

近期中國大陸房地產安全

王國臣

中華經濟研究院

壹、前言

房地產對中國大陸經濟的貢獻卓著。2021 年房地產業增加值為 77,561 億人民幣，占國內生產毛額（gross domestic product, GDP）的 6.8%；若考量房地產對其餘行業的中間投入，則貢獻上看 31.8%。其中，房地產開發投資占城鎮固定資產投資的 23.2%，是關鍵成長動能。¹住房亦囊括家庭總資產的 59.1%，為民眾財富的主要構成。²

土地財政更是地方政府的主要收入來源。2022 年城市維護建設稅、契稅、土地增值稅、房產稅、耕地占用稅、城鎮土地使用稅與國有土地使用權出讓金，合計占地方財政收入的 83.8%。³此外，土地儲備、房地產開發、個人與商業房貸合計占貸款餘額的 24.8%，顯示房地產攸關銀行穩定。⁴

房地產尚與金融市場緊密連動。2001 至 2022 年上市房企與滬深 A 股總市值的相關係數高達 69.5%。2021 至 2022 年，房地產與建築業公司債占比達 25.6%，並延伸到不動產抵押貸款證券（mortgage-backed securities, MBS）與不動產投資信託基金（real estate investment trust, RIETs），相關基金合計占資產抵押貸款證券（asset-backed security, ABS）的 19.9%。⁵

¹ 〈2022 年全國房地產開發投資〉，《中國國家統計局》，2023 年 1 月 17 日，http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202302/t20230203_1901712.html；〈2022 年全國固定資產投資〉，《中國國家統計局》，2023 年 1 月 17 日，http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202302/t20230203_1901711.html。

² 〈2019 年中國城鎮居民家庭資產負債情況調查〉，《中國人民銀行》，2020 年 4 月 24 日，<https://finance.sina.cn/money/lczz/2020-04-24/detail-iirczymi8099086.d.html>。

³ 〈2022 年財政收支情況〉，《中國財政部》，2023 年 1 月 30 日，http://gks.mof.gov.cn/tongjishuju/202301/t20230130_3864368.htm。

⁴ 〈2022 年四季度金融機構貸款投向統計報告〉，《中國人民銀行》，2023 年 2 月 3 日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4784452/index.html>。

⁵ 〈企業資產證券化業務備案運行情況簡報〉，《中國證券投資基金業協會》，2023 年 1 月 18 日，

不僅如此，2022 年底信託餘額為 15 兆人民幣；其中，8.1%投向房地產。⁶特別是，2022 年保險資金注入投資性房地產 1 兆人民幣，較上年同期成長（年增）20.9%，占保險資金運用餘額的 4.4%。⁷據此，本文旨在分析，近期中國大陸房市緊縮對其房地產安全的影響，並梳理北京當局的因應政策。

貳、當前中國大陸房地產走勢

中國大陸房地產市場持續低迷。2023 年前 8 個月，商品房銷售額累計 78,158 億人民幣，較上年同期衰退（年減）3.2%，較上月減緩 0.6 個百分點，連續第 4 個月放緩。商品房銷售面積累計 73,949 萬平方公尺，年減 7.1%，較上月減緩 0.6 個百分點，連續第 4 個月走落；銷售面積更退回到 2015 年同期的水準。

銷售疲軟壓抑房價。8 月底，商品房待售面積累計 64,795 萬平方公尺，年增 18.7%，較上月加快 0.6 個百分點，連續第 10 個月兩位數成長，並創 2017 年 6 月以來新高。8 月 70 個大中城市新成屋售價年減 0.6%，連續第 17 個月負成長；其中，僅一線城市維持正成長（1.7%），其餘地區皆跌入衰退區間。（見圖 1）

<https://www.amac.org.cn/researchstatistics/report/zczjhhybg/>。

⁶ 〈2022 年度中國信託業發展評析〉，《中國信託業協會》，2023 年 3 月 23 日，<http://www.xtxh.net/xtxh/statistics/48366.htm>。

⁷ 〈中國保險資產管理業發展報告（2023）〉，《中國保險資產管理業協會》，2023 年 9 月 22 日，https://www.sohu.com/a/722628008_120139385。

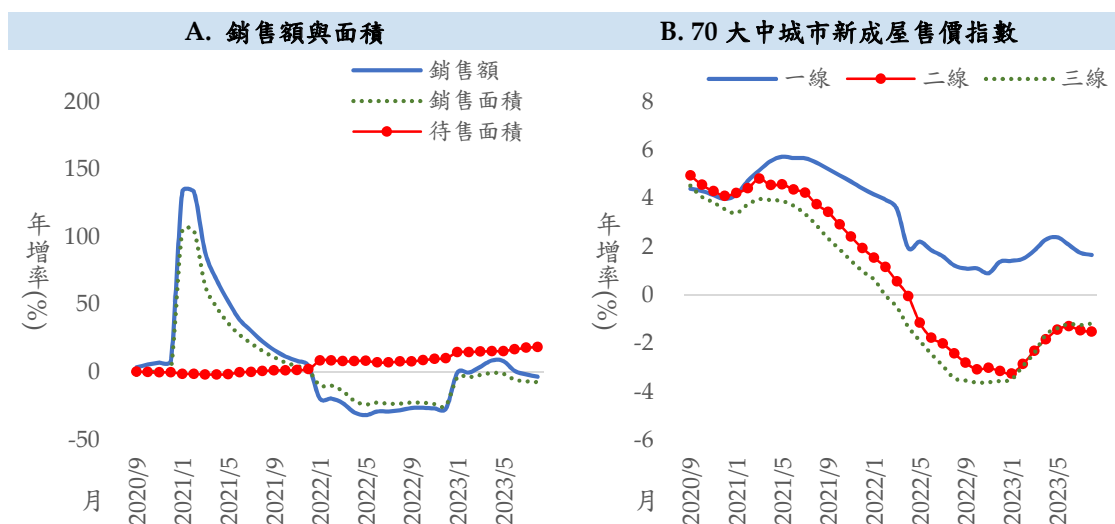


圖 1、新屋銷售（2020 年 9 月至 2023 年 8 月）

資料來源：本文整理自〈全國房地產市場基本情況〉，《中國國家統計局》，<http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/>；〈70 個大中城市商品住宅銷售價格變動情況〉《中國國家統計局》，<http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/>。

價格緊縮尚蔓延至中古屋與租房市場。8 月 70 個大中城市中古屋售價指數年減 3.2%，較上月減緩 0.1 個百分點，連續 19 個月負成長；其中，一線到三線城市全部崩跌。同期，36 大中城市房租價格中位數年減 1.1%，較上月減緩 0.3 個百分點，連續第 3 個月負成長，且一類至三類地段皆呈衰退。（見圖 2）

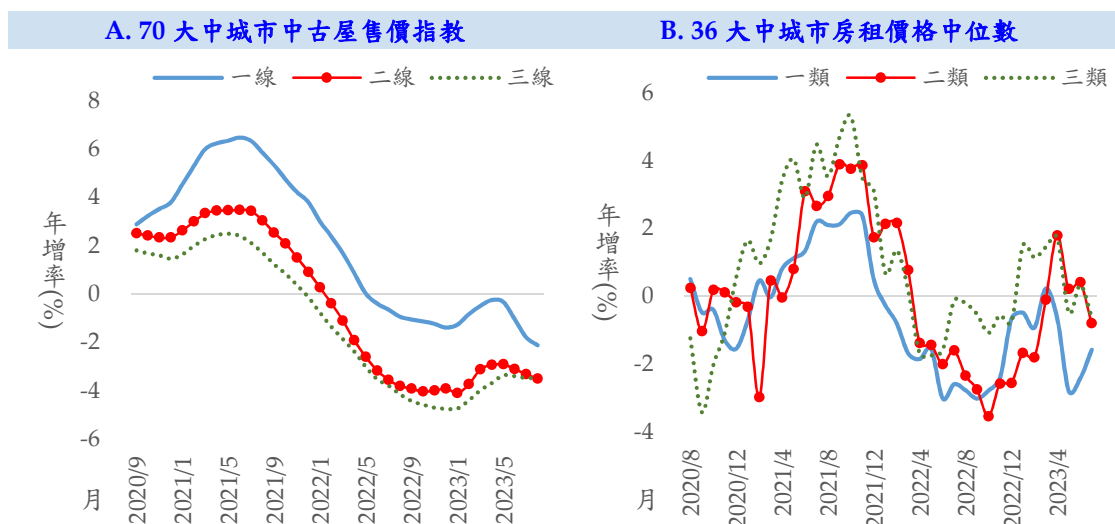


圖 2、中古屋與房租價格（2020 年 8 月至 2023 年 7 月）

資料來源：本文整理自〈全國房地產市場基本情況〉，《中國國家統計局》，<http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/>；國信房地產信息網，〈價格行情〉，<http://www.crei.cn/traden/>。

買氣頹迷也削減投資意願。前 8 個月，房地產開發投資 76,900 億人民幣，年減 8.8%，較上月放緩 0.3 個百分點，連續第 17 個月負成長，並創 2018 年同期以來新低。8 月房地產開發景氣指數（又稱國房景氣指數）收在 93.6 點，較上月下降 0.2 點，連續第 20 個月低於 100 點的景氣榮枯線，深陷衰退區間。

房地產投資動能不足，亦反映在土地閒置愈趨嚴重。前 8 個月，房屋新開工面積累計 63,891 萬平方公尺，較上年同期暴跌 24.4%，連續第 26 個月負成長，更創 2009 年全球金融海嘯以來新低。房屋施工面積累計 806,415 萬平方公尺，年減 7.1%，連續第 16 個月負成長，退回到 2018 年同期水準。（見圖 3）

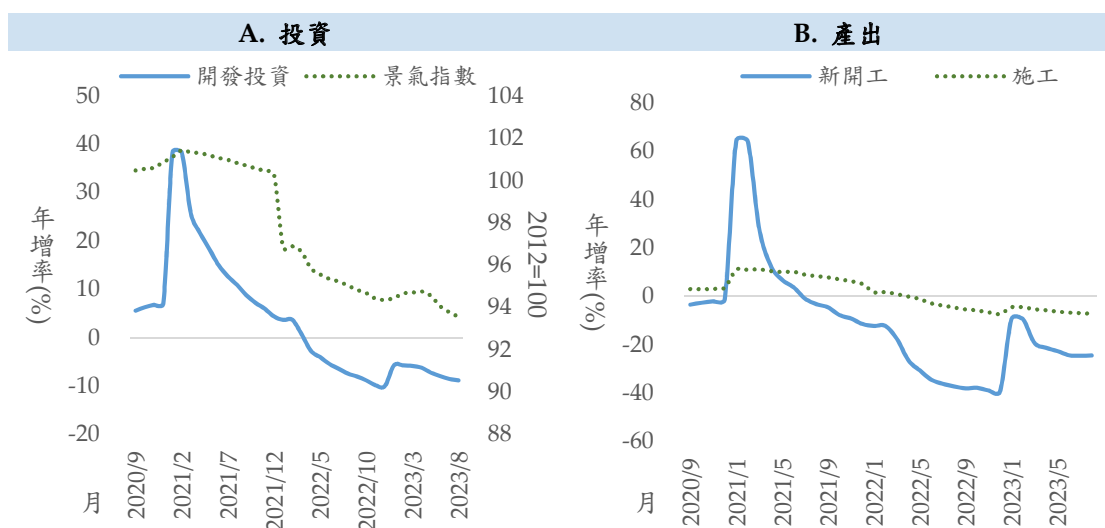


圖 3、房地產投資與產出（2020 年 9 月至 2023 年 8 月）

資料來源：本文整理自〈全國房地產市場基本情況〉，《中國國家統計局》，<http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/>。

房地產開發企業獵地動機也趨於淡薄。前 8 個月，土地成交面積累計 126,904 萬平方公尺，年減 16.5%，較上月收斂 1.0 個百分點，連續第 26 個月負成長。土地供應相應緊縮。前 8 個月，各地方政府釋出 152,839 萬平方公尺，年減 18.9%，較上月放緩 1.5 個百分點，連續第 27 個月負成長，並創歷史新低。

各地方政府還降價求售土地。每平方公尺土地競拍成交價格，由 2020 年的 2,812 人民幣，驟降至 2022 年的 1,858 人民幣；兩年間

崩跌 33.9%。2023 年前 8 個月方略微回升至 1,866 人民幣。影響所及，8 月土地溢價率僅 4.1%，較 2017 年 5 月銳減 39.5 個百分點，表示土地競拍成交價格，急遽向土地成本價靠攏。（見圖 4）

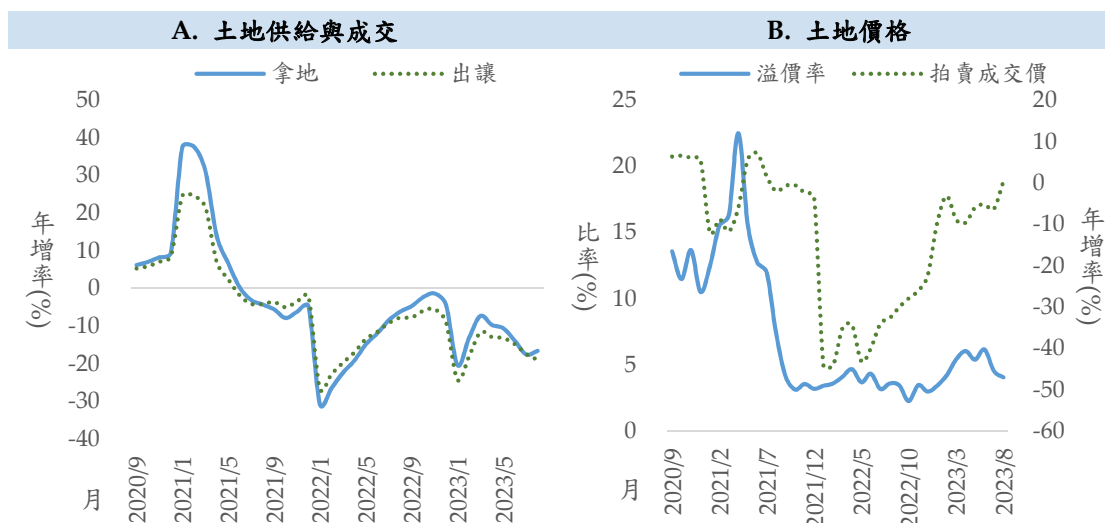


圖 4、土地供需與價格（2020 年 9 月至 2023 年 8 月）

資料來源：〈全國房地產市場基本情況〉，《中國國家統計局》，<http://www.crei.cn/tudi/>。

綜合上述，中國大陸房地產市場全面萎縮，從上游的土地拍賣，到中游的新開工與施工，再到下游的銷售皆無一倖免。影響所及，土地、新屋與中古屋售價，乃至房租同步走跌。價量齊縮壓抑投資動能，重創經濟成長。特別是，房企經營困難更觸發一系列的債務風暴，並可能導致系統性金融風險。後文進一步說明之。

參、中國大陸房地產風暴

2023 年上半年，中國大陸銷售前 20 大房地產企業營收合計 14,572 億人民幣，較 2019 年新型冠狀病毒肺炎（coronavirus disease 2019, COVID-19）前成長 8.6%；其中，招商蛇口與新城發展表現最為強勁，年成長率皆達三位數；反之，華夏幸福、世茂、恒大、綠地、中南建設與金科已出現疲態，營收都陷入衰退區間。

尤以關注的是，銷售前 20 大房地產企業營業成本，由 2019 年上半年的 9,854 億人民幣，膨脹到 2023 年上半年的 13,405 億人民

幣，成長 36.0%；其中，招商蛇口、新城發展與金茂的漲幅皆達三位數。金地與華潤置地緊追在後，營業成本約略成長一倍。華夏幸福、恒大、世茂與綠地，則相繼縮減營業成本。

收支相抵，銷售前 20 大房地產企業的營業利潤，由 2019 年上半年的 2,917 億人民幣，銳減到 2023 年上半年的 635 億人民幣，跌幅高達 78.2%；僅保利發展與華潤置地，勉強維持正成長。反之，碧桂園、融創中國、華夏幸福、世茂與金科，則陸續爆發虧損；赤字合計 471 億人民幣。（見表 1）

表 1、銷售前 20 大房地產企業（2023 年）

單位：億人民幣、成長率(%)

項目類別	證交所	營業收入		營業成本		營業利潤	
		金額	成長率	金額	成長率	金額	成長率
碧桂園	港	2,263	12.0	2,506	70.3	-356	-197.8
萬科	港	2,009	44.2	1,630	83.5	272	-31.0
中國恒大	港	1,282	-43.5	1,184	-20.9	15	-97.5
融創中國	港	585	-23.9	616	7.1	-83	-160.2
保利發展	滬	1,370	23.7	1,190	26.5	193	13.0
綠地控股	滬	1,742	-13.6	1,692	-9.8	68	-59.8
中海發展	港	892	8.5	690	29.0	168	-38.7
新城發展	港	425	142.3	351	210.5	39	-3.1
世茂集團	港	304	-46.3	273	-31.0	-3	-102.6
華潤置地	港	730	59.2	542	91.5	141	2.7
龍湖集團	港	620	60.9	481	85.3	84	-7.3
招商蛇口	深	514	208.3	482	242.9	49	-30.6
陽光股份	深	2	42.2	2	6.2	0	-107.3
金地集團	滬	369	63.9	346	96.8	33	-48.2
旭輝控股	港	313	56.1	264	86.6	27	-33.9
中南建設	深	228	-2.2	232	8.2	0	-99.1
金科股份	深	261	-0.1	263	20.4	-3	-108.4
中國金茂	港	268	82.1	224	140.6	7	-82.3
中梁控股	港	289	40.3	263	69.7	10	-65.6
華夏幸福	滬	106	-72.6	173	-35.2	-24	-120.2
合計		14,572	8.6	13,405	36.0	635	-78.2

資料來源：王國臣自行整理。

說明：港滬深表示香港、上海與深圳證券交易所。排名依據克而瑞 2019 年中國房地產企業全口徑銷售排行榜。成長率的比較基期為 2019 年。財務數據取自 2019 年與 2023 年期中報告。

運營困難導致債務違約頻仍。如表 2 所示，2023 年 9 月底，地產業公司債違約金額累計 3,163 億人民幣；營建業公司債違約也來到 580 億人民幣。部分兼營房地產開發的綜合型企業，舉凡中信國安、北京清華大學旗下啟迪科華，以及新武漢當代科技亦捲入其中，涉及 677 億人民幣的公司債違約。

違約風暴更擴散到下游產業。9 月底，建材與金融業公司債累計違約 639 億人民幣。特別是，國有房企遠洋集團發行的 37 億人民幣金融商品——遠洋地產寶財已宣告違約；7 億美元的海外債也無力償還。遠洋事件將牽連持股近三成的保險巨擘中國人壽。易言之，房市風暴恐觸發系統性金融風險。

表 2、房地產相關企業債券違約

單位：億人民幣

時間	地產	營建	綜合	建材	金融
2014 年	0	0	0	1	0
2015 年	0	4	4	27	0
2016 年	0	20	17	76	4
2017 年	0	92	4	35	0
2018 年	23	28	125	28	14
2019 年	75	156	146	21	106
2020 年	186	106	150	11	12
2021 年	526	107	70	20	79
2022 年	1,447	61	132	28	111
2023 年	907	5	28	16	50
合計	3,163	580	677	262	377

資料來源：〈資訊披露〉，《中國中央結算公司》

<https://www.chinabond.com.cn/xxpl/>；〈債券資訊披露〉，《上海清算所》

<https://www.shclearing.com.cn/xxpl/fxpl/>。

說明：2023 年最新資料為前 9 個月。

房企運營困難亦直接衝擊金融機構。如表 3 所示，2022 年 17 家國有與股份制（國股）銀行的房企不良貸款（non-performing loan, NPL），合計 3,675 億人民幣，年增率逼近五成（48.9%）；其中，郵政儲蓄、平安、光大、交通、招商、浙商、建設與廣發銀行的漲幅都超過一倍。僅渤海與中信銀行逆勢縮減。

另值得關注的是，10 家國股銀行尚揭露個人住房不良貸款，由 2021 年的 738 億人民幣，擴張到 2022 年的 1,127 億人民幣，年增 52.7%，且全部金融機構同步走揚；其中以建設與民生銀行為最，漲幅超過八成。特別是，個人住房不良貸款超過房企，顯示嚴格的疫情動態清零，重挫民眾所得以致還款困難。

表 3、國股銀行房地產不良貸款（2022 年）

單位：億人民幣、年增率(%)

項目類別	房地產企業		個人	
	金額	年增率	金額	年增率
中國交通銀行	146	176.8	67	32.4
中國銀行	560	61.3	-	-
中國建設銀行	336	148.3	238	84.7
中國農業銀行	460	63.4	273	44.4
中國工商銀行	445	31.7	254	64.3
中國郵政儲蓄銀行	31	13,804.5	129	36.9
光大銀行	70	185.4	-	-
民生銀行	155	62.4	29	83.4
招商銀行	153	171.4	49	28.3
中信銀行	85	-17.3	-	-
華夏銀行	30	254.0	-	-
上海浦東發展銀行	985	8.3	46	24.5
平安銀行	41	537.8	29	30.0
廣發銀行	77	134.5	-	-
興業銀行	46	27.2	-	-
浙商銀行	28	163.3	-	-
渤海銀行	27	-5.5	14	68.4
合計	3,675	48.9	1,127	52.7

資料來源：王國臣整理自各國股銀行網站。

說明：-表示資料無法取得。另恆豐銀行未按時發布財報。

不僅如此，1,716 家房地產與營建業企業，還涉及逾期承兌商業匯票；其占全部逾期承兌商票家數的比率為 71.6%。其中，江蘇計 343 企業逾期承兌商票，占全部逾期房企與營造商的 20.0%，高居各省市之冠。其餘依序是山東、廣東與浙江，比率分別為 11.1%、9.1%與 5.8%，顯示東部一線城市的災情最為慘重。

最後，資金鏈斷裂導致樓盤停工。2022 年 7 月底，中國大陸各地爛尾樓合計 348 項；其中，河南最為嚴峻，計 70 項，占全部爛尾

樓項目的 20.1%。其次是湖南，比率為 9.8%。第三是湖北與陝西，比率皆為 7.2%。第五是河北與廣西，比率皆為 6.9%。目前僅黑龍江、海南、青海與新疆未傳出災情。（見圖 5）

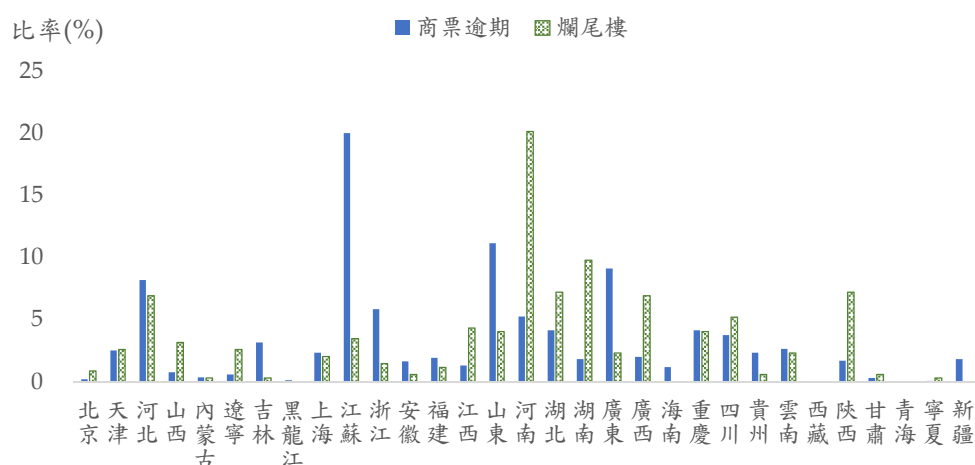


圖 5、逾期承兌商業匯票與爛尾樓分布（截至 2023 年 9 月底）

資料來源：〈全國各省市停貸通知匯總〉，GitHub，
<https://github.com/WeNeedHome/SummaryOfLoanSuspension/blob/main/README.md>；〈持續逾期名單〉，《上海票據交易所》，
<https://disclosure.shcpe.com.cn/#/notice/noticeTicket/vip>。

綜合上述，中國大陸房地產企業經營愈趨艱困，並觸發公司債違約與逾期承兌商業匯票，且墊高銀行不良貸款。尤其是，資金斷鏈造成爛尾樓激增，更引爆停貸潮。準此，中共中央政治局緊急將「保交樓」，納入最迫切的議程，防止態勢上升到政治性群體事件。後文詳細說明之。

肆、中國大陸穩房市措施

中國大陸穩定房地產仍仰賴貨幣政策。2023 年前 8 個月，人民銀行透過逆回購（reverse repurchase, RRP）、常備借貸便利（standing lending facility, SLF）、中期借貸便利（medium-term lending facility, MLF）、抵押補充貸款（pledged supplementary lending, PSL）、中央銀行票據互換（central bank bills swap, CBS），

以及國庫現金定存等公開市場操作工具，向銀行投放 2,941 億人民幣的貨幣。

尤以關注的是，MLF 抵押品於 2015 年 5 月增加地方政府債，2018 年 6 月再增加地方政府融資平臺（local government financing vehicles, LGFV），即各城市投資公司債（城投債），致使存款機構債權占人民銀行資產的比率，由 2015 年 4 月的 9.0% 驟升到 2023 年 8 月的 35.2%。影響所及，人民銀行資產由 340,888 億人民幣，擴表至 416,840 億人民幣。（見圖 6）

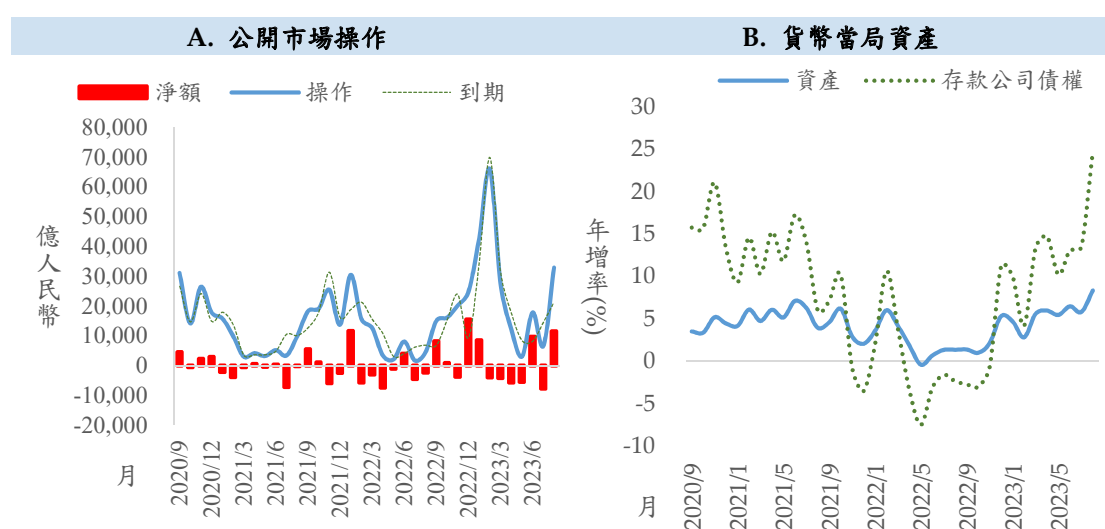


圖 6、數量型貨幣政策工具（2020 年 9 月至 2023 年 8 月）

資料來源：〈公開市場操作〉，《中國人民銀行》
<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/index.html>；〈貨幣當局資產負債表〉，《中國人民銀行》，
<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/4780803/4780805/index.html>。

人行尚祭出結構性貨幣政策工具（structural monetary policy instruments, SMPI）。一是撥款 3,800 億人民幣，成立房企紓困專項再貸款、保交樓與租賃住房貸款支持計畫。二是注資 3,512 億人民幣，予國家開發、進出口與農業發展銀行；此三家政策性銀行再加碼形成 6,743 億人民幣的基礎設施基金。SMPI 旨在紓解財政負擔，故又稱為準財政工具。

自 2020 年肺炎疫情爆發以降，人民銀行還 7 次下調金融機構存款準備金率，累計調降 2.5 個百分點，釋出 50,300 億人民幣的長期資金，疊加「應放盡放」的信貸政策，維繫房企流動性。目前加權平均存準率為 7.4%，距離歷史低位（7.0%），尚存 0.4% 的調降空間，估計可再釋出 8,000 億人民幣。（見表 4）

表 4、金融機構存款準備金率歷次調整

單位：比率(%)、億人民幣

時間	調降幅度	調降後存準率	釋放長期資金
2020/1/6	0.50	9.9	8,000
2021/7/15	0.50	8.9	10,000
2021/12/6	0.50	8.4	12,000
2022/4/25	0.25	8.1	5,300
2022/12/5	0.25	7.8	5,000
2023/3/27	0.25	7.6	5,000
2023/9/15	0.25	7.4	5,000
合計	2.50		50,300

資料來源：〈存款準備金〉，《中國人民銀行》，

<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125434/index.html>。

說明：觀測時間截至 2023 年 9 月底。

人民銀行亦 6 次調降貸款利率，減輕企業與民眾還款壓力。如表 5 所示，2023 年 8 月，7 天期逆回購與 1 年期 MLF 利率，各下調 0.10 與 0.15 個百分點。一週後，1 年期貸款市場報價利率（loan prime rate, LPR）相應下修 0.10 個百分點；5 年期 LPR 則維持不變。9 月存量首套房貸款利率也下調 0.10 個百分點。

表 5、政策利率歷次調整

單位：年利率(%)

時間	歷時(日)	7 天期 RRP	1 年期 MLF	1 年期 LPR	5 年期 LPR
2020/2	17	2.40	3.15	4.05	4.75
2020/3	21	2.20	2.95	3.85	4.65
2022/1	3	2.10	2.85	3.70	4.60
2022/8	5	2.00	2.75	3.65	4.30
2023/6	7	1.90	2.65	3.55	4.20
2023/8	7	1.80	2.50	3.45	4.20

資料來源：〈公開市場業務〉，《中國人民銀行》，

<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/index.html>；〈利率政策〉，《中國人民銀行》，<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125440/index.html>。

說明：RRP=逆回購。MLF=中期便利借貸。LPR=貸款市場報價利率。2021年12月20日額外調降1年期LPR 0.05個百分點。2022年5月20日額外調降5年期LPR 0.15個百分點。觀測時間截至2023年9月底。

人民銀行再增設特別目的工具（special purpose vehicle, SPV），向財政窘迫地區，投放價值1.5兆人民幣的長期與低利率貸款。國務院亦祭出「一攬子化債方案」，允許天津、貴州、陝西、湖南、重慶、雲南、吉林、湖北、廣西、河南、甘肅與山東等12個省市發行特殊再融資債券，規模預計1.5兆人民幣。⁸

最後則是放鬆行政管制。人民銀行與銀行保險監督管理委員會於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》（金融16條），要求金融機構展延建商還款期限一年。特別是，明訂新增放款淪為呆帳，核貸人員予以免責，藉此加大房地產融資。⁹

2023年7月，中共中央政治局會議更定調「適時調整優化房地產政策」。國務院旋即發布《關於在超大特大城市積極穩步推進城中村改造的指導意見》。依據8座超大城市與11座特大城市的老舊建築估算，改造成本預計2兆人民幣；若全部拆遷重建，則投資規模將飆破13兆人民幣。¹⁰

8月再祭出「認房不認貸」，即家庭成員名下無住房，無論是否曾經申請房貸，皆可享有首次房貸優惠利率。人民銀行再頒布《調整優化差別化住房信貸政策》與《降低存量首套住房貸款利率》，首付比率由40%折半到20%，並下調首貸利率0.10個百分點，¹¹標

⁸ 〈中國擬發債1.5萬億及設SPV化解地方債務〉，《經濟通訊社》，2023年8月21日，https://www.etnet.com.hk/www/tc/news/categorized_news_detail.php?category=editorchoice&highlight=y&newsid=ETN330821835。

⁹ 〈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〉，《中國政府網》，2022年11月23日，https://www.gov.cn/xinwen/2022-11/23/content_5728454.htm。

¹⁰ 〈穩步推進超大特大城市城中村改造〉，《人民網》，2023年7月24日，<http://finance.people.com.cn/BIG5/n1/2023/0724/c1004-40042063.html>。

¹¹ 〈關於調整優化差別化住房信貸政策的通知〉，《中國政府網》，2023年8月31日，https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202309/content_6901354.htm；〈關於降低存量首套住房貸款利率有關事項的通知〉，《中國政府網》，2023年8月31日，https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202309/content_6901351.htm。

誌全面解禁「限貸令」。

廣東、遼寧、浙江、江蘇、甘肅與山東亦相繼取消「限購令」，即每戶只能新購一套商品房。此舉獲得住房和城鄉建設部旗下《中國房地產報》的追認——放寬境外機構與個人購買住宅的數量。¹²《路透社》（Reuters）也揭露，北京當局很可能全面解除大城市中非核心區域的限購令。¹³

在此期間，廣州悄然取消「限價令」——每月房屋成交均價零成長，且新成屋售價不得低於備案價的 85%，疊加中古屋成交指導價，賦予建商更大的自主定價權。惟惠州建案因 5 折出售，而遭主管機關勒令停業。¹⁴換言之，北京當局採取「追漲不追跌」的非對稱定價，防止房價崩盤。

惟目前房市鬆綁僅限於需求面，尚未擴及供給側。例如：三道紅線——資產負債率低於 70%、淨負債率低於 100%，且現金短債比大於 1 倍仍在執行。特別是，開封發布《調整新建商品住房交易時限及撤銷備案限制》，解除三年內轉售住房的禁令（限售令）；隔日旋即撤回，¹⁵凸顯「房住不炒」的原則依舊。

貧富差距更增添房市危機的複雜性。國家統計局揭露，2022 年前 20%的家庭所得成長 4.5%，是後 20%家庭的三倍。2023 年前三季，居民可支配收入平均 29,398 人民幣，中位數為 24,528 人民幣；兩者差距 4,870 人民幣，年增 11.3%，顯示所得分配持續惡化。易言之，疫情動態清零重創受薪階級，故無力購房。

¹² 〈深圳放鬆港澳居民商用物業與商務公寓限購〉，《經濟通訊社》，2023 年 9 月 7 日，https://www.etnet.com.hk/www/tc/news/home_categorized_news_detail.php?newsid=ETN330907846。

¹³ 〈陸擬撤大城市非核心區限購令〉，《工商時報》，2023 年 9 月 2 日，<https://www.ctee.com.tw/news/20230902700349-430801>。

¹⁴ 〈傳穗取消限價令〉，《大公網》，2023 年 9 月 9 日，<http://www.takungpao.com.hk/231106/2023/0909/890650.html>；〈惠州 5 折賣房原業主抗議〉，《中央社》，2023 年 9 月 2 日，<https://www.cna.com.tw/news/acn/202310080182.aspx>。

¹⁵ 〈開封住建局撤銷取消限售令〉，《關中網》，2019 年 7 月 22 日，<https://www.guanzhongnews.com/?m=home&c=View&a=index&aid=6568>。

另一個例證是，逾期半年未償信用卡債餘額，由 2021 年 6 月底的 818 億人民幣，擴張到 2023 年 3 月底的 990 億人民幣；6 月底方略微縮減 4 億人民幣。期間，年收入 5 萬人民幣以下家庭的消費預期指數，由 2022 年第 4 季的 105.6，持續下挫到 2023 年第 2 季的 98.8，隱含貧困群體盡可能擲節開支。（見圖 7）

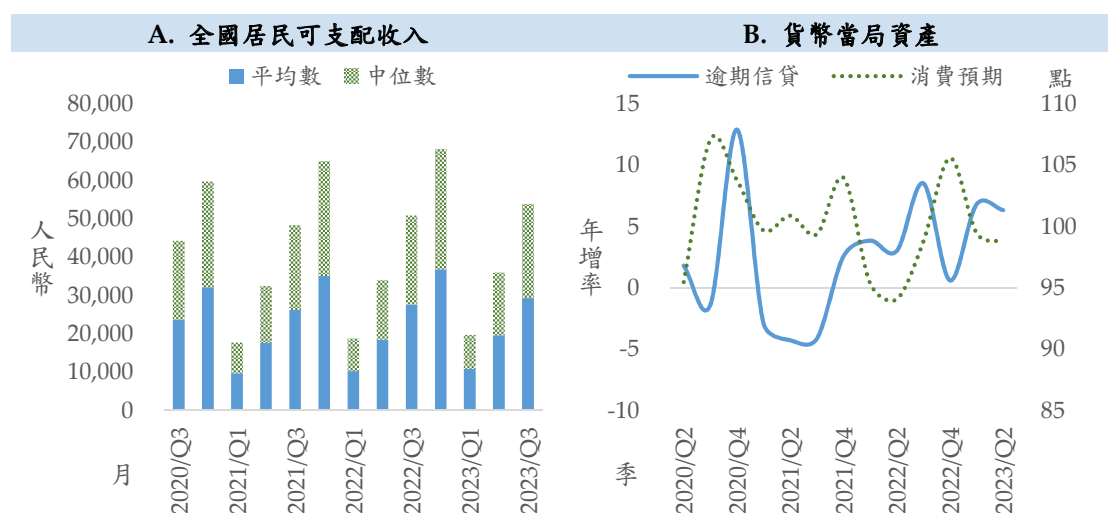


圖 7、中國大陸貧富差距（2020 年 9 月至 2023 年 9 月）

資料來源：〈國民經濟報告〉，《中國國家統計局》，2023 年 10 月 18 日，http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202310/t20231018_1943654.html；〈支付體系運行總體情況〉，《中國人民銀行》，2023 年 9 月 1 日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5051008/index.html>；〈中國家庭財富變動趨勢〉，《西南財經大學中國家庭金融調查與研究中心》，2023 年 8 月 21 日，<https://chfs.swufe.edu.cn/info/1031/1783.htm>。

綜合上述，中國大陸穩房市的政策邏輯有二：一是「借新還舊」，舒緩地方政府隱形債務（城投債）。二是挹注建商流動性，疊加鬆綁「限貸令」與「限購令」，避免違約風暴持續擴大。惟北京當局擺盪於「房住不炒」與「活絡房市」，增加不確定性，疊加普遍受薪階級所得收縮，故恐難達到預期政策目標。

伍、結論

本文旨在分析近期中國大陸房地產安全。結果顯示，房地產市場價量齊縮，重創經濟成長。特別是，房企經營困難觸發債務違

約、墊高銀行不良貸款，並導致爛尾樓頻生。故「穩房市」躍升為首要議題，透過「借新還舊」與挹注建商流動性，疊加鬆綁「限貸令」與「限購令」，緩解燃眉之急。

惟政策擺盪於「房住不炒」與「活絡房市」，拉升不確定性。例如：「保交樓」核貸嚴格，導致建商無力處理爛尾樓；目前去化比率僅三成而已！這亦削減民眾購屋意願。尤其是，肺炎疫情動態清零三年，淘空家庭財富。逾期房貸激增五成（52.7%），即是最佳證明；故預期成效有限。

展望未來，受惠於銀行流動性挹注，房市債務違約風暴將漸趨緩和。惟政治凌駕商業思考，金融機構經營前景堪憂。甚者，貨幣超發與利率調降，誘發人民幣匯率走貶。對此，貨幣當局拋售美元資產，卻導致外匯儲備急遽萎縮，推升國際收支危機。綜言之，金融風險的引爆點不在於房地產，而是匯率。

本文作者王國臣為國立政治大學國家發展研究所博士，現為財團法人中華經濟研究院第一（陸經）研究所助研究員。主要研究領域為：中國大陸與世界經濟、人民幣匯率與貨幣金融、國際政治經濟、量化研究方法。

China's Estate Market Security in the Near Future

Guo-Chen Wang

Chung-Hua Institution for Economic Research

Abstract

Real estate market development has a pronounced effect on China's national security. Real estate is included in 80% of fiscal income, 60% of urban-citizen's assets, 20% of fixed asset investment and bank loans, and 10% of output; moreover, taking into account the intermediate inputs of other industries into real estate, the contribution also reaches more than 30%. Therefore, real estate is a "locomotive industry" which incentivizes the growth of the economy and brings financial deepening.

However, due to Covid-19 restrictions and tightening of real estate regulations, land auctions, the number of new construction projects, and sales performance are slowing; furthermore, besides the price of land, the price of new and pre-owned real estate has decreased as well. Declining revenue increases the debts of enterprises, leaving non-performing loans, expired acceptance bills, and unfinished buildings, forming "a perfect storm".

Consequently, real estate market stability has become the priority issue. With refinancing of loans and extending loans and purchase limits, related policy implementation can alleviate property developer uncertainty somewhat. Nevertheless, we estimate the policy has had only limited success because it swings between "houses are for living, not for speculation" and market motivation, leading to anxiety. Especially, when there is too much money in circulation, cutting interest rates simultaneously incentivizes the deflation of exchange rates for the RMB

and causes shrinking of foreign exchange reserves that generate international balance of payment increase.

Keywords: China Real Estate, Financial Crisis, Debt Default