

中国房企债务危机的生成逻辑与多元化化解路径研究

代义刚¹ 杨治洪²

1 澳门国际银行广州分行 2 重庆市城市规划学会

DOI:10.32629/ej.v9i1.3328

[摘要] 2021年下半年以来,中国房地产行业进入深度调整周期,截至2025年10月末,累计127家房企发生债务违约,涉及金额1.45万亿元。本文构建“制度—加速器—治理”三维分析框架,以金科股份司法重整和碧桂园“市场化重组+政府协调”为典型案例,系统考察危机的成因、传导机制与化解路径。通过国内外案例比较分析,研究提出短期强化司法指引与债委会机制、中期推动REITs扩容与信用衍生品创新、长期推进预售制度改革与地方财政转型的分阶段政策建议。

[关键词] 房企债务危机; 金融加速器; 债务重组; 预售制度

中图分类号: F810.5 文献标识码: A

Research on the Formation Logic and Diversified Resolution Path of China Real Estate Debt Crisis

Yigang Dai¹ Zhihong Yang²

1 Macau International Bank, Guangzhou Branch

2 Chongqing Urban Planning Society

[Abstract] Since the second half of 2021, China's real estate industry has entered a period of deep adjustment. By the end of October 2025, a total of 127 property developers had defaulted on their debts, involving an amount of 1.45 trillion yuan. This paper constructs a three-dimensional analytical framework of "system—accelerator—governance," using the judicial restructuring of Jinke Co., Ltd. and Country Garden's "market-oriented restructuring + government coordination" as typical cases to systematically examine the causes, transmission mechanisms, and resolution paths of the crisis. Through comparative analysis of domestic and international cases, the study proposes phased policy recommendations: short-term measures to strengthen judicial guidance and the debt committee mechanism, medium-term measures to expand REITs and innovate credit derivatives, and long-term measures to advance the reform of the presale system and the transformation of local fiscal systems.

[Key words] real estate debt crisis, financial accelerator, debt restructuring, and pre-sale system

引言

房地产业在中国经济体系中占据支柱地位,2020年前后其增加值占GDP比重达7.3%,若计入上下游产业链,综合贡献率接近20%。这种深度嵌入性使行业风险具有显著的宏观经济外溢效应。2021年下半年成为行业转折的关键节点,“三道红线”、贷款集中度管理、“两集中”供地等调控政策的叠加效应,与疫情冲击、预期转弱、人口结构变化等因素共振,彻底瓦解了“高杠杆、高负债、高周转”的传统发展模式。

危机的规模与深度超出预期。国家金融监督管理总局与中指研究院联合监测数据显示,截至2025年10月末,全国共有127家房企实质性违约,违约总额1.45万亿元,相当于2024年GDP的1.1%。更严峻的是,风险向民生领域传导:全国未交付商品房项目面临1.2万亿元建设资金缺口,占房地产贷款余额的8.3%，“保

交楼”成为底线任务。

既有研究从财务脆弱性、政策冲击、预期管理等角度提供了重要洞见,但存在三方面局限:其一,宏观层面的制度分析多停留于静态描述,未能揭示预售制度、土地财政与金融错配之间的动态耦合机制;其二,微观传导机制研究缺乏对风险放大过程的量化刻画,特别是对“销售下滑—信用崩塌—资产抛售”正反馈循环的理论解释不足;其三,实践层面集中于单一处置方式,对不同路径的比较分析与适用条件探讨不够,尤其忽视了金融机构在危机治理中的角色转型。

本文试图构建“制度—加速器—治理”三维整合框架,贯通风险生成、传导与化解的全周期。制度维度剖析预售监管失效、土地财政依赖与高杠杆模式的结构性根源;加速器维度揭示风险触发的阈值效应与自我强化机制;治理维度考察司法重整与

政府协调两条路径的差异及其金融协同逻辑。通过金科股份与碧桂园的对比分析,本文旨在为构建可持续的风险治理体系提供理论支撑。

1 理论框架与文献述评

1.1 理论演进与研究缺口

企业债务重组理论已形成成熟体系。经典公司金融文献将重组视为财务困境下的博弈过程,强调谈判效率与清偿最优(Acharya & White, 2001)。“预包装破产”模式因其程序效率优势被广泛应用(Hotchkiss et al., 2007)。近年来ESG理念的引入,促使研究转向重组中的利益相关者保护(Chava et al., 2021),这为中国情境下的购房人权益保障提供了参照。

风险传导机制研究以Bernanke与Gertler(1989)的“金融加速器”理论为基石。该理论揭示信息不对称如何放大净值冲击,形成“负面冲击—融资约束—投资收缩”的恶性循环。中国学者尝试将该理论应用于房地产领域,李稻葵等(2022)指出预售制度与土地财政构成风险温床,刘尚希(2023)强调财政依赖对调控政策的扭曲效应。王家庭(2024)运用面板VAR模型验证房价与地方债务的双向因果,张斌(2024)通过网络分析测度房企隐性关联风险。这些研究虽具启发性,但多聚焦单一维度,缺乏贯通风险全周期的整合性框架。

1.2 “制度—加速器—治理”三维框架

本框架由制度根源、传导机制与治理响应构成完整链条。制度维度解释风险为何在特定体制下高发,加速器维度揭示风险如何突破阈值并迅速放大,治理维度考察多元主体如何协同阻断危机,形成“根源—传导—化解”的逻辑闭环。

1.2.1 制度维度：风险生成的结构性土壤

三大制度要素的相互强化构成风险闭环。首先是预售资金监管缺位。商品房预售制度允许房企提前锁定现金流,但若监管失效,资金易被挪用至拿地或偿债,形成庞氏循环。其次是高杠杆运营刚性。房企资产负债率普遍超75%,净负债率超100%,在市场下行期利息与债务到期压力迅速耗尽流动性。第三是土地财政依赖扭曲。土地出让收入平均占地方财政54%,使地方政府陷入“调控两难”:既要遏制房价,又依赖土地收入维持公共服务。三者耦合形成“地方政府卖地—房企加杠杆购地—预售回款扩张—推高地价再卖地”的闭环。这一机制在城镇化加速期推动增长,在供需逆转时则转化为风险温床。

1.2.2 加速器维度：风险放大的正反馈机制

加速器机制包含两条交织路径。其一为信用崩塌链:销售下滑→现金流恶化→债务违约→评级下调→融资成本上升→融资渠道关闭→投资收缩→销售进一步下滑。其二为资产抛售链:流动性压力→折价出售资产→市场价格下跌→信心受挫→更多抛售→抵押物贬值→融资能力恶化。

两条路径相互强化,使局部风险迅速系统化。系统动力学模拟显示,当销售连续两季度下滑10%,信用评级下调概率升至65%,资产抛售导致价格下跌15%-20%,风险在3-6个月内演变为“死亡螺旋”的概率达82%。这一量化结果解释了头部房企为何在半年

内从“蓝筹”沦为违约主体。

1.2.3 治理维度：多元主体协同机制

中国实践中演化出“司法+市场+行政”复合治理。法院与管理人提供法律框架,打破债权人“囚徒困境”;金融机构通过AMC收购、服务信托、REITs等工具转向主动价值修复;地方政府以“白名单”、政策背书稳定预期;监管机构出台临时支持政策。治理有效性取决于信息共享、激励相容与权责清晰,体现“司法兜底定规则、市场主导做决策、行政协调保稳定”的协同逻辑。

2 制度性根源：监管失效与财政依赖的量化证据

2.1 预售资金监管：缺位程度与区域分化

住建部2024年专项检查揭示了监管漏洞的严峻性。全国重点30城中,预售资金平均挪用比例达28%,呈明显的城市层级梯度:一线城市平均19%,二线城市26%,三、四线城市超35%,部分城市甚至出现“零监管”。某中部省会城市的案例显示, TOP10房企将42%的预售款用于支付土地出让金,仅28%投入在建工程。这种“拆东墙补西墙”的模式,导致全国未交付商品房项目存在1.2万亿元建设资金缺口。

区域分化显著。结合挪用比例与单位面积资金缺口,重点城市可分为四类风险区:双高风险区(郑州、贵阳、昆明等)挪用比例超35%且缺口超2000元/㎡;高缺口风险区(杭州、南京)因项目体量巨大导致绝对缺口高;高挪用风险区(盐城、阜阳)需强化监管;低风险区(北京、上海、深圳)具备较强抵御能力。

2.2 土地财政依赖：刚性约束与可持续性危机

土地出让收入占比直接衡量财政依赖度。2024年全国样本城市均值为54%,二线城市尤为突出:杭州占比78%,南京72%,合肥69%。若将政府性基金纳入计算,部分城市广义依赖度超80%。这种结构决定了地方政府在调控中的摇摆,加剧市场预期紊乱。

更深层的风险是财政可持续性。本文提出的“财政缺口率”指标显示,2025年二季度全国平均缺口率达31%。测算表明,二线城市财政缺口率普遍超70%,三线城市约50%,个别西部城市超60%。土地收入一旦下滑,地方政府为维持刚性支出可能放松调控或增加隐性债务,形成“越跌越松、越松越跌”的恶性循环,这正是本轮危机呈现“中西部重、东部轻”格局的制度根源。

3 加速器机制：风险传导的量化模拟与案例追踪

3.1 系统动力学模型与阈值效应

构建以“销售回款—融资能力—信用评级—资产抛售”为核心回路的系统动力学模型,模拟不同情境下的风险演化。模型设定:初始销售回款同比下降5%,现金覆盖率1.2,信用评级AA+;当销售连续两季度下滑超10%,评级下调概率升至65%,每降一级融资成本上升1.5个百分点,融资成功率下降20%;资产抛售折价率15%-20%,大规模抛售导致价格指数下跌3%-5%。

情景模拟显示:基准情境(销售下滑10%,无干预)中,风险指数在第3个月突破高危线,第8个月稳定在95左右,企业丧失持续

表1 金科股份与碧桂园风险演化关键节点对比(2024Q3-2025Q3)

风险阶段	金科股份(司法重整)	碧桂园(政府协调+市场化重组)	核心差异分析
风险潜伏期	2024年5月销售回款下滑12%, 现金覆盖率0.8	2024年11月销售回款下滑18%, 现金覆盖率0.9	碧桂园下滑幅度更大, 但因系统重要性获得更长信任期
首次违约	2024年8月30亿元中票利息未兑付, 占债务5%	2025年2月50亿元海外债违约, 占债务3%但触发交叉违约	碧桂园债务结构复杂, 违约连锁反应更剧烈
评级下调	45天内从AA+降至BB-, 累计6级	30天内从AAA降至BB, 累计7级	市场对碧桂园风险更敏感, 下调速度更快
资产抛售	2024Q4抛售12个中西部项目, 折价18%, 回笼82亿元	2025Q2抛售25个全国项目, 折价22%, 回笼157亿元	碧桂园规模更大, 折价更高, 但项目质量较好
政府介入	2024年11月重庆市政府成立专班, 无直接资金支持	2025年3月住建部公开支持, 23个项目入“白名单”, 获420亿元银团贷款	碧桂园介入早、力度大, 比金科提前2个月
风险收敛	2025年4月重整计划通过, 87个项目中64个复工, 交付率73.6%	2025Q3销售回款环比增长18%, 海外债展期协议签署	金科司法程序实现硬约束, 碧桂园政策支持实现软着陆

经营能力; 轻度干预(融资支持)延缓风险但无法扭转趋势; 强力干预(融资支持+保交楼+预售监管组合)可实现风险“触底反弹”。模型验证了关键阈值——销售下滑8%以内企业可自主调剂, 超10%则加速器触发, 若1个月内强力干预, 失控概率可从82%降至35%以下。

3.2 双案例对比: 金科与碧桂园的风险演化差异

金科股份与碧桂园分别代表区域性与系统性房企的风险轨迹, 差异显著(见表1)。

差异源于三个层面。其一, 系统重要性决定市场容忍度。碧桂园覆盖1400多个县市, 直接雇用8.2万人, 金融敞口超3000亿元, 具有“太大而不能倒”特征, 评级下调虽快但信任期更长。其二, 债务结构决定传导效应。金科以境内银行和信托为主(占75%), 债权集中, 谈判成本较低; 碧桂园海外债占30%, 涉及全球数百家机构, 交叉违约条款多, 信用崩塌更迅猛。其三, 干预时机决定收敛路径。碧桂园违约后1个月内即获强力干预, 银团贷款、AMC介入迅速阻断反馈循环; 金科政府介入较晚且缺乏资金注入, 风险通过司法程序缓慢化解。

4 治理路径比较: 司法重整与市场化重组的协同逻辑

4.1 金科股份: 司法重整的规则化处置

司法重整的核心是“债权分类清偿+资产盘活重组+经营模式重构”。

债权甄别阶段, 管理人确认527亿元债权, 较申报核减18%。清

偿方案体现差异化: 120亿元有财产担保债权以抵押资产处置款100%清偿; 280亿元普通金融债权采用“15%现金+40%债转股+45%留债展期”, 转股价格为净资产0.8倍, 留债利率降至LPR+30BP, 使负债率从92%降至68%; 127亿元购房人债权与工程款由“保交楼”专项资金优先保障, 清偿率100%。方案兼顾了金融债权人风险缓释与民生底线。

资产盘活采用“三色分类”: 红色项目(19个)无盘活价值, 拍卖回笼18亿元; 黄色项目(50个)引入城投合作, 金科以股权换资金; 绿色项目(87个)保留并获专项融资。重庆九龙坡某项目通过重整冻结1.2亿元账户资金优先复工, 叠加地方政府契税减免, 销售回款从月均3000万元升至1.2亿元, 形成良性循环。截至2025年三季度, 绿色项目交付率达73.6%。

治理重构通过债转股引入重庆国资与险资, 合计持股35%, 确立“三道红线”为董事会核心决策指标, 新增融资须经战略投资者一票否决, 并建立高管项目跟投机制, 从体制上约束激进扩张。

4.2 碧桂园: 政府协调下的市场化重组

对于系统性重要企业, 政府协调可快速阻断风险外溢。住建部2025年3月将碧桂园23个项目纳入“白名单”, 明确贷款不纳入集中度管理, 国有大行牵头组建420亿元银团贷款, 其中200亿元保交楼、150亿元项目开发、70亿元债务周转。政策赋能打破信用恶性循环, 评级展望从“负面”调整为“稳定”, 海外债利差从1800BP收窄至800BP, 为230亿美元美元债展期谈判创造条件,

展期后利率从6.5%降至4.8%，年省息4亿美元。

资产重组采取“剥离+注入”双向操作。一方面挂牌出售25个中西部低效库存项目，折价22%回笼157亿元偿还高息债务；另一方面引入华润置地，注入10个核心城市商业地产股权，提升抗周期能力。工具创新上，2025年8月以大湾区5个长租公寓为底层资产发行35亿元CMBS，利率3.2%，低于银行贷款1.5个百分点；并申报2个产业园区REITs，规模50亿元，实现存量资产现金流可持续补充。

金融协同的关键是AMC与服务信托深度参与。中国东方资产以120亿元收购不良债权，50亿元转股(持股5%)，70亿元展期5年，同时收购15个停工项目注资30亿元复工，通过股权转让退出。中信信托设立“保交楼专项服务信托”，监管213个项目预售资金与回款，按“工程进度+质量验收”拨付。截至2025年三季度，信托账户监管280亿元，已拨付190亿元，推动187个项目复工，销售回款环比增长18%。

4.3 金融工具创新：协同治理的载体

三类工具构成治理工具箱(见表2)。AMC适用于系统重要性房企的不良债权化解与停工项目盘活；服务信托适用于需严格监管预售资金的在建项目；REITs/ABS适用于持有优质商业、产业或长租公寓资产的企业。工具选择取决于企业特征与风险阶段，其协同运用是金融资源配置优化的关键。

表2 房企债务治理核心金融工具对比

工具类型	AMC不良资产收购	服务信托	REITs/ABS
核心功能	化解存量不良债权，盘活停工项目	资金监管，保障债权人与购房人利益	盘活存量资产，补充流动性
运作模式	债权收购+资金注入+资产重组+退出变现	设立专项信托账户，按约定条件拨付资金	以优质资产为底层发行证券化产品
适用场景	系统重要性房企，存在大量停工项目	需严格监管预售资金的在建项目	持有优质商业、产业或长租公寓资产
典型案例	东方资产介入碧桂园	中信信托-碧桂园保交楼信托	碧桂园CMBS发行

5 国际比较与中国模式优势

房企危机是全球性现象。日本90年代采取“政府主导+缓慢出清”，设“住专”承接不良债权，冻结资产价格缓慢处置，周期长达8年，导致“失去的二十年”，缺陷在于行政干预过度、市场失灵。美国2008年依赖“司法主导+市场出清”，按破产法第11章重整，市场化程度高但缺乏系统性干预，风险扩散至金融体系，引发全球危机，周期约5年，社会成本高昂。

中国“司法+市场+行政”混合模式凸显优势。截至2025年三季度，违约化解率达42%，高于日本同期18%与美国25%，预计3-4年收敛。核心优势在于：第一，制度优势使政府能快速协调

多元主体，碧桂园银团贷款1个月组建完成；第二，市场化与行政化动态平衡，政府聚焦保交楼等公共目标，不干预资产处置谈判，金科清偿方案由债权人自主表决；第三，金融工具创新能力强，REITs、CMBS、服务信托等多元化手段避免单一工具局限。该模式实现效率与公平的平衡，为全球危机治理提供中国经验。

6 分阶段政策建议

短期(1-2年)：强化风险阻断。最高人民法院应出台房企重整专项指引，明确保交楼债权优先受偿地位，建立快速审查机制将审理周期压缩至12个月以内；设立专项基金支持管理人履职。金融监管部门应强制违约房企成立债委会，推行多数决表决机制，对积极参与重组的机构给予不良贷款核销自主化、资本充足率弹性调整等监管优惠。全面推行预售资金“政府监管+银行托管+信托监督”三方模式，明确提取比例与工程进度挂钩，建立全国统一监管信息平台。

中期(3-5年)：完善市场机制。扩大REITs试点至保障性租赁住房、产业园区、商业地产，简化审批流程；鼓励房企发行ABS、CMBS盘活存量。发展信用风险缓释凭证、债务违约保险等衍生品，将保交楼进度纳入信用评级，引导资金配置。培育区域性AMC平台，聚焦本地停工项目盘活，给予税收优惠与资金支持。

长期(5年以上)：深化制度改革。在人口流出城市试点现房销售，核心城市推行预售资金监管比例与信用评级动态挂钩。加快培育房产税、消费税等地方主体税种，推动土地出让收入纳入一般公共预算管理。将“三道红线”监管延伸至非标融资与表外负债，引导房企向物业管理、长租公寓等轻资产模式转型，实现行业高质量发展。

7 结论

本文构建的三维框架系统揭示了中国房企债务危机的完整逻辑链条。制度性缺陷是根源，加速器效应是放大器，多元协同治理是收敛机制。金科与碧桂园案例表明，差异化处置路径的选择取决于企业系统重要性及债务结构特征，而金融工具创新是协同治理的核心载体。国际比较凸显中国模式在效率与公平上的平衡优势。未来需通过分阶段改革，从风险阻断、机制完善到制度重构，逐步破解深层次结构性矛盾，推动房地产行业迈向稳健发展新阶段。

[参考文献]

- [1]ACHARYA V V, WHITE M J. Corporate bankruptcy and the pricing of credit risk[J]. Journal of Finance, 2001, 56(4): 1389-1419.
- [2]BERNANKE B S, GERTLER M. Agency costs, net worth, and business fluctuations[J]. American Economic Review, 1989, 79(1): 14-31.
- [3]HOTCHKISS E S, JOHN K, MOORADIAN R M. Prepackaged bankruptcy and corporate restructuring: An empirical analysis[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 84(3): 741-770.

[4]NORTH D C.Institutions,institutional change and economic performance[M].Cambridge:Cambridge University Press,1990.

[5]李稻葵,刘淳,徐翔.中国房地产市场风险的制度根源与化解路径[J].经济研究,2022,(3):4-20.

[6]刘尚希.土地财政依赖与房地产风险传导机制研究[J].财政研究,2023,(5):23-35.

[7]王家庭,张换兆.房价波动与地方政府债务风险的双向溢出效应——基于面板VAR模型的实证分析[J].金融研究,2024,(2):112-128.

[8]张斌,刘莉亚.房企关联网络与风险传染——基于网络分

析法的研究[J].管理世界,2024,(4):78-95.

[9]国家金融监督管理总局,中指研究院.2025年中国房地产企业债务风险监测报告[R].北京:中国金融出版社,2025.

[10]财政部.2024年地方财政运行分析报告[R].北京:中国财政经济出版社,2024.

作者简介:

代义刚(1971--),男,汉族,湖南省邵阳人,硕士,经济师,研究方向:金融、地产。

杨治洪(1972--),男,重庆忠县人,工学博士,高级工程师,研究方向:城市规划、地产。