

七、中國大陸房市風險及官方作為觀察

臺灣經濟研究院兩岸發展研究中心主任陳華昇主稿

- 2022 年房企困局使其普遍面臨銀行貸款不易和資本市場籌資難等困境，房企債務違約頻發不僅拉升金融體系的系統性風險，也大幅增加地方政府隱形負債。官方雖頻繁推出政策紅利，然房市復甦未見曙光。
- 習於「二十大」報告再提「房住不炒」，未來地產作為投資商品的風險加大；也顯示中共仍不樂見市場快速轉好而致房價再度飆漲。

（一）中國房地產業之重要性及其影響

中國大陸的房地產業在其經濟發展歷程中具有重要的角色和地位，亦在其金融體系持續壯大過程中發揮積極的槓桿作用。房地產及其相關產業大約占中國大陸 GDP 的 25% 至 30%，約貢獻 40% 的政府財政收入，並構成約 60% 至 70% 的家庭資產，顯見房地產業、房地產資產對於中國大陸經濟發展、財政收入、金融體系及一般家庭的重要性。當房地產市況景氣向上成長時，不僅房地產價格普通上漲，銀行房貸業務擴增，周邊產業如鋼鐵、水泥、傢俱業也業務暢旺，而呈現全國經濟欣欣向榮；然若房地產價格急速上漲，炒作之風形成，致使房地產泡沫破裂，則房地產及其相關產業景氣下滑，營運業績萎靡不振，將導致中國大陸經濟發展速度放緩。

長期以來，由於中國大陸經濟快速成長，鄉村人口大量湧向城市，且人民所得提高，要求生活與居住品質愈來愈高，因而帶動各城鎮地區房地產的高度發展，也促使近三十年度中國大陸房市的景氣繁榮與房地產價格高漲，而各方輿論迭有批評地方政府、金融機構和房地產業者聯手炒作房市之聲浪。故 2016 年以來習近平即提出「房子是用來住的，不是用來炒的」，至 2019 年中共中央經濟工作會議明確「房住不炒」之定位，2020 年中共中央經濟工作會議時即提出要「解決好大城市住房突出問題」，其後並提出「三穩：穩地價、穩房價、穩預期」原則。

然而 2020 年因 COVID-19 疫情衝擊，中國大陸民眾將資金投入

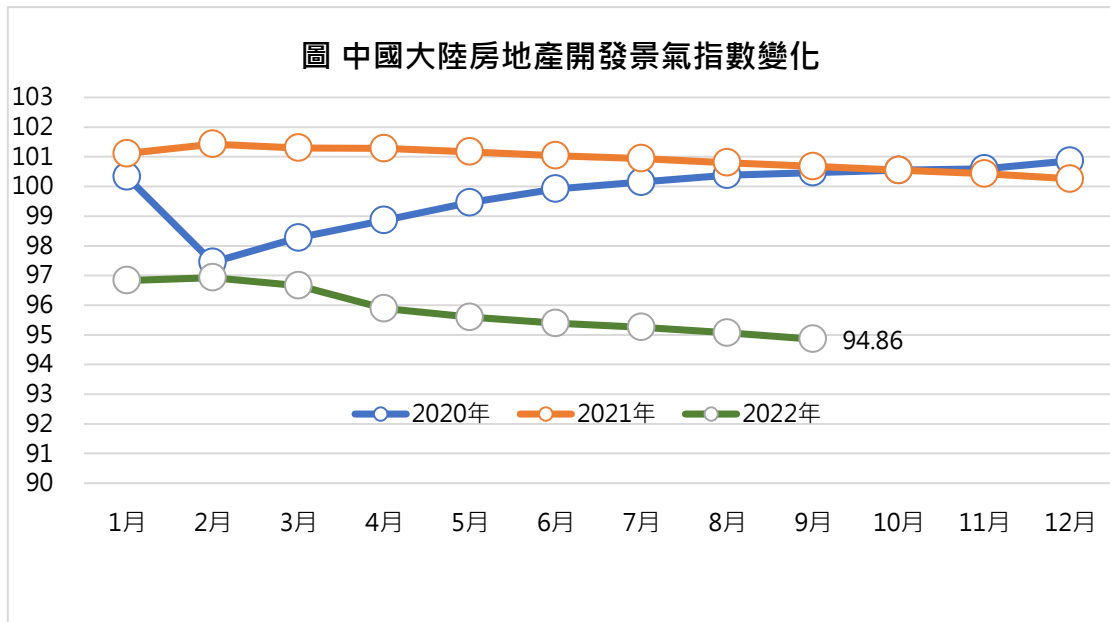
其認為不易貶值甚至會上漲的房地產避險，推高房價持續攀升。觀察當時中國大陸房地產核心問題，即民眾認為政府為發展經濟而對房地產依賴程度甚高，且房價下跌會造成民眾資產縮小、甚至引起社會動盪，故政府不會讓房價下跌。在此觀念推波助瀾下，房地產業者大興建築、大肆宣傳，導致民眾資金持續投入房地產，推升房市泡沫。至 2021 年間，中國人民銀行黨委書記、銀保監會主席郭樹清強調，中國房地產相關貸款占銀行業貸款的 39%，還有大量債券、股本、信託等資金進入房地產行業，房地產是當時中國大陸金融一大風險。故中共乃自 2020 年 8 月起，推出強制去槓桿的「三條紅線」政策，加強對房地產的管理、對房市炒作的管制、對房市交易亂象的整頓，其目的在降低房市風險，但卻也造成房地產業之震盪。

而自 2021 年恆大事件爆發以來，中國大陸各地方湧現中小型房地產業者倒閉潮，房地產企業的流動性及財務危機持續延燒。由於地方財政命脈在土地出讓，以及來自土地、房產之課稅，而近期以來，房地產業者面臨經營危機，一旦房地產業者倒閉、擔保品又不足額，則金融機構原來對其放貸將追討無門成為爛帳，則地方政府不僅須處理金融機構資金不足問題，也更難以向地方銀行取得資金維持財政平衡。2022 年房企困局使其普遍面臨銀行貸款和資本市場籌資難度及成本提高，因而引發更多房企債務違約事件，不僅使得房地產市場和金融體系之系統性風險升高，也大幅增加地方政府隱形負債，其財政風險持續升高。凡此均為中國大陸房市問題引發之政經社會風險，而為中共所困擾之重大施政課題。

（二）近期中國大陸房市發展情勢

受到美中貿易戰、科技戰衝擊，以及因防疫需要而反覆採取較為嚴格的清零政策與封城措施之影響，均減緩了中國大陸經濟成長的速度與幅度。尤其自 2021 年中以來，中共加強對網路科技平臺、大型科技民企及房地產業者進行經濟管制，以致中國大陸經濟發展動力減緩，並使得失業率上升，還有主要城市房地產價格下跌，以及購房者為等待停滯建案（爛尾樓）復工、完工而拒絕再向銀行繳付房貸，凡

此種種情形都不利於房地產市場的發展，嚴重影響整體房市發展，而加劇了房市風險升高情勢。



資料來源：作者自繪

從中國大陸近 3 年房地產開發景氣指數變化情形觀察，在 2020 年 COVID-19 疫情爆發之初引發房地產景氣突然下滑後，自 2020 年 3 月其恢復上行趨勢，至 2021 年 2 月以後又呈現緩步下行的趨勢，至今（2022）年初則加速下滑，來到近年新低點。而今年第三季房地產業產值較去年同期減少 4.2%，前三季則減少 4.4%。

2022 年前 9 月全國房地產開發投資僅 10.356 兆人民幣，較去（2021）年同期衰退 8%。其中，住宅新開工面積 69.483 兆平方公尺，較去年同期下降 38.7%；同期間商品房銷售金額為 9.94 兆人民幣，較去年同期衰退 26.3%；同期間房地產開發企業到位資金 11.43 兆人民幣，較去年同期衰退 24.5%，而同期房地產開發企業收到定金及預收款 37.348 兆元，較去年同期下降 34.1%。從上述諸項分項指標呈現衰退的走勢，可發現今年房地產開發與銷售情況不佳。相關房地產開發和銷售資料都顯示，整個中國大陸房地產市場形勢嚴峻，而且有持續惡化之趨勢。

從房地產企業營運情形觀察，自 2021 年中恆大事件爆發以來，房地產銷售情況不佳，多家房企爆發債務危機，融資管道進一步受

阻，流動性面臨壓力影響；尤其，2022 年受到疫情反覆影響，中國大陸上市房企上半年營運績效欠佳。根據 2022 年上半年財報資料，顯示近八成房企上半年獲利下滑，並有 55 家虧損，合計虧損 595 億元人民幣，虧損的家數和金額都達到歷年來最高。相關情勢引發西方媒體輿論關注中國大陸房地產面臨的問題，及其房市泡沫破裂可能引發金融危機的情勢。

就中國大陸四大銀行（工商銀行、中國銀行、農民銀行、建設銀行）之房地產貸款情形而言，2021 年其房地產業貸款額占貸款總額 5.7%，較 2020 年下降 0.4%，但在四大銀行的不良貸款中，房地產行業即占 12%。而 2022 年上半年，四大銀行房地產不良貸款共達 1,366 億元人民幣，較去年同期增加 264 億元人民幣，上升達 24%。像四大銀行之核貸制度與監管機制均較為健全，尚有如此嚴重的房地產壞帳問題，則中國大陸各地方性銀行近年來所累積的房地產壞帳問題更是值得關注。

而 2022 年 9 月中國大陸房價已呈現連續第 13 個月下跌的局面，顯示出儘管其政府已推出一系列穩定房地產價格、振興房市交易的政策，然其房地產市場的復甦尚未見曙光，而仍面臨困境且存在風險。

（三）中國大陸房市困境及其風險

2022 年中以來，中國大陸「爛尾樓」問題持續擴大，涉及房企、銀行、地方政府及銀行監管等機關，並影響金融穩定、經濟成長和眾多民眾存款、家庭生計等層面，是為中國大陸房市當前之重大困境。

有關「爛尾樓」問題的發生，主要肇因於中國大陸房地產開發商因資金斷鏈，無法繼續完成興建中的房地產建案，以致民眾發現建案已經停工或進度嚴重延宕，又勢必屆期無法完工交屋，因而採取集體行動，拒絕再向銀行繳交房貸，從而又引發銀行資金斷鏈和民眾擠兌，造成銀行現金短缺而瀕臨倒閉或不得不暫停營業、中止支票兌現和提領領鈔。

而造成各地出現大量「爛尾樓」的深層原因，包括在經濟面，因為中國大陸面臨反覆的清零政策、封城措施導致總體經濟下滑；而在

政策面，中共自 2020 年以來由住房和城鄉建設部及國土資源部推出的限制房地產「無序擴張」的政策，壓抑房地產發展，造成以恆大為首的大型房地產企業的資金鏈斷裂，許多興建中的房地產建案缺乏資金難以為繼，遂乃出現大面積爛尾樓。而在司法面，中共反貪腐機構對國有房企前、現任主管進行調整和整治，先前已宣布對全國 25 個涉及房地產放貸弊案的金融機構和監管人員展開反貪腐調查，近期則加強對房地產公司（如廈門建發國際集團、四川華潤置地及深圳人才安居集團）高層主管進行反貪腐調查。相關調查揭露房地產業許多腐敗現象，即許多房地產貸款係出於政治原因而放貸的，授意的政治菁英則護航房地產業者，而從未完成的「爛尾」項目中受益。而在信心面，自 2021 年中，中國大陸重要房企之一恆大集團爆發財務困難、負債累累的消息，引發各界對於房地產景氣到頂和房企資金斷鏈的疑慮，至今年 7 月，恆大集團完成境外債重組的承諾確定跳票，更加影響各方對於房地產業未來營運狀況的信心。

具體而言，中國大陸預售屋房市近年爆發多家建商挪用資金、銀行授信流程違約放貸，而致後來因建商財務困難（或恐意捲款而走）、資金凍結，出現房企公司無法繼續完成興建中的房產，從而又引發房貸戶拒絕償還銀行貸款的情事。根據中國大陸媒體統計已有超過 18 省、90 個城市和都會區逾 300 個「爛尾樓」，其中包括許多知名建商將興建中的不動產直接宣告停工調查中，致使貸款買房的民眾群起抗議，或到建案現場維權，或要求地方政府處理金融機構與建商掛勾問題，並出現「聯名斷供」（集體拒繳房貸）的現象。標普則評估，中國銀行業可能因房地產危機損失超過 3500 億美元。

隨著建案停工、購屋民眾拒繳房貸，以及政府加強監管，中國大陸房地產市場危機擴大，其流動性緊縮問題已擴及到金融部門，導致不良貸款增加，進而使其規模高達 367.7 兆元的銀行業資產品質惡化。許多銀行業已從房地產部門撤出，致使房地產市場形成惡性循環，非中央政府正視問題且全力處理，不足以解決當前房市危機與風險。

自 2021 年中恆大集團出現債務償還困難現象時，中國大陸房地產市場持續低迷，同時引發全國各產業的負面連鎖反應，衝擊房地產

周邊及相關產業的健全發展。雖然中國大陸政府已設法避免恆大等房地產集團的無序破產，但全國各城市「爛尾樓」叢生，以及房企和地方銀行資金斷鏈的負面效應，已經擴散開來，使得中國房地產市場進一步惡化，並蔓延至許多相關行業，成為拖累中國大陸經濟的主要因素。諸如房地產企業無力支付帳單的情況下，鋼鐵、水泥、塗料等建材業者，以及建築服務等行業的公司被迫吸收消化了大量的壞帳，而可能導致企業虧損、被迫裁員，甚至倒閉，且推遲或無法向其下游、下包廠商支付帳單，以致在經濟社會各層面引發更大規模的連鎖效應和負面影響。

其中，除地方銀行勢將遭受牽連外，中國大陸鋼鐵需求至少三分之一來自於房地產業，房地產危機加劇，導致鋼鐵需求減少，2022年7月鋼鐵採購經理指數（PMI）跌至自2008年以來最低水準，8月和9月指數雖已回升，但仍在榮枯線50以下。根據彭博社分析，中國大陸鋼鐵業的眾多企業都在虧損，近三分之一的鋼鐵廠，可能會在5年內破產。

相關情勢顯示中國大陸房地產危機和困局，使得相關的鋼鐵、水泥、磁磚、塗料、鋁製品等建材以及傢俱、電器需求大減，致使中國大陸以建設為主導帶動經濟成長的模式難以為繼；因而中共寄望以刺激消費、擴大內需，來帶動服務業全面發展，形成所謂正向「內循環」的經濟戰略，實有其結構性的困難。

（四）中國大陸政府因應房市風險之政策措施

對於房地產業串連地方政府和金融機構，繼而採取高槓桿、高融資、大量興建、不斷炒作、抬高售價的行業發展模式，中共領導階層早有整頓之意圖，尤其近年房地產價格快速上漲已引發廣大民怨，甚且出現青年大嘆努力無用不如「躺平」之怒。同時，一旦房地產泡沫破裂將嚴重衝擊國家經濟與金融穩定，因而中共當局近年來已設定房地產改革作為施政重點之一，並為因應房市風險提出多項政策措施。

2016年中共中央經濟工作會議首次提出「房子是用來住的、不是用來炒的」的定位，2017年10月寫入中共「十九大」報告中。中

共中央屢屢提出「房住不炒」之訴求，媒體輿論開始關注房地產炒作問題，是為其政策蘊釀期。而 2020 年中開始為政策推動期，當年 8 月中共針對房地產業展開整頓工作，其政策措施是建立於銀行間信貸市場收緊的基礎上，訂定房企融資規則「三條紅線」，分別為房企剔除預收款後的資產負債率需大於 70%、淨負債率大於 100%、短期借款不得超過現金儲備。當時中國大陸房地產市場營運環境尚好，中共中央卻推出房市緊縮政策，意在避免房市泡沫破裂而硬著陸；即其政府希望限制房地產開發商在信貸市場上籌集資金的能力，為過熱的房市大幅降溫，但又不致於引發房市暴跌、崩潰而衝擊民生與經濟。

受到「三條紅線」規定之影響，恆大集團等房企之融資受限，資金運用與調度日漸吃緊；2020 年底至 2021 年中，恆大集團財務困難消息屢屢見諸報端。至 2021 年中恆大集團債務危機爆發，是年底政府介入參與其風險化解委員會，展開恆大集團債務重組工作，發現其債務規模高達人民幣 1.97 兆元，且另有大量隱性負債；於此同時，佳兆業、融創、富力等知名房企相繼出現債務問題，許多房企開發中的建案乃中止興建，形成新一波房地產業危機，而衝擊上下游產業鏈和金融市場，此為政策發酵期。

然在中國大陸房市經歷震盪和衝擊期間，中共官方原先仍拒絕予以大規模救助，嚴格規定房企債務依規定處理，致使房地產業債務惡化情勢蔓延擴散。直到 2022 年中出現「爛尾樓」及「停貸潮」現象，甚至引發地方銀行破產和群眾維權抗議，進一步衝擊房地產市場，也影響金融和社會穩定，從而迫使中共當局必須以因應疫情採取清零政策為由，對各大城市實施表面上是防疫封城措施，實則為防範民眾抗議群聚的公安管制。

「爛尾樓」及「停貸潮」也讓中共當局體認到房地產景氣下滑及其債務情勢惡化，已嚴重拖累其他相關行業，衝擊金融穩定及銀行機構營運，甚至未來數年可能成為銀行新增不良貸款的主要來源，進而推高銀行業的信貸成本。故而在 2022 年中，中國大陸中央房地產監管機構和地方政府陸續推出「穩樓市」之措施，以防房地產市場持續不景氣。為穩定房地產市場，2022 年 9 月 29 日人民銀行及銀行保險監督管理委員會發佈階段性調整差別化住房信貸政策，對於 2022 年

6至8月份新建商品住宅銷售價格與去年同期及與之前一個月比較均連續下降的城市，可自行決定在今年底前階段性維持、下調或取消當地新發放首套住房貸款利率下限。而中國大陸各地為適用此一政策，至10月中旬已有10個城市的首購房貸利率跌破4%，其急於拉抬、振興房市之意圖十分明顯。惟目前相關振興房市政策之成效尚未彰顯，房市下行趨勢亦未完全扭轉。

而且，習近平雖然在中共「二十大」開、閉幕講話中未提及「房住不炒」，但在較長篇的完整版報告內容中，不僅出現該措辭，同時更提及新的住房供給制度，未來民眾的住房將透過商品房、政府保障房和政府租房等方式解決，意謂著未來房地產作為投資商品的風險加大；也顯示「二十大」後中共中央仍不樂見房市景氣快速轉好而致房價再度飆漲。

（五）結語

未來中國大陸將持續針對房地產業推行「去槓桿化」的政策，加強整頓高負債、高財務槓桿的大型房企，並藉以「清洗」其高層主管；同時也將清理國有銀行和地方銀行之房地產壞帳，並改善和解決地方政府過度依賴出售土地作為財政收入的結構性問題。惟此係漫長而艱難的歷程，在完成此重大改革工程之前，中國大陸仍隨時會面臨到房市風險的可能衝擊。