债务创新工具推进债务重组，已成为房企化债的主要路径，预计 2026 年房企债务重组工作将继续加速。不过，从单一主体来看，债务重组的推进节奏和落地成交仍存在显著分化，核心原因在于企业资产质量、经营修复能力存在个体差异。基于此，我们认为，2026 年楼市走向和房企转型发展成效，将成为影响房企债务重组进程的两大关键变量，其内在逻辑在于：

从行业环境看，楼市企稳是化债工作顺利推进的关键前提。一方面，“现金偿付”这一方式市场认可度高，行业止跌回稳可直接改善房企经营性现金流，拓宽偿债资金来源，提高“现金偿付”在化债方案中的占比，进而加速重组方案达成；另一方面，市场回暖带来的资产端估值修复，既可以降低资产处置时的折价幅度，减少债权人和房企双方的利益损失，也能优化房企资产负债表，增强“债转股”、“以资抵债”等非现金清偿条款的吸引力，为重组落地扫清障碍。

从企业内生动力看，探索转型发展、提升造血能力是房企成功化债的根本支撑。在房地产行业全面步入存量时代的背景下，转型突围已成为房企破解危机的必然选择。从实践路径看，房企主要聚焦两大方向：一是深耕代建、物业管理、资产运营等轻资产业务，依托既有经验实现低资本投入、快见效的现金流补充；二是抢抓政策机遇，深度参与城市更新、存量资产盘活及保障房建设等政企协同项目，凭借回款确定性强的优势，为债务重组筑牢现金流基础。

权利及免责声明：

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn