



商业地产库存压力对比研究

联合资信 工商评级一部 | 罗星驰 | 曹梦茹

在中国过去几年商业地产高速发展阶段中，投资大量涌入使得商业地产形成了比住宅地产更严峻的库存压力，资产减值风险尚未完全释放。从跨国对比来看，中国居民消费整体展现出一定韧性，零售物业市场具备复苏基础；办公楼市场的复苏面临较大压力，供需格局仍需通过较长时间的控增量和去库存来扭转。

中国商业地产未来仍有广阔的发展空间，商业地产企业有望逐步向杠杆率下降、轻重分离、专业细分的方向转型。当前阶段，对于过去几年大幅拿地扩张、资产受限程度较高、非核心区域布局的商业地产企业，需关注其信用风险。



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



2025 年 7 月，全球著名资管公司贝莱德于 2017 年以 12 亿元收购的上海写字楼，最终以 7 亿元的价格由不良资产投资机构接盘。这笔曾经被贝莱德寄予厚望的投资，在收购时采用了 65% 的贷款比例，而随着贷款到期，面对资产减值及运营恶化的现状，贝莱德主动选择违约，将资产交由渣打银行处置。从 2016—2018 年左右外资对中国商业地产的狂热投资，再到近年来外资止损撤离，行业深度调整的背后，是中国商业地产市场供需失衡的严峻状况。

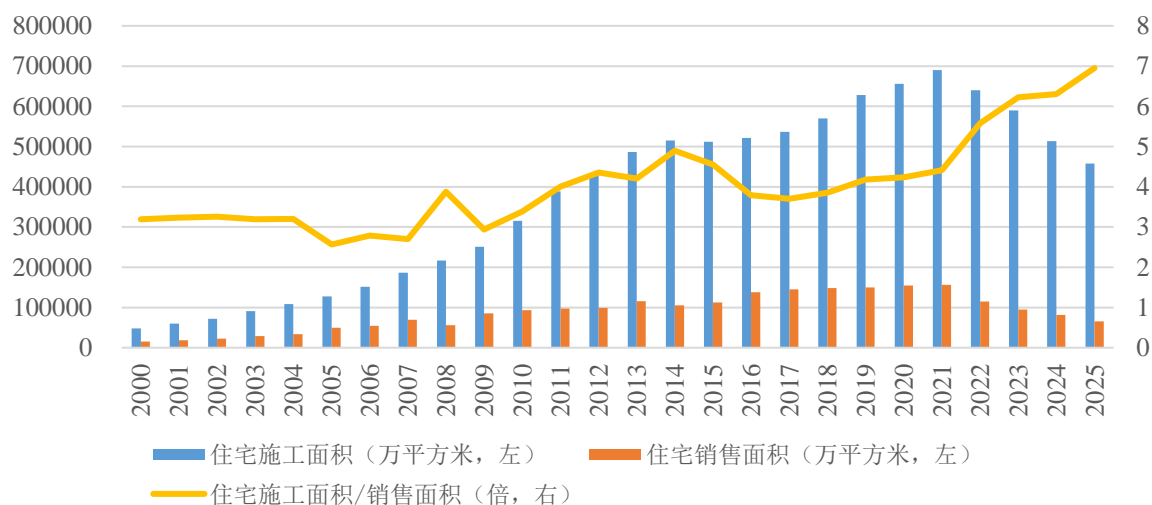
一、中国商业地产库存压力

2025 年 12 月的中央经济工作会议对中国房地产市场供给侧提出了“控增量、去库存、优供给”三大重点，让市场回归供需平衡是稳定房地产的重要基石。对于住宅市场的库存压力和市场容量，以往我们已进行了大量研究。那么，商业地产市场的库存压力与住宅市场相比情况如何呢？

（一）商业地产与住宅的库存压力对比

当库存倍数与项目开发周期基本对应时，市场供需环境较为稳定。过去十余年间，中国商业地产积累的库存压力比住宅地产更为显著，库存倍数长期超出合理区间，办公楼业态的库存压力更加严峻。

我们根据当年库存倍数（施工面积/销售面积）的变化趋势来大致评估库存压力。2000—2010 年，住宅的库存倍数维持在 3 倍左右（2008 年受次贷危机影响上升至 4 倍），与住宅的 3 年开发期基本对应；2010—2020 年，住宅的库存倍数维持在 4 倍左右，本阶段库存风险逐步累积；2021 年以来，地产行业出险，销售面积萎缩，住宅库存倍数持续上升，2025 年 1—11 月已接近 7 倍。

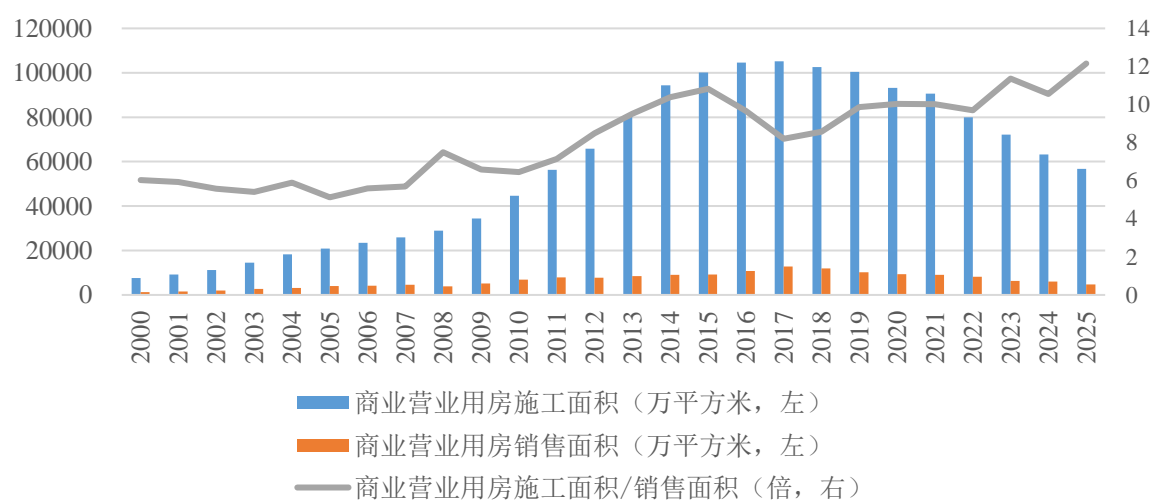


注：2025 年数据统计范围为 1—11 月

数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 中国住宅施工与销售面积变化情况

商业营业用房库存倍数的走势与住宅有相似之处。2000—2010 年，库存倍数处于 6 倍左右，与商业地产项目从开发到培育的周期基本对应；2010—2015 年，该指标持续上升至超过 10 倍，库存风险的快速积累下，施工面积和销售面积均于 2017 年开始持续缩减，但指标倍数仍居高不下，2025 年 1—11 月商业营业用房库存倍数已超过 12 倍。

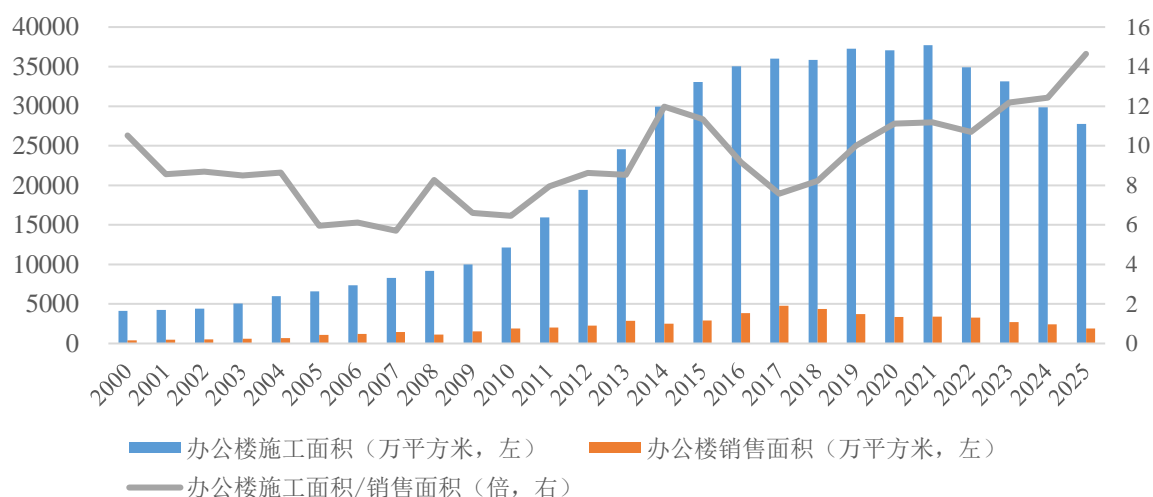


注：2025 年数据统计范围为 1—11 月

数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 中国商业营业用房施工与销售面积变化情况

办公楼库存倍数呈现较强的波动性，整体供应过剩态势显著，长期脱离与开发周期对应的倍数区间。办公楼销售面积走势与商业营业用房相似，均于 2017 年见顶后持续缩减，但施工面积并未走低，反而在 2017—2021 年进一步增长。供应量调整的滞后性使得库存压力更加严峻，2025 年 1—11 月办公楼库存倍数接近 15 倍。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.3 中国办公楼施工与销售面积变化情况

（二）资产价格对供需平衡的影响

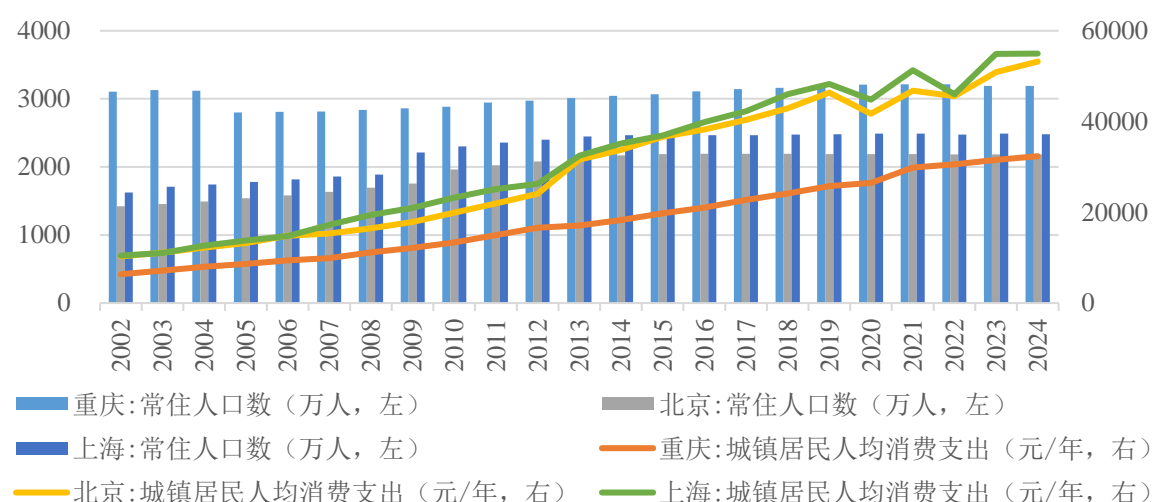
通过对北京、上海和重庆三个城市的对比，我们看到资产价格相对稳定的重庆在过去二十多年商业地产库存倍数相对稳定，周期波动主要受基本面因素影响；北京和上海在 2015 年以来的地产周期中由于资产价格快速上涨，商业地产库存倍数严重超出合理区间，且上海由于近年来资产价格相对坚挺，库存风险仍在继续积累。

从长期来看，影响一个城市商业地产需求的因素主要是人口规模、经济总量、经济结构、人均收支水平和公共配套等，其中，人口规模和人均消费支出水平对零售市场影响显著，人均 GDP 和第三产业占比对办公楼市场影响显著。住宅的价格也对商业地产市场产生很大影响：一方面，高房价收入比会对消费和实体经济造成挤出效应，对基本面需求造成负面影响；另一方面，高房价收入比的比价效应会推高商业地产的价格，导致投资需求和投机需求增长。

从日本商业地产的发展历程我们看到，商业地产相比住宅市场体量较小，投机资金的大量涌入能够将商业地产价格推高至严重脱离基本面。价格飞速上涨吸引开发商纷纷加大投资开发，供给大幅增加。当资产价格泡沫破裂后，投资需求和投机需求迅速消失，基本面需求也因宏观环境受到冲击而萎缩。由于商业地产项目开发周期较长，

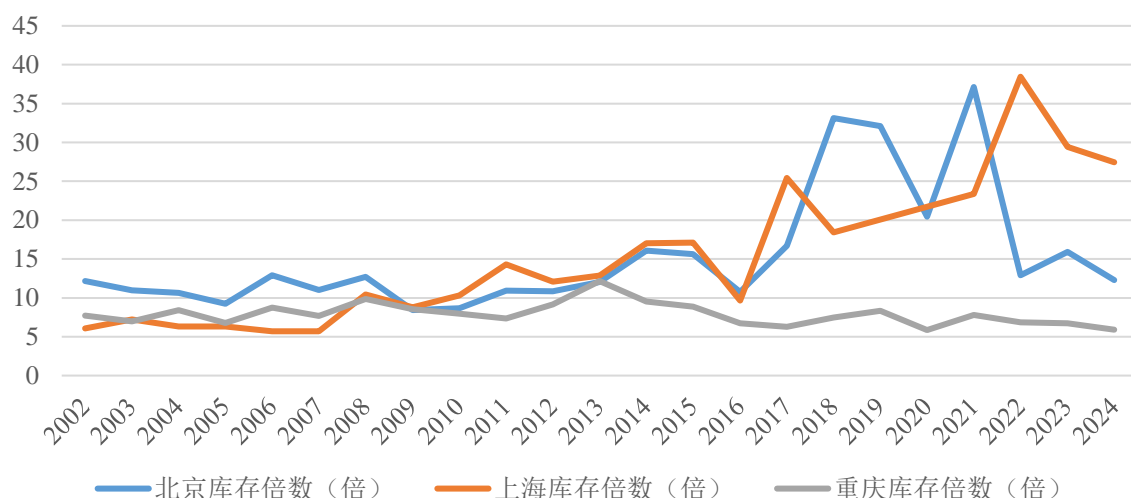
泡沫破裂的时点可能恰逢新增供应大量集中入市的时点，供需双向的压力将对市场造成巨大打击。

我们以北京、上海和重庆为例，从城市角度分析过去几十年内的供需平衡状况。三个城市的商业营业用房和办公楼市场各自均呈现相似的发展态势，我们选择商业营业用房进行分析。从基本面来看，重庆是超越北京和上海的人口大城，2009 年以来北京和上海加速人口净流入，2013 年以来北京和上海的人均消费支出加速增长并与重庆拉开显著差距。在 2013 年之前，三大城市的商业营业用房库存倍数虽有所波动但较为平稳，宏观环境和行业基本面的变动对市场供需造成短期影响，但库存倍数整体仍处于相对合理区间。



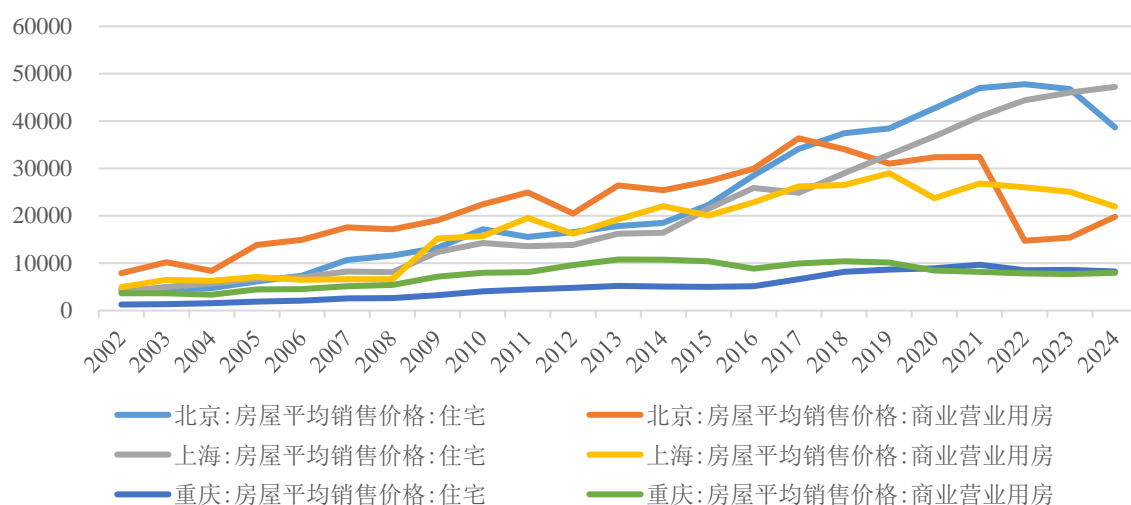
数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.4 三大城市零售市场基本面因素对比情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.5 三大城市商业营业用房库存倍数（施工面积/销售面积）对比情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.6 三大城市住宅与商业营业用房销售价格对比情况（单位：元/平方米）

2015—2021 年，随着大量资金涌入房地产，北京和上海资产价格开始脱离基本面，商业营业用房新增供应大幅增加，高峰期的库存倍数超过 30 倍；与此同时，重庆的资产价格保持相对平稳，市场供需基本平衡，库存倍数维持在 10 倍以内。

2021 年下半年房地产市场转冷，北京商业营业用房施工面积和价格均迅速下降，2024 年库存倍数已下降至 15 倍以内，新增供应的缩减为市场复苏奠定基础，近两年

北京商业营业用房价格已出现小幅回升。上海则呈现出与北京不同的走势，自房地产下行以来，上海住宅市场景气度相对处于全国最高水平，成为开发商投资的焦点，导致新增供应量居高不下。2024 年上海商业营业用房库存倍数仍高达 27 倍，在高库存压力下，预计零售物业价格仍将持续下滑。

（三）资产价格泡沫对比研究

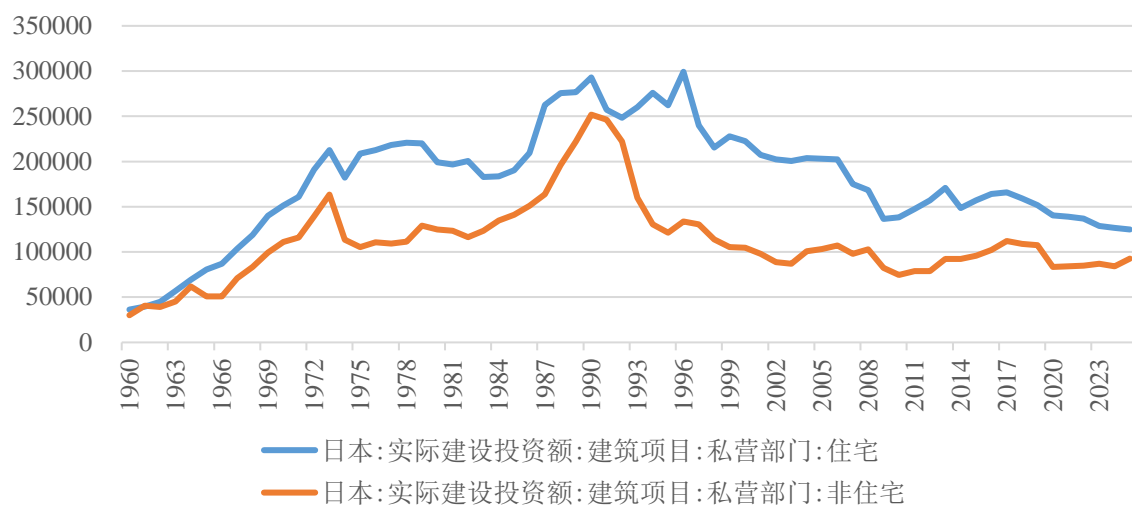
日本泡沫经济时期，商业地产形成了比住宅更高的价格泡沫，在泡沫破裂时也受到了更严重的冲击。

中国与日本在人口结构、经济结构、经济发展过程等方面具有较大的相似之处，均呈现出人口深度老龄化、由外向型经济向高端制造业转型的特征，日本房地产行业的发展历程对于中国有较大的参考借鉴意义。

20 世纪 80 年代，日本制造业快速发展并享誉全球市场，出口贸易带动日本经济高度繁荣，日本对美国的贸易逆差大幅增长。为缓解美国巨额贸易赤字问题，美国政府与英法德日四国签订广场协议，日元汇率随之升值。为应对汇率大幅波动导致出口受损，日本政府积极推动内需消费和基建投资，大量资金涌入房地产行业，推高房地产价格。

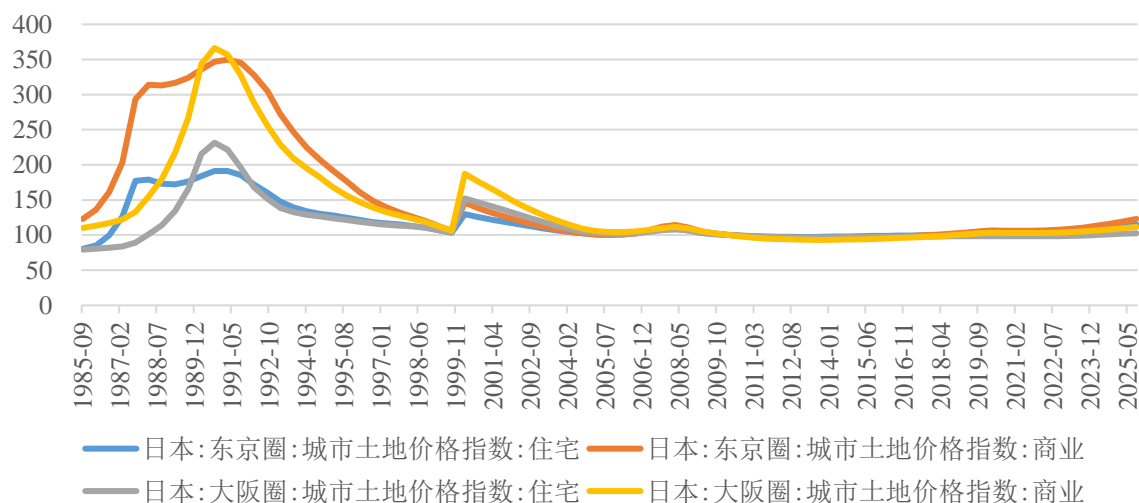
在 1985 年广场协议签订后的数年间，地价和房价的快速上涨创造了日本狂热的“土地神话”，房地产投资额和成交量保持高位，大量金融资源流入房地产。与此同时，租金价格上涨挤压实体产业利润率，非金融企业纷纷参与房地产开发导致企业杠杆率大幅升高，房地产非理性繁荣使得金融系统积累大量风险。最终，日本政府于 1989 年出台了收紧货币政策、不动产融资总量控制、存量房屋加增地价税等一系列政策，刺破房地产泡沫，但过于严厉的政策转向引发经济“硬着陆”，房产价格的快速回落引发大量企业破产与金融机构倒闭，日本经济增长陷入长期停滞。

在这次房地产泡沫破裂中，商业地产投资额和土地价格的跌幅较住宅更为显著。1990 年后的五年间，日本私营部门住宅建筑项目实际投资额下降 10.47%，非住宅实际投资额下降 51.80%；东京圈和大阪圈住宅土地价格指数分别下跌 66.20 点和 109.90 点，商业土地价格指数则分别下跌 160.40 点和 209.60 点。这就意味着，以 2010 年土地价格为基准，泡沫时期的住宅土地价格在 2 倍左右，商业土地价格则高达 3.5 倍左右，更大的泡沫带来了破裂时更严重的投资额和价格跌幅。



数据来源: Wind, 联合资信整理

图 1.7 日本住宅与非住宅建筑项目实际投资额变化情况 (单位: 亿日元)



注: 2010 年 3 月末指数=100

数据来源: Wind, 联合资信整理

图 1.8 日本东京圈与大阪圈城市土地价格指数变化情况

在房地产市场过热阶段, 商业地产较住宅地产形成了更大的价格泡沫, 原因可能有以下几方面。

其一, 商业地产项目开发周期相对较长, 行业上行期大量开发商集中拿地开发, 当项目建成时市场环境已经发生变化, 出现供给过剩、需求疲软的供需严重失衡状况。

其二, 商业地产项目的价值与其运营表现息息相关, 行业上行期传统住宅开发商

和非专业房企纷纷转型从事商业地产项目开发，但由于缺乏招商和运营能力，项目价值不及预期。

其三，由于住宅在民生保障方面的重要意义，监管和限制类政策主要针对住宅地产出台，商业地产整体监管滞后于市场热度，投机资金大量涌入，加上商业地产市场体量小于住宅地产，价格更易受到投机资金的推动，导致价格脱离基本面。

二、商业地产周期复苏路径

从全球来看，随着货币政策、地缘政治风险、人口变化等关键驱动因素的分化，不同地区的商业地产周期不再同步。在亚太地区，商业地产投资正在流向日本、新加坡和澳大利亚等法律透明度高、宏观可预测性强的市场。基于中日两国在人口变化这一关键因素的相似性，以及两国均在房地产深度调整阶段经历了资产价格下跌、房企债务水平高企、消费者信心不足的不利状况，日本的商业地产复苏路径具有借鉴意义。但另一方面，日本人口高度集中于大城市，东京、大阪和名古屋三大都市圈人口占比超过 50%，人口聚集度作为影响商业地产市场的重要因素之一，也必然导致中日商业地产的发展存在差异。

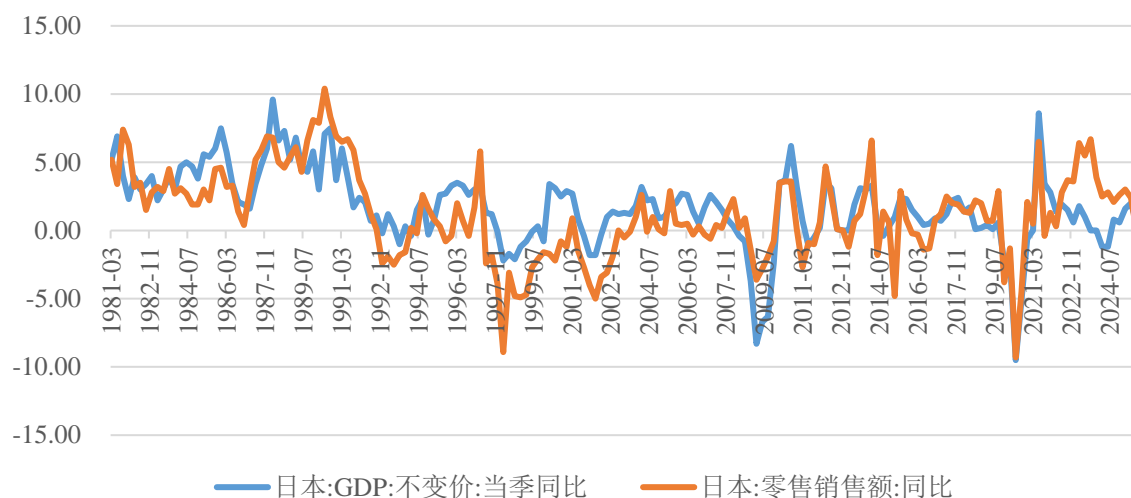
（一）零售市场

在房地产进入下行周期后，日本陷入长时期的消费全面衰退，零售市场业态结构发生显著变化；与日本相比，中国虽有部分城市的消费受房价下跌冲击较大，但整体展现出一定韧性，消费意愿下降但消费能力仍存，市场具备复苏基础。

1. 日本零售市场

在日本三十年的周期变迁中，居民消费全面衰退导致零售市场格局重塑，各细分领域形成寡头竞争格局，重新推动零售物业租赁需求。

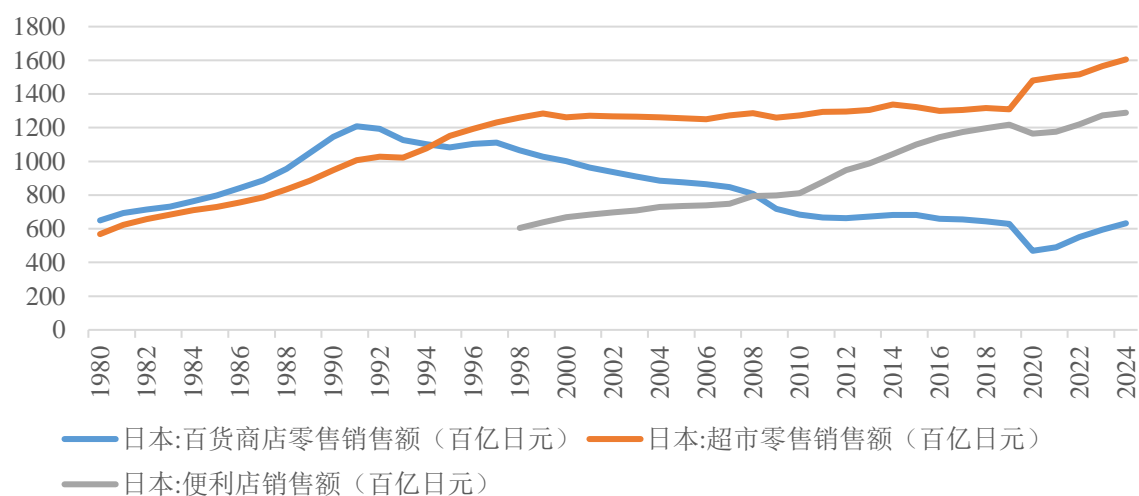
在日本资产价格泡沫破裂后，随之而来的是日本经济指标的持续恶化，居民消费受到显著冲击，零售销售额增速大幅下降甚至经历了较长时期的负增长，直到 2010 年经历 20 年时间才基本企稳复苏。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 日本 GDP 与零售销售额同比变化情况（单位：%）

消费下行对日本零售物业租赁带来巨大挑战，大量中小零售企业退出市场，同时受人口家庭结构变化影响，零售业态结构也发生显著变化。作为曾经的全球奢侈品消费核心市场之一，日本在泡沫破裂后的二十余年间，奢侈品与高端消费全面萎缩，白色家电、家装用品、家庭教育、服装、汽车等品类销售额显著下降，定位高端的传统零售业态百货商店业持续萎缩，大型商超快速发展，便利店迅速扩张。在日本零售业细分化的同时，行业集中度也得到显著提升，在大型商超、便利店、奥特莱斯和药妆店领域，均形成了寡头竞争格局。



数据来源：Wind，联合资信整理

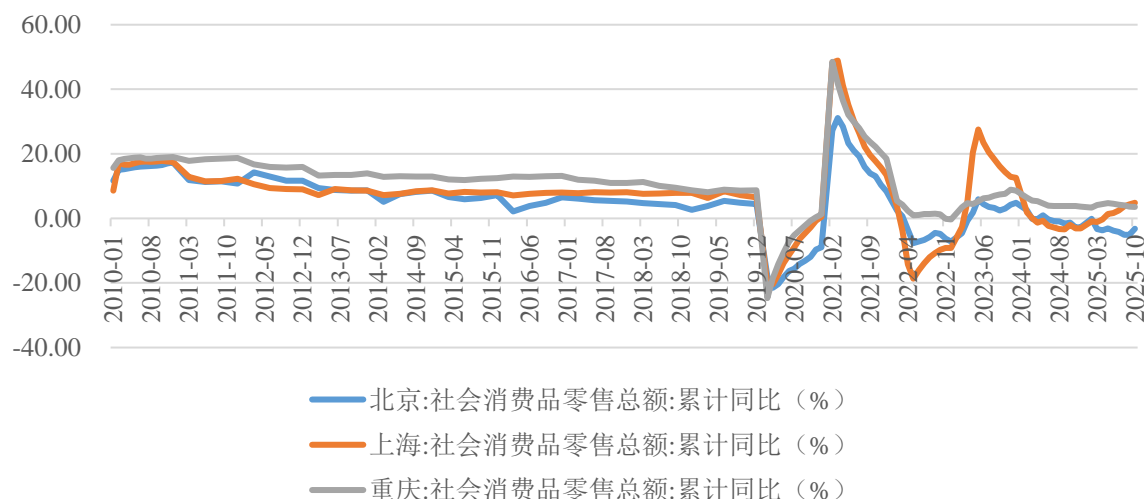
图 2.2 日本主要零售业态销售额变化情况

经过三十多年的调整与发展，近年来日本核心城市零售物业运营表现恢复至繁荣水平。根据 CBRE 数据，2025 年第三季度，银座、涩谷等四大核心商圈实现了零空置率，全国九大商圈中七个平均租金水平创历史新高。与此同时，零售需求结构仍在持续变化中：日元升值导致游客高端消费下降，但服饰、时尚、餐饮等需求的上升支撑了全业态租赁需求，超 80% 业主预计 2025 年销售额同比提升，信心指数高涨。区域布局上，部分企业为规避核心区租金压力，向次要区域或外围区域扩张，东京次要区域商圈空置率下降至历史新低；得益于大型零售商的需求增长，全国范围内的租金水平预计将继续上涨。

2. 中国零售市场

本轮房地产下行中，部分城市在房价下跌的冲击下消费陷入负增长，但从全国范围来看消费仍然具有韧性，线上销售对于实体零售的冲击也基本见底，整体来看零售物业具备复苏基础。

与日本的“硬着陆”相比，在本轮中国房地产深度调整中，居民消费仍具有一定韧性，商品零售总额增速从 2019 年的约 8% 下降至近年来的 4%~5%，餐饮收入增速从超过 9% 下降至 3%~4%。同时，城市的消费表现出现较大分化，房价变化导致的财富效应对消费造成影响：房价波动幅度相对较小的重庆，消费增速接近全国平均水平；房价相对坚挺的上海，消费呈现出一定的复苏动力；房价基数高且降幅显著的北京，近两年消费持续负增长。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.3 中国三大城市社会消费品零售总额增速变化

从业态来看，近两年百货和专业店零售额增速下滑较大，但仍保持正增长；超市和便利店销售额增速虽有所下降，但仍保持较快增长。从消费结构来看，奢侈品销售压力加大，家庭储蓄率显著上升，实物商品网上零售额从十年前超过 30% 的增速下降至约 6%，线上销售对于实体零售的冲击已基本见底。

与日本在泡沫破灭后的零售市场表现对比，中国并未陷入消费全面衰退的状态，居民消费结构发生变化，但仍然具备消费能力。在日本泡沫破裂后的较长一段时期内，居民部门杠杆率处于约 70% 的水平且仍小幅爬升，而目前中国居民部门杠杆率已下降至 60%。整体来看，零售物业具备复苏基础。

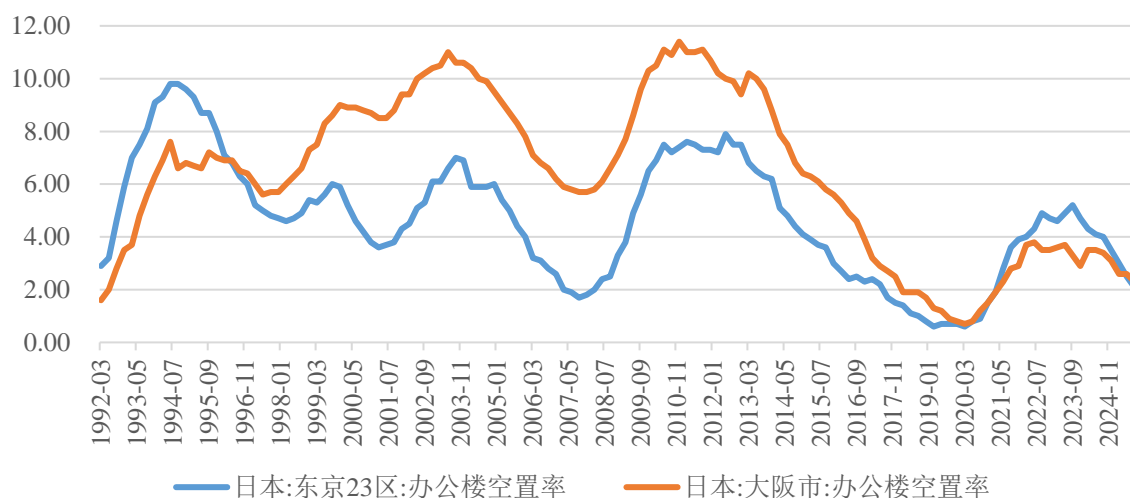
（二）办公楼市场

日本通过长时期的新增供应缩减和经济全面复苏，使得核心城市办公楼市场再次繁荣；由于城市发展模式和人口聚集度的差异，当前中国核心城市办公楼空置率超过日本历史峰值，市场供需格局仍需通过较长时间的控增量和去库存来扭转。

1. 日本办公楼市场

日本办公楼空置率在泡沫破裂后虽随着经济周期呈现一定波动性，但长期处于高位，直到宏观经济全面复苏且新增供应持续低迷扭转供需格局，核心市场再次进入繁荣期。

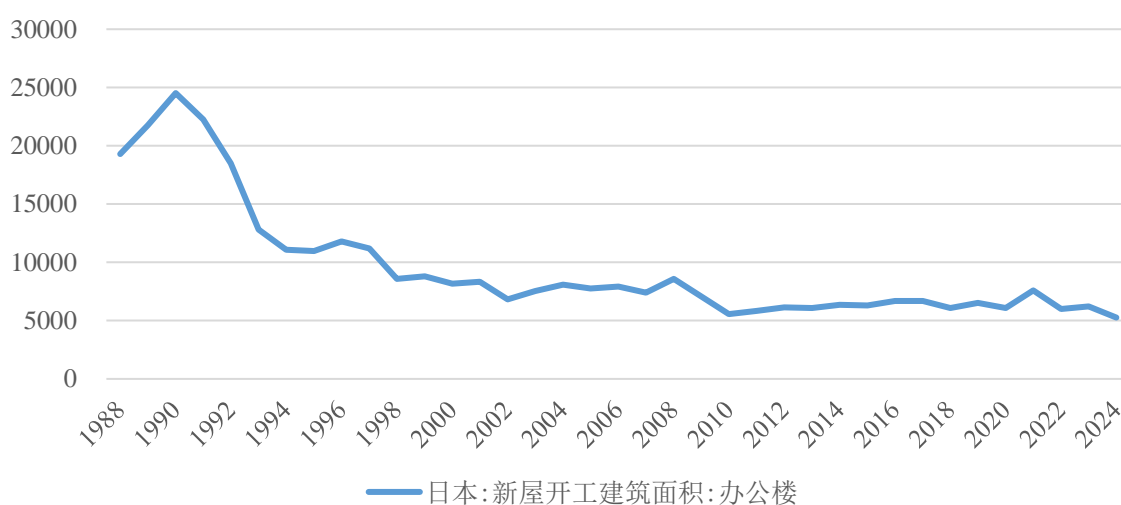
在 1985 年后的数年间，随着日本金融国际化以及市场化的加速推进，大批外资企业和金融机构向东京都市圈和大阪都市圈聚集，办公楼需求快速增长。在 1990 年资产价格泡沫破裂后，办公楼空置率随着经济环境的变化发生了几轮显著的波动。在经过约 5 年空置率的急剧上升后，1994 年下半年起核心城市办公楼市场逐步复苏。1997 年亚洲金融危机打破复苏进程，其中东京办公楼市场受到的影响相对较小；定位于商业城市的大阪产业布局以中小企业为主，其办公楼市场则在本轮危机中受到显著冲击，大阪与东京办公楼空置率拉开显著差距。随着日本开启量化宽松政策，日本经济逐步修复，2003 年起办公楼空置率再次回落，至 2007 年底东京办公楼空置率已恢复至 2%。2008 年次贷危机爆发，办公楼空置率高峰超过上一轮危机。2013 年安倍推出的货币宽松政策对经济产生显著作用，办公楼市场再度复苏并进入繁荣期。尽管 2020 年公共卫生事件对市场造成一定冲击，目前办公楼空置率尚未恢复至 2019 年水平，但自 2023 年四季度以来空置率下行趋势显著。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 东京和大阪办公楼空置率变化情况

办公楼市场的波动回暖除了受到经济周期的影响，也受到新增供给持续下降的影响。1990 年后日本办公楼新开工面积断崖式下降，直到目前下降态势仍未停止。办公楼市场的分化态势也越发显著，核心区的甲级写字楼供不应求，新建写字楼在入市之前已被预定；非核心区的老旧写字楼长期空置，而核心区的老旧写字楼租户也在寻求搬迁。这种结构性分化助推了供需关系的演变，为日本办公楼市场再次进入繁荣期奠定了基础。



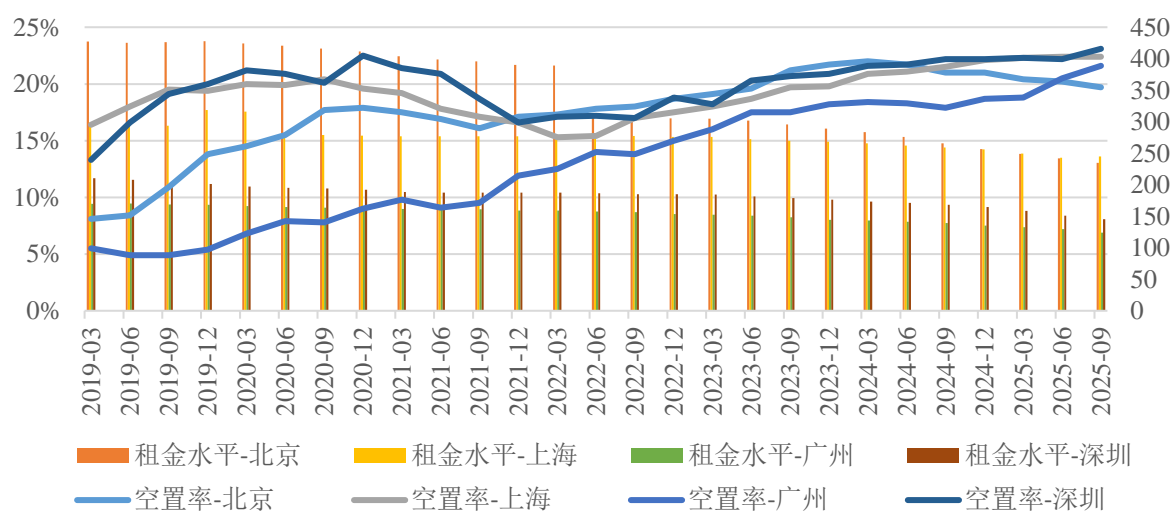
数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.5 日本办公楼新开工面积变化情况

2. 中国办公楼市场

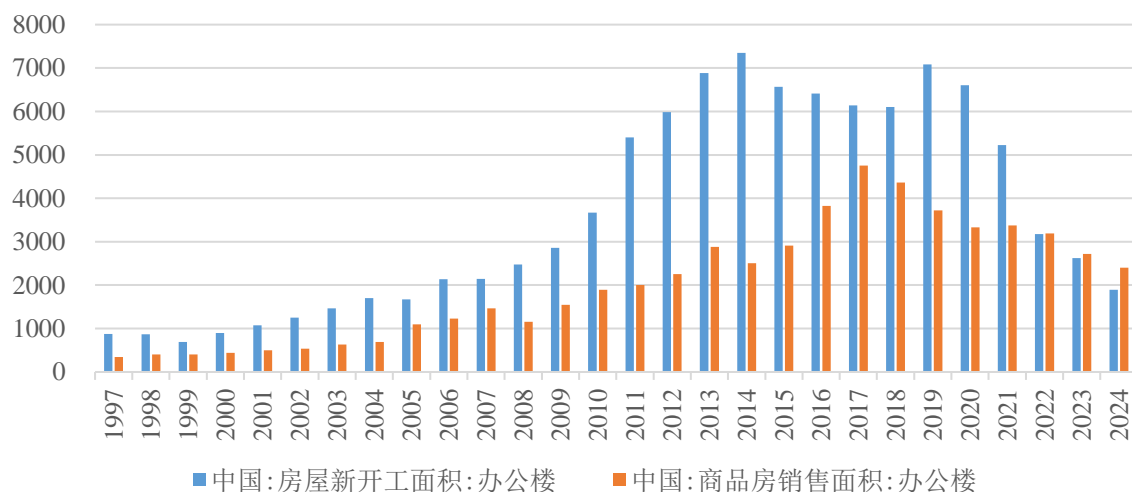
当前中国一线城市办公楼空置率约为日本核心城市办公楼空置率历史峰值的两倍，办公楼市场复苏面临较大压力，供需格局仍需通过较长时间来扭转。

2022 年以来，中国一线城市办公楼租金水平加速下降，空置率整体上升，目前空置率已超过 20%，供给过剩态势显著。办公楼销售面积于 2017 年见顶，但在 2018—2020 年新开工面积仍然出现小高峰，近三年随着这批项目建成投入市场，供需进一步失衡。



数据来源：CBRE，联合资信整理

图 2.6 中国一线城市优质写字楼空置率及租金水平变化情况（单位：元/平方米·月）



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.7 中国办公楼新开工及销售面积变化情况（单位：万平方米）

与日本相比，日本房地产泡沫破灭后，核心城市办公楼空置率峰值仅为 10%~12%，仅为中国现阶段一线城市办公楼空置率的一半，原因与日本城市人口的高度聚集有关。中国地域广阔，五大城市群带动区域协调发展，这在房地产市场繁荣期也造成一个问题，各城市均向外围区域大力投资开发新区，大量土地投入办公楼建设，当市场进入下行期后供给过剩更加显著。这种普遍性而非结构性的供给过剩，使得办公楼市场的复苏面临较大压力，供需格局仍需通过较长时间的控增量和去库存来扭转。

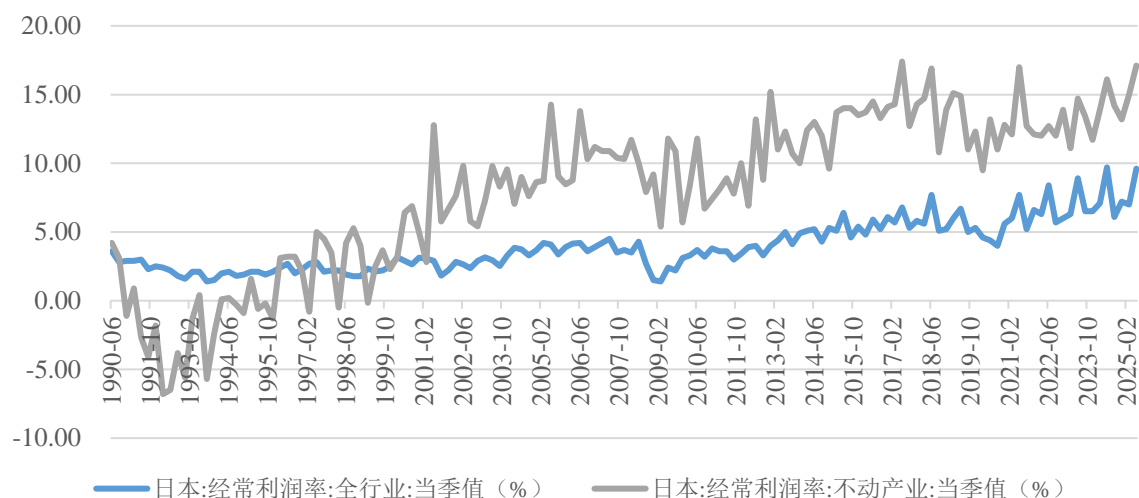
三、商业地产企业穿越周期之路

在过去几年的中国房地产上升周期，综合体业态快速发展，许多住宅土地在出让时要求配建商业、办公、长租公寓等，甚至要求一定的自持比例，导致住宅开发商普遍涉足商业地产项目。同时，由于住宅的快周转和高利润，多数商业地产开发商也积极参与住宅开发。进入房地产下行周期，近两年行业整体亏损，房企面临转型压力。我们同样以日本为例，从日本房地产企业穿越周期之路中，寻找对于中国的借鉴意义。

（一）盈利能力

在经历五年的行业整体亏损和大量企业破产出清后，日本地产行业于 2000 年起实现盈利复苏，市场修复、融资渠道拓展和融资成本下降共同推动地产行业利润率长期超越全行业平均水平。

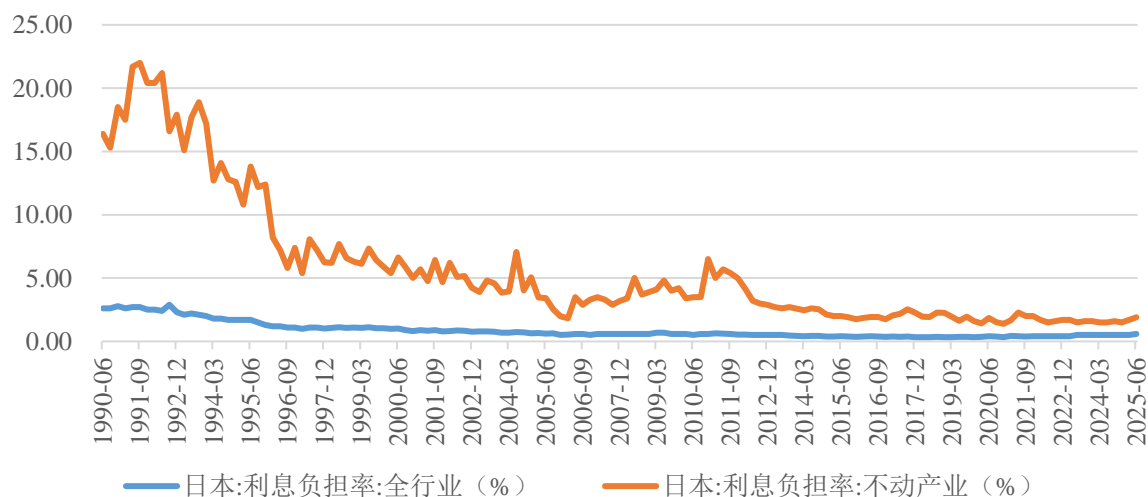
在日本资产价格泡沫破裂之前，不动产业曾长期保持高于全行业平均水平的利润率。在泡沫破裂后的 1990—1995 年，地价下跌、需求不振和沉重的利息负担使得不动产业整体经历了五年左右的亏损，大量地产企业在本阶段破产退出市场。1996—1999 年，不动产业利润率恢复至全行业平均水平。2000 年后，日本地产企业经营模式进一步转变，整体债务负担的下降也减轻了财务费用，不动产业利润率再次超越全行业平均水平。2000—2013 年，不动产业经常利润率主要在 5%~10% 区间波动，高出全行业平均水平约 3~5 个百分点；2014 年以来随着全行业盈利水平的提升，不动产业经常利润率基本提升至 10%~15% 区间，高峰期突破 17%。在经历 10 年的调整后，日本地产行业近 25 年来维持较高利润率水平。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.1 日本不动产业经常利润率对比变化情况

泡沫破裂前日本地产企业的高利润率主要通过高杠杆撬动，高杠杆放大了企业在市场繁荣期的回报，也在下行期加速了企业的出清。随着地产企业债务负担的减轻和利率水平下降，日本不动产业利息负担率（利息支出/销售收入）由高峰期的超过 20% 逐步下降至 5%~8%，再于近年来下降至 2% 以下，这也成为日本不动产业盈利提升的重要原因之一。

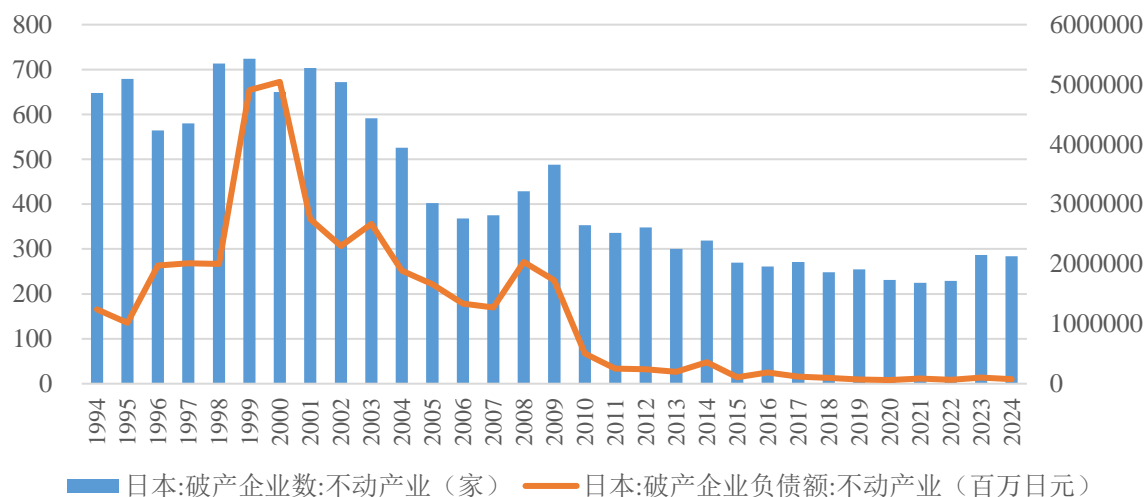


数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.2 日本不动产业利息负担率变化情况

（二）竞争格局

泡沫破裂后的十余年间，日本地产企业大量破产，行业集中度迅速提高。在 1999 年的高峰时期，破产企业数量达到 724 家，破产企业负债额约 5 万亿日元，占当年全产业破产企业负债额的 36%。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.3 日本不动产破产企业数量及破产企业负债额

在严峻的地产企业破产潮之后，陷入融资困难的地产企业急需新的融资渠道。2001 年 3 月，日本不动产信托投资基金（J-REITs）市场在东京证券交易所开设；2001 年 9 月，由日本地产巨头三菱地所和三井不动产作为发起人的两只 J-REITs 产品上市。2003 年起，日本政府放开 FOF 基金对 J-REITs 的投资，J-REITs 加速发展，底层资产涵盖的业态类型不断增加。次贷危机的爆发对 J-REITs 造成较大冲击，但在安倍政府实施经济刺激政策后，银行加大了对 J-REITs 市场的投资，市场再次进入快速发展期，J-REITs 持有的投资物业不断增加，成为地产行业的重要组成部分。

根据 Wind 数据，目前日本房地产上市公司（含 J-REITs）数量超过 200 家，总市值接近 50 万亿日元。我们将日本房地产上市公司大致分为五类。

（1）多元化房地产企业：以日本房地产巨头三菱房地产、三井不动产、大和房屋工业和住友房地产等为代表，市值占比超过 40%。

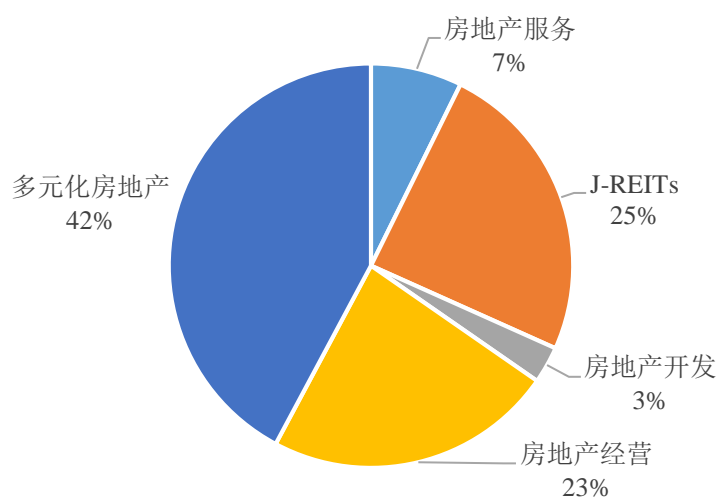
（2）J-REITs：市值占比达到 25%，底层资产涵盖写字楼、住宅、酒店及度假村、工业、仓储等多元化业态，其中市值最高的为日本建设。

（3）房地产经营企业：业务范围较广，涵盖房地产租赁、物业管理和不动产投

资等，以 HULIC（写字楼、养老设施及酒店）、大东建托（住宅租赁）等企业为代表。

（4）房地产服务企业：主要涵盖住宅代建、地产经纪等业务，代表企业为积水房屋、OPEN HOUSE 集团等。

（5）房地产开发企业：传统的房地产开发企业市值占比已下降至很低水平，以区域性中小型企业为主。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.4 日本房地产上市公司市值占比情况

从日本地产行业竞争格局中，我们进一步拆分商业地产经营模式。在日本长期负利率环境下，J-REITs 较为稳定的投资回报率吸引了大量机构和个人投资者，为商业地产的发展显著拓展了融资渠道。J-REITs 的底层资产有较多来自多元化房地产企业，这类企业规模较大且负债率较高，在行业下行期经历较大债务压力，因此积极通过分拆资产发起 J-REITs 上市进行轻资产化转型。尽管 J-REITs 已成为日本商业地产的重要组成部分，但日本房地产经营企业的轻资产化程度与美国相比仍然较低，“开发+持有+运营”的重资产模式依然是日本商业地产的重要经营模式之一。

（三）借鉴意义

从日本商业地产的发展进程来看，中国商业地产仍有广阔的发展空间。当前阶段，对于过去几年大幅拿地扩张、资产受限程度较高、非核心区域布局的商业地产企业，需关注其信用风险。

在日本商业地产发展历程中，我们看到 J-REITs 的推出对行业复苏的重要影响，

而 J-REITs 目前也已成为日本房地产市场的主要组成部分之一，促进了日本地产商在经营模式上的“轻重分离”。2025 年 11 月中国证监会就商业不动产 REITs 试点公开征求意见，这对于中国商业地产行业转型具有积极意义，后续商业不动产 REITs 是否也能成为重要的救市力量仍待观察。

此外，日本在经历房价泡沫破裂、盈利长期低迷和大量房企破产后，在商业地产市场形成了以大型综合性龙头企业（开发+持有+运营）、J-REITs（持有）、多样化的细分专业领域房地产经营企业（运营）为主的市场格局，此外中小型房地产开发企业也持有运营部分投资物业。目前中国综合性龙头房企的租金收入占比仍低于日本龙头企业水平，市场上的专业化多样化房地产运营企业也相对较少，随着住宅市场体量的下降，中国商业地产仍有广阔的发展空间，商业地产企业未来有望逐步向杠杆率下降、轻重分离、专业细分的方向发展。

结合中日商业地产的对比研究，对于本阶段的商业地产企业，我们重点关注以下风险特征：

（一）关注 2020 年左右大幅拿地扩张的商业地产企业。中国商服用地成交楼面均价于 2016 年起快速上涨，于 2020 年到达顶点后持续下跌。随着 2020 年左右高市场热度时期拿地项目逐步建成，在当前的市场环境下，其租赁表现和大宗交易出售价格均低于拿地时预期，项目存在亏损风险。以仓储物流细分市场为例，根据前瞻产业研究院数据，2019—2023 年间，中国仓库面积由 3 亿平方米增长至 4 亿平方米。在供给过剩、需求缩减的冲击下，2024 年仓储物流企业盈利普遍承压，龙头企业普洛斯中国首次出现大额亏损。

（二）关注资产受限程度较高的商业地产企业。在过去的房地产高速发展阶段，投资性房地产估值较高，甚至有部分房企为了融资而美化报表，通过高估投资性房地产公允价值，做大资产、权益和利润，降低杠杆指标。在当前基本面有待进一步复苏、部分城市库存倍数高企的背景下，投资性房地产整体存在较大减值风险，商业地产企业实际债务负担可能重于指标表现。而投资性房地产作为普遍使用的抵押物，其贬值也将对企业融资端造成压力，资产受限程度较高的企业腾挪空间也将相对有限。

（三）关注布局非核心城市与非核心地段的商业地产企业，同时也需关注城市库存状况与所处地段的产业聚集情况。商业地产市场需求的基本面与人口规模、人均收支水平、经济体量及经济结构、公共配套等因素高度相关，非核心城市的基本面复苏驱动力较弱。核心城市在基本面复苏后，其核心地段物业的运营改善程度也将显著优于非核心地段。此外，部分核心城市在过去几年内由于大量投资涌入而供给严重过剩，这些核心城市在长期内依然拥有很强的基本面支撑，但在短期内将面临供需失衡的冲

击，直到库存倍数回归合理区间。城市产业结构转型对于商业地产，尤其是办公楼和产业园区业态，也将是重要的影响变量，商业地产的核心地段将逐步向新兴产业聚集区域转移。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

相关研究

[日本房地产市场研究及对我国的借鉴意义](#)

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。