

中國大陸房價泡沫可能破滅問題 之探討*

許易民**

- | | |
|-------------------------|----------------|
| 壹、前言 | 伍、大陸房價泡沫破滅可能時機 |
| 貳、中國大陸房價泡沫的成因 | 陸、大陸房價泡沫破滅可能影響 |
| 參、2010年以來中國大陸房地產調控措施及成效 | 柒、結論與政策建議 |
| 肆、大陸房價泡沫化問題 | |

摘 要

近期研究機構包括世界銀行、IMF、穆迪、惠譽等近期紛紛提出大陸房地產風險預警，顯示大陸房價泡沫破滅風險劇增。本研究發現基於政治因素考量在 2012 年中共新領導人接班前，房地產市場應無泡沫破滅風險。然而若以經濟因素觀察，在存、貸利率及 CPI 不變下(分別為 3.5%、4.45%、6.2%)，除非 2012 年大陸房價下跌幅度達 18% 或物價上漲幅度劇減為 0.92% 的情況下(即房價不變)，大陸房價泡沫才有爆破可能。另，當房價泡沫破滅時，除全球大宗商品價格下挫外，出口至大陸的國家如台灣、日本、韓國、巴西、馬來西亞等國經濟也深受影響。此外，由於台灣對大陸出口依存度過高，大陸房價泡沫破滅對台灣經濟影響程度可能十分嚴重。為因應此一風險，政府應落實執行分散市場策略，積極拓展全球主要市場及新興市場，加快他國家洽簽 FTA 腳步。此外，也應審慎審查建築業及金融業赴大陸投資風險，建構大陸台商中小企業信用保證基金，提供台商融資保證，協助業者度過大陸房價泡沫破裂的衝擊。

* 本文參加經建會 2011 年研究發展評選，榮獲經濟政策類佳作。

** 作者為經濟研究處專員。本文承蒙洪處長瑞彬、朱副處長麗慧、邱專門委員秀錦、吳專門委員家興，以及匿名審查學者提供諸多寶貴建議，謹此致謝。惟文中如有任何疏漏，當屬筆者之責。

An Examination of Problems that May Result from a Bursting of the Housing Bubble in Mainland China

Yi-min Hsu

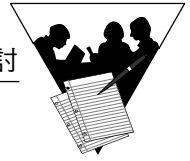
Specialist

Economic Research Department, CEPD

Abstract

Many research institutions, including the World Bank, the IMF, Moody's, and the Fitch Group, have recently issued risk warnings about mainland China's housing market, indicating an increasing risk of its housing bubble bursting. This paper finds that, based on consideration of political factors, it is unlikely that the bubble will burst before the mainland's new leadership takes office in the fall of 2012. However, if we examine economic factors alone, then under the assumption that the saving, interest and inflation (CPI) rates stay at their present levels of 3.5%, 4.45% and 6.2% respectively, there will be a possibility of the housing bubble bursting in 2012 if, and only if, the mainland's housing prices fall by as much as 18% or consumer price inflation plummets to 0.92% (with housing prices unchanged).

Moreover, when the housing bubble does burst, in addition to depressing global commodity prices, it will also have a deep economic impact on countries that export to the mainland, including Taiwan, Japan, Korea, Brazil and Malaysia. Furthermore, due to its high level of export dependence on the mainland, Taiwan could experience an extremely severe economic impact from the bursting of the mainland's housing bubble. To respond to this risk, Taiwan's government should implement a strategy of diversifying export markets, working actively to develop main markets and emerging markets around the world, and speeding up the negotiation and signing of free trade agreements (FTAs) with other countries. Also, the government should carefully review the risks of construction industry and financial industry investment in the mainland, and set up a credit guarantee fund to provide financing guarantees for Taiwanese small and medium-sized enterprises (SMEs) investing in the mainland, to help businesses weather the shock of a bursting of the mainland's housing bubble.



壹、前言

2010年，在中共密集強力的房地產調控措施下，房價仍呈現強勢上漲，迫使中國大陸於2011年1月再次啟動新一輪調控措施以營造房地產市場降價預期。在此同時，通膨壓力日趨嚴峻，人民幣升值預期依舊強烈，存款負利率情況仍然持續，在三者交互影響下，中國大陸房價是否得到控制，值得持續觀察。近期研究機構包括世界銀行、IMF、穆迪、惠譽等近期紛紛提出大陸房地產風險預警，顯示大陸房價泡沫破滅風險劇增。本研究針對大陸主要城市房價¹泡沫破滅時機及其影響加以探討以作為未來主管機關制定政策的參考。

貳、中國大陸房價泡沫的成因

近年來，大陸房價漲幅驚人，已出現泡沫化現象，僅就持續上漲的因素歸納如下：

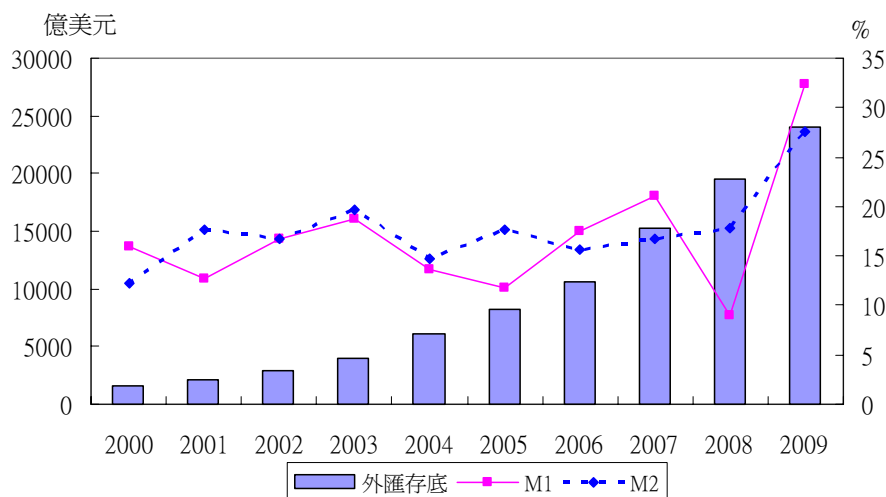
一、貨幣供給量增幅過速

近年來，中國大陸房價持續上漲，貨幣供給量持續擴增是主要的原因之一。以房價漲幅最大的2009年為例，由於中共為因應全球金融海嘯，在2008年底開始執行適度寬鬆的貨幣政策，下調金融機構各期限人民幣存貸款基準利率，推出刺激房地產政策提供購屋優惠措施等。在刺激經濟措施的激勵下，2009年新增貸款達人民幣9.59兆元，不僅是去年同期的2.04倍，更已超過2007年及2008年兩年的總合，其中直接投入房地產的資金約2兆人民

¹ 一線城市包括：北京、上海、深圳、廣州、杭州。十大城市包括一線城市及天津、重慶、武漢、南京、成都。

幣，致貨幣市場 M1 及 M2 年增率達 32.4%及 27.7%，分別較 2008 年增加 23.3 及 9.9 個百分點。惟在利率創下歷史新低、投資管道相對稀少及信貸資金規模大幅擴增下，導致民眾爭相將資金投入房地產。貨幣市場流動性氾濫下，信貸規模大幅擴增，導致對房地產的追逐，直接推升房價飆漲。

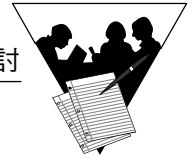
圖 1 中國大陸外匯存底與貨幣供給



資料來源：中國人民銀行。

二、國企爭相購地推高房價預期

2005 至 2009 年中國大陸房地產市場持續熱絡，「地王」現象頻傳，在諸多「地王」中，其主角中央企業或是其子孫企業占很大的部分。特別是 2009 年，在中國大陸政府寬鬆財政與貨幣政策加持下，讓國企閒置資金暴增，資金來源主要是來自各商業銀行大額新增信貸和政府的投資資金。惟遭逢外需疲弱與內需不足的



情形下，為達獲利促使國企積極投入房地產市場。依中國指數研究院資料顯示，在 2009 年度土地市場的競標中，擁有國企背景的開發商憑藉雄厚的資金實力屢屢拿下各地地王。2009 年，全中國大陸的 90 多塊「地王」中，央企占了六成，單個企業總價地王排名前 10 名中，前 4 名皆是國企包辦，國企爭相購地的行為不斷刷新土地價格亦推高房價。

表 1 各年度新增貸款

單位：人民幣十億元

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1 月		254.0	280.9	565.8	567.6	803.6	1,617.4
2 月			95.9	149.1	413.8	243.4	1,070.1
3 月				540.2	441.7	283.4	1,892.0
4 月	194.4	199.5	142.0	317.2	422.0	463.9	591.8
5 月	253.6	113.2	107.8	209.4	247.3	318.5	664.5
6 月			465.3	394.7	451.5	332.4	1,530.4
7 月	105.8	26.5	-32.1	171.8	231.4	381.8	355.9
8 月	280.8	115.7	189.7	187.5	302.9	271.5	410.4
9 月	295.7	250.2	345.3	220.1	283.5	374.5	516.7
10 月	58.7	25.6	26.4	17.0	136.1	181.9	253.0
11 月	98.6	149.5	225.1	193.5	87.4	476.9	294.8
12 月	126.3	298.3	145.4	214.2	48.5	771.8	379.8
全年	1,413.9	1,432.5	1,991.7	3,180.5	3,633.7	4,903.6	8,649.2

資料來源：CEIC。

三、賣地財政加速房價上漲

自 1994 年中國大陸實行分稅制改革以來，中央財政收入在全部財政收入中所佔的比重提高，地方財政收入明顯大幅減少。近年來，地方財政收入主要是賣地和收費罰款。依統計，地方政府賣地加上土地相關租稅的收入佔整個財政總收入的四成，成為地方政府收入的主要財源。因此，地方政府為獲取穩定的財源對出售土地有強烈的意願。依中國指數研究院發佈 2009 年中國土地出讓金年終盤點報告指出，2009 年中國大陸土地出讓金總金額達 1.5 兆億元人民幣，約佔全年 GDP 的 4.4%，顯示土地出讓金對地方政府的財政貢獻之大。另一方面，地方政府賣地行為也加速房價上漲，有如台灣房價高漲時標售土地，一旦標售價款創下新高後同時進一步推升房價。

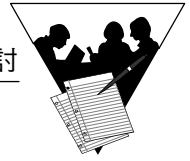
參、2010 年以來中國大陸房地產調控措施及成效

一、2010 年房地產調控措施及成效

為抑制持續飆漲的房價，大陸政府在 2010 年持續採行相關房地產調控措施，重點摘述如下：

(一) 1 月 10 日發布「關於促進房地產市場平穩健康發展的通知」 (「新國十一條」)

- 增加住房建設用地有效供應，加強商品房銷售管理；加強市場監測，及時發布市場調控和相關統計資訊，穩定市場預期。
- 加大差別化信貸政策，二套房貸款首付款比例不得低於 40%；繼續實施差別化的住房稅收政策；加強房地產信貸



風險管理。

(二) 4月17日發布「國務院關於堅決遏制部分城市房價過快上漲的通知」(簡稱「國十條」)

- 對首次購屋且面積在 27 坪以上者，頭期款不得低於 30%；第二間住房不得低於 50%，貸款利率不得低於基準利率 1.1 倍；房價上漲過快地區暫停住房貸款；非當地居民的購屋者暫停給予住房貸款。
- 房價上漲過快的城市，增加居住用地供應總量，大幅度增加公共租賃住房、經濟適用住房和限價商品住房供應。
- 針對房地產開發企業若存在土地閒置及炒地行為的，限制新購土地，銀行不貸放新開發項目貸款，證監部門暫停批准上市、再融資等。

(三) 9月29日，大陸政府有關部委出臺措施遏制部分城市房價過快上漲(簡稱「國五條」)

- 房價過高、上漲過快、供應緊張的城市，要在一定時間內限定居民購屋數量；增加保障性住房供給，以不低於前 2 年年均實際供應量為目標。
- 暫停購買第三套及以上住房貸款；對非本地居民暫停辦理購房貸款。對貸款購買商品住房，首付款比例調高至 30% 以上；對購買第 2 間住房首付款不低於 50%、貸款利率不低於基準利率 1.1 倍。

(四) 調控成效

- 成交量方面：在一線城市部分包括：北京、上海、深圳、

廣州、杭州減幅平均 33.9%。其中幅度最大為深圳減幅達 50%，其次為杭州也減少 44%。另，就十大主要城市觀察，平均減幅約 3 成，惟高低差異頗大，如南京成交量大減 50.6%，武漢仍出現微幅成長，幅度達 0.5%。

- 一 成交價方面：在一線城市方面房價出現大幅上漲情形，漲幅達 32.7%。其中，杭州房價漲幅達 47.1%最高，北京上漲 37.1%居次。此外，十大主要城市房價平均上漲 32.4%，又以南京上漲幅度最大，達 51.4%，漲幅最小為上海及成都，漲幅為 13.1%。

表 2 2010 年大陸主要城市成交面積

單位：萬平方米

成交面積	2009 年	2010 年				年增率 (%)	
		4 月	5 月	10 月	12 月		
北京	2,044.8	1,231.2	120.5	47.1	91.6	169.8	-39.8
上海	2,644.2	1,581.6	138.9	73.3	170.3	194.0	-40.2
深圳	640.1	320.2	28.0	11.9	45.5	38.3	-50.0
廣州	978.3	637.5	57.4	46.3	181.8	81.1	-34.8
杭州	720.3	403.6	50.7	12.2	34.9	62.7	-44.0
天津	1,329.6	1,024.8	103.3	63.5	112.4	134.0	-22.9
重慶	2,435.7	2,237.0	246.5	119.6	264.3	202.7	-8.2
武漢	1,442.6	1,449.1	153.8	120.1	123.0	158.3	0.5
南京	1,083.7	535.7	66.8	22.9	74.5	65.8	-50.6
成都	1,550.3	1,122.3	108.6	79.8	144.5	130.1	-27.6

資料來源：中國指數研究院、自行整理。

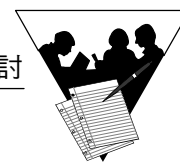


表3 2010年大陸主要城市成交均價

單位：人民幣元/平方米

成交價格	2009年	2010年				年增率(%)	
		4月	5月	10月	12月		
北京	13,104	17,969	22,904	19,684	22,317	22,535	37.1
上海	11,744	13,316	14,603	13,060	13,506	14,888	13.1
深圳	14,975	20,106	20,228	19,653	21,513	18,304	34.3
廣州	9,346	12,323	10,873	10,520	11,507	14,574	31.8
杭州	14,483	21,307	19,684	23,722	23,075	20,910	47.1
天津	7,414	9,297	9,502	8,138	8,403	9,553	25.4
重慶	4,310	5,943	6,119	4,982	6,621	6,985	37.9
武漢	5,492	6,572	6,613	6,278	7,187	7,086	19.7
南京	7,100	12,133	9,574	9,289	13,201	11,976	51.4
成都	6,418	7,757	6,884	6,988	7,600	7,758	13.1

資料來源：同表2。

二、2011年以來調控措施及房地產市場走勢

(一) 2011年以來調控措施

2010年，在大陸緊密的政策調控下，房地產市場出現成交量劇減但房價仍上漲的情形，顯示政府抑制房價措施成效有限。為鞏固及擴大調控成果，有效抑制投機性購屋，減緩房價泡沫化風險，中共國務院於2011年1月26日提出進一步做好房地產市場調控工作「新國八條」，除加快保障房建設、增加土地供應外，亦深化稅收相關措施，本次調控重點如下：

— 量化調控房價目標，強化管控成效

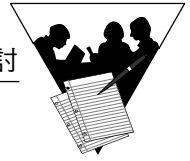
「新國八條」要求各城市地方政府根據當地經濟發展目標、人均可支配所得成長速度和居民購屋支付能力，合理確定各地區年度新建住房價格控制目標，並向社會公布。此一做法係由各地方政府設定房價合理範圍，除明確宣示並公告外，並可做為銀行各分支機構決定當第二套房貸利率及首付比例。當房價背離設定價格時，地方政府得依此出手調控，以強化管控成效。

— 強化「限購」手段，抑制投機需求

本次調控措施提出多重手段「限購」以抑制投機，舉如：第二套房貸首付比例不低於 60%，貸款利率不低於基準利率的 1.1 倍。此外，銀行可根據當地政府新建住房價格控制目標和政策要求，提高第二套住房貸款的首付款比例和利率（以往銀行可以根據風險自判調節貸款優惠利率）。另，對已擁有 2 套及以上住房的當地戶籍居民家庭、擁有 1 套及以上住房的非當地戶籍居民家庭、無法提供一定年限當地納稅證明或社會保險繳納證明的非當地戶籍居民家庭，暫停其購屋行為。

— 調整稅收對策，打擊投機炒作

透過相關稅收政策的調整，達成打擊投機炒作的目的，舉如：調整個人轉讓住房營業稅政策，對個人購屋不足 5 年轉手交易，按銷售收入全額課稅；加強對土地增值稅徵管情況監督檢查，重點針對定價明顯超過周邊房價的房地產開發項目，進行土地增值稅清算和稽查；嚴格執行個人轉讓房地產



所得稅徵收政策；各地要加快建立和完善個人住房資訊系統，為依法徵稅提供基礎。

由於房市泡沫現象由一線城市向二三線蔓延現象。因此，大陸於 7 月 12 日再提出「新國五條」的房市調控政策，包括「房價過高地區要加大調控力道」、「房價上漲過快的二、三級城市也要限購」、「確保保障性住房、普通商品住房用地的投放」、「確保今年一千萬套保障性住房十一月底前全部開工」、「抑制租金過快上漲」等五大新措施。

(二) 近期大陸主要城市房地產市場走勢

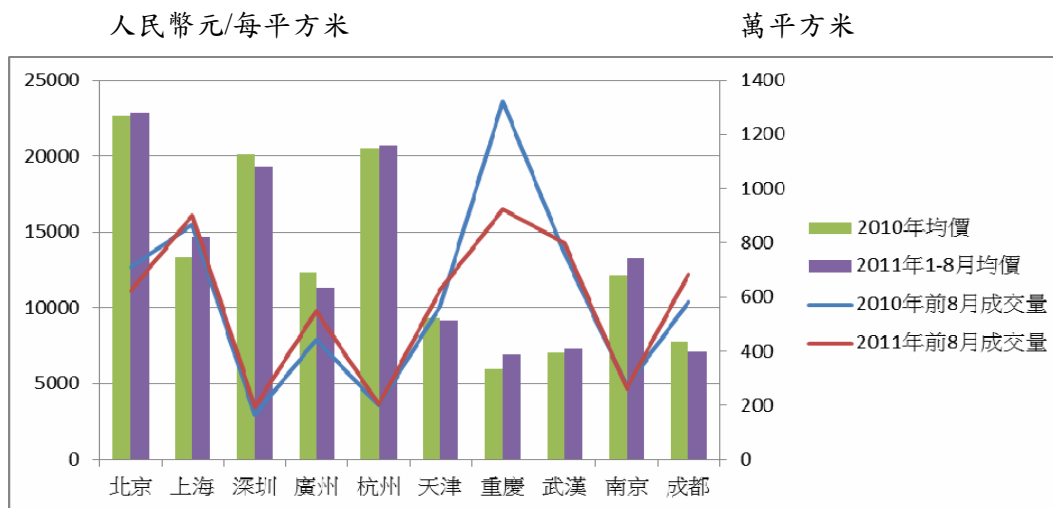
1. 成交量微幅下滑

依中國指數研究院統計資料顯示，2011 年 1 至 8 月主要城市房市整體成交量，比 2010 年同期微幅下滑 2.1%。若以一線城市觀察，成交量較上年同期增加 6.6%，惟十大主要城市整體成交量則較上年同期減少 0.5%。其中，廣州成交面積增幅約為 23.7%，深圳、成都分別成長 16.5% 及 17.2%。另，重慶則出現衰退現象，減幅達 30.3%。

2. 房價持續上漲

在一波接一波的政策調控下，中國大陸房地產市場尚未明顯減少，且價格也未明顯回落。前 8 月一線城市房價，以上海漲幅最高，上漲 10.5%；廣州、深圳房價則下跌 7.9%、4.1%，北京及杭州則持平。另，十大城市中，以重慶房價漲幅最大，上漲 15.9%，其次為上海及南京。整體觀察，十大城市整體成交價格仍較 2010 年房價微幅上漲 1.2%。

圖 2 中國大陸主要城市 2011 年 1-8 月房價及成交量走勢



資料來源：中國指數學院。

肆、大陸房價泡沫化問題

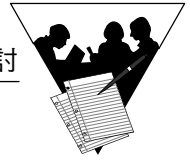
一、大陸主要城市房價泡沫化情形

為觀察各主要城市房價泡沫化情形，吾人採用比較簡易的方式即用各主要城市之房價所得比，來檢視其情形。計算前先假設條件如下：

- 家庭成員為 3.1 人²且有收入來源。
- 各主要城市房價係以一戶住宅面積³80 米計算。
- 2011 年城鎮居民家庭可支配收入係以 2010 年城鎮居民可支配收入*3.1 人*GDP 年增率(假定 2011 年以 9%成長)

² 2011 年 4 月大陸國家統計局公布之 2010 年全國人口普查，大陸平均每戶家庭人口為 3.1 人。

³ 大陸建設部於 2008 年“最適宜中國人居住的住宅面積”研究調查所提出之 80 至 100 平方米為最適住宅面積。



經計算各主要城市房價為家庭可支配收入之倍數結果顯示，各主要城市房價所得比最低為成都 8.1 倍，最高為北京 18.6 倍，皆超逾一般公認的範圍 4 至 6 倍，顯示泡沫化情形相當嚴重。此外，一線城市中杭州高達 16.4 倍、深圳 14.0 倍、上海 10.9 倍，泡沫化情形尤為驚人，其他主要城市中，南京泡沫程度最嚴重達 10.9 倍。

表 4 大陸主要城市房價所得比

單位：人民幣元

	2010 年城鎮居民 人均可支配收入	2011 年城鎮居民家庭 預估可支配收入*	2011 年前 7 月 平均房價**	房價/家庭可 支配收入
北京	29,073	98,237	1,827,040	18.6
上海	31,838	107,580	1,173,634	10.9
深圳	32,380	109,412	1,530,640	14.0
廣州	30,658	103,593	898,091	8.7
杭州	30,035	101,488	1,661,783	16.4
天津	24,293	82,086	735,897	9.0
重慶	17,532	59,240	554,057	9.3
武漢	20,806	70,303	583,920	8.3
南京	28,312	95,666	1,042,629	10.9
成都	20,835	70,401	568,274	8.1

註：*預估家庭可支配收入=人均可支配收入*3*109%；**房價係以 80 平方米計算。
資料來源：大陸各城市網站。

二、研究機構紛紛提出大陸房地產風險預警

鑒於大陸房價泡沫化程度嚴重，2011 年以來，研究機構紛紛

提出相關風險預警，顯示大陸房地產泡沫破滅風險正逐步加大。相關風險預警資料如下：

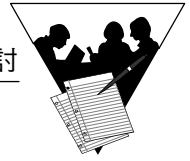
- 3月29日，世界銀行預表示，大陸政府雖然已開始收緊貨幣政策，防止資產泡沫破裂。但若央行突然收緊貨幣政策，大陸資產市場將陷入困境。
- 4月11日，IMF發表的「世界經濟展望」報告指出，大陸信貸膨脹和資產價格漲勢令人不安，最終或將出現泡沫破裂，給地區經濟帶來巨大衝擊。
- 4月14日，穆迪將大陸內地房地產的前景展望評級從穩定下調至負面，內地房地產只賺不賠的時代即將終結，房價只漲不跌的神話將破滅。
- 4月15日，惠譽下調大陸長期貨幣發行違約評級展望從穩定降至負面。惠譽認為，負面的評級展望反映近年來銀行貸款的高速成長，特別是在房地產估值和通貨膨脹攀升的背景，對金融穩定性帶來風險。
- 美國「末日博士」魯比尼（Roubini）指出大陸到處充斥著實物資本、基礎設施和不動產方面的過量投資。大陸經濟可能會在2013年後，遭遇「硬著陸」。

伍、大陸房價泡沫破滅可能時機

一、以投機行為檢視

(一) 投機支撐大陸房價泡沫擴大

近年來大陸大中城市的空屋現象相當普遍；空屋如果沒人買，房價就會下跌，但房價不跌，說明這是投資或投機需求，且



往往有追高的現象。房價愈漲愈買，然後經由信貸機制，愈買愈漲。此一現象顯示大陸泡沫化已經開始；泡沫化一旦開始，不到破滅，就不會終止。然而大陸的房市泡沫，什麼時候或在什麼條件下會被戳破？若從房市的投資或投機需求觀察，鑒於投資或投機者購買房地產主要是賺取價差為目標，若報酬發生虧損，此時投資或投機需求即難以為繼，泡沫的膨脹達到隨時可破的臨界點。

(二) 大陸房價泡沫破滅時機

為探討大陸房價泡沫破滅時機，茲簡化假設分析如下：假設市場上僅有一種投資標的為房地產，民眾僅能投資房地產或持有現金，而獲利情形為決定持有現金或投資房地產之依據。

$$\begin{aligned} \text{當月投資房地產收益} = \\ \text{房價上漲率} - (\text{貸款利率}/12) \dots\dots\dots(1) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{當月持有貨幣收益} = \\ (\text{存款利率}/12) - \text{物價上漲率} \dots\dots\dots(2) \end{aligned}$$

當投資房地產收益大於持有貨幣收益，即(1)-(2)大於零，此時民眾會投資房地產，反之民眾則會選擇持有貨幣。若大陸民眾將1元人民幣投資房地產市場可透過銀行貸款機制(以目前自備款3成，銀行大貸款7成計算)達到擴張信用的效果(持有1元可投資3.333元房地產，但必須支付2.333貸款利息)，故當月投資房地產收益=房價上漲率*3.333-貸款利率*2.333/12。另，持有1元貨幣收益=當月存款利率-當月物價上漲率，有關投資房地產與持有貨幣效益相關計算結果如下：

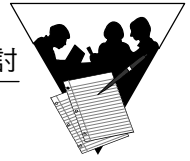
年、月	當月投資房地產收益(1)		當月持有貨幣收益(2)			(1)-(2)	
	百城房價 上漲率	貸款 利率		存款 利率	物價 上漲率		
2010/12	2.27	0.90	3.75	-4.37	2.75	4.6	6.64
2011/1	2.44	0.95	3.75	-4.67	2.75	4.9	7.11
2011/2	0.82	0.48	4.00	-4.65	3.00	4.9	5.47
2011/3	1.19	0.59	4.00	-5.15	3.00	5.4	6.34
2011/4	0.52	0.4	4.20	-5.03	3.25	5.3	5.55
2011/5	0.95	0.53	4.20	-5.23	3.25	5.5	6.18
2011/6	0.55	0.41	4.20	-6.13	3.25	6.4	6.68
2011/7	-0.17	0.21	4.45	-6.21	3.50	6.5	6.04
2011/8	-0.63	0.07	4.45	-5.91	3.50	6.2	5.28

註：房價上漲率係採中國房地產指數百城價格指數；存貸款利率分別為中國銀行一年期存定期存款利率及五年以下(含五年)住房貸款利率；物價上漲率採中國國家統計局資料。

依上述計算資料顯示，大陸房價是否泡沫破滅決定因素主要是由房價是否持續上漲，以及通膨壓力是否持續擴大所決定，以2011年8月資料觀察雖然房地產投資收益已轉負，惟持有貨幣虧損更大，相較之下理性的投資者應持續投資房地產，也支撐房價泡沫不破的主因。依目前的經濟情勢(存貸款利率不變)，若大陸百城房價月跌幅超過1.5%(CPI不變，年跌幅為18%)或物價上漲幅度低於0.92%(即房價持平)，則房價泡沫破滅恐將開始引爆。

二、依IMF資料預估

IMF在2011年7月發布報告指出，大陸經濟短期內面臨的主要風險：房地產泡沫膨脹和破裂、通膨高於預期、金融危機後大



量貸款擴張導致信貸品質下降等。在房地產方面，IMF 認為，房地產部門不會立即出現嚴重下滑，但只要融資成本依然低廉，且其他投資管道依然有限，房地產泡沫的趨勢就依然存在。在通膨問題上，IMF 指出，通膨應很快觸頂回落，年底將回降至 4%。若依 IMF 預估 CPI 為 4%，吾人則依上述公式可計算出持有貨幣收益為 -3.71%，再進一步算出若大陸百城房價月跌幅超過 0.853%，即 2012 年百城價跌幅超過 10.24%，則房價泡沫破滅恐將開始引爆。另，國際評級機構標準普爾 9 月 27 日發布報告指出，預計 2012 年大陸房價將下跌 10%，同時維持對大陸房地產行業「負面」展望。依標準普爾預估 2012 年大陸房價仍未達泡沫破滅的標準。

三、政治面觀察

房價泡沫是否破滅，除受整體經濟因素影響外，在中國大陸政治層面可能超過經濟因素成為決定房價泡沫是否破滅的關鍵要素。展望中國大陸將於 2012 年進行領導人交替，在此之前胡溫政權為營造有利接班的環境及塑造其歷史地位，對最容易引發民眾關切議題，舉如：土地徵收、拆遷、通膨、房價等，中共官方應會積極抑制避免引發成為焦點話題。基此，大陸會採行相關措施讓大陸房價降溫但又不會在 2012 年底破滅。以人民幣升值事件為例，近來全球主要國家及機構如美國、歐盟及世界銀行等均紛紛要求人民幣應升值，但在中共強勢作為下人民幣升值幅度仍然有限，顯示大陸在政治的前提下其作為未必符合正常經濟運行的常軌。目前大陸六大國營銀行在放款之總市佔率高達六成以上，外匯存底全球第一，在此背景下 2012 年中共領導人接班前，在政治考量下大陸房價泡沫破滅機會應是微乎其微。

陸、大陸房價泡沫破滅可能影響

中國大陸的房地產市場泡沫若破滅，這可能不僅對大陸是壞消息，對大陸最大的幾個貿易伙伴來說也是一樣。如果建築步伐放緩導致身為世界第二大經濟體的中國大陸出現更大範圍的經濟蕭條將可能對全球經濟及台灣產生影響。

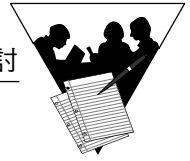
一、對全球經濟的影響

(一) 全球大宗商品價格跌幅擴增

房地產行業的發展對中國大陸建築、鋼鐵和水泥行業至關重要，且大陸地方省市也依賴不斷上漲的地價來為基礎設施項目提供資金，同時隨著其經濟規模的擴增(已達全球第二大經濟體)，大陸是全球大宗商品主要消費國。基此，房價泡沫破裂第一波影響將是對鋼鐵、水泥的需求大幅劇降。首當其衝的可能會是向大陸出口或間接依賴大陸需求的大宗商品主要生產國包括澳大利亞(煤、鐵礦石、天然氣)、南非和巴西(工業原料)以及智利(銅)，還有提供橡膠的泰國和越南等東南亞國家，以及提供大量煤的印度尼西亞。此外，大陸需求下滑導致大陸的鋼鐵、機械和其他基礎原料供應過剩，引發大宗商品價格跌幅加大。國際評級公司標準普爾於6月2日發表報告指出，如果中國大陸經濟增長速度突然出現放緩，全球主要大宗商品價格可能會下跌50%~75%。報告中說，金屬鋁的價格將下跌50%；金屬銅的價格則下跌75%。

(二) 日、韓、台、巴西、馬來西亞等國經濟影響大

若大陸房價暴跌，依IMF(2003)研究19個工業國家資料顯示，房地產暴跌影響，產出將縮減8%，且房價下跌負財富效果顯現，家計部門將所減消費支出，影響消費內需市場，導致廠商延



滯轉型升級腳步，打擊進口需求。以中國大陸進口資料觀察，2010年及2011年1至7月前五大進口國分別為日本、韓國、台灣、美國及德國，其進口比重合計達43.5%及40.6%。若從進口產品觀察，前五大進口產品分別為機電產品、高新技術產品、原油、集成電器、鐵礦砂及精礦等，占進口比重分別為43.5%、26.6%、11.4%、9.6%、6.5%，顯示大陸進口產品以機電、高新產品及原油、鐵礦砂等為大宗。其中，鐵礦砂與房地產市場關聯甚高，機電、高新產品則與廠商轉型升級有關，若房價泡沫破滅，對上述產品或原物料將大幅減少。

表5 中國大陸主要進口國及占總進口比重

單位：億美元

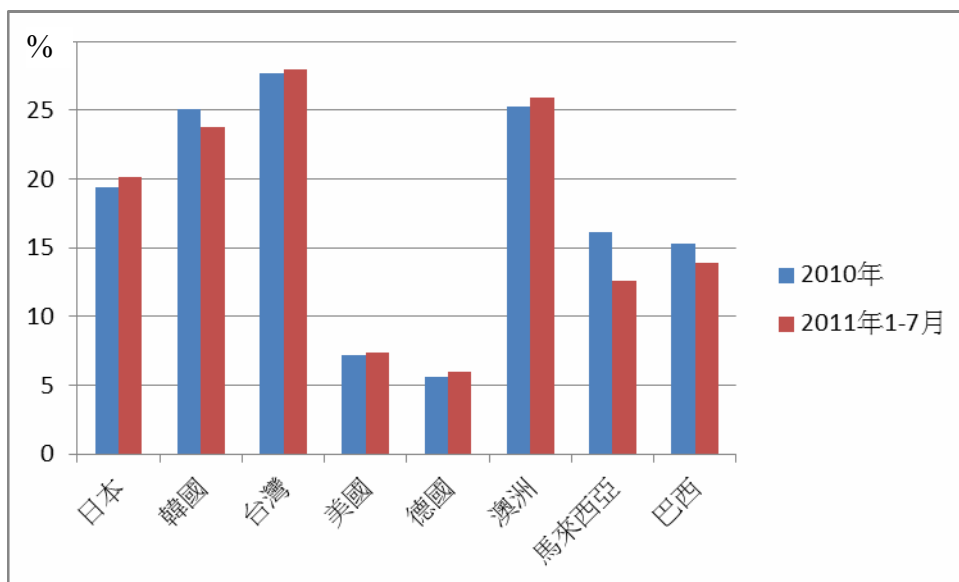
國別	2011年1至7月		2010年	
	金額	比重(%)	金額	比重(%)
日本	1,103.7	11.3	1,767.1	12.7
韓國	904.3	9.3	1,384.0	9.9
台灣	719.3	7.4	1,156.9	8.3
美國	700.2	7.2	1,020.4	7.3
德國	526.2	5.4	743.4	5.3
澳洲	443.2	4.6	608.7	4.4
馬來西亞	349.5	3.6	504.1	3.6
巴西	273.3	2.8	380.9	2.7
沙烏地阿拉伯	272.8	2.8	328.1	2.4

資料來源：中國海關統計。

若中國大陸進口需求減少對其他國又有何影響？首先針對大陸主要進口國對其出口至中國大陸的金額占其總出口比重觀察，其中2010年以台灣比重最高，達27.7%，其次分別為澳洲(25.3%)、

韓國(25.1%)、日本(19.4%)、馬來西亞(16.1%)、巴西(15.3%)、美國(7.2%)。另，2011年前7月仍以台灣比重最高(28.0%)，其次澳洲(25.9%)、韓國(23.8%)、日本(20.1%)、巴西(13.9%)、馬來西亞(12.6%)、美國(7.4%)。從上述各國對中國大陸出口貿易依存度可知，若大陸進口減少對各國衝擊程度，台灣、澳洲、韓國、日本、馬來西亞及巴西等所受衝擊將相當巨大。

圖3 全球主要國家出口至大陸占其總出口比重

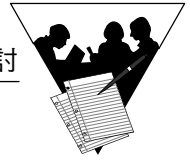


資料來源：國別數據網各國貿易報告。

二、對台灣的影響

(一) 對台灣經濟的影響

1980年代後期以來台灣與中國大陸經貿關係密切，近期兩岸經貿更快速推展，近3年餘來(2007至2010年)台灣對中國大陸投



資占總對外投資由 60.6% 上升至 81.3%，對中國大陸出口(含香港) 比重亦由 39.0% 擴增至 41.8%，目前中國大陸是台灣最大出口地區及對外投資最重要的地區。2010 年我對中國大陸及香港出口主要產品中，「電機與設備及其零件」、「光學、照相儀器及器具」、「塑膠及其製品」、「有機化學產品」、「銅及其製品」為我對中國大陸及香港出口之前 6 大產品，出口值分別占我對中國大陸整體出口之 38.6%、17.1%、9.4%、7.9%、6.5%、2.3%。上述產品皆與大陸內需市場或企業營運及轉型升級有關，若中國大陸內需市場因房價下跌導致對台灣進口減少，以目前台灣對大陸經貿依存度大的情況下，台灣所受衝擊將相當明顯且巨大。依 2009 年為例，大陸進口減少 11.2%，台灣當年度出口至大陸減少 15.9%，顯示大陸房價泡沫破滅對台灣經濟的破壞力恐相當驚人。

表 6 2010 年我國出口中國大陸及香港主要貨品

	金額(億美元)	比重(%)	成長率(%)
出口中國大陸總額	1,147.4	100	37.1
HS 2 位碼貨品分類			
電機設備及其零件	443.2	38.6	33.1
光學、照相等儀器及其零附件	196.5	17.1	48.0
塑膠及其製品	107.3	9.4	36.2
機器及機械用具	90.5	7.9	66.9
有機化學產品	74.9	6.5	37.8
銅及其製品	26.8	2.3	38.0

資料來源：經濟部國貿局。

(二) 對大陸台商影響

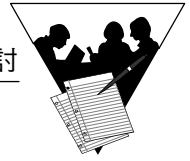
依據經濟部投審會海外投資調查資料顯示，2009年大陸台商投資事業的內銷比重占63.58%，較2007年增加4.16%。近年(2008-09年)大陸子公司在當地銷售比重超過六成，遠高於銷往其他國家的比重，隱含台商在轉向開拓內需市場的部份，從以往的「中國出口」轉向為「內銷中國」發展。基此，大陸房價泡沫破滅產生負財富效果，造成社會大眾財富縮水，直接影響一般人民的消費能力，對以大陸內需市場為主的台商將有直接不利的影響。

雖然仍有眾多台商大陸投資係以製造業為主，大部分是加工出口產業，產銷模式多數是為國際品牌大廠代工，在台灣接單，以中國大陸作為加工製造工廠，產品則以輸銷歐美市場為主，但大陸房價崩跌透過對全球經濟的傳導運作與回饋，最後將造成對中國大陸進口減少，導致部份以外銷為主的廠商因出口受挫轉做內銷，結果造成內銷市場競爭更加激烈，從而獲利縮減，不僅衝擊出口導向的台商，以內銷為導向的台商也同樣陷於困境。

柒、結論與政策建議

一、結論

大陸房價泡沫是否破滅，基於政治因素考量在2012年中共新領導人接班前，房地產市場應無泡沫破滅風險。然而若以經濟因素觀察，在存、貸利率及CPI不變下(分別為3.5%、4.45%、6.2%)，除非2012年大陸房價下跌幅度達18%或物價上漲幅度劇減為0.92%的情況下(即房價不變)，大陸房價泡沫才有爆破可能。當房價泡沫破滅時，除全球大宗商品價格下挫外，出口至大陸的國家



如台灣、日本、韓國、巴西、馬來西亞等國經濟也深受影響。此外，由於台灣對大陸出口依存度過高，加上許多台商陸續轉以大陸內需市場發展，大陸房價泡沫破滅對台灣經濟影響程度可能十分嚴重。

二、政策建議

中國大陸房價雖然在 2012 年底前應不會有泡沫破滅情形，惟未來隨著房價泡沫及經濟硬著陸風險日益增高下，政府應未雨綢繆擬定因應計畫及方案，降低大陸房價泡沫破滅之威脅。僅提下列因應對策供參。

(一) 落實執行分散市場策略

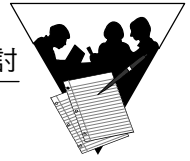
台灣對大陸出口比重已達 4 成，顯示台灣存在「過度依賴」的風險，尤其是依賴中國大陸單一市場。因此，政府採積極拓展全球主要市場及新興市場，作法應屬正確，惟成效仍尚待強化。此外，在兩岸關係和緩之際，政府與其他國家洽簽 FTA 腳步也應加速，以加快台灣對外貿易穩定及均衡成長。

(二) 審慎評估建築業及金融業赴大陸投資風險

大陸房價泡沫破滅對大陸內需市場將產生一定的衝擊，特別是房地產業及銀行業者首當其衝。目前台灣的建築業者及銀行業者仍樂觀看待大陸市場，持續前進布局大陸，但目前房價泡沫破滅風險大，恐已超過市場商機。基此，政府除提醒業者赴大陸投資的風險外，對業者赴大陸投資的申請案也應審慎審查，避免風險移轉至台灣，造成台灣經濟波動。

(三) 建構大陸台商中小企業信用保證基金

在大陸房價泡沫破滅衝擊下，在大陸台商中小企營運將更艱困。鑒於台灣中小企業信用保證基金在協助中小企業取得資金方面成效顯著。為此，成立類似台灣中小企業信用保證基金的機構以協助中小企業取得銀行貸款，應有其必要。此案可透過各地台商協會集資、金融機構及引入兩岸政府資金，提供台商中小企業融資保證，以期協助度過大陸房價泡沫破裂的衝擊。



參考文獻

1. 袁春蘭(2006),「宏觀調控政策對房價的影響」, 寧夏大學學報 (人文社會科學版), 第 28 卷, 第 2 期。
2. 袁征(2009),「我國房地產業與 GDP 影響因素研究」, 合作經濟與科技, 總 364 期, 頁 19~20。
3. 單小傑(2010),「淺析中國高房價的推動因素及對策」, 經濟研究專刊, 第 12 期。
4. 賈懷東(2009),「經濟陰霾下的房地產調控」, 中國外資, 第 2 期。
5. 魏雅華(2008),「中國樓市拯救行動」, 國土資源, 11 月號, 頁 47~49。
6. 中國國家統計局, <http://www.stats.gov.cn/>。
7. 中國國務院發展研究中心, <http://www.drc.gov.cn/>。
8. 中華人民共和國財政部, <http://www.mof.gov.cn/mof/>。
9. 中國人民銀行, <http://www.pbc.gov.cn/>。
10. 中國房地產報, <http://www.china-crb.cn/>。
11. 中國房地產協會, <http://www.cncrea.com/>。
12. 搜房網, <http://www.soufun.com/>。
13. 搜狐新聞, <http://www.sohu.com/>。
14. 新華網, <http://www.xinhuanet.com/>。
15. Laura Vartia, "Finlands Housing Market: Reducing Risks And Improving Policies," OECD Working Papers.
16. Seko, M. (2003), "Housing Prices and Economic Cycles," Paper presented at the international conference on Housing Market and the Macro Economy: the nexus held in Hong Kong, China, July 25~26.
17. The Economist (2006), "Wobbling, not collapsing," December.
18. — (2006), "How much does housing wealth boost consumer spending," October.

附件 2011年1-8月大陸主要城市成交均價與成交面積

單位：萬平方米

成交面積	2010年	2011年									年增率(%)
		1-8月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	
北京	1,231.2	624.3	108.6	42.6	59.3	53.3	71.2	88.2	98.8	67.2	-11.9
上海	1,581.6	901.6	154.8	52.1	112.0	99.3	114.2	111.0	116.0	116.2	4.1
深圳	320.2	194.3	33.2	15.2	22.8	14.1	24.6	26.7	33.8	20.4	16.5
廣州	637.5	550.3	84.3	51.7	54.8	55.2	87.8	82.0	63.0	71.5	23.7
杭州	403.6	203.8	75.0	28.8	25.6	27.0	49.0	43.3	36.9	34.2	2.1
天津	1,024.8	629.0	80.6	104.1	62.0	40.9	80.9	75.9	84.4	85.6	10.7
重慶	2,237.0	922.1	145.5	68.8	123.5	128.3	111.5	114.3	93.8	100.2	-30.3
武漢	1,449.1	801.8	135.3	65.7		86.5	123.6	135.2	120.3	135.2	5.2
南京	535.7	262.3	66.6	23.4	22.2	18.2	31.1	28.4	34.2	26.2	-3.6
成都	1,122.3	683.8	121.6	116.9	66.1	57.3	68.7	69.3	69.5	74.8	17.2

單位：人民幣元/平方米

成交均價	2010年	2011年									漲跌幅(%)
		1-8月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	
北京	22,690	22,852	22,650	22,767	22,893	22,862	22,914	22,884	22,896	22,953	0.7
上海	13,316	14,710	15,306	14,937	13,806	14,390	14,708	14,569	14,977	14,987	10.5
深圳	20,106	19,291	19,700	20,588	19,424	20,189	15,262	17,828	20,940	20,399	-4.1
廣州	12,323	11,347	11,529	11,644	11,287	11,564	10,770	10,954	10,835	12,192	-7.9
杭州	20,521	20,750	20,762	20,772	20,800	20,845	20,649	20,924	20,654	20,597	1.1
天津	9,297	9,219	9,023	8,873	8,326	9,707	9,883	9,402	9,177	9,355	-0.8
重慶	5,943	6,886	7,193	5,849	6,933	7,321	6,850	7,150	7,184	6,603	15.9
武漢	7,041	7,309	7,156	7,233	7,283	7,308	7,378	7,379	7,356	7,382	3.8
南京	12,133	13,279	12,773	13,201	13,069	12,286	12,346	12,789	14,766	15,000	9.4
成都	7,757	7,099	7,203	7,050	7,073	7,028	7,026	7,175	7,169	7,072	-8.5

註：北京、杭州、武漢房價採百城價格指數。

資料來源：中國指數研究院、自行整理。