

中國大陸房市與債務風險及政策因應

中 央 銀 行

經濟研究處

國際經濟科

王大弘、吳姿盈

2023 年 3 月

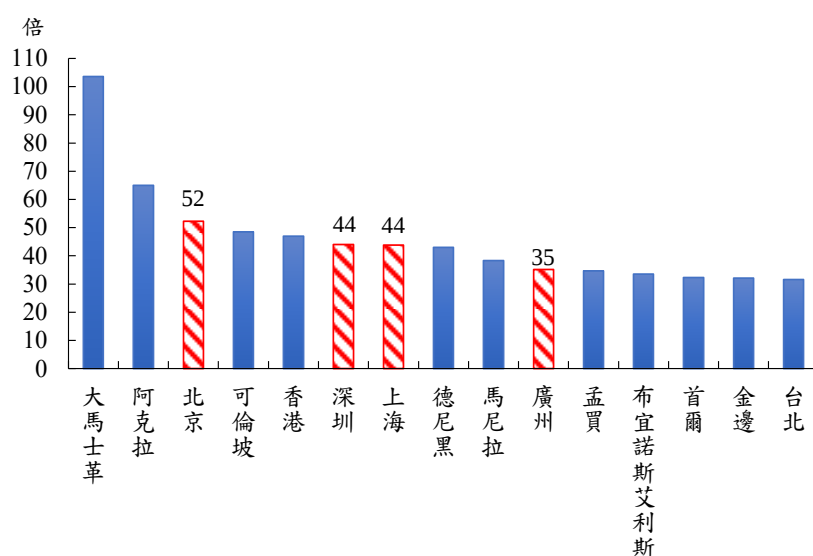
目 錄

一、中國大陸房地產市場快速成長	2
二、中國大陸房地產管制與債務違約情形	4
三、中國大陸地方政府融資平台債台高築，恐造成違約	7
四、造成中國大陸「爛尾樓」與「停貸」潮之因素	8
(一) 預售制度監理不當	9
(二) 住房供給過剩且需求減弱	9
(三) 房地產開發商財務問題仍存	10
五、中國大陸政府因應房市大幅降溫之救市措施	12
(一) 針對需求面之激勵措施	13
(二) 完善房地產管理制度	14
(三) 政府偕同金融機構對開發商之紓困措施	14
六、結論	16

中國大陸房市與債務風險及政策因應

近 20 年來，中國大陸房地產業迅速發展，成為經濟成長主要動能之一，然而，房地產業的繁榮發展，亦使中國大陸房屋供需錯置，致其房價嚴重失衡。2021 年北上廣深（北京、上海、廣州及深圳）的房價所得比名列世界主要城市前茅¹，其中，北京、上海及深圳更是超過 40 倍，遠高於許多歐美主要城市（圖 1）。

圖 1 全球主要城市房價所得比（2021 年）



資料來源：Numbeo

有鑑於此，中國大陸提出「房住不炒」原則，打擊投機性需求、抑制高漲的房屋價格，並於 2020 年 8 月訂定「三條紅線²」規章，限制房地產公司過度舉債融資，試圖降低房市槓桿比率，進而減緩房價上漲速度，以平衡房市發展。

然而，受新型冠狀病毒（COVID-19）疫情反覆影響，2021 年中國大陸整體經濟成長動能持續減緩，加以官方嚴控房市，諸多房地產公司接續陷入流動性危機，且因房價與銷售下滑、建案停工，及開發商違約事件頻傳，衝擊整體房市信心，購房者拒絕支付房貸風潮迅速蔓延，加劇中國大陸金融脆弱性。

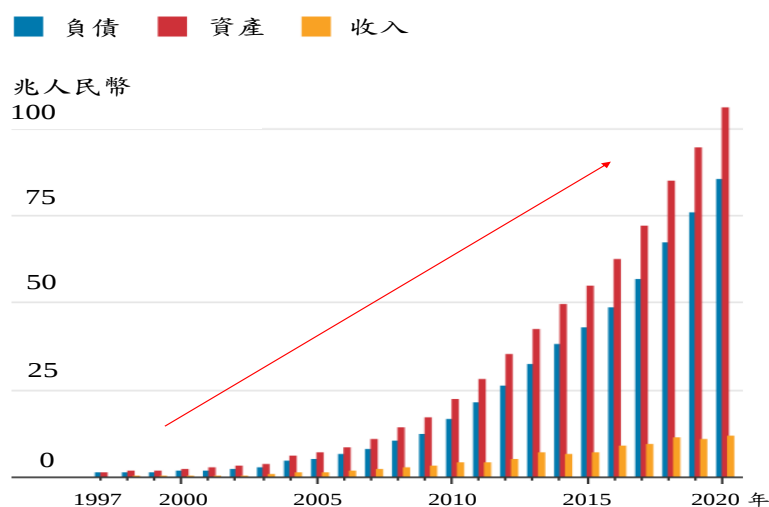
¹ 根據 Numbeo 顯示，2021 年北京、上海、深圳、廣州房價所得比分別位居全球第 3、6、7 及 10 名。

² 中國大陸住房城鄉建設部及中國人民銀行於 2020 年 8 月 20 日訂定三條紅線規章，規範房地產公司剔除預收款後的資產負債比率不得大於 70%、淨負債比率不得大於 100%及現金短債比率不得小於 1。

一、中國大陸房地產市場快速成長

自1990年代末期以來，中國大陸房地產市場快速成長，由於長期看好未來住宅與土地價格將持續上漲，許多房地產公司舉債籌措資金，大舉吸納資本並囤積土地。2020年整體房地產業年收入達12.1兆人民幣（約1.9兆美元），較2000年大幅成長26倍（圖2）³。

圖 2 中國大陸房地產公司財務狀況



資料來源：Webb, Quentin (2021)

2008年爆發之全球金融危機過後，中國大陸長期仰賴房地產拉抬經濟成長，包括營建與設備投資在內，2016年房地產業相關活動之附加價值占GDP比率高達28.7%⁴，除較全球金融危機前之愛爾蘭及西班牙高外，更是遠遠超出美國許多（圖3）。

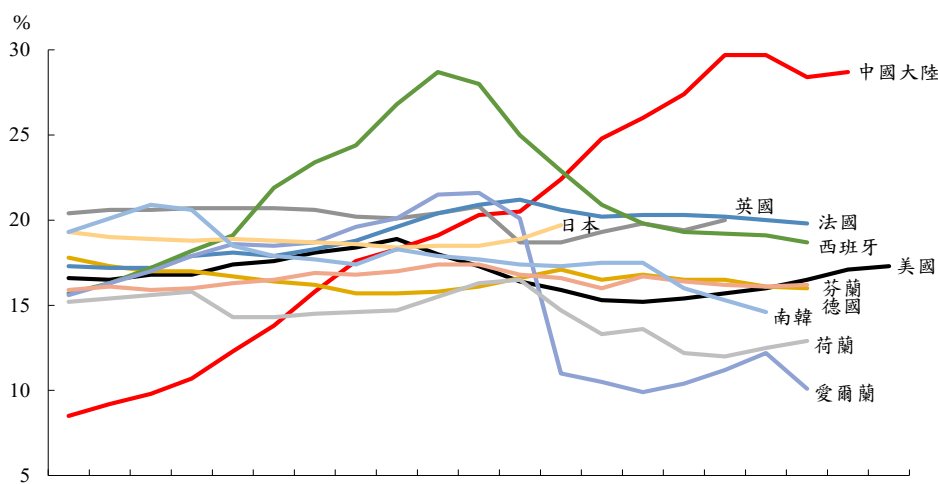
隨房市成為中國大陸經濟成長的主要支柱之一，中國大陸住宅價格自2012年起亦水漲船高，中國房產信息集團（China Real Estate Information Corporation, CRIC）數據顯示，2021年中國大陸全國住宅平均房價為每平方公尺19,741人民幣，較2012年成長約98.38%，一線城市北上廣深則高達每平方公尺48,900人民幣，亦較2012年大幅上漲157.33%（圖4）。哈佛大學知名經濟學家Kenneth Rogoff指出，中國

³ 參見 Webb (2021)。

⁴ 此處房地產業相關活動附加價值與第5頁表1數字差異，係因包括範圍不同，本頁數字為營建業、營建投資及設備投資之附加價值，其分別占GDP比重達6.5%、21.8%及0.5%。參見 Rogoff and Yang (2020)。

大陸住宅市場存在大量空屋，其每人平均持有房屋數大致與德國及法國相同，惟其人均所得僅為此2國的四分之一，民眾恐難負擔節節上升之房價⁵。

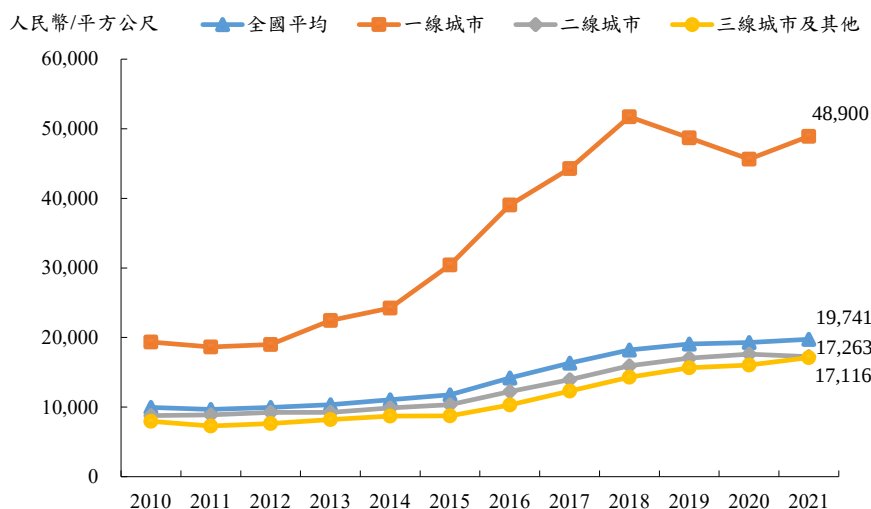
圖 3 主要國家房地產業相關活動之附加價值占 GDP 比重



註：本圖資料為各國產出與生產力資料庫（KLEMS）之投入產出表推估。

資料來源：Rogoff and Yang (2020)

圖 4 中國大陸住宅價格



資料來源：China Real Estate Information Corporation

2021年10月高盛銀行亦指出，2018年中國大陸全體營建產業活動附加價值占GDP比重達7.1%，住宅及非住宅建築合計之最終需求占GDP達17.7%，整體建築業及房地產服務業最終需求達GDP之30.1%（表1）。營建業及房地產服務業規模自2008年後均大幅成長（圖5），營建產業活動之附加價值成長雖略放緩，惟房地產服務業仍持續成

⁵ 參見 Kapadia (2021)。

長，若整體房市狀況轉趨下行，估計約有四分之一的經濟規模可能將會受創⁶。

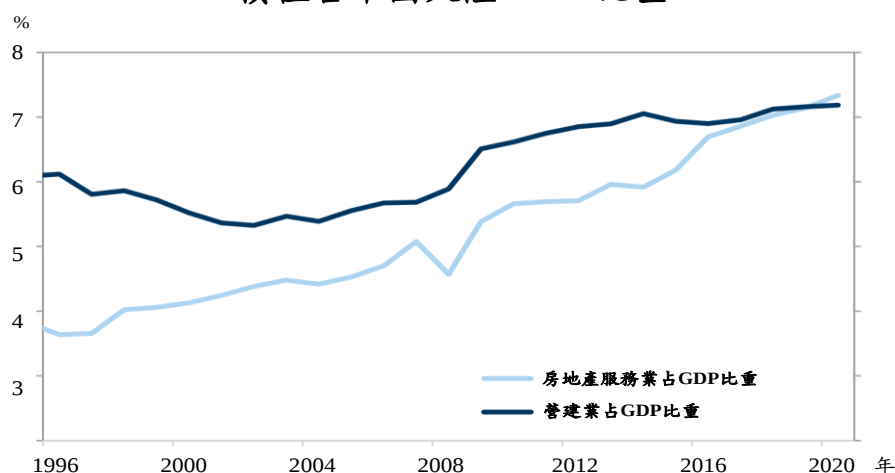
表 1 2018 年營建業與房地產服務業占中國大陸 GDP 之比重

產業別	產業活動附加價值占 GDP 之比重	最終需求占 GDP 比重
營建業	7.1%	24.5%
-住宅建築	3.6%	12.4%
-非住宅建築	1.5%	5.3%
-基礎建設及其他項目	1.9%	6.7%
房地產服務業	7.4%	5.6%

註：本表由 2018 年中國大陸投入產出表推估，其中營建業可區分為住宅建築、非住宅建築、基礎建設及其他項目；最終需求涵蓋上游之附加價值。

資料來源：Tilton, Andrew et al. (2021)

圖 5 中國大陸營建業及房地產服務業產業活動附加價值占中國大陸 GDP 比重



資料來源：Tilton, Andrew et al. (2021)

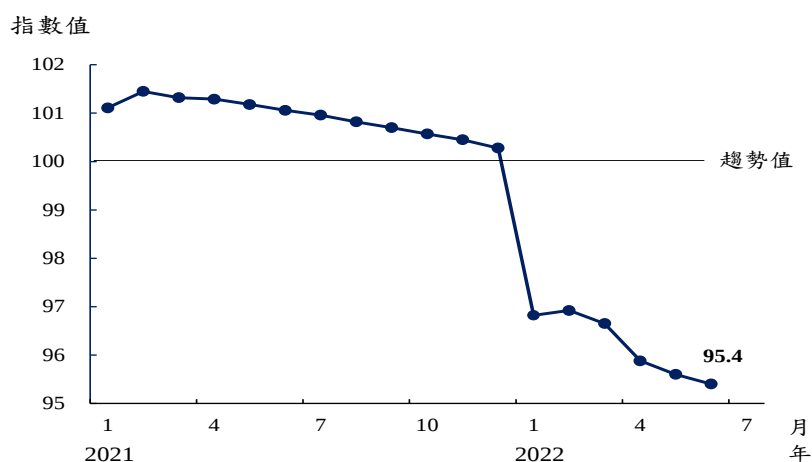
二、中國大陸房地產管制與債務違約情形

為降低房市槓桿比率，抑制不斷上揚的房屋價格，進而使整體經濟健全發展，中國大陸於2020年8月訂定「三條紅線」規章，限制房地產公司過度舉債融資，隨著房市監管政策推行，2021年下半年起，房地產投資金額、銷售面積及金額等指標年增率均大幅降至負值，房地

⁶ 參見 Tilton, Andrew et al. (2021)。

產開發景氣亦來到低點（圖6及圖7）。

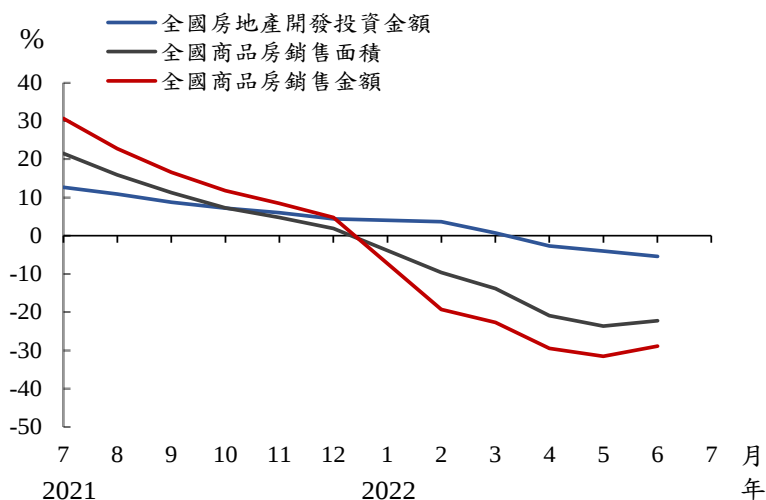
圖 6 中國大陸房地產開發景氣指數



- 註：1. 房地產開發景氣指數係以房地產開發投資為基準指標，參考房地產投資、資金、面積、銷售等相關指標，並剔除季節因素影響編製而成。
2. 該指標以 2012 年為基期，100 為趨勢值，95 至 105 間為適度景氣水準，95 以下為較低景氣水準，105 以上為偏高景氣水準。

資料來源：中國大陸國家統計局

圖 7 中國大陸房地產相關年增率



註：年增率係指當年 1 月至該月之累計數年增率。

資料來源：中國大陸國家統計局

2021 年 9 月，恒大、新力控股、當代置業、花樣年控股及佳兆業集團等多家房地產公司接續陷入流動性危機，並發生債券違約情形，衝擊整體房市信心。根據彭博新聞社報導，2021 年中國大陸公司發行之境內及境外債券共計違約 430 億美元，除規模創新高外，亦較 2020 年大增約 130 億美元，其中境外債券違約合計約 139.1 億美元⁷，違約

⁷ 參見彭博新聞社（2022a）。

金額逾半來自房地產業⁸。

隨房市違約頻傳，整體市場信心轉趨下行，致中國大陸高收益債（多數為房企發行）市場面臨拋售危機。2021年11月初中國大陸高收益債指數殖利率至26.6%，為2009年3月以來首次升逾25%，接近全球金融危機時的水準（圖8）；同一時間，高收益債券價格亦大幅下滑，截至2021年11月初止，中國大陸大陸高收益債全年報酬率為-28%，亦為2008年以來最差績效（圖9）。高盛分析師估計，中國大陸美元高收益債未償債券餘額共計約1,970億美元，債市風險恐對投資人造成極大壓力⁹。

圖 8 中國大陸高收益債券指數殖利率



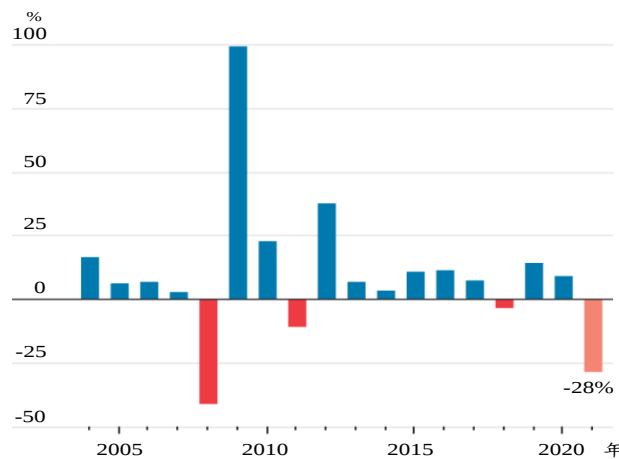
註：高收益債券指數係洲際交易所美國銀行亞洲美元高
收益企業中國大陸發行人指數（ICE BofA Asian
Dollar High Yield Corporate China Issuers Index）

資料來源：Webb and Yoon (2021)

⁸ 參見彭博新聞社（2022b）。

⁹ 參見 Webb and Yoon (2021)。

圖 9 中國大陸高收益債券報酬率



註：高收益債券報酬率係根據亞洲美元高收益企業中國大陸發行人指數計算而得。

資料來源：Webb and Yoon (2021)

三、中國大陸地方政府融資平台債台高築，恐造成違約

除了房地產公司債務違約的問題外，LGFV亦面臨同樣窘境。地方政府為支撐低迷房市，緩解經濟下行風險，紛紛透過LGFV加大購置土地力道。Bloomberg報導指出，2021年LGFV於深圳11月份土地集中標售中購買比例達82%，較9月之18%大幅上升。然而，隨著土地出售價格持續下滑，商業銀行擔憂融資平台恐因購置土地承擔過多風險，對其地產項目貸款之審核已更為嚴格¹⁰。

根據高盛銀行研究估算，中國大陸LGFV境內外債務總額高達53兆人民幣（約8.3兆美元），相當中國大陸國內生產毛額一半以上。許多LGFV透過發行短期債券償還長期債務，其發行之債券約有六成係用以償還2020及2021年到期的債務¹¹，若干分析師表示，若中國大陸經濟狀況持續疲軟，某些曾有國有企業違約省份的LGFV將會面臨更大的資金困境，加以地方政府無法顧及所有小型LGFV，債券違約僅是早晚的問題¹²。

¹⁰ 參見 Bloomberg (2022a)。

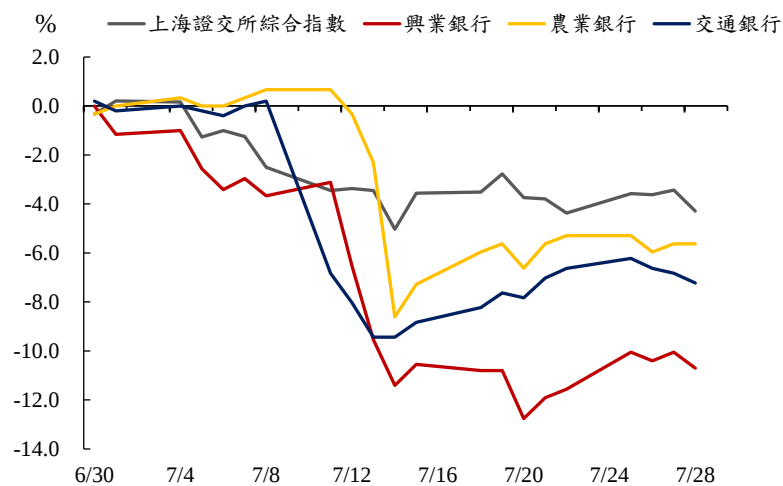
¹¹ 參見天下雜誌 (2022)。

¹² 參見 Zhou (2022)。

四、造成中國大陸「爛尾樓」與「停貸」潮之因素

2022 年 6 月起中國大陸包括河南、湖南及廣西等多個省份房地產建案出現爛尾樓¹³或房價大跌等情形，截至 2022 年 7 月底，至少有 23 個城市逾 300 個建案的購房者決定停止支付房貸，房地產開發商之流動性風險遽增，銀行壞帳風險上升，部分銀行股價亦大幅下跌(圖 10)，許多開發商股票及發行之美元債券亦陷入低迷(圖 11)，嚴重衝擊銀行體系，顯示中國大陸房地產危機正向銀行金融體系蔓延¹⁴。

圖 10 中國大陸銀行股價走勢



註：股價之漲跌幅係以 2022 年 6 月 30 日為基準計算得出。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 11 2022 年中國大陸房地產開發商發行之美元債券價格



資料來源：Tradeweb

¹³ 爛尾樓係指建築工程已開始，尚未完工交屋，卻宣布停工的預售屋。

¹⁴ 參見 Bloomberg (2022b)。

中國大陸房地產相關風險與脆弱性源自於其背後之因素，包括：(1)預售制度監理不當、(2)住房供給過剩且需求減弱、(3)房地產開發商財務問題仍存，以及(4)經濟成長放緩等。

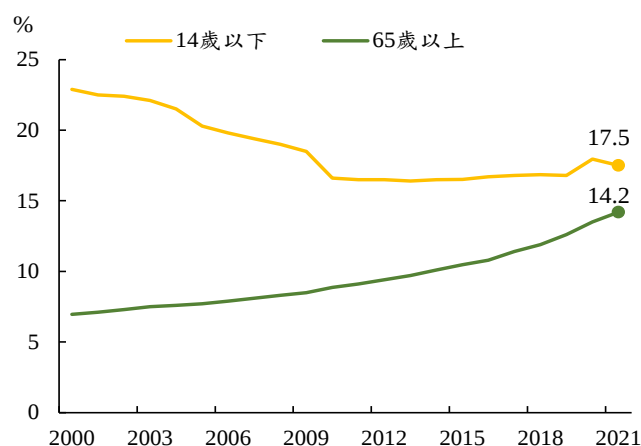
(一) 預售制度監理不當

在中國大陸「獨特」的預售制度¹⁵下，房地產開發商向地方政府辦理登記、取得預售證後，購房者向銀行辦理貸款並按月繳交房貸；而開發商取得購屋款項後，再進行後續工程。相較於已開發國家之嚴格監管保障措施，中國大陸預售屋之購屋款項係逕由購房者繳至開發商於銀行開設之專款帳戶，由銀行監督使用，缺乏公正第三方之監管。由於銀行監管缺失，造成在建案開工前，開發商已取得全部購屋款項的情況；因此，中國大陸的預售屋成為購房者的期待交易，若建案未如期完成，形成爛尾樓，將導致購房者陷入無法交屋，且仍須持續繳付房貸，並承擔全部的爛尾損失之困境。

(二) 住房供給過剩且需求減弱

中國大陸當前未竣工住房數量較大，且受城鎮化速度放緩、結婚人數降低、進入高齡社會¹⁶（圖 12），以及勞動年齡人口逐漸減少等人口結構變化因素影響，致住房需求持續減弱。

圖 12 中國大陸幼年及老年人口占總人口之比重



資料來源：中國大陸國家統計局

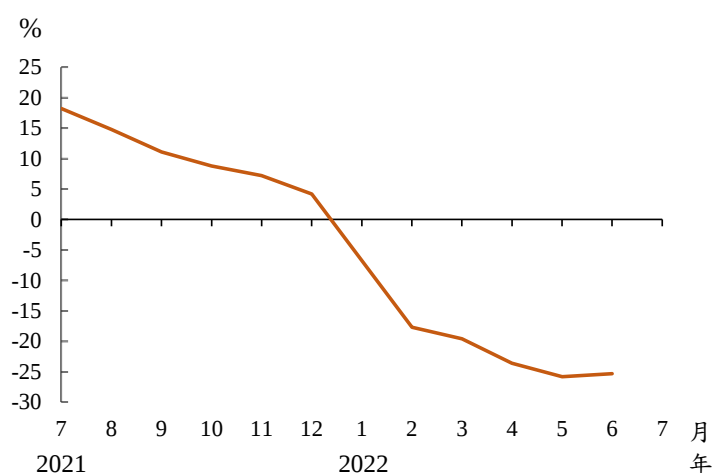
¹⁵ 參見經濟日報（2022）。

¹⁶ 依世界衛生組織（WHO）定義，65歲以上人口占總人口比重達7%稱為「高齡化社會」（aging society）；達14%稱為「高齡社會」（aged society）；達20%稱為「超高齡社會」（super-aged society）。

(三) 房地產開發商財務問題仍存

自 2021 年受「三條紅線」限制影響，許多房地產公司無法透過融資償還債務，2022 年以來，開發商之融資¹⁷年增率均呈負值(圖 13)，且 2022 年將有大量境內外債券到期(圖 14)，人民幣走弱亦將增加渠等之償債成本，顯示開發商仍面臨融資困境；加以新房銷售下滑，槓桿幅度過大的公司受資金斷鏈影響，致停工等債務違約情形頻仍。

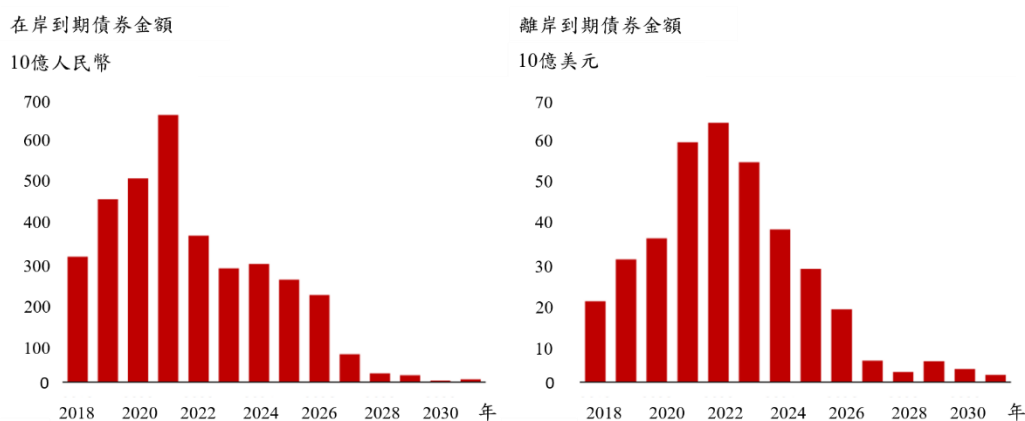
圖 13 中國大陸房地產開發商融資年增率



註：年增率係指當年 1 月至該月之累計數年增率。

資料來源：中國大陸國家統計局

圖 14 中國大陸房地產開發商到期債券金額



資料來源：World Bank (2022)

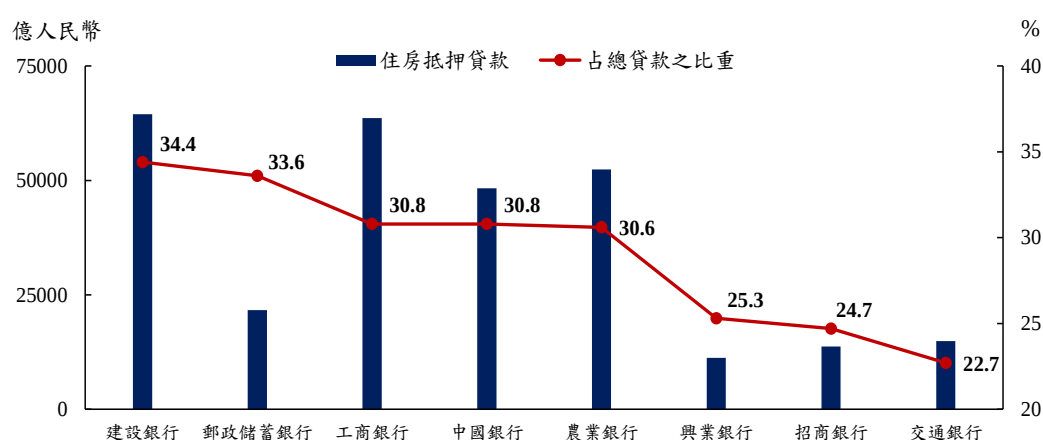
影響所及，購房者拒還銀行房貸(亦稱停貸)引發糾紛情況增加，其中又以恆大集團涉及的項目最多¹⁸。

¹⁷ 係指開發商於期間內實際可用於房地產開發的各種資金及來源管道，可分為國內貸款、利用外資、自籌資金、定金及預收款、個人抵押貸款及其他資金。

¹⁸ 參見明報(2022)。

此外，繼購屋者拒還房貸後，眾多房地產材料供應商亦以被開發商拖欠款項為由，表示無法繼續償還銀行貸款及支付帳單，聯合發出停貸、停工聲明，加以受房地產業需求疲軟影響的鋼鐵業亦傳出破產、停產停工等情況，顯示停貸風潮已擴及房地產上游，國際機構紛紛示警，若此房地產危機持續蔓延，開發商之資金將更加緊縮，進而加劇爛尾樓及停貸現象之惡性循環，恐嚴重衝擊放款高度集中於房地產業之銀行體系（圖 15 及表 2），甚而波及金融市場穩定。

圖 15 中國大陸各大銀行住房抵押貸款曝險比重



資料來源：永豐總經與產業月報(2022)

表 2 國際機構對中國大陸房市風險之看法

預測機構	看法及評估
HSBC	假設 15%的抵押貸款屬未完工建案，而其中 3%面臨停貸，此情況下，逾期貸款率僅會增加小於 0.1 個百分點，風險屬可控；然若停貸情況呈指數式增加，則在最壞情況下，逾期抵押貸款占總貸款的比重可達到 1.3%。
Morgan Stanley	銀行體系之不良貸款（non-performing loan, NPL）可能在兩至三年內形成，預計將有兩到三成爛尾樓建案停貸，並導致 NPL 每年增加 1,000 億至 5,200 億人民幣。 對於中國大陸國有銀行，兩年內對稅後淨利的影響約為 2%~4%，而對於與不良開發商有較多業務往來的銀行，影響可達 20%。
Goldman Sachs	房地產行業的風險正在上升，中國大陸高收益房地產債券 2022 年迄今的違約率達到 28.7%。拒繳房貸事件顯示房地產建案無法按期完工現象廣泛的存在，亦反映開發商面臨的嚴重資金壓力，預估最多將有 2 兆至 2.4 兆人民幣的抵押貸款面臨風險，並將高收益房地產債券 2022 年的違約率預測值從 31.6%升調至 45.0%。

表 2 國際機構對中國大陸房市風險之看法（續）

預測機構	看法及評估
Citi	若中國大陸官方提供爛尾樓購房者房貸緩衝期，銀行預估將損失房貸利息收入約 310 億人民幣，相當於 2023 年銀行體系預估淨利的 1.2% 左右，而銀行體系之 NPL 將增加 5,610 億人民幣，並使房地產投資下降 3.6 個百分點，進而拖累 GDP 約 0.3 個百分點。
S&P Global Market Intelligence	基本情境預估銀行體系不良貸款率將增加約 0.5 個百分點；若在所有預售房地產開發項目的抵押貸款皆停止支付的最壞情況下，則會增加 4.7 個百分點。
Barclays	此停貸潮大約已涉及 91 個城市的至少 300 個建案，若開發商違約率上升至 10%，將使銀行體系之 NPL 增加 2.3 兆人民幣，而不良貸款率將自 1.7% 大幅上升至 2.8%。

資料來源：整理自各機構報告

五、中國大陸政府因應房市大幅降溫之救市措施

世銀（World Bank）示警¹⁹，由於COVID-19疫情反覆，多數地方政府均採跨省旅行限制，加以官方加大房地產業與金融部門監管力道，致中國大陸經濟成長漸緩。若持續去槓桿化，房地產業恐將陷入長期低迷，進而對房價、消費及LGFV造成顯著影響，並衝擊中國大陸整體經濟。部分國際機構預測²⁰，房地產市場下行之衝擊將造成中國大陸經濟衰退0.5~4.0個百分點（表3）。

表 3 房市衝擊對中國大陸經濟成長率影響

預測機構	基本情境	極端情境
Deutsche Bank	下降1.5~2.0個百分點	下降3.0~4.0個百分點
Morgan Stanley	下降0.5個百分點	下降1.5個百分點

資料來源：Xing, Robin et al. (2021)；Xiong (2021)

為促進房市景氣回升，緩解經濟下行壓力，並防止爛尾樓及停貸風波延燒至金融體系，中國大陸官方除針對需求面推出房市激勵措

¹⁹ 參見 World Bank (2022a)。

²⁰ 參見 Xing, Robin et al.(2021); Xiong (2021)。

施、完善房地產監理制度外，中國人民銀行及銀保監會亦偕同金融機構及資產管理公司對受困房地產開發商提供低利貸款、設立房地產基金，及對未完工建案進行紓困等積極措施。

（一） 針對需求面之激勵措施

為確保房市「三穩」目標²¹，中國大陸各省市 2022 年以來推出超過 66 次之各類穩房措施，較去年同期增加 57%。另根據中原地產研究中心統計，多省市已逐步放寬貸款標準，如福州市已放寬區域內職工家庭住房公積金貸款之頭期款比率、四川省自貢市則推出不以房屋數量作為申貸認定標準之住房公積金貸款，其他鬆綁標準之城市還有株洲、南寧、保定、玉林及馬鞍市等²²。

為促進房市景氣回升，中國大陸官方持續放寬房市調控政策，中央政治局分別於 2022 年 4 月 29 日及 7 月 28 日召開會議表示，支持各地方政府落實房地產改善政策，改善住房需求，以促進房地產市場穩健發展。影響所及，各地方政府紛紛鬆綁限制，推出降低頭期款成數、提升貸款額度，以及購屋補貼等房市激勵措施。

此外，中國人民銀行（以下簡稱人行）亦陸續下調相關政策利率，包括中期借貸便利（MLF）、逆回購、貸款市場報價（LPR）及常備借貸便利（SLF）利率²³，並會同銀保監會宣布調降首購屋最低貸款利率²⁴。人行表示，將綜合運用多種貨幣政策工具，保持房地產金融政策連續性，加大住房租賃金融支持力度，以促進房地產業良性循環和健康发展²⁵。

²¹ 「三穩」目標分別為穩地價、穩房價及穩預期。

²² 參見陳政錄（2022）。

²³ 人行於 2022 年 1 月 17 日宣布下調 1 年期 MLF 及 7 天期逆回購利率各 10 個百分點至 2.85% 及 2.1%；1 月 20 日宣布 1 年期及 5 年期以上 LPR 利率各下調 10 及 5 個百分點至 3.7% 及 4.6%；1 月 21 日宣布下調隔夜、7 天及 1 個月期 SLF 利率各 10 個百分點至 2.95%、3.10% 及 3.45%，並回溯自 1 月 17 日起；5 月 20 日宣布，與房貸密切相關之 5 年期以上 LPR 利率再次下調 0.15 個百分點至 4.45%。

²⁴ 行於 20 人行及銀保監會於 2022 年 5 月 15 日宣布下調首購屋最低貸款利率 0.20 個百分點至 4.40%。

²⁵ 參見楊晴安（2022）。

（二）完善房地產管理制度

為防止爛尾樓及停貸風波延燒至金融體系，中國大陸之興業銀行、建設銀行、農業銀行、交通銀行等各大銀行皆於 2022 年 7 月 14 日發布公告聲明，表示停貸事件並未對公司構成重大影響，且強調風險可控；同日，針對預售屋制度方面，西安市住房城鄉建設局等 5 部門²⁶聯合印發《關於防範商品房延期交房增量問題的工作措施》，要求專款專用，且嚴控預售資金之取用²⁷，許多地方政府亦接續推出監管預售屋資金之相關舉措，以防範延期交屋等惡性循環問題持續擴大。

（三）政府偕同金融機構對開發商之紓困措施

為挽救房地產市場信心，銀保監會亦表示²⁸高度重視爛尾樓問題，將引導金融機構參與風險處置，並要求銀行向符合條件之房地產開發商提供資金以確保建案順利交屋，且已積極與住房城鄉建設部、人行等部門配合，並將指導銀行參與研究解決資金缺口的方案。目前人行擬向國有商業銀行發放 2,000 億人民幣之低利貸款為爛尾樓進行再融資，年利率約為 1.75%²⁹，中央政治局亦於 2022 年 7 月 28 日再度召開會議表示，要求地方政府落實穩定房市政策，以保障金融消費者權益及「保交樓、保民生、保穩定」。

另中國大陸官方擬由人行與建設銀行共同出資設立一房地產基金，該基金將用於對受影響之開發商進行紓困，並購買其尚未完工之住宅建案，完工後將作為政府出租房屋政策的一部分。目前該基金已從建設銀行獲得 500 億人民幣，並自人行獲得 300 億人民幣的轉融資，基金規模估計將擴大至 2,000 至 3,000 億人民幣，以防止爛尾樓風波持續蔓延³⁰。

²⁶ 包括西安市住房和城鄉建設局、西安市自然資源和規劃局、西安市城市管理和綜合執法局、西安市金融工作局，及中國人民銀行西安分行營業管理部等 5 部門。

²⁷ 預售屋完成主體結構驗收前，累計使用監管資金不得超過總額的 50%；完成竣工驗收前，累計使用監管資金不得超過總額的 95%；完成竣工驗收備案前，累計使用監管資金不得超過總額的 99%。

²⁸ 參見中國新聞網（2022）。

²⁹ 參見 Reuters (2022a)。

³⁰ 參見 Reuters (2022b)。

此外，人行及銀保監會亦鼓勵資產管理公司³¹收購受困房企之銀行債權，或以資產併購及重組等方式緩解房地產市場金融風險。

在政策指引下，許多資產管理公司已著手參與房企紓困，利用信貸、股權或債權融資等方式，支持房企金流順暢，並推動紓困計畫，以協助建案復工復產。2022 年 8 月 5 日，中國華融宣布³²與 2021 年陷入流動性危機之陽光龍淨集團簽署「紓困重組框架協議」，並召開紓困合作會議；此外，人行及銀保監會於 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》，使中國大陸四大國有資產管理公司加速對房企之紓困，試圖扭轉各項房地產指標仍持續走弱之頹勢。

中國華融及東方資產公布之數據顯示，截至 2022 年 10 月底，合計已推動 45 個房企紓困計畫，預計可清償上、下游供應商共 34.66 億人民幣之工程款及材料費，以及支付 2.32 億人民幣之工資，並保障 4.23 萬間房屋如期交屋，進而帶動建案復產復工，中國信達及長城資產亦公布相關房企紓困數據（表 4），顯示四大資產管理公司積極落實官方穩定房市，並促進房地產業健全發展目標之決心。

表 4 中國大陸四大資產管理公司對房企之紓困進度

	已投入金額 (億人民幣)	推動房企紓困計畫 (個)	保障如期交屋數量 (萬套)	帶動復產復工規模 (億人民幣)
東方資產	137.47	29	1.98	935.79
中國華融	—	16	2.25	256.89
中國信達	102.85	20	1.23	326.29
長城資產	—	8	—	—

註：東方資產及中國華融之資料截至 2022 年 10 月底，中國信達及長城資產之資料則分別截至 8 月底及 6 月底。

資料來源：自行整理

然而，中國大陸之資產管理公司亦為開發商之重要債權人，房地產業約占其債務資產總額的 25%至 42%³³，且自 2021 年來中國華融

³¹ 中國大陸五家全國性資產管理公司分別為中國華融、中國信達、長城資產、東方資產及中國銀河。

³² 參見第一財經（2022）。

³³ 參見 White and Leng (2022)。

與長城資產分別面臨龐大虧損及債務重組的困境，恐限制渠等對開發商提供更進一步的幫助。

六、結論

中國大陸官方為抑制其房地產價格大幅上漲，採行房市去槓桿化措施，導致房地產市場信心下降，並造成債市風險上揚，雖不至造成金融市場系統風險產生，惟將對實體經濟產生一定程度之衝擊。

世銀指出³⁴，截至2021年底，中國大陸房地產投資占GDP比率達13%，而OECD國家僅5%，若納入房地產相關活動（如投入品及勞動力等）後，則占GDP比率高達30%，並警示中國大陸短期內應控制金融風險以穩定市場，中長期則需進行結構性及政策改革。

此外，中國大陸 2023 年經濟成長仍面臨多重下行風險，除因全球經濟前景黯淡、疫情反覆，及氣候變遷風險升溫外，若房市激勵措施效果不如預期，致房市持續疲軟，將拖累經濟成長及影響金融穩定，房價下跌將降低家庭消費支出，並加劇高度依賴土地使用權出讓收入之地方政府財政風險，亦恐增加小型及農村銀行之金融風險，在此中國大陸經濟成長放緩之際，且大多數購房者為中產階級，若渠等集體強制停貸或將引發更嚴重的社會問題，後續房市激勵措施能否有效提振房地產市場信心，並進一步支撐中國大陸經濟成長，有待持續觀察。

³⁴ 參見 World Bank (2022b)。

參考資料

中國新聞網(2022),「銀保監會:支持地方更加有力地推進“保交樓、保民生、保穩定”工作」,7月18日。

天下雜誌(2022),「恒大後,中國還有未爆彈」,1月5日。

明報(2022),「爛尾樓業主聲言『斷供』遍15省份,施壓地方發展商復工,矛頭轉指銀行」,7月14日。

陳政錄(2022),「陸房市三穩…今年已出手66次」,經濟日報,2月8日。

第一財經(2022),「中國華融與陽光集團簽署紓困戰略合作協議」,8月5日。

楊晴安(2022),「人行:貨幣政策工具箱再開大一些,保持總量穩定」,工商時報,1月18日。

彭博新聞社(2022a),「中國信用市場周報」,1月17日。

彭博新聞社(2022b),「困境房企繼續渡劫,調查顯示2022年中國地產債務危機或加劇」,1月11日。

經濟日報(2022),「爛尾樓風波,中國學者籲檢討房產預售制」,7月17日。

Bloomberg (2022a), “China Banks Curb Property Loans to Local Government Firms,” *Bloomberg News*, Jan.13.

Bloomberg (2022b), “Chinese Homebuyers Across 22 Cities Refuse to Pay Mortgages,” July 13.

Kapadia, Reshma (2021), “Why the Evergrande Crisis Will Ripple Throughout China’s Economy, According to Harvard Economist,” *BARRON’S*, Sep.22.

Reuters (2022a), “China Targets \$148 bln in Financing for Cash-Strapped Developers - FT,” July 28.

Reuters (2022b), “China Plans Real Estate Fund Worth Up to \$44 Billion for Distressed Sector, Source Says,” July 25.

- Rogoff, Kenneth and Yuanchen Yang (2020), “Peak China Housing,” *NBER Working Paper 27697*, Aug.
- Tilton, Andrew, Jonathan Sequeira, Hui Shan, Gooheon Kwon, Helen Hu, Maggie Wei and Xinquan Chen (2021), “How Big is China’s Property Sector?,” *Goldman Sachs China Data Insights*, Oct.11.
- Webb, Quentin (2021), “The Evergrande Blueprint Worked for Other Chinese Developers, Until It Didn’t,” *The Wall Street Journal*, Nov.28.
- Webb, Quentin and Frances Yoon (2021), “Chinese Junk Bond Yields Top 25% as Property-Market Strains Intensify,” *The Wall Street Journal*, Nov.8.
- White, Edward and Cheng Leng (2022), “Financial Monsters: China’s Bad Banks Complicate Property Crisis,” *Financial Times*, Aug 5.
- World Bank (2022a), “Global Economic Prospect,” Jan. 12.
- World Bank (2022b), “China Economic Update,” June 8.
- Xiong, Yi (2021) “How Big Will The Housing Shock Be,” *Deutsche Bank Research*, Nov.23.
- Xing, Robin, Jenny Zheng, Zhipeng Cai and Helen Lai (2021) “2022 China Economic Outlook: The Inflection Point,” *Morgan Stanley Research*, Dec.9.
- Zhou, Wei (2022), “China LGFV Split to Grow Further on Government Policies: Moody’s,” *Bloomberg News*, Jan.19.
- Zhou, Winni and Andrew Galbraith (2022) “China Cuts Key Rates, Stepping Up Monetary Stimulus Effort to Underpin Economy,” *Reuters*, Jan.20.