

二、中國大陸房地產、金融等企業債務違約影響

中華經濟研究院第一研究所副研究員吳明澤主稿

- 中國大陸疫後經濟復甦不如預期，且在三道紅線政策未有改變下，房企違約、破產事件層出不窮，房市需求降溫、房企資金斷鏈，成為現在最嚴重的金融風險。
- 中共官方雖提出《金融 16 條》政策救市，但效果不如預期，若經濟持續表現不佳，民眾信心無法恢復，房企違約風險短時間將難以降低，甚至可能外溢到金融體系，造成系統性金融風險。

（一）前言

自 2016 年習近平提出「房住不炒」政策後，中國大陸歷時最長、影響最大、對房企壓力也最重的「打房」就此展開，至今此政策大方向一直沒有重大的變化。如今疫情、通貨緊縮與債務問題更壓著中國房企喘不過氣，壓垮駱駝的最後一根稻草則是 2021 年初實行的「三道紅線，四檔管理」監理要求，收緊房企的銀根，使得眾多房企營運出現嚴重的困難。2021 年恆大集團爆發嚴重的債務違約後，房地產市場即風波不斷，房企倒閉留下大量「爛尾樓」亦引發 2022 年 7 月的拒繳房貸潮。地方政府為了拆解炸彈，雖然在政策上略有放鬆，並要求「保交樓」政策，但掐緊房企喉嚨的「三道紅線」政策卻聞風不動，房企違約與倒閉的情況難以改善。根據標普統計，過去 3 年已有超過 50 家房企違約或無法償還債務，若情況持續惡化，未來甚至可能外溢至金融體系，造成嚴重的金融風險。另外穆迪亦在 9 月 14 日將中國房地產業展望由穩定調降至負面。謹梳理近來中國房企與金融企業債務違約相關事件，並討論中國政策相關處置政策，與分析其可能之影響。

（二）近期陸房企與金融企業債務違約情形

2023 年以來，較為重要與受人矚目的房企與金融企業違約或幾

近違約之事件，包括：2023 年 1 月，曾在 2020 年躋身千億俱樂部的時代中國控股表示，為促進對離岸債務的整體管理，將暫停支付 6 筆美元債，成為 2023 年中國大陸第一家違約的房企，該公司亦被穆迪將其公司家族評級由 Caa1 下調至 Ca，並將公司的高級無抵押評級從 Caa2 下調至 C，展望維持負面。

而今年最受矚目的不外乎就是碧桂園的「技術性違約」事件，碧桂園曾為陸房企的優等生，2017 年在全中國大陸房地產銷售金額和銷售面積獲得雙料冠軍。然而在中國大陸緊縮房市政策後，碧桂園亦遭受衝擊，房市銷售大幅衰退。2022 年銷售金額僅 2,314 億元人民幣（以下同）較前 1 年大幅減少 55%，2023 年前 7 個月只有 733 億元，再衰退 50%。2023 年 8 月 3 日，穆迪將碧桂園的信評由 Ba3 降至信用風險更高的 B1「非投資等級」、同月 10 日再調降至 Caa1、同月 31 日再降至 Ca。8 月 8 日，碧桂園未能按時支付兩筆在新加坡交易所上市美元債 2,250 萬美元的債券利息，形成「技術性違約」，使其在上海證交所掛牌債券跌幅 20%、深交所掛牌債券也因跌逾 20%被臨時停牌。

儘管後來碧桂園與債務人進行債務協商，成功將其 6 檔境內債進行展延，也支付了原本應在 1 個月前就要支付的 2 筆美元債利息，但仍有 2 檔境內債尚未與債權人完成協商，且 2023 年與 2024 年到期的境外債仍有 7 檔，實質違約的風險仍在。

同月，中國大陸再次傳出知名房企「SOGO 中國」財務出現問題，主要經營商業地產出租，其業績報告揭露欠稅高達 19.86 億元人民幣，造成部分銀行借款本金的 42.32 億元人民幣可能發生交叉違約風險。

最後，房企的債務風險延燒到金融領域。中國大陸房企融資來源除了發行債券或向銀行貸款外，不少房企亦透過信託公司或資產管理公司進行項目融資。而中植集團（中植系）與其眾多金融公司是該市場的巨頭之一。據彭博社報導，中植集團未能兌付逾期理財產品，涉及的資金至少有 9,400 萬元人民幣。中植集團是最大的中國大陸資產管理公司，管理資產達上兆元人民幣，涉獵金融、地產、教育、科技、

新能源等，目前仍控制或參股宇順電子、ST 天山、凱恩股份等 8 家上市公司，但這些公司各自面臨著或退市、待售或虧損的困境。中植集團也是中融信託的第二大股東，持股比率約為 33%。上海證交所於 8 月 11 日公告中融信託未能如期償付高收益投資產品，涉及資金達 3,500 億元人民幣。

(三) 中共官方處置政策與成效

在爆發大型房企違約與停貸潮等對房市甚至金融市場造成嚴重衝擊事件後，中國人民銀行與銀保監會於 2022 年 11 月發布《關於做好當前金融支持房地產市場平穩健康發展工作的通知》(俗稱《金融 16 條》)，主要內容包括穩定房地產融資、積極做好「保交樓」金融服務、積極配合做好受困房地產企業風險處置、依法保障住房金融消費者合法權益、階段性調整部分金融管理政策、加大住房租賃金融支持力度等六方面。陸媒稱該政策「力度空前」，且將房企債務延期與支持性貸款，有助緩解房企流動性壓力，而保交樓政策亦可提升購屋者信心，似乎有信心可以順利解決房企違約問題。

然而，如前所述 2023 年開始中國大陸房企違約的情況相較過去沒有任何的改善，反而有愈演愈烈的趨勢，連房企資優生一碧桂園都出現債務違約的徵兆。根據英國金融時報指出，保交樓政策實行至今，因為找不到信用良好的開發商，放款率僅有 1%，其中最主要的原因是銀行取得中國人行的專項貸款後，還必須核發一筆金額加倍的配套貸款，給予停工建案融資，但這些銀行卻不願向陷入困境的建案放款。

而且雖然《金融 16 條》由政策性銀行提出數千億的專項貸款，但金額相較之下根本杯水車薪。媒體引述地方官員說法，2 個批次共 4,000 億元人民幣的專項貸款，約可發放給 400 萬戶房源，但僅恆大一家待交付房源就達到 150 萬戶。即使《金融 16 條》鼓勵銀行持續貸款給房企，但銀行為本身風險考量，基本上只會對風險較低者進行貸款，能透過專項借款完成交付的，多是主體架構已經基本完成，但幕牆、外立面、窗戶等裝飾工程未完成的建案。建築業第三方資訊平

臺「百年建築網」對全中國大陸範圍內 1,114 個項目的保交樓交付進度進行調研，截至 2023 年 5 月底，在保交樓部分僅華南、華北交付進度較好，比例達 56%和 40%，但西南和華中地區交付比例僅 15%和 16%。

最後，《金融 16 條》對房企延長貸款的期限已經快到了，但效果仍然有限，因此中國人民銀行與銀保監會於 2023 年 7 月，將《金融 16 條》適用期限統一延長至 2024 年 12 月 31 日，希望以時間換取空間，能降低房市債務風險。

(四) 陸企業債務違約之可能影響

中國大陸此波房市的問題除了是過去高槓桿營運下造成的累積風險外，亦包括中國大陸民眾對於未來經濟前景不安、對房市信心不足而造成的需求不足，以及「三道紅線」這個勒住房企脖子的政策所致。儘管官方已略有放鬆對於房企的緊縮政策，並提出上述的《金融 16 條》強化對房企的金融支持，然房企的債務問題仍然嚴重。據陸媒初估，未來 1 年中國大陸 289 家房企共約 9,600 億元人民幣（以下同）債務將到期，央企及國企占最多達 80%。另外，2023 年 9 至 12 月平均每月到期債務近 800 億元，而 2024 年 3 至 4 月單月債務到期規模甚至超過 1,000 億元。

2022 年底中國大陸經濟開心迎來解封，2023 年第 1 季出現亮眼的經濟成長率（4.5%），第 2 季更是到達 6.3%，然而此亮麗的數據並非是經濟真實的表現，更多是去年第 2 季的基期過低所致。即使官方持續加大寬鬆的政策，但 PMI 指數自 2023 年 3 月至 8 月已連續 6 個月處於榮枯線（50%）以下，而消費者物價指數（CPI）同比自 2 月以來亦均低於 1%，工業生產者出廠價格指數（PPI）更是自去年 10 月以來均呈負值，通貨緊縮的疑慮持續加深。

根據國際貨幣基金會（IMF）的預測，2023 年中國大陸經濟成長率僅 3.8%，而明年雖然回升至 5.5%，但未來將持續下降，2025 年為 4.1%、2026 年為 4%，2027 年後將降至 4%以下，經濟要如過去之高速成長已非常困難。以 2023 年 8 月底來看，出口累計成長率已降至

-5.6%，除了外貿不振外，以往帶動其經濟成長的主要動力如消費與投資均呈現疲軟的情況，對經濟前景的悲觀使人民更難以負擔買房的龐大支出，對房地產的需求不足會更加深房企經營的困難與違約風險。

另外，陸房企經營不善與房市違約風險亦將造成其金融體系承受非常大的壓力，房地產相關貸款占整體銀行業貸款比重接近 1/4，占中長期貸款比重更高達 35%，而其不良貸款自 2014 年起開始快速上升，由 263 億元增加到 2020 年的 1,339 億元，之後統計金額雖仍未發布，但可預料的是仍會持續成長。值得關注的是，房企的負債結構中，金融負債占比約 31%，其中銀行貸款不到一半，其另外的近 7 成是個人預收房款和上下企業墊款，亦即若房企經營不善而破產倒閉，其所牽連的產業上下游均會受到嚴重衝擊，而該些產業向金融業的貸款亦會遭到波及，而連帶造成金融業的風險。

綜合以上分析，在短期內中國大陸房企經營的情況難以顯著的改善，房企違約甚至破產倒閉的情況仍會持續發生。而且中國房地產投資占其 GDP 約 13%，若考慮供應鏈則約占 30%，房地產的產業關聯效果非常大，一旦房企違約與倒閉潮爆發，恐怕不是如過去的小型銀行擠兌、P2P 爆雷風險般，中共可以輕易控制，引發系統性金融風險的可能性將會大增。雖然官方已提出若干提振房市的政策，但看來效果非常有限，且在持續進行寬鬆的貨幣政策使利率持續下降下，房地產的需求似乎亦並未有所起色。若中國大陸經濟持續下行，民眾需求持續萎縮，房企銷售難以提升，則再多的支持政策恐怕也無濟於事。