

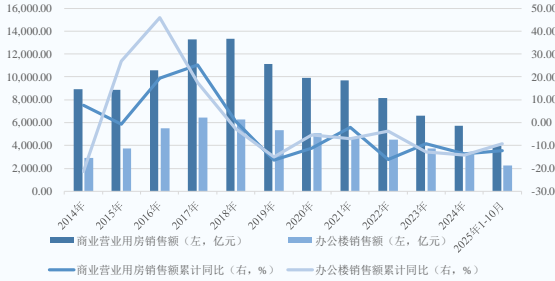
房地产租赁经营行业 2026 年度信用风险展望 (2025 年 12 月)

工商评级一部 | 罗星驰 曹梦茹

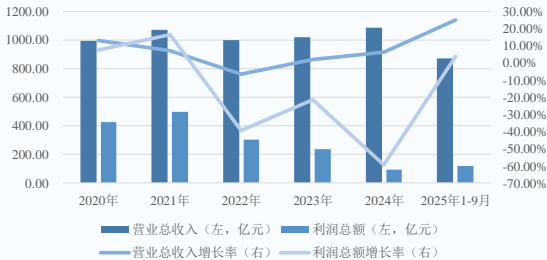
全国房地产租赁经营开发投资情况



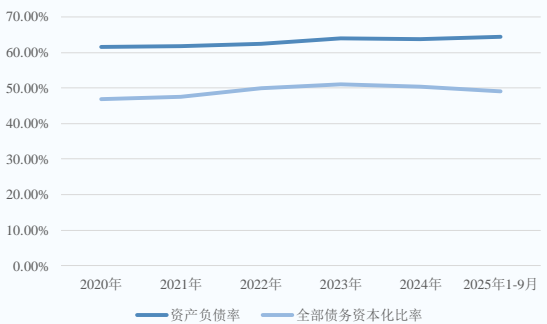
全国房地产租赁经营销售情况



房地产租赁经营发债企业增长性指标变化情况



房地产租赁经营发债企业杠杆水平指标变化情况



房地产租赁经营行业信用风险展望 | 2026

联合资信认为，房地产租赁经营行业信用品质表现差，预计未来行业信用风险将保持稳定。

摘要

- 2025 年前三季度，宏观经济平稳增长为房地产租赁经营行业复苏提供外部支撑，但消费预期谨慎使行业经营环境承压。政策层面，行业主要在市场规范和融资两个维度获得支持。
- 2025 年 1—10 月，房地产租赁经营行业投资端深度收缩、销售端初现企稳迹象，但市场信心尚未完全恢复，处于关键的调整阶段。
- 我国房地产租赁经营行业竞争激烈，市场集中度较低，竞争格局全面转向“资产管理能力、物业运营能力”的多维复合竞争。
- 2025 年前三季度，房地产租赁经营行业发债企业营收与利润总额实现同比增长，但受宏观环境、消费需求及市场供需等因素影响，预计 2026 年收入增速将有所放缓，投资物业资产估值仍面临下降风险。行业杠杆水平变化不大，且企业投拓趋于审慎，预计 2026 年杠杆水平将基本保持稳定。
- 2025 年以来，房地产租赁经营行业信用状况稳健，2026 年内到期规模不大，且大部分为央企发行的债券，整体偿债风险可控。
- 预计 2026 年零售物业市场将延续“需求温和复苏、表现持续分化”的格局，整体运营压力较 2025 年边际缓解，但难以实现全面反弹。办公楼租金水平预计延续下行，空置率预计维持高位。房地产租赁经营行业的竞争格局将加速演进，呈现“高度分化、多维竞争”的鲜明特征。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

公司邮箱: lianhe@lhratings.com 网址: www.lhratings.com
电话: 010-85679696 传真: 010-85679228
地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层

一、行业基本面

1 宏观环境

2025 年前三季度，宏观经济的平稳增长为房地产租赁经营行业的复苏奠定了外部基础，但当前消费预期仍趋谨慎，行业经营环境依然承压。

房地产行业作为国民经济的重要支柱，不仅可直接推动经济增长，还具有很强的关联效应，呈现出显著的周期性特征。房地产租赁经营行业作为房地产的细分行业，主要受到国民经济整体发展速度、人口、城市化水平及社会消费能力等因素的影响，与宏观经济周期保持很强的正相关性，具有很强的周期性。

图表 1 • 2025 年 1—9 月全国及一线城市宏观经济概况

区域	地区生产总值 (万亿元)	地区生产总值增速	社会消费品零售总额增速	最新人口统计 (万人)
全国	101.50	5.2% (+0.4%)	4.5% (+1.2%)	140828
北京	3.85	5.6% (+0.5%)	-5.1% (-3.5%)	2183
上海	4.07	5.5% (+0.8%)	4.3% (+7.7%)	2480
广州	2.33	4.1% (+2.1%)	4.1% (+4.0%)	1898
深圳	2.79	5.5% (+0.1%)	3.6% (+2.9%)	1799

注：最新人口统计为 2024 年底数据，城市人口统计口径为常住人口；括号内数据表示增速较上年同期变化
 数据来源：国家统计局及各地方统计局，联合资信整理

2025 年前三季度，经济在政策发力与新质生产力推动下总体平稳，但面临内需走弱、外部环境复杂严峻的挑战。消费市场总体保持稳定增长态势，服务消费需求持续释放，商品销售平稳增长，消费品以旧换新等提振消费政策持续显效发力。四大一线城市中，广州市处于新旧动能转换的关键期，对于地区生产总值增速造成一定影响但增速已开始回升；北京市社会消费品零售总额增速仍为负数，主要受燃油车市场需求不足和企业经营模式变化影响；上海市经济和消费复苏态势较为显著。整体来看，宏观环境平稳增长为房地产租赁经营行业的企稳复苏奠定了外部基础，但行业经营环境的改善仍有待内需的进一步释放。

2 行业政策与监管环境

2025 年以来，房地产租赁经营行业政策主要涉及规范市场和金融创新工具，系统性地引导行业向以运营和服务为核心的可持续发展模式转型。

2025 年 7 月 21 日，国务院发布《住房租赁条例》（以下简称《条例》），自 2025 年 9 月 15 日起施行。《条例》通过规范房源信息、资金监管等，旨在稳定租赁关系，促进市场高质量发展，并推动租购并举的住房制度。过去长租公寓发展初期，因缺乏退出渠道、企业资金压力和自持运营压力大而发展受限，如今随着市场逐步规范和成熟以及租赁住房 REITs 实现上市，其作为主流资产类别的地位得以确立，未来发展政策环境良好。目前我国住房租赁企业的市场份额很低，大量住房租赁来自居民家庭自有房源，与美国等成熟的长租公寓市场相比，我国长租公寓市场占有率仍有较大提升空间。《条例》的出台将有助于专业化规模化住房租赁企业的培育，未来保障性租赁住房有望加速发展。

2025 年 11 月 28 日，证监会就《关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告（征求意见稿）》（以下简称《公告》）公开征求意见。《公告》主要内容包括：明确商业不动产 REITs 的定义，即通过持有商业不动产以获取稳定现金流并向基金份额持有人分配收益的封闭式公募基金；规定基金注册及运营管理要求，明确基金管理人及基金托管人、尽职调查、申请材料、商业不动产等方面要求，以及基金管理人的主动运营管理责任；强调发挥基金管理人和专业机构作用，压实压实责任，要求严格遵守执业规范和监管要求；强化监管责任，明确各监管机构依法依规履行商业不动产 REITs 监管和风险监测处置等职责。

商业不动产 REITs 试点的实施可为房地产租赁经营企业退出渠道，有利于推动企业向轻资产运营模式进行转型。同时，引入商业不动产 REITs 丰富了资产配置选择，通过吸引长期资金入市，可有效提升市场活跃度。通过市场化定价引导资金流向优质资产，可促进行业专业化管理和存量资产价值提升。

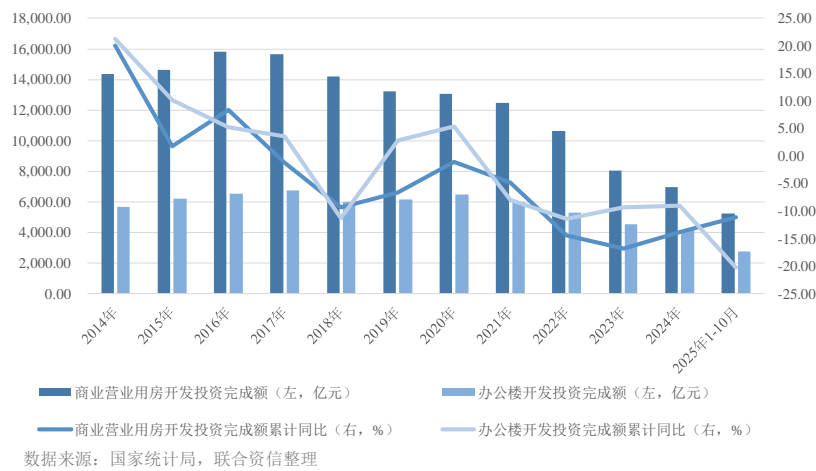
3 行业运行情况

(一) 开发投资端

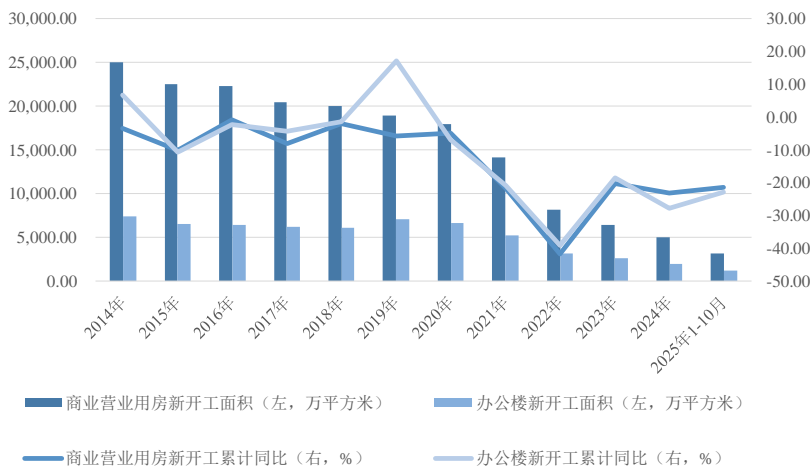
2025 年 1—10 月，商业营业用房开发投资端降幅有所收窄，办公楼开发投资端降幅仍处于高位且有进一步扩大态势。

根据国家统计局数据，2025 年 1—10 月，我国固定资产投资增速有所放缓，其中，房地产开发投资同比下降 14.7%，房地产深度调整是拖累固定资产投资增速的主要因素。从房地产租赁经营细分行业来看，2025 年 1—10 月，商业营业用房开发投资完成额为 5210.77 亿元，新开工面积为 3184.49 万平方米，同比分别下降 11.20%和 21.40%，降幅较 2024 年均有所收窄；办公楼开发投资完成额为 2775.43 亿元，新开工面积为 1209.11 万平方米，同比分别下降 20.20%和 22.80%，降幅仍处于高位且开发投资完成额降幅较 2024 年进一步大幅扩大。房地产租赁经营开发投资端景气度持续低迷，预计未来几年房地产租赁经营新增供应量将显著下滑。

图表 2· 全国房地产租赁经营开发投资情况



图表 3· 全国房地产租赁经营新开工面积情况

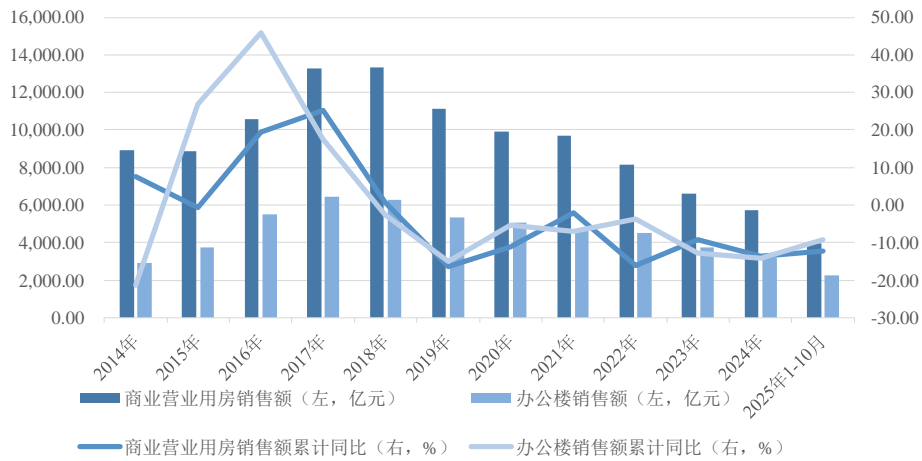


（二）销售端

2025年1—10月，商业营业用房和办公楼销售额降幅均有所收窄，投资者对于消费复苏的预期持续强化，但市场整体仍保持谨慎情绪。

2025年1—10月，全国消费市场整体有所复苏，商品零售额和餐饮收入同比分别增长4.40%和3.30%，其中商品零售额增速上升，餐饮收入增速下降。消费品以旧换新政策影响下，限额以上单位家用电器和音像器材类、文化办公用品类、通讯器材类以及家具类商品零售额分别增长20.10%、19.10%、20.90%和19.90%。实物商品网上零售额同比增长6.30%，占社会消费品零售总额的25.20%，占比较2024年有所下降。同期，商业营业用房销售额3947.68亿元，同比下降12.30%，降幅有所收窄，投资者对消费复苏的预期强化。办公楼方面，2025年1—10月，办公楼销售额2233.71亿元，同比下降9.20%，降幅收窄，核心区位办公楼市场交易相对活跃，但办公楼租金持续下行也使得市场保持谨慎情绪。

图表4·全国房地产租赁经营销售额情况

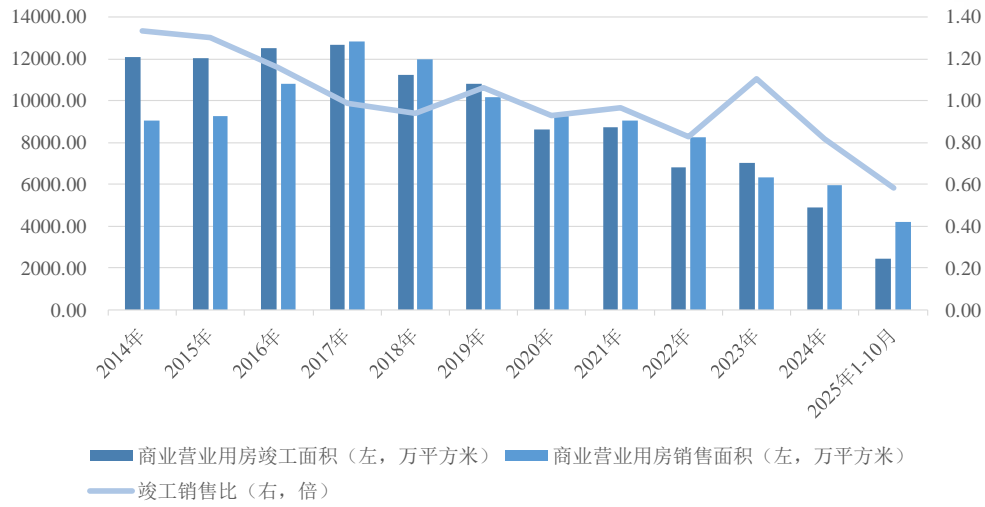
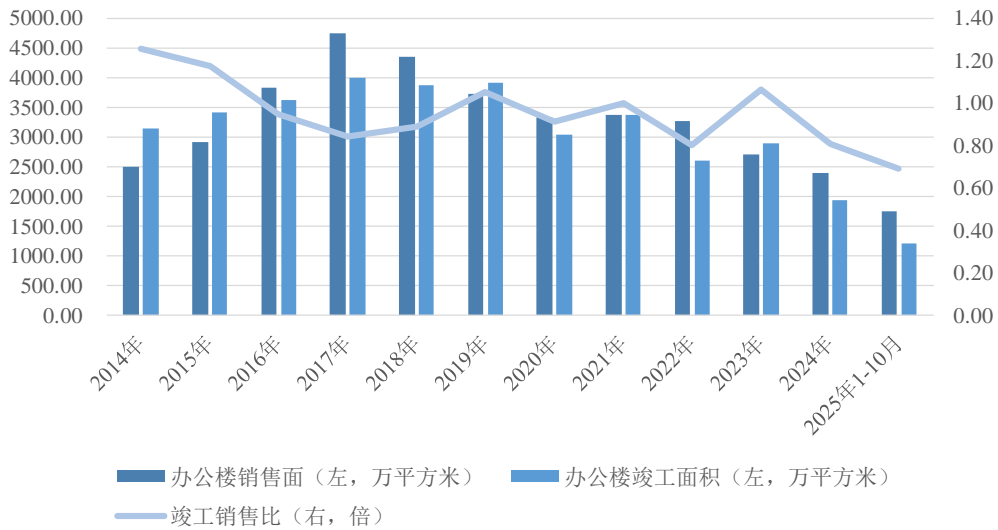


数据来源：国家统计局，联合资信整理

（三）供求关系

2025年1—10月，商业营业用房和办公楼新增供应量处于低位，预计未来几年房地产租赁经营新增供应量将显著下滑，从而促进供需关系的改善。

近年来房地产租赁经营供需规模持续缩减，同时受房地产企业流动性压力等因素影响，供需格局存在较大波动。2025年1—10月，房地产租赁经营新增供应量创近年来的新低，商业营业用房和办公楼的竣工销售比均在0.6倍左右，行业处于大量存量项目去库存阶段。后续房地产租赁经营供求矛盾的缓解仍有赖于宏观经济提振需求，未来一段时期行业仍将持续面临库存消化及优胜劣汰的压力。

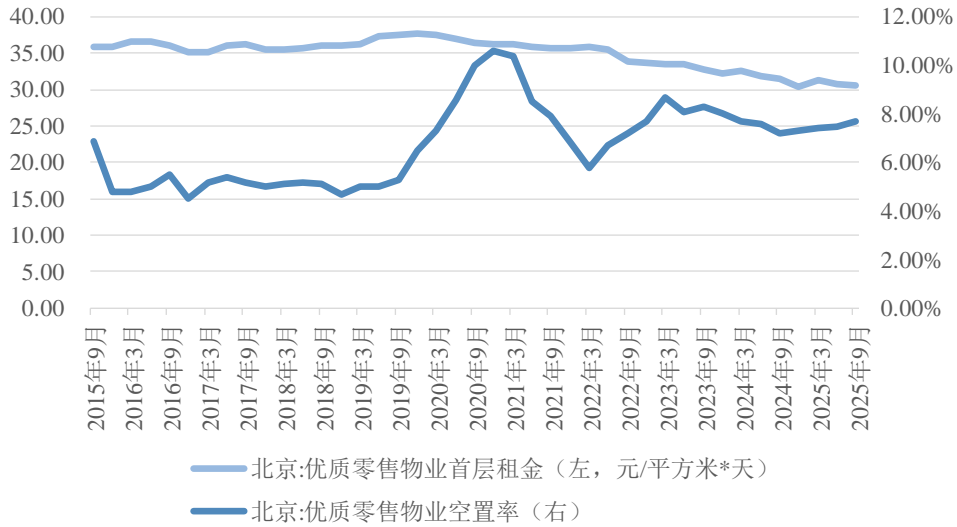
图表 5 • 全国商业营业用房供求情况

图表 6 • 全国办公楼供求情况


4 重点城市房地产租赁经营运行情况

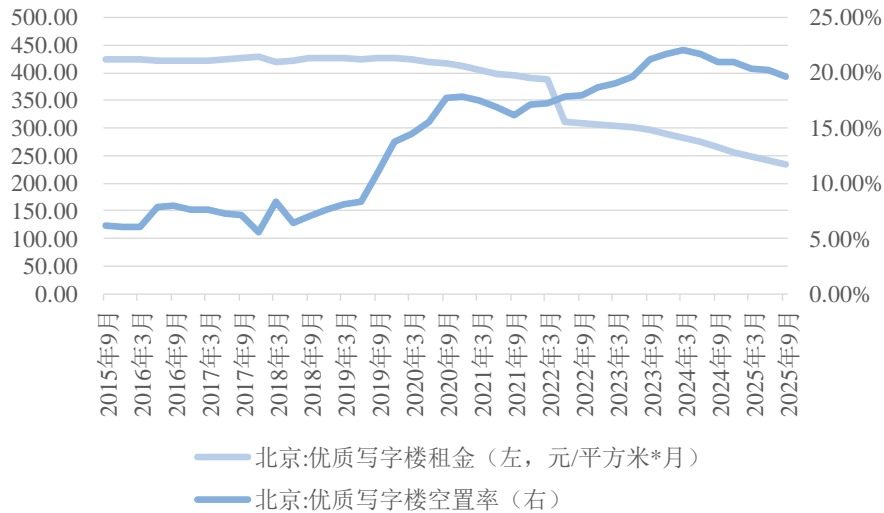
2025 年以来，四大一线城市零售物业运营表现整体小幅下降；写字楼空置率和租金水平波动幅度相对较大，运营持续承压。

(一) 北京

2025 年前三季度，北京房地产租赁经营市场呈现结构性分化特征。其中，优质零售物业延续“以价换量”态势，空置率小幅上升至 7.7%，首层租金同比下降至 30.6 元/平方米·天，反映市场在消费复苏平缓背景下通过租金调整维持租赁活跃度；优质写字楼空置率连续两个季度回落至 19.7%，但租金仍延续下行趋势，在供给压力尚未完全缓解、企业租赁决策审慎的背景下，市场仍处于深度调整阶段，运营压力持续存在。

图表 7 • 北京市优质零售物业运营情况


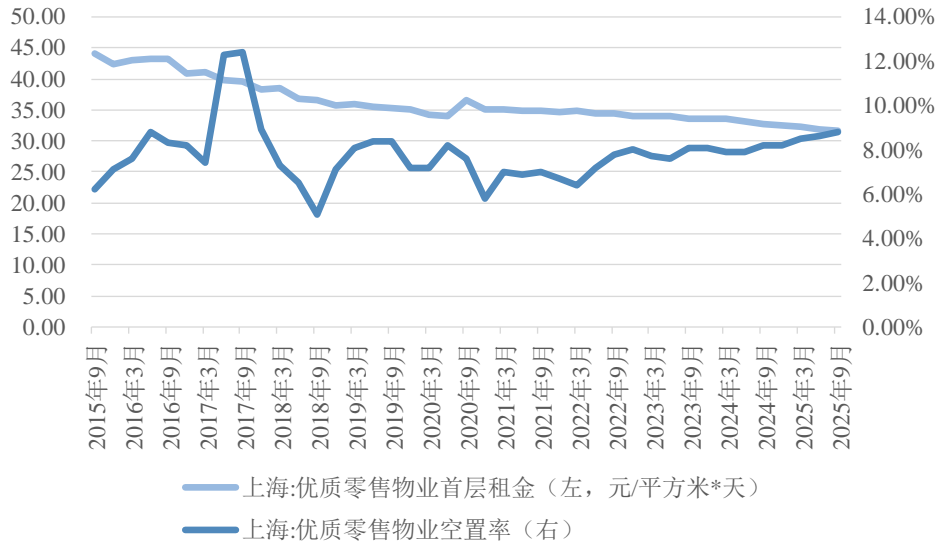
数据来源: Wind, 联合资信整理

图表 8 • 北京市优质写字楼运营情况


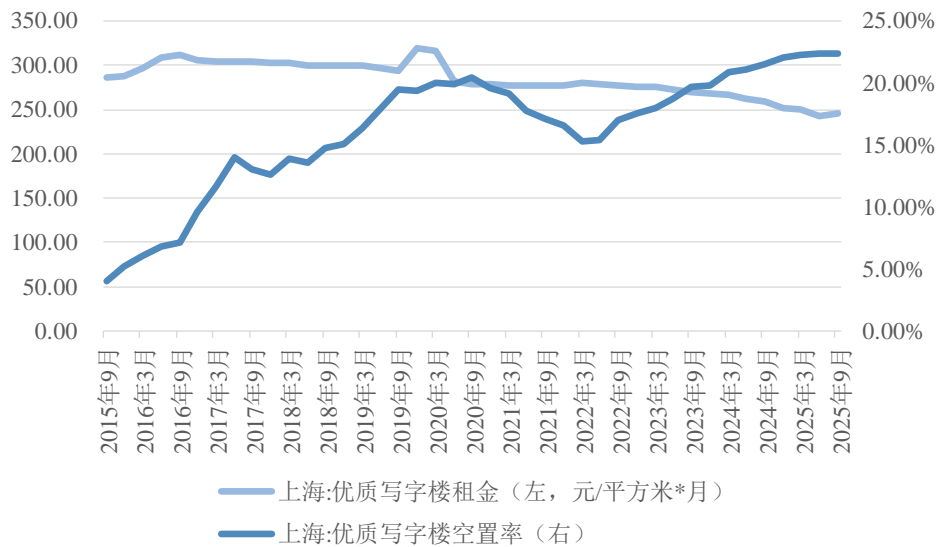
数据来源: Wind, 联合资信整理

(二) 上海

2025 年前三季度, 上海优质零售物业供需关系基本稳定, 空置率维持 8.8%, 租金保持 31.7 元/平方米·天的相对高位, 显示出消费基本盘的韧性。然而, 写字楼市场持续面临供应过剩的结构性压力, 优质写字楼空置率进一步攀升至 22.4%, 同时租金延续下行趋势。伴随新兴商务区大量甲级项目陆续入市, 市场供给持续扩容, 租户在核心区与非核心区间拥有更充裕的搬迁与升级选择, 业主在激烈的竞争环境下普遍采取“以价换量”策略以维持出租率, 导致租金议价空间持续扩大, 市场仍处于深度调整阶段。

图表 9 • 上海市优质零售物业运营情况


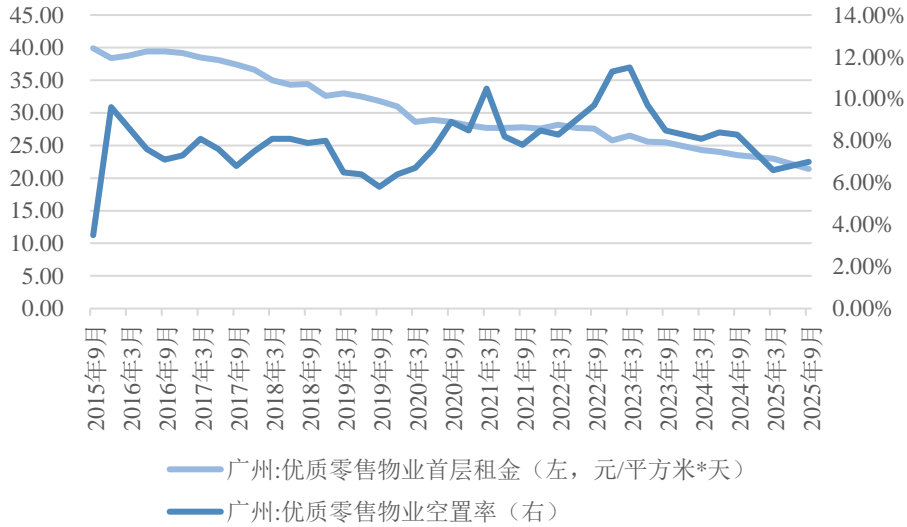
数据来源: Wind, 联合资信整理

图表 10 • 上海市优质写字楼运营情况


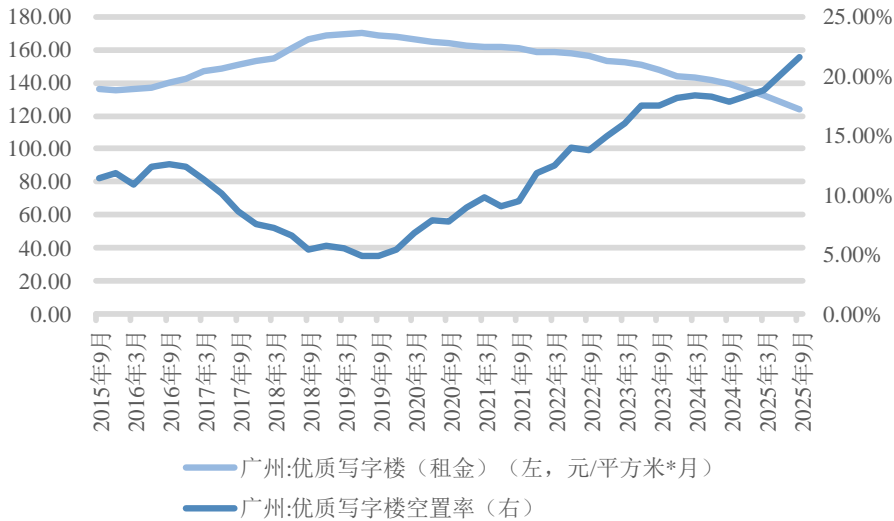
数据来源: Wind, 联合资信整理

(三) 广州

2025 年前三季度, 广州优质零售物业市场表现相对稳健, 空置率基本企稳在 7.0%; 但租金水平延续下跌态势至 21.4 元/平方米·天, 市场仍通过价格调整优化供需结构。写字楼市场则持续承压, 空置率自 2020 年以来已大幅攀升至 21.6%, 创近十年新高; 租金同步下行至 123.8 元/平方米·月, 高空置率使业主通过降低租金水平、灵活的租赁条款和装修补贴等来吸引和留住租户, 优先保障出租率和现金流, 市场仍处于深度调整与供需再平衡阶段。

图表 11 • 广州市优质零售物业运营情况


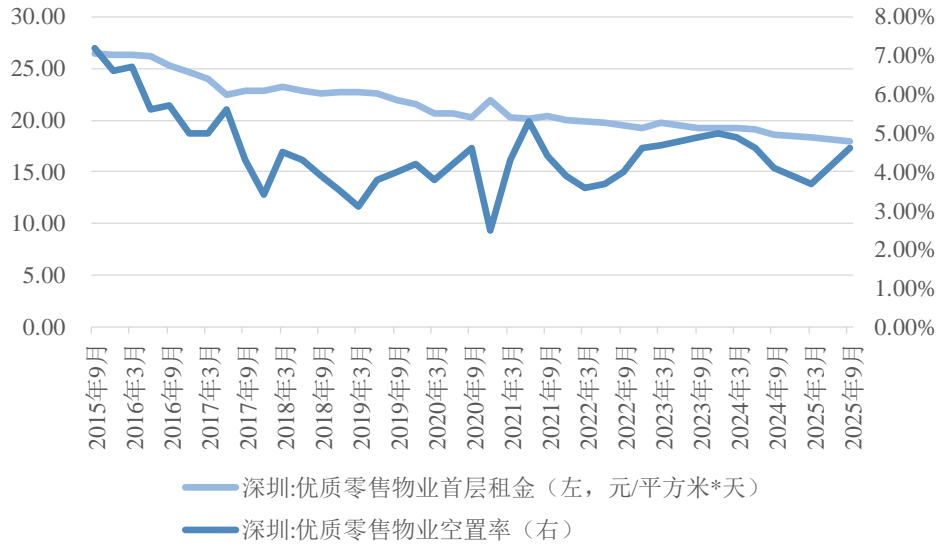
数据来源: Wind, 联合资信整理

图表 12 • 广州市优质写字楼运营情况


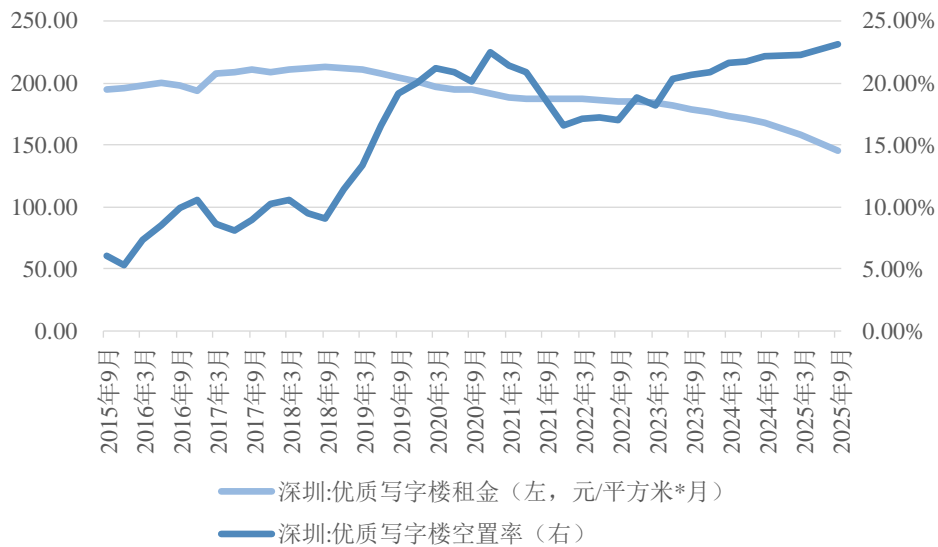
数据来源: Wind, 联合资信整理

(四) 深圳

2025 年前三季度, 深圳市优质零售物业市场展现出较强韧性, 空置率稳定在 4.6% 的行业低位, 但在市场竞争与消费者偏好变化的影响下, 首层租金水平持续调整至 18.0 元/平方米·天, 呈现“以价换量”的阶段性特征。相比之下, 受前期大量新增供应的持续释放, 叠加企业成本控制与扩张审慎的需求环境, 导致市场整体呈现供过于求的竞争格局, 优质写字楼市场面临更为显著的挑战, 空置率进一步攀升至 23.1%, 租金水平同步承压下行, 延续探底趋势, 运营压力持续加剧。

图表 13 • 深圳市优质零售物业运营情况


数据来源: Wind, 联合资信整理

图表 14 • 深圳市优质写字楼运营情况


数据来源: Wind, 联合资信整理

(五) 综合对比

从四大一线城市的横向对比来看,四大城市零售物业空置率均处于 9%以下区间,显示消费基本面相对稳健。其中,GDP 增速和社会消费品零售总额增速均相对较高的深圳在零售物业市场方面呈现较高的活力,其空置率显著低于其他三个城市。写字楼方面,四大一线城市整体仍处于供应消化期,空置率均处于高位,其中北京随着新增供应的缩减、供需平衡的调整已初见成效,上海、广州和深圳新增供应量依然较大,市场仍处于深度调整期。

图表 15 • 2025 年前三季度重点城市房地产租赁经营运营情况

项目	北京	上海	广州	深圳
优质零售物业空置率 (%)	7.70	8.80	7.00	4.60
优质零售物业首层租金 (元/平方米·天)	30.60	31.70	21.40	18.00

优质写字楼空置率 (%)	19.70	22.40	21.60	23.10
优质写字楼租金 (元/平方米·月)	234.80	244.90	123.80	145.30

数据来源: Wind, 联合资信整理

5 行业竞争格局

我国房地产租赁经营行业竞争激烈，市场集中度较低，竞争格局全面转向“资产管理能力、物业运营能力”的多维复合竞争。能够持续创造独特体验、提升资产价值、并实现与资本高效对接的运营商，将在未来的竞争中胜出。

当前我国房地产租赁经营行业通过全链条服务、专业化细分、内容与生态和轻资产运营模式等呈现“多元化复合竞争”的格局，具体表现为头部企业不再局限于招商和物业，而是提供“投、融、建、管、退”全生命周期服务，竞争其综合资产管理能力；在特定领域（如高端写字楼、社区商业、物流园区、主题街区）形成专业化运营商，以深度运营能力竞争；竞争重点从物理空间转向内容填充，包括引入首店、打造 IP 活动、构建“商业+文化/艺术/社交”的复合生态，争夺消费者时间和注意力；通过品牌输出、管理委托、合作经营等轻资产模式进行规模扩张，竞争的核心是品牌价值和管理体系。

企业数量及类型方面，房地产租赁经营行业涉及商铺、购物中心、专业市场、写字楼、产业园、仓库、长租公寓等多种业态，行业中存在众多规模较小的企业。根据国家统计局数据，截至 2023 年底全国共有房地产租赁经营企业法人单位 15.0 万个。除企业法人单位以外，房地产租赁还存在很多个体经营的情况，行业整体竞争非常激烈。

根据国家统计局数据，2023 年全国房地产租赁经营企业营业收入合计 11346.31 亿元；同期，以全国房地产租赁经营企业中营业收入最高的前四大企业（大连万达商业管理集团股份有限公司（以下简称“万达商管”）、上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司（以下简称“陆家嘴股份”）、浙江中国小商品城集团股份有限公司（以下简称“小商品集团”）、居然智家新零售集团股份有限公司（以下简称“居然智家”））计算的 CR4 为 7.74%，行业集中度很低。同时，随着行业竞争加剧，部分企业转向轻资产模式，减少对重资产开发的依赖，全国房地产租赁经营行业集中度呈逐年下降趋势。考虑到未纳入计算的众多个体经营户的存在，实际集中度还将低于上述数值。

当前我国房地产租赁经营行业竞争格局从以往规模和位置的竞争，全面转向“资产管理能力、物业运营能力”的多维复合竞争。预计未来马太效应加剧，资金、品牌、人才将进一步向头部企业集中，缺乏核心运营能力的企业将被迫退出或转型为财务投资方。房地产租赁经营企业运营将向“内容创造”和“服务深度”演进，同时，与资本市场的结合（如商业不动产 REITs）将更进一步促进商业运营的透明化、标准化和高效化。

图表 16• 房地产租赁经营企业分类情况

类型	代表企业	差异化竞争策略
全国性开发/运营龙头 (规模化布局、全国性品牌影响力、完整的产业链条)	华润万象生活、万达商管、龙湖商业、新城控股(吾悦广场)等	1. 全产品线矩阵: 如华润的“万象城”“万象汇”等系列覆盖客群全。2. 标准化可快速复制: 如万达的模块化开发与运营体系。3. 租户生态系统建立: 凭借规模优势, 与国内外头部品牌建立战略合作。
高端精品运营商 (顶级的建筑设计、高端品牌资源以及专业的运营服务能力)	太古地产、新鸿基地产、恒隆地产、九龙仓集团(IFS)等	1. 打造城市地标: 专注于一二线核心地段, 追求长期资产增值。2. 深度运营与体验塑造: 通过艺术、文化建筑等元素, 塑造高端体验。
细分领域运营商 (本地市场认知、稳固的区域资源优势、灵活的组织决策机制)	北京华联(SKP)、上海百联、深圳星河控股(COCO Park)等	1. 深耕区域市场: 在特定区域形成网络优势和品牌忠诚度。2. 专注细分领域: 如 SKP 专注顶级奢侈品零售; 部分运营商专注社区商业或主题文创园区。3. 特色化与本土化: 深度融合本地文化, 打造具有独特个性的商业项目。

数据来源: Wind, 联合资信整理

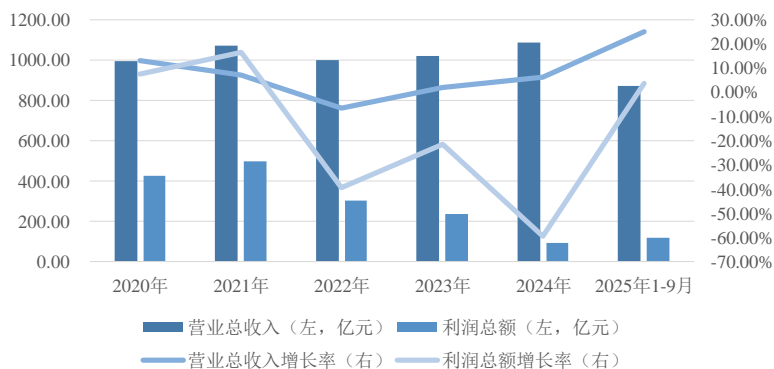
二、行业财务状况

1 行业的增长性

2025 年前三季度，房地产租赁经营行业营业收入与利润总额均实现同比增长，但受宏观经济放缓、消费需求偏弱及市场供大于求等因素影响，预计 2026 年收入增速将有所放缓，利润可能延续负增长。

房地产租赁经营行业具有显著的周期性特征，受宏观经济环境影响很大。近五年来，在租金水平整体下行的环境下，得益于新项目持续入市贡献租金收入，房地产租赁经营发债企业的营业总收入规模相对稳定。2025 年前三季度，受益于存量项目运营优化和新项目投入运营，房地产租赁经营发债企业营业收入同比增长 25.01%；利润总额增速回正但远低于营业收入增速，企业的资产质量和盈利能力仍有待提高。考虑到供大于求的状况仍将持续，预计 2026 年房地产租赁经营企业收入增速或将放缓。利润总额方面，考虑到住宅价格的下跌对商业地产造成的比价效应，以及商业地产自身租金水平的下降，房地产租赁经营企业仍面临资产估值下跌的风险，公允价值变动损失可能继续对利润造成侵蚀，全年利润总额可能延续负增长。

图表 17 • 房地产租赁经营发债企业增长性指标变化情况



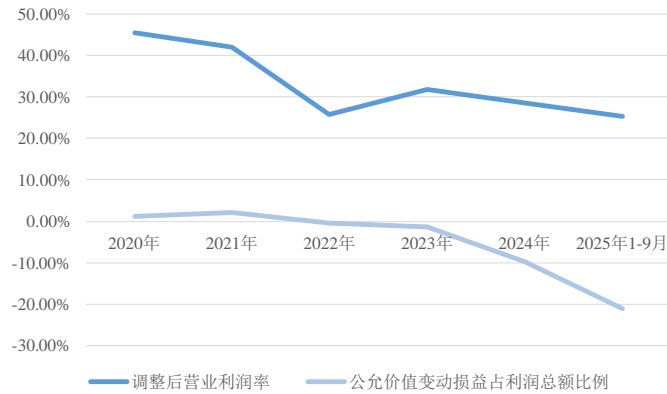
注：对于存在母子公司关系的样本企业，子公司数据不再重复纳入统计；
料来源：联合资信根据公开资料整理

2 盈利水平

公允价值变动损失对利润侵蚀较大，房地产租赁经营发债企业盈利能力降幅较显著。

2020—2024 年，房地产租赁经营行业调整后营业利润率处于 25% 以上的较高水平；随着项目运营表现下滑，资产评估价值相应下降，公允价值变动损失在利润总额中的占比持续大幅下降，对利润侵蚀较大，盈利能力降幅较显著。2025 年 1—9 月，房地产租赁经营发债企业调整后营业利润率下降至 25.24%，公允价值变动损益占利润总额比例为 -21.06%，其中红星美凯龙家居集团股份有限公司的亏损对指标影响较大，建材家居市场业态在本轮行业深度调整中受到较大冲击。

图表 18 • 房地产租赁经营发债企业盈利指标



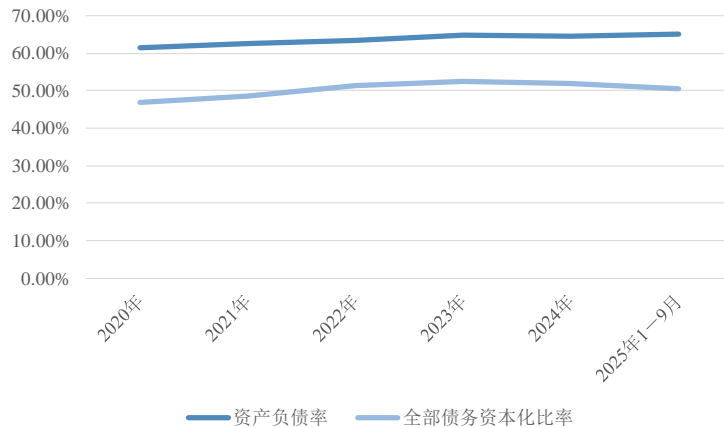
注：调整后营业利润率=（营业总收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用-财务费用）/营业总收入*100%；
数据来源：Wind，联合资信整理

3 杠杆水平

房地产租赁经营行业杠杆指标尚可，但考虑到资产估值下降风险，实际债务负担偏重。随着行业收缩投资，预计 2026 年行业杠杆水平将基本维持稳定。

房地产租赁经营企业的杠杆水平与其所处的发展阶段有较大关联，由于持有型房地产项目投资回报周期较长，处于扩张期及项目培育期的企业债务负担往往较重；随着项目运营进入成熟期、债务逐步偿还，项目可贡献稳定的现金流入，企业融资需求减弱。截至 2025 年 9 月底，房地产租赁经营企业杠杆指标变化不大，但考虑到资产估值下降的风险，实际债务负担偏重。近年来房地产租赁经营开发投资完成额及新开工面积快速下降，企业投拓战略更趋稳健，预计 2026 年行业杠杆水平将基本维持稳定。

图表 19 • 房地产租赁经营行业杠杆水平指标变化情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

4 偿债水平

房地产租赁经营企业的偿债能力出现较大分化，预计行业整体偿债能力仍将小幅弱化。

房地产租赁经营行业具备典型的“资金密集、回报长期化”的特征。其租金收入较为稳定但增长缓慢，而前期投入巨大，资产流动性较弱。截至 2025 年 9 月底，房地产租赁经营行业现金类资产/短期债务较 2024 年底有所上升，但仍处于较低水平。从长期偿债能力来看，2024 年房地产租赁经营企业 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 的中位数分别为 3.81 倍和 6.27 倍，指标整体表现较好，但企业分化较显著，过去几

年大幅投资扩张的企业长期偿债能力指标恶化。考虑到经济温和复苏和整体供给过剩的背景下，写字楼、零售等业态的租金水平和出租率仍在企稳过程中，预计行业整体偿债能力仍将小幅弱化。

图表 20 • 房地产租赁经营行业短期偿债能力指标变化情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月底
现金类资产/短期债务（倍）	0.58	0.75	0.59	0.50	0.49	0.64

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、行业债券市场表现

2025 年以来，房地产租赁经营行业信用状况稳健，整体偿债风险可控。新发行债券以三年期中期票据为主，发行成本持续降低。未来两年内行业到期债券规模不大，但三年后将迎来债券集中到期高峰。

1 行业发债企业概况

从房地产租赁经营发债企业¹情况看，目前有评级的存续发债主体级别均在 AA⁺以上，整体信用水平较高，其中 AAA 级共 8 家，AA⁺级共 3 家，企业性质以大型央国企为主，部分发债主体近一年内无公开评级。目前房地产租赁经营存续债券余额前三位分别为陆家嘴系企业、上海张江高科技园区开发股份有限公司和小商品城系企业，其债券余额占存续债券总余额的比重分别为 37.11%、14.29%和 14.11%。

图表 21 • 境内主要发债房地产租赁经营企业概况（单位：亿元）

企业名称	企业性质	是否上市	最新评级	存续债券
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	国企	上市（A+B 股）	AAA	159.40
上海陆家嘴（集团）有限公司	国企	非上市	AAA	129.32
上海张江高科技园区开发股份有限公司	国企	上市	AAA	111.20
义乌中国小商品城控股集团有限公司	国企	非上市	AA ⁺	81.80
上海新长宁（集团）有限公司	国企	非上市	AAA	54.00
中粮置业投资有限公司	央企	非上市	AAA	51.00
上海金外滩（集团）发展有限公司	国企	非上市	AAA	47.50
浙江中国小商品城集团股份有限公司	国企	上市	AAA	40.00
红星美凯龙家居集团股份有限公司	国企	上市（A+H 股）	--	35.35
北京京能房产租赁经营有限责任公司	国企	非上市	AA ⁺	20.00
宝湾物流控股有限公司	国企	非上市	AA ⁺	15.00
浙江中国轻纺城集团股份有限公司	国企	上市	--	12.00
海宁中国皮革城股份有限公司	国企	上市	--	10.00
中国金茂（集团）有限公司	央企	非上市	--	5.00
中国国际贸易中心有限公司	中外合资	非上市	AAA	5.00
上海浦东软件园股份有限公司	央企	非上市	--	1.50

注：1. “--”表示近一年内无公开评级；2. 数据统计时间为 2025 年 12 月 12 日
数据来源：Wind，联合资信整理

¹ 本报告中采用的房地产租赁经营发债企业样本主要为租金收入占其营业总收入 60%以上或持有型物业租赁收益贡献及经营活动现金流入量不低于上述各项总额 50%的境内尚有存续信用债券的发行主体，共计 16 家。

2 债券市场情况

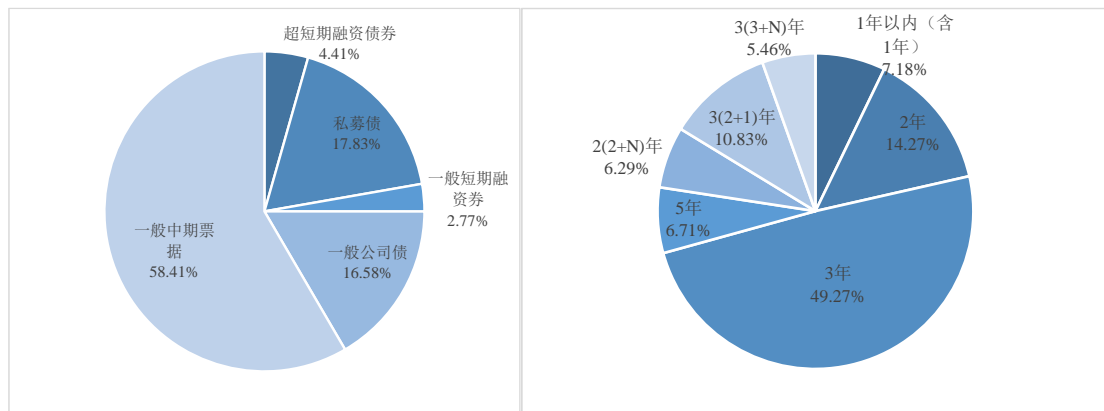
2025年1-11月，房地产租赁经营企业新发行债券28只，发行规模合计238.30亿元，其中信用等级为AA+的债券规模65.30亿元、AAA债券规模173.00亿元，发行人均为央国企。与2024年相比，债券利率整体呈下行态势。从发行类型和期限结构来看，2025年1-11月，房地产租赁经营发债企业债券发行类型主要为一般中期票据，发行期限以3年期限为主。

图表 22 • 2025 年 1-11 月 房地产租赁经营企业新发行债券利率情况

债券类型	AA+ 评级债券	AAA 评级债券
超短融产品	1.67~1.93%	1.60%
一年期产品	2.18%	--
两年期产品	--	1.98%~2.26%
三年期产品	1.97%~2.35%	1.82%~2.20%
五年期产品	--	2.34%~2.35%

注：三年期产品含 3+N 永续债产品
数据来源：Wind，联合资信整理

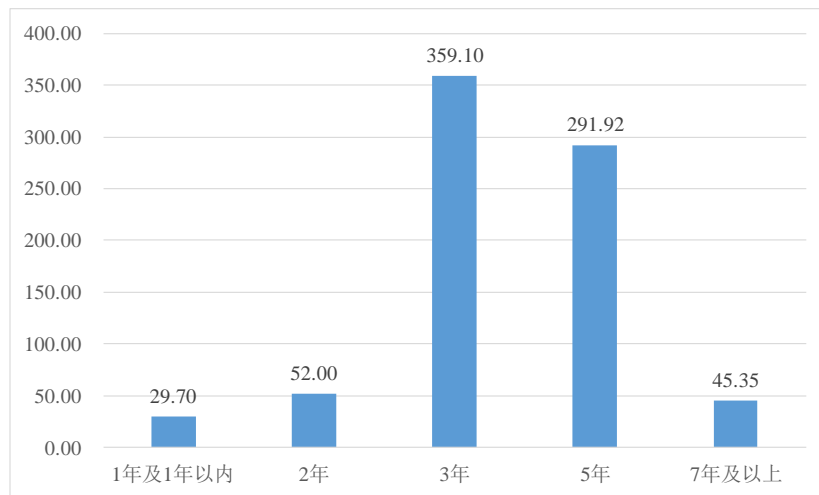
图表 23 • 房地产租赁经营发债企业 2025 年 1-11 月 债券发行类型与期限结构情况



数据来源：Wind，联合资信整理

从房地产租赁经营发债企业存续债券到期情况看，2026年内剩余到期债券29.70亿元，占比为3.82%。未来两年房地产租赁经营行业债券到期规模均较小，三年后将迎来债券集中偿付高峰（到期债券规模占总余额的46.15%），其中大部分为央国企发行的债券。

图表 24 • 房地产租赁经营发债企业存续债券期限结构情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

四、展望

预计零售物业市场将延续“需求温和复苏、表现持续分化”的格局，整体运营压力较 2025 年边际缓解，但难以实现全面反弹。

在宏观经济温和复苏、居民消费意愿逐步修复的基调下，零售消费市场呈现平缓复苏态势，但实体零售面临的网络分流、消费分级等结构性挑战依然存在。2026 年，全年社会消费品零售总额预计保持小幅增长，为零售物业提供基本盘支撑，但难以驱动爆发性增长。受房地产租赁经营开发投资持续大幅下滑影响，2026 年全国优质零售物业的新增供应量将显著减少。市场竞争从“新增项目抢夺市场”转向“存量项目优化与重塑”。这有助于缓解整体市场的空置压力，但将加剧存量项目之间对优质租户和消费者的竞争。市场的核心特征将持续以运营能力为核心进行分化。其中，核心城市标杆项目空置率维持低位，部分项目租金有望通过持续优化业态组合、提升体验业态的占比与质量实现小幅增长。城市非核心区域项目预计需求相对稳定但增长有限。老旧或定位缺失的项目预计高空置率与租金下行压力并存，资产价值面临挑战。

办公楼租金水平预计延续下行，空置率预计维持高位。

受企业扩张策略保守、降本增效需求持续以及新兴商务区新增供应逐步落地的综合影响，办公楼市场的供需失衡格局在 2026 年难以发生扭转。预计全年租金水平仍将处于下行通道，业主将继续通过灵活的租赁条款和价格策略以稳定出租率。市场将延续“以价换量”的竞争态势，租金收入面临持续下降的风险，尤其对于区位或品质不具优势的非核心资产，运营压力将更为突出。

房地产租赁经营行业的竞争格局将加速演进，呈现“高度分化、多维竞争”的鲜明特征。

增量供应的下降将使市场逐步进入存量时代，资金、优质租户、高端人才及资本市场的青睐将更密集地投向全国性龙头运营商和细分领域企业。缺乏核心竞争力的中小型企业将被被动收缩、出售资产或退出市场，其市场份额将被头部企业通过收购或管理输出方式获取。头部企业将更多依靠品牌输出、管理委托、资产服务等轻资产模式实现规模扩张。这使其能在不增加重资产负债的情况下，快速扩大管理半径和影响力，行业的管理权集中度将显著提升。

预计 2026 年房地产租赁经营行业的财务表现将呈现“收入缓增、利润修复、现金流企稳”的总体特征。

盈利能力方面，预计 2026 年行业存量项目租金收入仍面临一定的下降压力，但新项目的逐步培育成熟有望带动整体营收规模的增长；投资物业估值依然存在下降风险，租金水平下行、成本刚性和公允价值变动损失将继续挤压行业利润空间。现金流方面，经营活动现金流有望随租金收入温和增长而保持基本稳定，成为覆盖利息支出和维持运营的基石；投资活动现金流受行业普遍进入战略收缩期影响，投资支出有望继续下降；筹资活动方面，国企及优质龙头能以低成本融资维持净流入，而民营及中小型企业则可能面临筹资净流出的持续消耗。

2026 年行业到期债券规模同比下降，房地产租赁经营行业整体信用风险将维持稳定。

经过前几年的偿债高峰，2026 年房地产租赁经营行业境内债券到期规模较小，且到期债券的发行人主要为融资能力强、经营稳健的中央及地方国有企业，预计整体信用风险将维持稳定。

总体来看，在消费温和复苏、新增供应大幅缩减的背景下，房地产租赁经营企业将围绕“资产管理能力、运营效率、品牌价值”等展开多维复合竞争。考虑到未来一年内到期债券规模下降，以及发行主体以信用资质优良的国有企业为主，行业整体偿债风险可控。联合资信认为，房地产租赁经营行业信用风险将保持稳定。

相关研究

[《商业地产行业 2025 年半年度总结与展望》](#)
[《2025 年商业地产行业分析》](#)

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，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

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。