

二、中國大陸 2023 年房市、地方債風險觀察

政治大學財政學系特聘教授胡偉民主稿

- 陸房市供給需求均處嚴重低迷，相當程度歸因於「三道紅線」政策對供給面的抑制，及「房住不炒」對需求面的緊縮。
- 地產行業正式進入負增長時代，惟土地出讓占地方財政 40% 以上，連帶對基層政權財務融通造成重大困難。
- 地方政府以土地出讓金作為借、還款擔保模式，已因地產行業衰退趨向終結；恐將連帶衍生國企、銀行金融風險，值得觀察。

（一）前言

根據中共國家統計局 1 月 17 日公布的資料，2022 年陸房地產開發投資額為 13.3 兆元人民幣（以下單位亦同），與 2021 年相較（同比）下降 10%，其中住宅投資 10 兆元，同比下降 9.5%。商品房銷售面積 13.6 億平方公尺，同比下降 24.3%，住宅銷售面積下降 26.8%。商品房的銷售額 13.3 兆元，下降 26%，住宅銷售額下降 28.3%，是 5 年來新低；銷售面積則是 10 年來最低的水準（中共國統局，2023.1.17）。

與此同時，國統局 1 月份公布的 70 個大中城市的房價指數同比下跌 1.5%（中共國家統計局，2023.1.16），跌幅與 2022 年 12 月相同，是連續第 9 個月的下跌。中國指數研究院所發布的「1 月份中國房地產指數系統百城價格指數」則另指出其所關注的陸 100 個城市新建住宅平均價格，相較於上個月（環比）下跌 0.02%，同比則下跌 0.03%。而二手房平均價格環比下跌 0.11%，同比則下跌 0.81%（中國指數研究院，2023.2.1）。由陸房地產市場量、價俱下的情況可以推斷，當下房市供給與需求都處低迷狀態。而供需的不振應該相當程度歸因於「三道紅線」政策在供給面的抑制，及「房住不炒」政策對需求面的緊縮。

（二）2023 年房市、地方債風險觀察

「三道紅線」政策是指中共政府在 2020 年 8 月因應房地產業的

高負債、高槓桿與高周轉模式的特性所隱含的債務風險提出的「三條紅線、四檔管理」的管制規定。三條紅線包括「扣除預收款後的資產負債率需大於 70%；淨負債率大於 100%；現金短債比小於 100%」，並依三條規定的越線情況將房地產企業分為綠、黃、橙、紅四個檔次¹。自 2021 年 1 月政策開始推行後，恆大與融創等處紅檔的大型房企及其他相對槓桿較低的房企，開始受到人行與證監會的監控，限制「借新還舊」，以及限制房企的債券發行規模。

近年來中共對於「房住不炒」的政策訴求，主要應對的是 2016 年進行的「棚戶區改造」(棚改)所造成的房地產行業過熱的現象；由於「棚改」主要目的是大規模的進行城市重規劃：拆除城市中的老舊、危險住宅並建設新的住宅、公共設施等項目，雖然因此有效的刺激房地產投資而使經濟成長，但同時也伴隨與房地產供給的過度擴張和投機性需求，以及住宅價格大幅上漲的後果。

為了使房地產市場步入正軌，及應對住宅價格大漲所造成的經濟發展與社會問題，習近平從 2017 年 10 月的「十九大」與 12 月的中央經濟工作會議，開始反覆強調「房子是用來住的，不是用來炒的」，並從 2018 年 3 月後逐年提出政策阻止房地產的信貸擴張，控制房價，並壓制房地產的投資屬性。官方為了讓房地產業去槓桿而在供、需兩面限制貸款的重藥確實發揮了藥效，但因為房地產業具有高資金周轉性質，嚴格的限貸使房企無法「借貸還貸」，而導致「把嬰兒隨著洗澡水一起倒掉」的結果。

首先，由於房地產企業的資金鏈斷裂，直接導致 2022 年中爆發的爛尾樓「強制停貸」風潮，而這代表雖然政府計畫中的投機性需求受到政策的抑制，但非預期的「剛性」(非投機)需求也連帶的大幅降低。即使北京計畫安排 1 兆元的貸款為房地產廠商紓困(路透社，2022.7.25)，但爛尾樓的經濟與社會後果餘波未平(紐約時報，2023.1.30)。其次，由於市場長期對於房地產市場持有的樂觀態度，陸房地產企業

¹綠檔指三道紅線全未過線的房企有息貸款的年增率不能超過 15%，黃檔指杠杆率低於 80%，債務償還率大於 120%，現金流量債務比大於 1.2 倍，這類房企的貸款年增率不能超過 10%；橙檔指杠杆率低於 100%，債務償還率大於 150%，現金流量債務比大於 1.5 倍，這類房企的有息貸款年增率不能超過 5%。紅檔指杠杆率高於 100%、債務償還率小於於 150%、現金流量債務比小於 1.5 倍，這類企業不能再增加有息貸款。

已在境內外累積大量債務。據路透社估計，在 2022 年所涉及的到期債務規模有 1170 億美元（路透社，2022.1.19），而德勤、彭博社的資料指出，在 2021 年 1 月至 2022 年 6 月期間，共有 49 家國內和 74 家海外房地產公司發生債券違約，其中不乏恆大、融創、新力、大發、花樣年等大型房企，而到 2023 年底陸房地產行業也將至少有 2,920 億美元的在岸和離岸債務到期（德勤中國，2022.8.1；彭博社，2022.11.1）。

雪上加霜的是，根據克而瑞（CEIC）2023 年 1 月的報告，雖然疫情管控已然全面鬆綁，但市場需求及購買力不足，以及春節期間房企推盤積極性普遍不高以致樓市開局不順，陸 1 月的百強房企的銷售額僅達 3542.9 億元，同比降低 32.5%，環比降低 48.6%，與 2022 年 2 月相較降幅達 11.8%，且其預計短期內，市場的成交額不會出現明顯回溫的情況。克而瑞研究團隊判斷行業下行並真正迎來負增長時代已成為共識，2023 年行業規模的樂觀預期是止跌（克而瑞，新浪財經，2023.2.1）。與此同時，這些住宅銷售與土地出讓的劇烈下降毫無疑問表明，陸巨大的房地產泡沫已經破裂，在該市場達到拐點之前，低迷或將還會持續一段時間（華爾街日報，2023.1.23），因此可預期今年房企仍會出現大量的債務違約，以及企業倒閉。

由於土地出讓是地方政府非稅收入的主要來源，根據第一財經報導，其佔地方財政總收入的比重在 2020 年和 2021 年超過了 40%（第一財經，2023.1.10），也因此房市的低迷對位居於產業鏈上游的地方政府的財務融通也造成重大的困難，並可能對國企與金融業造成連帶傷害。以地方政府 2022 年預算為例，該年地方政府的一般公共預算本級收入約 10.9 兆元（中共財政部國庫司，2023.1.30）、中央對地方轉移支付約 9.8 兆元（中共財政部，2022.8.30）、國有土地使用權出讓收入約 6.7 兆元。扣除地方一般公共預算支出約 22.5 兆元、國有土地使用權出讓收入相關支出 6.4 兆元，因此地方政府 2022 年需舉債約 1.5 兆元彌補財政缺口。然而這些依法公佈的負債，並非地方政府僅有的債務。

陸地方政府債務主要分兩大類：第一類是地方政府債，又分為實施一般政務所融通的一般債以及專為地方建設所借的專項債。因為地方政府對其負有法定償還義務，也因此會公佈相關數據。另一類債務則是隱形債，其主要目的是彌補地方政府應對中央所交付建設任務之

不足經費，以及地方官員為了升遷而發展地方經濟所需的建設經費而設立的地方融資平臺或城市投資開發公司(城投)發行的債券(Su, Tao, Xi and Li, China and World Economy, 2012.8.1)。雖然地方政府對於這些債券具有償還責任，但依法不需公布有關資訊，因此有關的規模主要依賴民間機構的估計。

根據中共財政部公布數據，截至 2022 年底，地方政府債務累計 35 兆元，其中一般債務 14.4 兆元，專項債務 20.7 兆元，當年支付利息 1.1 兆元，年均利率約 3.1%。野村證券首席中國經濟學家陸挺估計，到 2020 年，陸地方政府隱性債務(包括貸款與債券)已達到 45 兆元(約 7 兆美元)，相當於全國 GDP 的 44%，相較於 2010 年隱形債成長了 4 倍(南華早報，2022.2.1)，占 GDP 的比例則成長了 2 倍。高盛集團 2021 年估計的地方政府隱性債務為 53 兆元人民幣，達當年 GDP 的 52%(彭博，2021.9.28)。湖南經濟研究公司 Mars Macro 則估計到 2022 年中，地方政府金融機構發行的隱形債可能達到 65 兆元(約 9.6 萬億美元，CNN Business, 2023.2.1)，達 2022 年 GDP 的 54%。

由於隱性債務的收益率高於一般債與專項債，如果以 3.5%(相對於上述的 3.1%)的利率計算，地方政府每年為隱形債支付的利息大約 2 兆 3000 億元。如果結合地方政府的一般債與專項債，陸地方債在 2022 年的累積總額應該已超過 100 兆元，為 2022 年國內生產總額的 82.6%，年總支付利息為 3 兆 4000 億(1.1 兆+2.3 兆)元，為地方政府 2022 年一般公共預算本級收入與土地出讓淨收入(10.9 兆+0.3 兆)的 30%，也就是說在 2022 年地方政府的每 100 元收入中，30 元須用在利息支付。

(三) 結論

根據國統局 1 月資料顯示，由於 2022 年房地產行業的低迷，地方政府的土地出讓面積與土地出讓金全年同比分別減少了 53.4%與 48.4%，也因此可以預期地方政府以賣地取得財政資金，以融通建設，甚至於還款的能力將進一步減弱。而根據近期媒體報導，確實已開始有城投公司因為無法還款，而與銀行協商重組債務的情況。

在 2022 年底，貴州規模最大的城投公司「遵義道橋建設」與銀行達成貸款重組的協議，將 155.94 億元銀行貸款重組後，期限調整為 20 年，年利率調整為 3%至 4.5%，前 10 年僅付息不還本，後 10 年分期還本（第一財經，2023.1.5）。此外，另有累計 31 家城投主體（含子公司）有銀行貸款的逾期、欠息或展期現象，範圍遍及 12 省份。個別違約金額可高達 20 至 60 億元。而這類債務重組的協議所預示的可能是地方政府以當下和未來的土地出讓金用以還款與作為借款擔保的模式，已經因為陸房市的衰退而趨向終結。由於城投公司或地方融資平臺所發行債務的主要貸方是大型國企與國有銀行，如果未來地方政府債務發生大規模的債務違約，則可能會連帶地造成金融風險，有關情況值得後續密切觀察。