

房地产-地方债危机

本文写于 2023/06/05。房地产-地方债危机是我写这篇文章时正在扩张的危机。我将具体分几个方面来阐述这次危机。

成因

我将具体从几个方面说明这次危机的成因。

产生该危机的金钱流动

一切金融危机的原因，来自于借高额低风险的钱搞高风险的投资。我将从简单模型说起，然后逐渐添加新东西。

房地产建设方面的模型

模型 1：无金融参与的简单模型

房地产商用已有资金投资建设房地产。建设完成后，把现房卖出，所获得的利益被用于下一次房地产建设。

投资上项目的速度

这种方式下，房地产商所设立的项目取决于房地产商的总资金。只有当房地产商拥有的资金超过建设款时，房地产商才能设立新的房地产项目。

我们研究上项目的速度，是因为如果每个项目都能赚钱，那么上项目的速度实际上就是房地产商赚钱的速度，即房地产商的利益。

风险

如果不能卖出足够的房地产，房地产商需要承受损失。

模型 2：加入贷款、期房的正常模型

建设款除房地产商投资外，还有一部分来自于银行等金融机构贷款。允许业主购入期房。

投资上项目的速度

相比模型 1，该模型中只要“房地产商的资金+贷款>建设款”，房地产商就能设立新项目。房地产商可以以更少的资金上新项目，再生产速度增快了。

除此之外，由于期房的原因，房地产商可以更早开始售卖房地产，这也能提高资金回笼速度，进而加快上项目的速度。

风险

如果不能卖出足够的房地产，房地产商和银行需要承受损失。银行的损失体现在房地产商无力还债。利益增加、风险也增加，非常的合理。

模型 3：无需筹集全部建设款即可立项的模型

相比模型 2，该模型下，房地产商只要从“投资、贷款、期房款”的方式中，筹集到一定比例的建设款即可设立新的房地产项目。随着时间推移，在建设过程中，房地产商之前其他项目又售出了一些房产、该项目又售出了一些期房。最终一直到建设结束，建设款都是充足的。

投资上项目的速度

相比模型 2，该模型中只要“房地产商投入该项目的资金+银行对该项目的贷款+该项目期房房款>该项目一定比例的建设款”，房地产商就能设立新项目。房地产商可以以更少的资金上新项目，上项目的速度增快了。

风险

如果“房地产商的资金+贷款+期房房款”，一直到建设款用完，房地产都只建设到一半，那么房地产就会无法继续建设。房地产商、银行和购买期房的业主需要承担损失。业主的损失体现在期房会延迟交付，甚至可能无限期延迟交付。即：模型 3 中风险最严重的后果无非是单个项目延期甚至烂尾罢了。

如果哪一天，该项目以各种方式又筹集到一些资金，填补了之前建设款的缺失，那么建设是一定可以继续的。如果该项目永远筹集不到足够的资金，那么该项目就会烂尾。

延期风险也与需要筹集的建设款的比例有关。如果立项之前必须筹集 60%的建设款，那么在建设过程中，通过期房等方式需额外筹集到 40%的建设款；而如果立项之前必须筹集 90%的建设款，那么在建设过程中，通过期房等方式仅需额外筹集到 10%的建设款即可。立项之前筹集建设款的比例越高，延期或烂尾的风险就越低。

模型 4：房地产商可以在项目之间挪用资金的模型

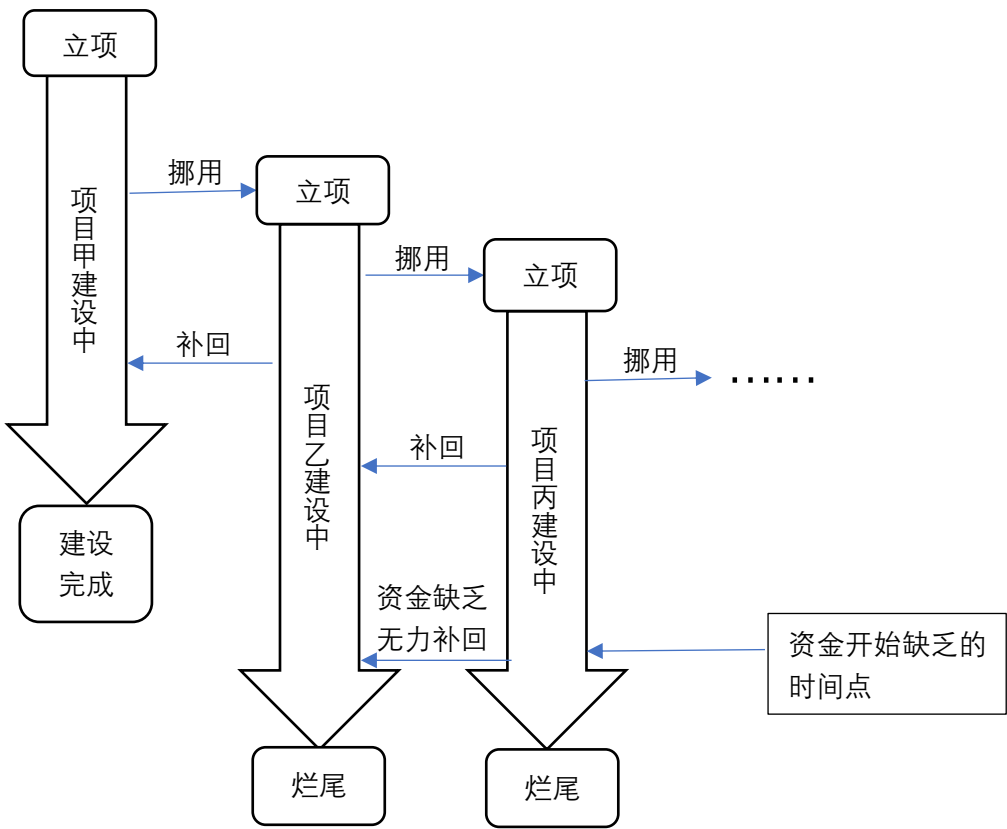
模型 4 相比模型 3，是房地产商在项目之间挪用了资金。如果要用模型 3 的方式分析模型 4，房地产商可以挪用资金，意味着设立单个项目只需要有该项目当天的建设款即可——其余的建设款都可以被挪用去建立下一个项目。

投资上项目的速度

相比模型 3，该模型中只要“房地产商的资金+所有项目贷款+所有项目期房房款>所有项目当天建设款+新项目一定比例的建设款”，房地产商就能设立新项目。新项目设立之后，其资金可以立刻被挪用，因此，房地产商实际上可以以最少的资金上新项目，上项目的速度非常快。

风险

在这个模型下，如果要分析风险，描述整个生产过程最好的方式不再是简单的语言描述，而是画图来描述了。



如图，如果每个项目都能筹集到足够多的建设款，那么每个项目都能建设完成。但如果在某一时刻，所有项目筹集到的资金无法满足所有项目当天的建设款，那么所有未完成项目就会立即全部烂尾。

相对比模型 3 的“一个项目延期”，模型 4 的风险如果爆发，那将立即导致一批项目全部延期，而且这些项目的烂尾风险是巨大的。

模型 5：加入房贷

许多期房购房者申请了房贷，房贷是以所购房产为抵押的抵押贷款。如果购房者不还贷，那

么银行就会拍卖房产填补自己的损失。但是烂尾的期房又怎么拍卖呢？

政府投资与卖地收入方面

模型 1：投资基础设施赚钱的基本模型

地方政府会希望进行各类基础设施建设，带动周边房地产的价格，从而可以以更高的价格向房地产商出售土地使用权，进而获得更多的卖地收入。只要卖地收入大于建设投资，地方政府就能赚钱。

风险

如果土地卖不出去，那么就会赔钱。

模型 2：贷款投资与借贷还利息

事实上，地方政府是以其信用为担保，借债上项目进行的投资。这样上项目不需要地方政府有什么财政盈余，只要地方政府愿意找人借即可。

由于地方借地方债需要经过国家审批，地方政府实际上会以地方国有企业的名义借债，从而绕过审批。

风险：

如果土地卖不出去，那么债务就还不上。如果债务还不上，政府就需要借新债还旧债的合同本息，从而债务总量增加、合同本息增加，政府就要借更多新债还旧债的合同本息。一旦出现债务，这个债务是滚雪球一样增加的，如果在债务增加到一定程度之前政府还没能卖出土地，那么这些债务就永远别想还上了。

模型 3：与房地产商互相作用

政府为了规避模型 2 的风险，需要房地产商足够快地上房地产项目：土地卖出去本身就代表房地产商上项目。而政府为了获得最多的卖地收益，也要上足够多的基础设施项目。此时，不允许房地产商挪用资金的话，上项目的速度还是不够快，于是政府的金融监管人员默许了房地产商挪用资金。

风险

事实上，随着地方政府借债增加，部分地区已经有赖账的趋势，地方政府要借债必须许诺更高的利息甚至搞阴阳合同，部分合同的利率可以达到恐怖的 10% 以上，滚雪球的速度越来越快。为什么地方债会成为问题呢？这就是地方债成为问题的原因。

备注

地方政府能进行创收的项目可不止卖地这一种。建设景区搞文旅项目也是一个方式。

化解金融危机的方式

我们必须承认地方政府是不可能还清这些债务的。让地方政府破产，让贪图政府信誉、不考虑实际项目是否获益的投机金融机构受损失；让房地产商破产，让炒作房地产的投机者受损失。其他的，考虑到地方政府肯定没钱，中央政府应当为烂尾楼、非投机的受害业主兜底，经过阵痛之后，金融危机就解除了。

本次危机的其他现象

就烈度与广度而言，本次金融危机覆盖全国中部省份的许多地级市，部分危机甚至扩展到省级。总量要超越美国国债。

对于贵州省而言，贵州省的债务迫使国家允许贵州炒作本省以茅台为首的各种股票。在美国人投资 OpenAI、为 OpenAI 提供研发资金的时候，我国的投资者在投资茅台。

部分地区，比如柳州和贵州独山县，以其长臂管辖传统，禁止媒体对其债务状况进行深度评论。