

# 全球金融危機後中國大陸房市發展 — 兼論官方之因應措施及其影響

盧世勳、劉雨芬

## 摘要

全球金融危機後，中國大陸房市泡沫形成；在大陸當局採取冷卻房市措施後，房價已大幅回跌。惟亦導致房地產投資大幅下滑，金融體系信用風險上升以及資金緊俏等不利影響。

本文探討大陸房價高漲之背景，發現大陸都市化發展迅速、經濟高度成長，民眾購買力提升，對房地產需求快速擴張，以致自2007年初起，房價漲幅擴大。尤其2009年大陸為因應全球金融危機衝擊，推出大規模經濟振興方案及持續性寬鬆貨幣政策，加上投機炒作，更加速房價的上漲。

至於此期間，大陸房價是否有泡沫化，茲依據國際間普遍使用之房價所得比、房價租金比及空屋率等三項指標研判，大陸房價確有泡沫形成疑慮，主要發現如下：

- 一、房價所得比：北京、上海等主要城市2010年房價所得比多逾10倍，遠高於開發中國家之2.5至6倍之間。
- 二、房價租金比：2009年，北京、深圳、上

海等大城市的租金房價比普遍降至4%以下(低於大陸國土資源部認定之門檻值4.5%)。

- 三、空屋率：2011年3月大陸7省過去5年內完工住宅的平均空屋率達20%，豪宅及郊區別墅的空屋率則高達60%至90%。

儘管大陸房價存在泡沫疑慮，惟仍侷限於一些主要的一線城市，以及福州、寧波等部分二線城市。

針對房市過熱現象，大陸國務院自2010年3月起，陸續推出一系列抑制房價高漲之嚴厲措施，成效顯著，70大城市平均房價年增率已自2010年4月12.8%之高點，下滑至2012年5月之-1.5%。

由於大陸自2011年以來經濟明顯降溫，加上房地產投資占其GDP比重高達10%以上。若房市持續低迷，恐嚴重衝擊其經濟成長，尤其地方政府與中小企業因積極涉入房地產投資，導致借款金額快速攀升，更加重

金融體系風險，並危及社會安定，因此自 2011 年以來，大陸官方陸續採行包括：寬鬆貨幣政策、允許地方政府發債、支援小型企業之金融財稅措施，以及擴大保障性住房政策等四項主要因應措施，以支撐景氣，並舒

緩房市降溫對各經濟層面帶來之負面影響。

由於大陸經濟基本面尚佳，預期經濟可望軟著陸，因此預期大陸房市冷卻措施短期內不致轉向，惟將視整體經濟金融之情勢而調整房價調控力道。

## 壹、前言

2007 年起大陸房價漲幅擴大，之後因全球金融危機而一度重挫，惟自 2009 年起，因大陸推出大規模經濟振興方案及持續性寬鬆貨幣政策，導致過剩流動性推動房價大幅回升。

依房價所得比、房價租金比及空屋率等三項指標，顯示大陸房市泡沫已形成。因此，中國人民銀行自 2010 年起採取持續性貨幣緊縮政策，國務院亦自同年 3 月起，陸續推出一系列抑制房價高漲措施，並大量興建保障性住房。

2011 年下半年以來，因歐美債務問題嚴重，致全球景氣降溫而使大陸經濟明顯放緩，加上大陸當局冷卻房市過速，造成房地產景氣大幅下滑，除拖累經濟成長外，亦引

發中小企業倒閉潮、地方政府債務問題嚴重及銀行授信風險上升等負面效應。

大陸房地產投資占全體固定資產投資逾 20%，且與水泥、鋼鐵、家具等相關產業之產值合計約占全體 GDP 之 25%。因此，若房價重挫，恐對未來大陸經濟軟著陸增添不小變數。

兩岸經貿關係密切，互動頻繁，因此大陸房市之現況及未來可能之發展，值得吾人密切關注。本文首先說明全球金融危機後大陸房價高漲之背景，並研判房價泡沫是否形成，進而探討大陸抑制房價高漲及因應房價下跌所產生負面效應之措施，最後提出其未來可能的發展。

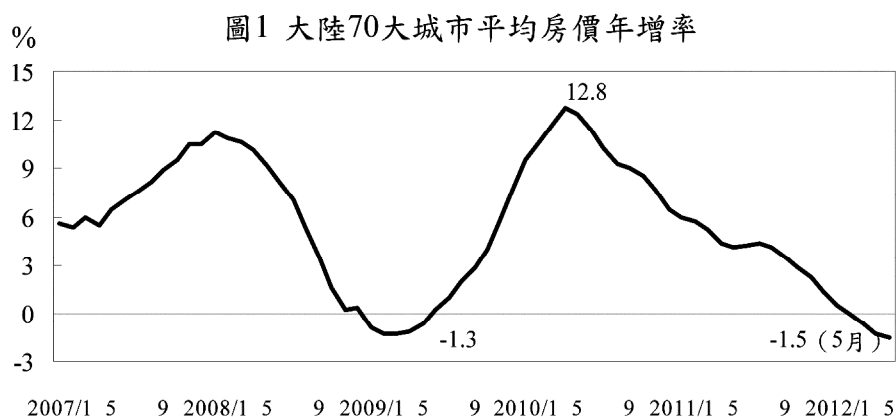
## 貳、大陸房價高漲之背景

2007 年起大陸房價漲幅擴大，2008 年則因全球金融危機，房價一度重挫。惟自 2009 年起，由於大陸政府推出之經濟振興方案，以及寬鬆貨幣政策，房價漲勢更加凌厲。2010 年 4 月大陸 70 大城市平均房價年增率達

12.8% 之高峰（見圖 1）。

造成大陸高房價之原因，除了長期存在之結構性因素外，尚包括全球金融危機期間之政策因素。

一、結構性因素：都市化及所得快速增加



註：2011年後之數據係路透依大陸統計局公布之數據推算。

資料來源：中國國家統計局網站（2012）及Thomson Reuters。

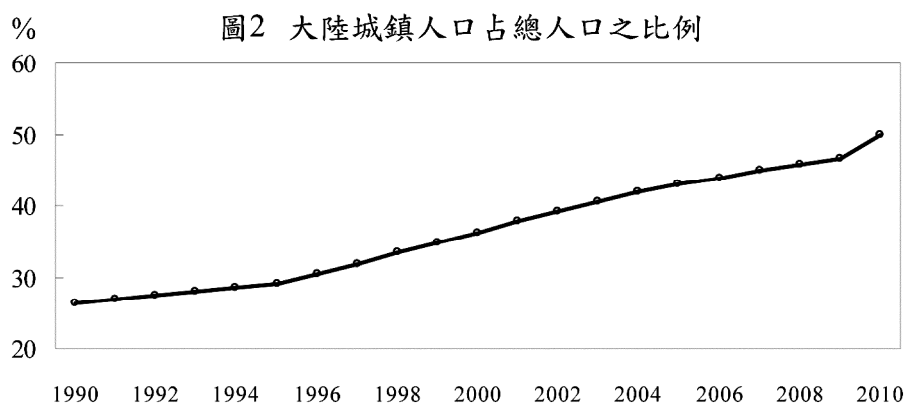
（一）都市化及所得擴張快速

自1990年代以來，大陸加速都市化的發展，大批農村人口湧入都市，城鎮人口占總人口比例由1990年之26.4%升至2010年之49.9%，顯示都市化發展迅速（見圖2）。

此外，因大陸1980至2011年平均經濟成長率高達10.0%，使每人可支配所得逐年擴增（見圖3）。

（二）土地取得成本高

由於大陸土地成本占房價之比率高，致土地價格對房價有絕對影響力。大陸地方政府擁有城市市區土地所有權，即使農村及城市郊區的土地為農民集體所有，但農民無權出售土地所有權。部分地方政府徵收農地，支付農民土地補償金遠低於向地產開發商索取出讓土地供渠等開發之費用，將土地作為



資料來源：中國統計年鑑（2011）。

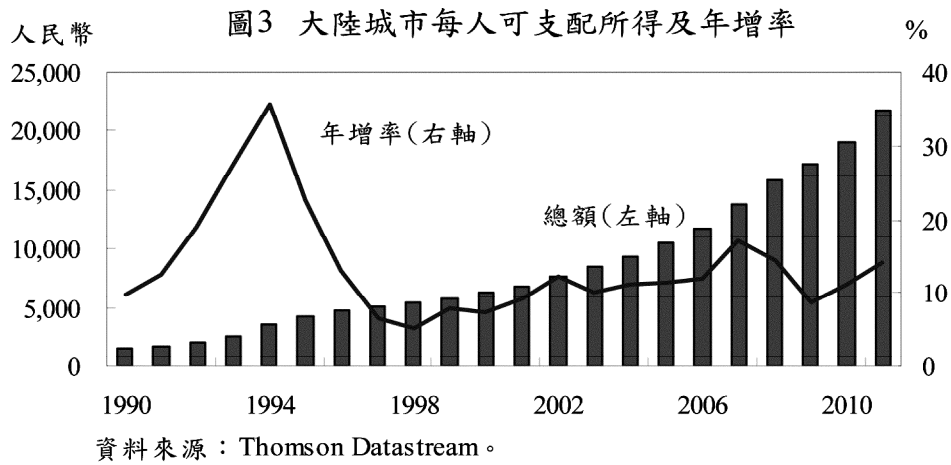


表1 2001年以來監測城市綜合地價與商品房價格及成長率

年	商住綜合地價 (元/平方米)	地價成長率 (%)	商品房價格 (元/平方米)	房價成長率 (%)
2001	1,315	-	2,170	-
2002	1,340	6.0	2,250	3.7
2003	1,663	6.3	2,359	4.8
2004	1,697	7.9	2,778	17.8
2005	2,070	5.3	3,168	14.0
2006	2,280	7.0	3,367	6.3
2007	2,613	14.9	3,864	14.8
2008	3,664	0.6	3,877	0.3
2009	4,053	7.3	4,695	21.1
2010	4,488	10.8	5,029	7.1

資料來源：中國國土資源部網站（2011）。

其重要的財政收入來源，並藉此帶動其他相關行業的發展。

大抵在 5% 以上，2007 及 2010 年成長率更高達兩位數，帶動房價同步上揚（見表

2001 年以來，大陸商住綜合地價成長率 1）。

## 二、政策因素：寬鬆貨幣政策引發投資及投機盛行

### (一) 銀行信貸快速擴張，過剩流動性湧入房市

為因應全球金融危機，大陸自 2008 年 9 月起採行持續性寬鬆貨幣政策，並推出 4 兆人民幣振興經濟方案。

在寬鬆貨幣及財政政策下，2009 年至 2010 年初 M2 年增率及銀行放款年增率大幅

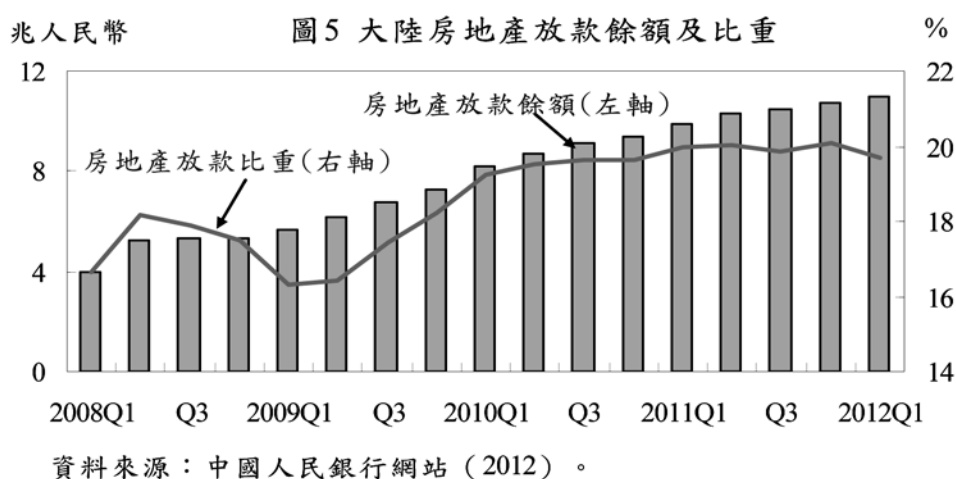
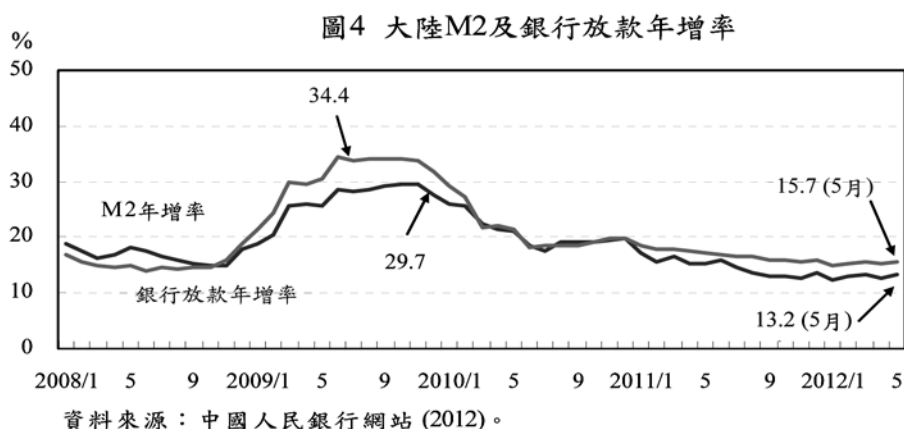
擴張（見圖 4），其中對房地產放款規模大幅成長，2010 年底房地產放款占全體放款之比重達 22.3%（見圖 5），導致房價大幅上升。

### (二) 投資及投機炒作盛行

投資大陸房地產市場之資金除來自國有企業、地方政府成立之融資平台（註 1）外，尚有中小企業及一般民眾。

#### 1、中小企業

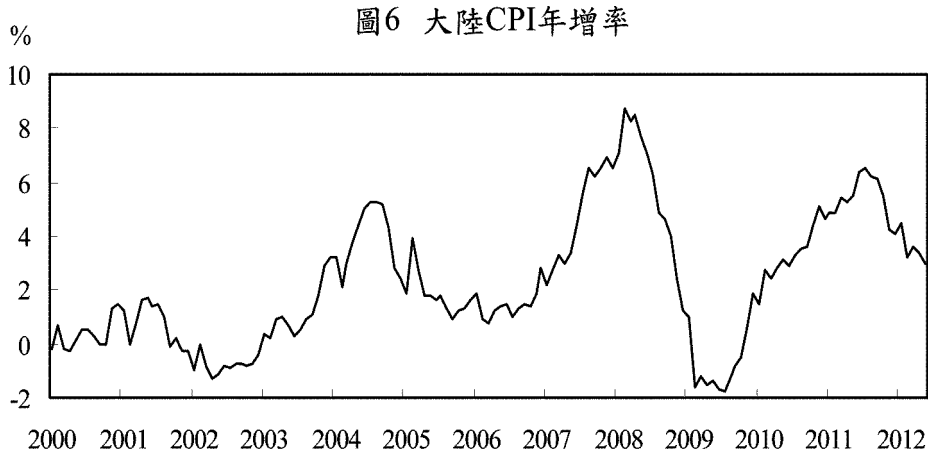
近年因原物料、勞動成本上升導致中小



（註 1）大陸地方政府因受限於預算法規定，無法發行公債及直接向銀行融資，乃提供土地、資金等方式設立公司，稱為地方融資平台，負責地方政府之投資及籌資業務。

企業經營利潤微薄（平均毛利率低於 5%），2008 年因全球金融危機影響一度下滑，2009 年部分中小企業投資房地產，以謀取更高的利潤（註 2）。因通膨高漲，導致實質利率已為負數

2、一般民眾（見表 2），為避免購買力下降，一般民眾紛紛投入房地產市場。



資料來源：Thomson Datastream。

**表 2 大陸官方利率一覽表**

	1 年期法定放款基準利率 (1)	1 年期法定儲蓄存款基準利率 (2)	CPI 年增率 (3)	實質利率 (2) - (3)
<b>2005</b>	5.58	2.25	1.8	0.45
<b>2006</b>	6.12	2.52	1.7	0.82
<b>2007</b>	7.47	4.14	4.8	-0.66
<b>2008</b>	5.31	2.25	5.9	-3.65
<b>2009</b>	5.31	2.25	-0.7	2.95
<b>2010</b>	5.81	2.75	3.3	-0.55
<b>2011</b>	6.56	3.50	5.4	-1.90

資料來源：中國人民銀行（2012）及中國國家統計局（2012）。

(註 2) 見新華網（2012）。

### 3、地方政府積極投入房地產開發

大陸地方政府為配合振興經濟方案，經由地方融資平台向銀行借入大量款項及發行城投債(註3)，大舉投入基礎建設及相關之房地產(見圖7)。地方政府除透過融資平台開發房地產外，亦鼓勵民間地產開發商開發房地產，以增加稅收。

影響所及，近年來地產開發商投資總規模亦大幅擴增，其中住宅及商業用不動產投資規模均同步擴增。2011年地產開發商投資規模由2003年之1.0兆人民幣，擴增至6.2兆人民幣，其中住宅投資更高達4.4兆人民幣(見圖8)。

圖7 地方融資平台運作流程

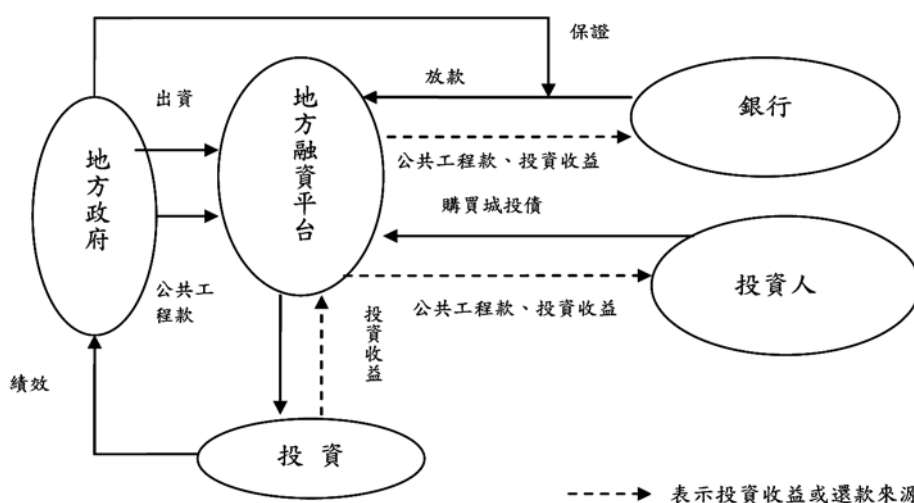
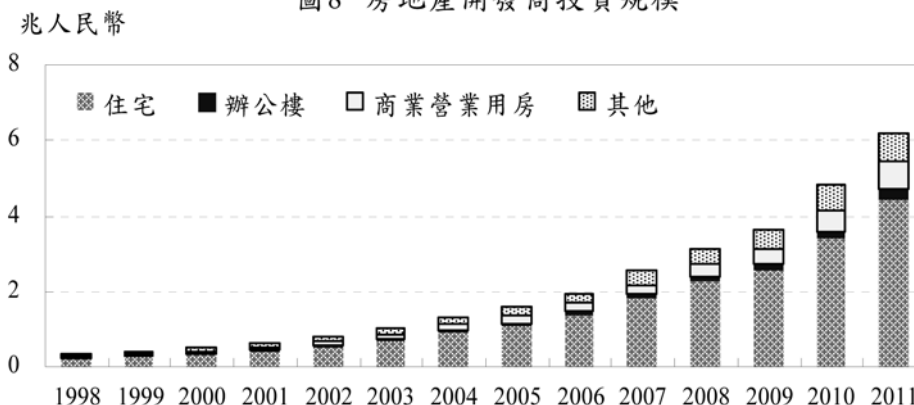


圖8 房地產開發商投資規模



資料來源：Thomson Datastream。

(註3) 專指地方融資平台發行之債券。

## 參、大陸房市泡沫風險評估

2009年下半年起，大陸房價不斷攀升，是否會步1980年代日本之後塵，有房市泡沫之虞？學者不乏廣泛討論。以下擬先介紹房市泡沫化定義及一般常使用之衡量泡沫化指標，再依衡量指標檢視大陸房市。

### 一、房市泡沫化之定義及衡量指標

1990年Joseph E. Stiglitz曾為泡沫下一個定義：若今天價格的上漲，純粹只是因為投資者預期明天的售價會更高，亦即基本面的因素已無法合理解釋高漲的價格時，泡沫就存在了（註4）。

泡沫的特點之一是價格哄抬至完全脫離基本面之高價。例如人們因預期未來房價將持續上漲而競相購屋，自然會推升房價。當未來房價將快速上漲之預期成為購屋的主要推動力，且不斷推升房價時，房市泡沫就存在了。

房價快速上漲並不代表泡沫一定存在，必須先確認房價是否脫離基本面上漲。一般常藉由國際間普遍使用之房價所得比、房價租金比、空屋率等三項指標來評估房價是否合理。

### 二、大陸部分主要城市有房市泡沫化疑慮

以下將分別就上述三項指標檢視大陸房

市是否有泡沫存在？

#### （一）房價所得比

房價所得比是用來說明住宅成本與家戶所得之間的關係，並衡量一個特定地區民眾購屋的負擔。房價所得比是國際上用來衡量房地產泡沫最常見的指標之一。房價所得比過高會降低民眾之購買力，不利民間消費及經濟成長。根據世界銀行的調查資料，已開發國家房價所得比約介於1.8至5.5倍之間，開發中國家則介於2.5至6倍之間（註5）。在大陸主要城市的房價所得比多逾10倍，特別是在北京、上海及深圳等一線城市，其比例更達12倍以上（見圖9）。

#### （二）房價租金比

房價租金比係指房價相對租金的比值。房價租金比是不動產投資收益最具敏感的判斷指標，亦是衡量房地產泡沫的重要指標。

根據大陸國土資源部公布之「中國城市地價狀況2009」，首度提出類似房價租金比的概念。該報告以租金房價比，即1年租金相對房價的比率來分析大陸房地產市場之泡沫情形。若該比值低於4.5%（相當於回收期間超過22年），則說明該地區的房價存在泡沫。

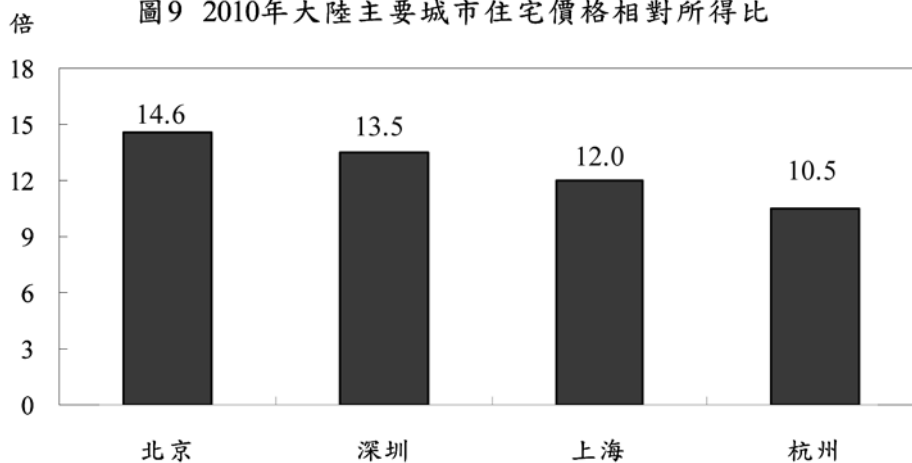
近5年來，由於供需失衡導致房價上漲

（註4）見Stiglitz（1990）。

（註5）1992年世界銀行在進行中國大陸住房制度改革研究時，提出之看法，之後多數研究報告或文獻皆引用此種說法。見World Bank（1992）。

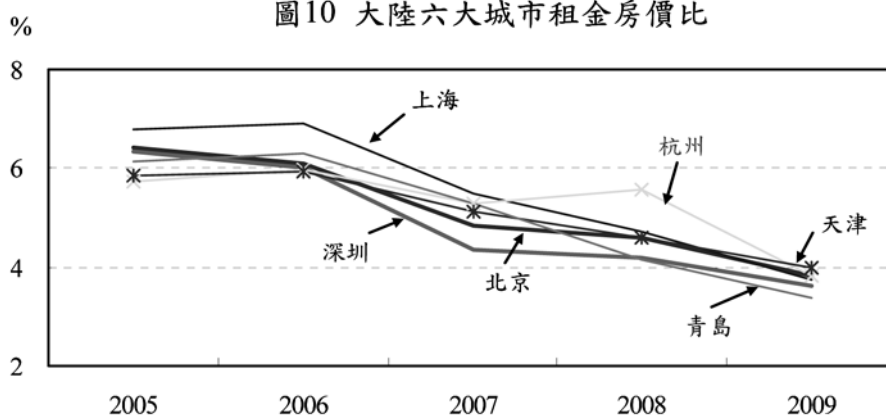


圖9 2010年大陸主要城市住宅價格相對所得比



註：深圳及杭州為2009年之資料，住宅價格以每人30平方米計算。  
資料來源：Thomson Datastream及中國統計年鑑（2011）。

圖10 大陸六大城市租金房價比



資料來源：中國國土資源部（2010）。

率相對高於租金上漲率，導致北京、深圳、上海、杭州、天津及青島等 6 個城市的租金房價比持續下降，至 2009 年均低於 4%（見圖 10）。租金房價比尚低於 4.16% 的 5 年以上個人房貸利率，說明住宅長期投資者的租金報酬率偏低，明顯偏離理性投資者的正常投資報酬率。

### （三）空屋率

空屋率（註 6）係一個衡量房地產市場真實需求的程度。儘管大陸國家統計局自 2010 年 9 月起已著手統計大陸空屋率，惟迄今資料仍未公布。大陸社科院則表示，2010 年大陸空屋數達 6,450 萬戶，足夠容納大陸三分之一的城市人口。另 2011 年 3 月大陸 7 個省分

（註 6）係指空置的房屋面積占房屋總面積的比率。

之新屋空屋數約 1,300 萬戶(註 7)，顯示過去 5 年內完工住宅的平均空屋率達 20%，豪宅及郊區別墅的空屋率估計高達 60% 至 90%。上海及北京的空屋率估計亦高達 30% 至 50% (註 8)。空屋率過高意味住房用於居住的比例過低，用於投資或投機的比例則過高，造成社會資源的浪費。

(四) 綜合評估：主要一線及部分二線城市有泡沫之虞  
經由以上三項指標之研判，全球金融危

機後，大陸房價高漲已有泡沫形成之疑慮；惟侷限於部分主要城市，尤其是北京、上海及深圳等一線城市，以及福州及寧波等部分二線城市。

此外，與日本 1980 年代房市泡沫化比較，兩國雖在高房價形成背景方面，有類似之處，惟在經濟、金融發展過程，及政府因應高房價之態度方面，則截然不同(見表 3 及附錄一)。因此，一般認為大陸將不致重蹈日本之覆轍。

表 3 全球金融危機後中國大陸房價高漲與 1980 年代之日本比較

	1980 年代之日本	2009 年以來之大陸
<b>類 似 之 處</b>		
<b>1、高國民儲蓄率</b>	30%至 35%	54% (2010 年)
<b>2、寬鬆貨幣政策，流動性擴增</b>	廣場協議後，連續 5 次調降官方利率，基準貼放利率降至 2.5% 之低點後，維持至 1989 年 5 月。	2008 年 9 月至 12 月間，計 5 次降息及 4 次調降存款準備率。
<b>3、房地產價格急漲</b>	6 大城市 1990 年平均地價為 1981 年之 3.8 倍，其中商業用地價高達 5.5 倍，住宅用地價則為 3.2 倍。	2010 年 4 月 70 大城市平均房價年增率達 12.8% 之歷史新高。
<b>相 異 之 處</b>		
<b>1、經濟發展程度迥異，房價上漲結構不同</b>	城鄉差距小，房價上漲主要因商業用不動產投機需求大所致。	城鄉差距大，房價上漲主要因住宅用不動產需求大，另都市化支撐房價，可降低泡沫破滅風險。
<b>2、金融自由化程度不同</b>	資本帳交易完全自由化，對於外資炒作房地產之管控趨於困難。	金融資本帳未完全開放，外資投資房地產受限，減輕外資炒作大陸房地產之程度。
<b>3、政府處理房價高漲之態度不同</b>	廣場協議後，日圓強勁升值，降低利率來拯救出口產業。	對房價高漲抱持高度警戒，並陸續採取相關因應措施。

(註 7) 見 Financial Times (2011)。

(註 8) 2009 年美國公寓空屋率創 8% 之新高，即被認為係房地產嚴重的警訊。

## 肆、大陸官方因應房市過熱之措施及其負面影響

### 一、冷卻房市措施

針對近年來大陸房市過熱現象，除人民銀行自 2010 年至 2011 年 7 月止，5 次調高銀行存放款基準利率、12 次調高存款準備率（見圖 11）外，大陸國務院亦自 2010 年 3 月起，陸續推出包括要求非經營房產業之國有企業退出房地產市場、調高第 2 戶住宅自備款比率、暫停提供購買第 3 戶（含）以上住宅之放款，以及加強對房地產開發業購地及融資之監管等一系列抑制房價高漲之嚴厲措施（見表 4）。

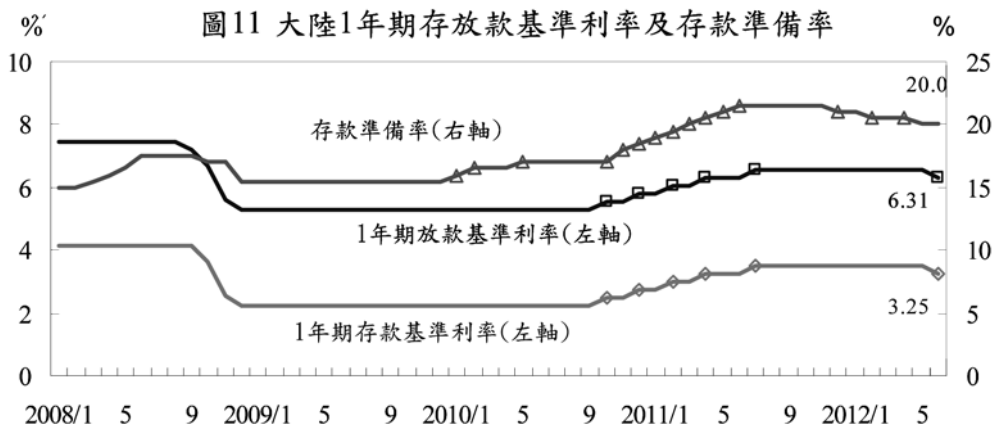
在一系列之抑制房價高漲措施中，以 2011 年 1 月之「新國八條」調控力道最強，其與 2010 年 9 月之「新國五條」最大差異在於，除進一步緊縮購屋信貸及加稅外，並新

增限購措施；因內容涵蓋限購、限貸、稅制、保障性住房、監督問責等五大重點，對抑制高房價成效顯著。

除從需求面抑制房價外，大陸當局亦自 2009 年起大量興建保障性住房，其中 2009、2010 及 2011 年分別興建 500 萬、590 萬及 1,000 萬戶，2012 年預計將不低於 700 萬戶，以充分供應市場所需。

### 二、冷卻房市措施之成效

受冷卻房市措施影響，70 大城市平均房價年增率自 2010 年 4 月之 12.8%，一路下滑至 2012 年 5 月之 -1.5%（見圖 1）。其中，主要一線及二線城市，新建住宅價格指數年增率亦自 2010 年下半年以來漲幅縮小，2012 年起部分城市新建住宅價格亦轉呈負成長（見



\*2008年9月起，大型與中小型金融機構不同，圖中數據係指前者。  
資料來源：Thomson Datastream。

表 4 2010 年以來大陸採取抑制房價高漲措施

日期	措施	
	種類	主要內容
2010.3.18	監督問責	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 國有資產監督管理委員會要求 78 家非經營房產業之中央國有企業退出房地產市場。</li> </ul>
2010.4.14	限貸	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 首次購屋且建地面積在 90 平方米（約 27 坪）以上之自備款比率不得低於 30%。</li> <li>➢ 購買第 2 戶住宅自備款比率由原先之 40% 提高至 50%，放款利率不得低於基準利率之 1.1 倍。</li> <li>➢ 實施更嚴格之差別化住宅信貸政策。</li> </ul>
	保障性住房	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 增加住宅建地之供給。</li> </ul>
	稅制	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 加快研擬制定個人住宅課稅政策。</li> </ul>
2010.4.17 (新國十條)	監督問責	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 加強對房地產開發業購地及融資之監管。</li> </ul>
	限貸	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 對住宅價格過高、漲幅過快、供給不足的地區，銀行得依風險狀況，暫停提供購買第 3 戶（含）以上住宅放款。</li> <li>➢ 對無法提供 1 年以上當地納稅證明，或社會保險繳納證明的非本地居民，銀行得暫停住宅放款。</li> </ul>
	保障性住房	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 加速興建公共租賃住宅，中央以資金支援。</li> </ul>
2010.9.29 (新國五條)	監督問責	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 加強房地產用地及建設管理：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 加強國土資源與住房城鄉建設（含房地產市場、規劃、住宅保障）等各主管機關之合作與協調。</li> <li>✓ 優先保障中小型住宅用地需求，並簡化相關審核流程，以加速釋出住宅供給。主要措施包括：                                     <ul style="list-style-type: none"> <li>● 確保興建中小型住宅（即大陸之保障性住房、棚戶區<sup>註</sup>改造住房和中小套型普通商品住房等）用地，達住宅用地供應總量之 70% 以上。</li> <li>● 在高房價地區，擴增中小型限價住宅用地數量。</li> <li>● 明定興建中小型住宅用地不得興建大面積住宅。</li> <li>● 加強清查土地閒置情況；明定購地後審核與興建時限，未來經核可興建者應於 1 年內動工，3 年內完工；並明文訂定企業購地後無故閒置 1 年以上，或土地開發利用未依土地轉讓契約之約定條件者，取消其參與土地標售資格。</li> <li>● 擴大對囤地、炒作等相關違規事宜之罰則。</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>

	<p>限貸</p>	<p>➢ 強化差異化房貸政策：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 對貸款購買商品房，房貸成數上限調降至 70%。</li> <li>✓ 對貸款購買第 2 戶住宅家庭，嚴格執行既有規定，即房貸成數上限為 50%、貸款利率不低於基準利率 1.1 倍；對購買第 3 戶（含）以上住宅者，以及無法提供 1 年以上當地納稅證明或社會保險繳納證明之非本地居民，暫停新承做購置住宅放款。</li> <li>✓ 民眾禁止以消費性貸款用於購置住宅。</li> </ul> <p>➢ 土地與建築貸款部分：對有土地閒置、改變土地用途和性質、未按期開竣工、囤屋惜售等違法違規記錄之房地產開發商，各商業銀行不得對其辦理新建築貸款和貸款展期。</p>
	<p>稅制</p>	<p>➢ 落實差異化稅負政策，提高交易成本，放寬社會住宅優惠措施：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 調整契稅與個人所得稅優惠措施： <ul style="list-style-type: none"> <li>● 契稅：家庭首購自用住宅者，減半徵收；若首購住宅小於 90 平方米以下，調降契稅稅率至 1%。</li> <li>● 個人所得稅：取消對 1 年內重購自用住宅者之所得稅減免。</li> </ul> </li> <li>✓ 建築營運面：對配合興建與管理社會住宅者，提供 3 年稅負減免優惠： <ul style="list-style-type: none"> <li>● 對公租房（即社會住宅）及其建設用地，減免城鎮土地使用稅。</li> <li>● 對興建社會住宅所涉業務，免徵印花稅。</li> <li>● 對購買住宅作為社會住宅用途者，免徵契稅與印花稅；相關之租賃契約免徵印花稅。</li> <li>● 企業等團體捐贈房屋作為社會住宅用途，且增值額未超過扣除項目金額 20% 者，免徵土地增值稅。</li> <li>● 前項捐贈支出在年度利潤總額 12% 以內部分，得納入應納稅所得額之扣除額。</li> <li>● 對出租社會住宅收取之租金收入，免徵營業稅、房產稅。</li> </ul> </li> </ul>

2011.1.27 (新國八條)	監督問責	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 進一步落實地方政府責任：2011 年各城市人民政府要合理確定該地區年度新建住房價格控制目標，並於第 1 季向社會公布。</li> <li>➢ 嚴格住房用地供應管理：加強對企業土地市場准入資格及資金來源的審查，參加土地競買的單位或個人，必須說明資金來源並提供相關證明。</li> <li>➢ 落實住房保障和穩定房價工作的約談問責機制：未如期確定並公布該地區年度新建住房價格控制目標、新建住房漲幅超過年度控制目標或沒有完成保障性安居工程目標任務的地方政府，要向國務院做報告，有關部門則根據規定對相關負責人進行問責。</li> <li>➢ 堅持及強化輿論引導：對製造、散布虛假消息者，追究有關當事人的責任。</li> </ul>
	限貸	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 強化差別住房信貸政策：對貸款購買第 2 戶住房之家庭，首付款比例不低於 60%，貸款利率不低於基準利率的 1.1 倍。</li> </ul>
	保障性住房	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 加大保障性安居工程建設力度：加強保障性住房管理，健全准入退出機制，切實做到公開、公平、公正。</li> </ul>
	稅制	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 調整完善相關稅收政策，加強稅收徵管。</li> <li>✓ 規定個人購買住房不到 5 年就轉手交易者，統一按銷售收入金額徵稅（之前採買賣差價徵收）。</li> <li>✓ 對定價明顯超過周邊房價水平之房地產開發項目，進行土地增值稅清算與稽查。</li> </ul>
	限購	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 從嚴制定及執行住房限購措施：已有 1 戶住房的當地戶及家庭，或有當地一定年限納稅證明或社會保險繳納證明的非當地戶籍家庭，只能購買 1 戶住房，對擁有 2 戶住房（含）以上者，則不得購置住房。</li> </ul>

註：棚戶區係指平房密度大、使用年限久、基礎設施差及環境衛生髒亂之區域。

資料來源：整理自中國國務院網站（2011）。

圖 12、13）。

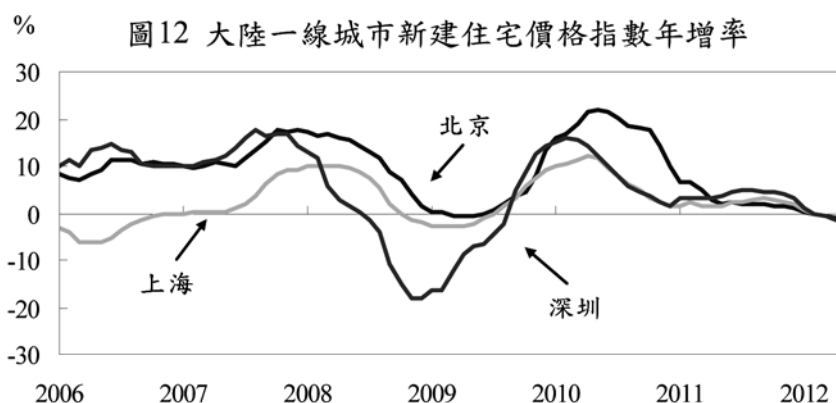
大陸房地產降溫，房價逐步向下調整後，不僅可避免未來房地產泡沫破裂，且可將過度集中於房地產行業之資金及人力等資

源引導至服務業及高科技等產業，有助提升

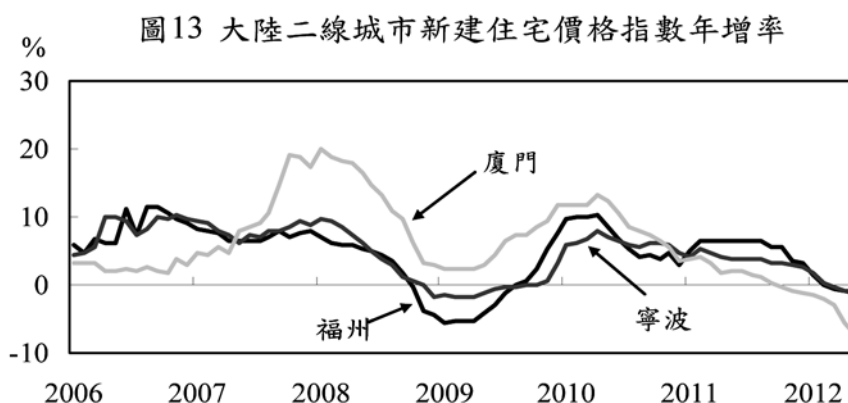
大陸競爭力及長期經濟發展。

### 三、房市降溫後產生之負面影響

因中小企業及地方政府對房地產投資及



資料來源：Thomson Datastream。



資料來源：Thomson Datastream。

投機炒作涉入非淺，當房市降溫後該等部門受到不小衝擊，加上 2011 年下半年起，歐債危機升高，全球景氣走緩並波及大陸，亦進一步加深房市降溫後產生之不利影響。這些負面影響可歸納為以下幾點：

(一) 拖累整體固定投資，進而影響經濟成長

由於大陸房地產投資占固定投資逾 20%，

房價大跌，重創房地產投資，進而拖累整體固定投資（註 9）。而固定投資占大陸 GDP 之比重又往往高達 50% 以上，若固定投資成長減速，勢將不利其經濟成長。

(二) 導致房地產開發商經營困難

標準普爾（Standard & Poor's）指出，鑑於 2012 年大陸房地產銷售前景之不確定性加重開發商的流動性壓力，因此對其評等維持

（註 9）見英國金融時報中文網（2011）。

負向，預期 2012 年大陸房價約將下跌 10% (註 10)。

據銀監會統計，截至 2011 年第 2 季止，上市房地產開發商的總資產為 1.73 兆人民幣，但總負債高達 1.24 兆人民幣，負債比率達 71.3%，創 10 年來新高。一旦房價跌勢加重時，開發商將面臨一波併購或倒閉潮 (註 11)。

### (三) 導致中小企業倒閉與民間融資斷鏈的惡性循環

#### 1、中小企業面臨倒閉潮

房市降溫，導致多數中小企業投資房地產失利，無力償還借款，拖累擔保公司及其他互保企業等，融資利率飆升，融資管道中斷，引發企業倒閉潮的惡性循環。

#### 2、民間融資斷鏈引發銀行信用危機及社會不安

由於中小企業本業經營利潤微薄，而投資房地產獲利大又快，致部分企業轉而炒作房地產，但由於不易自金融體系取得貸款，多轉而求助於民間借貸業者，導致民間借貸盛行。

大陸當局冷卻房市政策，導致中小企業

投資房地產失利，無力償還借款。由於民間借貸涉及關係人甚多，以溫州為例，民間借貸市場規模 1,100 億人民幣，其中約有 89% 之家庭及個人，以及 60% 之企業參與，且來自銀行之資金約占 30% (註 12)，違約風險上升恐引發銀行信用危機及社會不安。

### (四) 地方政府償債能力降低

為擴大地方基礎建設，增加地方收入，大陸地方政府自 2009 年起積極投入房地產開發。隨 2009 年下半年以來房價逐步攀高，地方政府透過地方融資平台向銀行借款之餘額節節上升，2010 年底地方融資平台借款餘額高達 10.7 兆人民幣，較 2009 年底大幅擴增 44.6%，占全體銀行放款比重自 2009 年之 18.5% 增至 2010 年之 22.3% (見圖 14)。2010 年中以來，房地產降溫，地方政府投資房地產失利，加以土地出讓收入減少，致償債能力降低 (註 13)。

### (五) 加重金融體系風險

2009 年以來大陸銀行業房地產放款比重節節攀升，2011 年底，房地產放款餘額為 10.7 兆人民幣，占其放款比重達 19.5% (註 14)。房市降溫，恐導致大陸銀行業房地產放

(註 10) 見 Standard & Poor's (2011)。

(註 11) 見中國社科院 (2011b)。

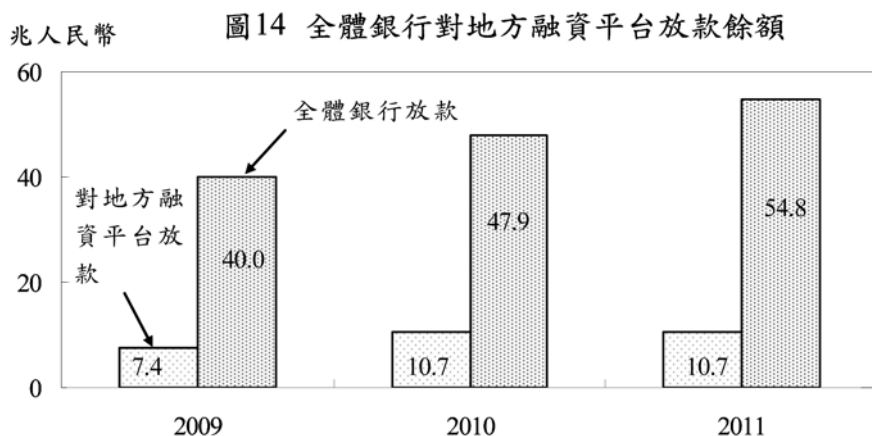
(註 12) 包括銀行自有資金 10% 及存款 20%。部分銀行本身更以信託方式發行理財產品，以高於一般放款利率的約定利率賣給投資者，所得資金再以約定利率加碼方式貸放給中小企業，從中獲取暴利，且此種交易屬「表外項目」，監理單位無法判斷其規模之大小。見中國社科院 (2011)。

(註 13) 見中國社科院 (2011a)。

(註 14) 見中國人民銀行網站 (2012)。



款抵押品質惡化，直接推升其授信風險。能力降低、中小企業倒閉、民間融資斷鏈，此外，房市降溫亦將導致地方政府償債 加大金融體系風險。



資料來源：中國人民銀行（2012）、新華網（2012）。

## 伍、未來可能發展

一、大陸官方積極採取措施，房價下滑之負面效應不致擴大。長趨緩，金融部門放款品質惡化，金融體系信用風險上升，大陸當局已積極採取一系列措施（見表5），將有助其金融穩定。

為因應房市大幅降溫，造成實質部門成

表5 房市降溫產生之負面影響及因應措施

負面影響	因應措施			
	調降存準率與基準利率	允許地方政府發債	支援小型和微型企業的金融財稅措施	擴大保障性住房政策
拖累固定投資，進而影響經濟成長	✓			✓
房地產開發商經營困難	✓			✓
中小企業倒閉與民間融資斷鏈的惡性循環	✓		✓	
地方政府償債能力降低	✓	✓		
加重金融體系風險	✓	✓	✓	

註：「✓」表示針對負面影響所採取之相關措施。

**(一) 調降存準率與基準利率，緩解實質  
與金融部門之風險**

為提振房市降溫所帶來之固定資產投資減緩，激勵整體經濟活動，並紓解資金緊俏情況，中國人民銀行於 2011 年 11 月底宣布調降金融機構存款準備率 0.5 個百分點，為 3 年以來首度調降，2012 年 2 月及 5 月再分別各調降 0.5 個百分點，其中大型金融機構存款準備率降至 20.0%；並自 6 月 8 日起調降金融機構存放款基準利率，其中 1 年期存放款基準利率各降 0.25 個百分點，分別至 3.25% 及 6.31%。

利率調降後，房貸利息減輕，有助於緩解房地產投資及開發商經營、中小企業倒閉與民間融資斷鏈問題，以及地方政府償債能力等實質與金融部門之問題。

**(二) 允許地方政府發債，降低銀行放款  
集中度**

大陸財政部 2011 年 10 月公布「2011 年地方政府自行發債試點辦法」，允許上海市、浙江省、廣東省及深圳市開辦地方政府自行發債試點（註 15）。該措施為地方政府增闢新的融資管道，降低其銀行債務。

2011 年地方融資平台銀行借款餘額與 2010 年相同，維持於 10.7 兆人民幣（見圖 14），且其占全體銀行放款比重亦自 2010 年

之 22.3% 降至 19.5%，顯示銀行對地方融資平台之借款集中度已有下降，有助於降低銀行信用風險。

**(三) 推出「支援小型和微型企業的金  
融稅措施」，降低民間資金斷鏈風險**

為因應房市降溫後，引發之民間資金斷鏈之惡性循環，大陸國務院推出包括擴大銀行對小型微型企業（註 16）放款、增加融資管道及減免稅負等之措施（見附錄二）。

上述政策預期將能緩解當前小型微型企業資金緊俏局面，避免大規模資金斷鏈及勞工失業。近期民間借貸違約事件已漸趨平息，顯示民間資金斷鏈風險已明顯降低。

**(四) 擴大保障性住房政策，滿足民眾住  
房需求**

為避免房地產炒風再起，大陸政府持續採行調控房地產之各項政策措施，目的在引導銀行資金轉向其他實質面投資，以利調整經濟體質；但為滿足民眾住房需求，另採取擴大保障性住房政策，使房地產開發商經營困難問題漸獲紓解，除可緩和房市萎縮對投資的影響，也具有加強照顧弱勢民眾住房需求之政策意涵。

**二、房市調控立場不變，未來房市恐進一步  
降溫**

鑑於國內經濟成長放緩，加以銀行流動

（註 15）2011 年 11 月 15 日上海市已成功發行 71 億人民幣地方債。

（註 16）微型企業指員工人數不足 10 人之企業；小型企業則為員工人數介於 10-300 人之企業。

性壓力增大，2011年12月以來人民銀行陸續調降存款準備率。預期2012年隨全球經濟持續走疲，加以考量房市降溫對經濟及金融之衝擊，貨幣政策可望進一步寬鬆。

儘管大陸貨幣政策已見寬鬆，但預期大陸房市冷卻措施短期內不會轉向，加以保障性住房大量推出，未來房市恐進一步降溫。惟若房市降溫引發之經濟及金融風險加劇，或全球經濟進一步疲軟，大陸當局仍有可能減弱調控房價力道。

### 三、未來房市調控措施可能以財稅手段取代限購令

目前大陸調控房市措施係行政干預色彩

濃厚之「三限令」(註17)，其中限貸及限價受商業銀行及地方政府人為操控之空間較大，對房市之衝擊未若限購為大。惟限購令自2010年9月實施以來，至2011年12月初止，僅46個城市實施，其中有11個城市之限購令已於2011年12月底屆滿，使房市調控措施面臨鬆動。

限購令乃當前大陸中央調控房市最有效方法，惟就長期而言，限購令將扭曲需求結構，使房市更加依賴政策干預。

有鑑於此，大陸官方表示，限購令屬過渡性措施，未來仍將考慮以房屋稅等之財稅手段來調控房市(註18)。

## 陸、結 論

為避免步日本1980年代後半期房市泡沫破滅之後塵，大陸官方對房價處理始終抱持審慎態度。近期因大陸景氣明顯趨緩，加上地方政府債務及金融體系風險仍在，致使未來房市調控面臨重大挑戰。

惟相對於歐美國家，大陸外匯存底龐大及儲蓄率高，且大陸都市人口比率遠低於已開發國家，都市化之發展空間仍大，可望為

房地產提供大量需求，降低房市泡沫化的風險；加上2012年秋季大陸政權移轉前後，預期大陸當局勢必採取穩健之金融政策，以避免房價大跌及債務失控。

因此，儘管短期內大陸調控高房價之立場不致輕易改變，惟調控力道及措施則可能視經濟情勢變化而加以調整。

(註17)限貸、限價及限購。

(註18)住房和城鄉建設部長姜偉新2011年10月表示，見英國金融時報中文網(2011a)。

## 附錄一 全球金融危機後中國大陸房市與 1980 年代之日本比較

1985 年 9 月，七大工業國（G7）財長簽署「廣場協議」（Plaza Accord）後，日圓對美元開始急速升值。為防止因日圓大幅升值衝擊出口產業，影響經濟成長，日本政府採取持續性寬鬆貨幣政策，以及擴張性財政政策，使得原先即已資金充沛之經濟體系，因過剩資金注入非生產領域（註 1），形成巨大資產泡沫。

有鑑於資產泡沫之嚴重，1989 年 5 月起，日本央行改採緊縮性貨幣政策，復以外資因獲利而逐漸撤離日本，導致 1990 年起房價開始下挫，並引發房市泡沫破滅，銀行深受其害。至 2003 年 3 月底止，日本 7 大商業銀行之壞帳總額高達 5.6 兆日圓（約 430 億美元），日本經濟開始步入長期低迷困境。

國際間對大陸是否會重蹈 1980 年代日本房市泡沫化覆轍之疑慮升高。以下擬將大陸與 1980 年代之日本予以比較分析（參見附表）。

### （一）與 1980 年代之日本類似之處

#### 1、高國民儲蓄率

##### （1）日本：

長期以來，高國民儲蓄率為日本國內資

本迅速累積之主因；1980 年代日本國民儲蓄率大致介於 30% 至 35%（註 2），直至 1990 年代起，因房市泡沫破滅，整體景氣衰退而下滑，至 2010 年始降至 24%。

##### （2）大陸：

大陸長期以來因社會保障機制不全，國民儲蓄率始終居高，致消費疲軟。尤其自 2001 年起，儲蓄率大幅上升，2010 年底已升抵 54%，約為日本在 1980 年代時之 2 倍（見圖 1）。

高儲蓄率雖非導致房市泡沫化之唯一原因，惟意味國內資本大量累積，一旦搭配實施寬鬆貨幣政策或擴張性財政政策，則易引發房市泡沫化。

#### 2、寬鬆貨幣政策，導致流動性擴增

##### （1）日本：

廣場協議後，日本採取寬鬆貨幣政策，1986 年 1 月至 1987 年 2 月間，連續 5 次調降官方利率，基準貼放利率自 5% 驟降至 2.5% 之低點後，維持至 1989 年 5 月（見圖 2）。

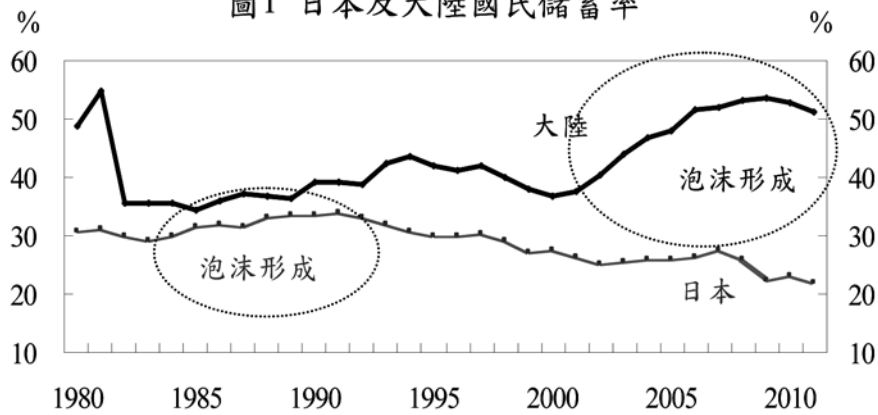
在低利率之環境下，日本流動性擴增迅速，馬歇爾 K 係數（註 3）亦逐步走高（見圖 3）。

（註 1）日本央行統計，在 1985 年到 1990 年間，日本企業共籌資 405 兆日圓，其中 36% 用於實際投資，64% 用於股票或土地投資。見李亞芬（2010）。

（註 2）見 Diaye（2010）。

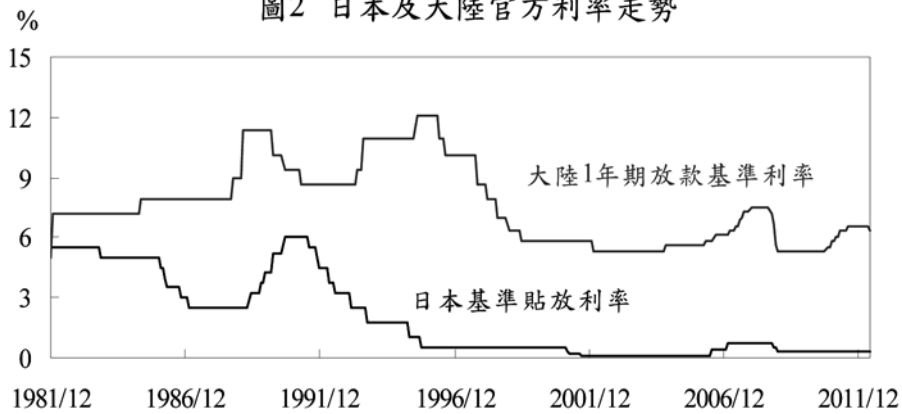
（註 3）一般計算公式為  $M2/$ 名目 GDP；日本因 M2 定義未含 CD，故以  $(M2+CD)/$ 名目 GDP 計算。

圖1 日本及大陸國民儲蓄率



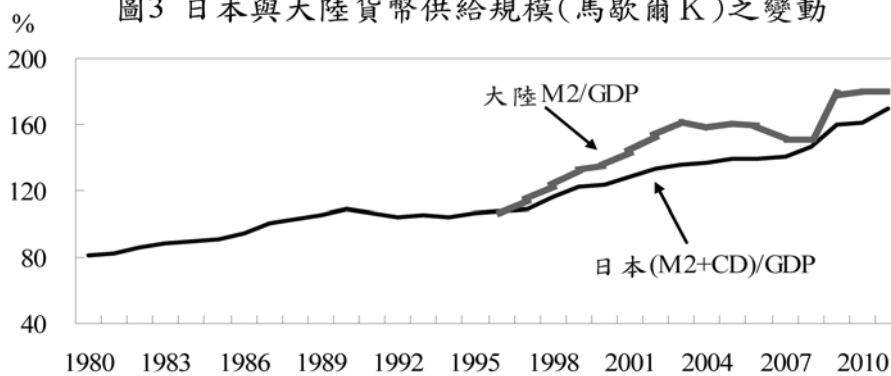
資料來源：WEO database (2012)。

圖2 日本及大陸官方利率走勢



資金來源：Thomson Datastream。

圖3 日本與大陸貨幣供給規模(馬歇爾 K)之變動



資料來源：Thomson Datastream。

(2) 大陸：

為因應 2008 年全球金融危機帶來之衝擊，大陸該年 9 月至 12 月共計 5 次調降 1 年期放款基準利率，及 4 次調降存款準備率。短短 4 個月內，1 年期放款基準利率自 7.47% 降至 5.31%，降幅達 2.16 個百分點（見圖 2），而存款準備率降幅亦達 2 個百分點。在極度寬鬆之貨幣環境下，馬歇爾 K 係數亦顯著上升，並遠超出 1980 年代後期之日本（見圖 3）。

3、房地產價格急漲

(1) 日本：

1980 年起日本地價開始全面上漲，1990 年 6 大城市平均地價已漲至歷史高點，約為 1981 年之 3.8 倍，其中商業用地價為 5.5 倍，住宅用地價則為 3.2 倍（註 4）（見圖 4），地價飆漲，帶動房價全面走揚。

(2) 大陸：

2008 年受全球金融危機影響，大陸 70 大城市平均房價年增率大幅下滑，直至 2009 年 4 月在大陸政府振興經濟措施之支撐下，開始彈升，至 2010 年 4 月達歷史新高 12.8%（見圖 5）。

(二) 與 1980 年代之日本相異之處

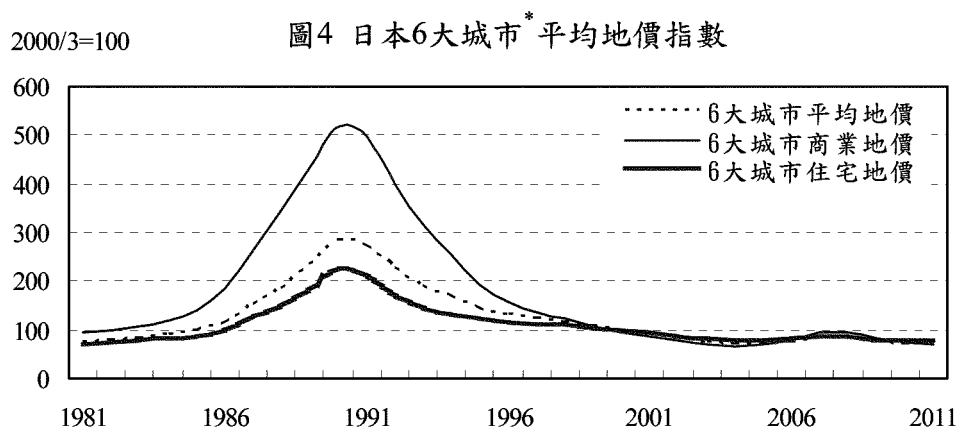
1、經濟發展程度迥異，房價上漲結構不同

(1) 日本：

1980 年代中期，日本已進入後工業化階段，城鄉差距小，國內市場處於飽和狀態，經濟發展空間縮小。房價上漲主要起因於商業用不動產投機需求高所致。

(2) 大陸：

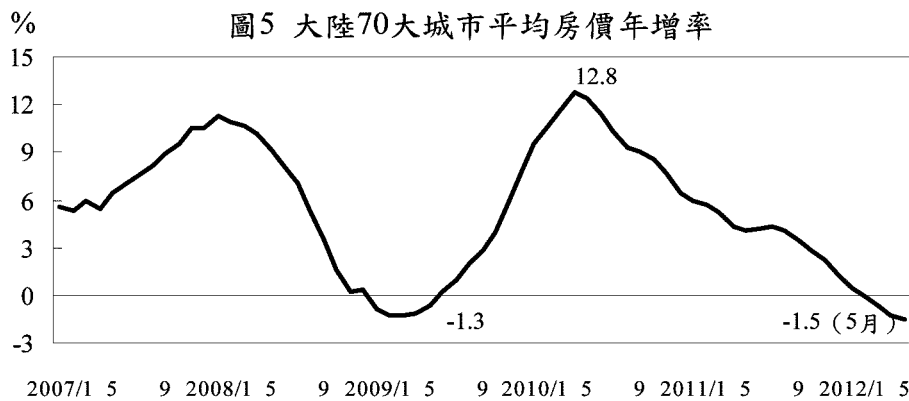
2009 年以來，大陸處於經濟快速發展階段，城鄉差距大，復以國內市場大，經濟發



\*東京、名古屋、大阪、神戶、橫濱及京都。

資料來源：Thomson Datastream。

(註 4) 日本官方機構僅公布地價相關指標，並未公布房價相關指標。



註：2011年後之數據係路透依大陸統計局公布之數據推算。

資料來源：中國國家統計局網站（2012）及 Thomson Reuters。

展潛力深厚。房價上漲主要是住宅用不動產需求大，惟漲幅低於日本房市泡沫破滅前之水準，復以都市化對房價形成支撐，致降低泡沫破滅之風險。

## 2、金融自由化程度不同

### (1) 日本：

自1985年起逐步實施利率自由化，復以日圓國際化之進展，日圓成為可自由兌換貨幣。在資本帳交易完全自由化後，對於外資炒作房地產之管控趨於困難。

### (2) 大陸：

目前大陸金融資本帳尚未完全開放，外資投資房地產受限，復以人民幣尚無法自由兌換，人民幣對美元升值幅度亦遠低於1980年代日圓對美元之升值幅度。此將可大幅減輕外資炒作大陸房地產之程度。

## 3、政府處理房價高漲之態度不同

### (1) 日本：

1980年代中後期，日本政府因擔心日圓升值對出口之衝擊，開始實施擴張性財政與寬鬆性貨幣政策。自1987年2月，日本政府數次調降官方利率，並大幅減稅與擴大公共投資，致日本企業除大肆收購海外資產，並以低利融資炒作國內房地產，導致房價高漲，引發房市泡沫化危機。

1989年6月起，日本政府雖轉而採取多次調升官方利率等緊縮措施，惟因日本長久以來，在政府過度保護下，經濟及金融體系存在不少結構性問題，致房市泡沫破滅後，景氣步入長期蕭條局面。

### (2) 大陸：

因有日本房市泡沫化之前車之鑑，大陸當局對房價高漲抱持相當高之警戒，推出一系列冷卻房市措施，隨後為解決因房市降溫對各經濟層面帶來之負面影響，大陸當局亦陸續採取各種因應措施，以避免風險失控。

## 附錄二 「支援小型和微型企業發展的金融財稅措施」主要內容

金融措施	主要內容
擴大對小型微型企業之信貸支持	商業銀行應擴大對小型微型企業的放款，實現小型微型企業放款增速不低於全部放款平均增速，增量高於上年同期水準，並擴大對單戶授信總額 500 萬人民幣以下小型微型企業之放款
糾正金融服務不合理收費	禁止商業銀行對小型微型企業收取承諾費、財務顧問費等
擴大小型微型企業融資管道	逐步擴大小型微型企業票據、債券發行規模
放寬對小型微型企業金融服務之監管政策	對小型微型企業單一授信戶 500 萬人民幣以下之放款，可不計入存放比之計算
促進小型金融機構改革與發展	引導小型金融機構增加服務網點
促進民間借貸之健全發展	嚴禁金融從業人員參與民間借貸
准許銀行發行小型微型企業放款金融債	銀行達到銀監會要求之對小型微型企業放款標準，可申請發行金融債，並准許其籌設分支機構
財稅措施	主要內容
提高對小型微型企業稅收支持度	提高小型微型企業增值稅及營業稅免稅額，並將小型微型企業減半徵收企業所得稅政策，延長至 2015 年底
支援金融機構加強對小型微型企業之金融服務	1、金融機構向小型微型企業放款 3 年內免徵印花稅 2、將金融機構之中小企業貸款損失準備金稅前扣除政策延長至 2013 年底
擴大中小企業專項資金規模	取消及減免部分收費

資料來源：整理自中國國務院網站（2011）。

## 參考資料

中國人民銀行網站（2012），<http://www.pbc.gov.cn>。

\_\_\_\_（2011 a），「2011 年第 3 季貨幣政策執行報告」，11 月。

中國國土資源部網站（2011），<http://www.mlr.gov.cn>。

中國國家統計局網站（2011），<http://www.stats.gov.cn>。

中國國務院網站（2011），<http://www.scio.gov.cn>。

中國統計出版社（2011），「2011 年中國統計年鑑」，9 月。

中國社科院（2011），「民間借貸的發展、風險與疏導」，經濟熱點分析，8 月。



- \_\_\_\_\_ (2011a), 「地方政府擴權對溫州來說迫在眉睫」, 經濟熱點分析, 10 月。
- \_\_\_\_\_ (2011b), 「中國樓市已轉向開發商面臨嚴峻考驗」, 經濟熱點分析, 10 月。
- 中國銀監會網站 (2011), <http://www.cbrc.gov.cn>。
- 日本央行網站 (2011), <http://www.boj.or.jp>。
- 李亞芬 (2010), 「日本泡沫經濟崩潰及其對中國的啟示」, 北京周報網, 4 月。
- 英國金融時報中文網 (2011), 「萬科：中國樓市已轉向」, 10 月 26 日。
- \_\_\_\_\_ (2011), 「中國房地產 2012 年入冬」, 12 月 13 日。
- 新華網 (2012), 「發展多層次金融體系規範民間融資市場」, 6 月 19 日。
- \_\_\_\_\_ (2011a), 「國務院常務會議研究確定支持小型微型企業發展政策措施」, 10 月 12 日。
- \_\_\_\_\_ (2011b), 「劉明康表態引發猜想三大信號暗示樓市拐點來臨」, 10 月 21 日。
- 詹向陽、鄒新 (2010) 「日本經濟盛極而衰對中國的啟示」, 1 月 25 日。
- Cai, Bo (2011), "The Dilemma of Real Estate Market in Mainland China," Vaasan Ammattikorkeakoulu University of Applied Sciences, May 25.
- Financial Times (2011), "Why Roubini May Be Wrong on China's Property Doom," May 12.
- Kinoshita, Tomo (2009), "What Japan's 1980s Experience Means for China," *Asia Special Report*, Nomura, October 19.
- N'Diaye, Papa (2010), "Transforming China : Insights from The Japanese Experience of The 1980s," *IMF Working Paper*, December.
- Standard & Poor's (2011), "Chinese Companies Face Toughest Test Among Asia-Pacific Property Developers," *Global Credit Portal*, October 26.
- Standard Chartered (2011), "China Property — Mid-year Review and Outlook," *Credit Research*, July 6.
- Stiglitz, Joseph E. (1990), "Symposium on Bubbles," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No.2., pp. 13-18, Spring.
- World Bank (1992), "China — Implementation Options for Urban Housing Reform," *country study*, December 31.

(本文於民國 101 年 7 月完稿，作者盧世勳先生及劉雨芬女士現為本行經濟研究處國際經濟科副研究員及三等專員。)