

研究报告

2016 年第 94 期

2016.10.08

执笔人：藏波

邮箱：zangbo@icbc.com.cn

地产泡沫、地方债与“土地财政”的逻辑关联

要点

- 地产泡沫和地方债相伴共生，二者均是“土地财政”所导致的结果。地产泡沫更多受制于供求结构的作用，其更多表现为地方债违约风险的“因”，从短期来看，若泡沫继续，地方政府违约风险降低；但从长期来看，泡沫继续可能酝酿出更大的潜在风险。所以，笔者提倡在泡沫引致的机遇期内化解地方债务风险。
- 既然地产泡沫和地方债违约风险均受制于“土地财政”的框架性约束，那么转变“土地财政”的驱动内核——财政分配和政绩激励机制——就成为化解地产泡沫，平抑地方债违约风险的治本之举。可喜的是，这种治本思路正在以“自上而下”顶层设计的方式进行着。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

地产泡沫、地方债与“土地财政”的逻辑关联

2015年下半年以来，中国经济开始出现“资产荒”现象，且随着时间的延续有愈发凸显的趋势。在此背景之下，房地产依托其长期以来的保值增值属性，再次成为了企业部门和居民部门投资偏好的集中领域，进而使得地产市场在2016年以来上演了又一轮近乎疯狂的表现，这不禁在大家脑海中激荡起一层层熟悉的涟漪，那就是长久萦绕于敏感神经周围的地产泡沫问题。为从直观上认识该问题，不妨先观察两组数据，今年上半年，房地产企业新增贷款2.93万亿，占新增贷款总量的比重高达38.92%，累计同比增加55.85%；截止8月底，居民中长期贷款3.63万亿，占新增总量的40.59%，累计同比增加90.4%。也就是说，近80%的新增贷款流向了房地产开发和消费领域。房地产行业吸纳了过多的资金流，这会在资金需求端对其他行业形成了“挤出效应”，尤其是导致了制造业资金的“空心化”。另外，企业部门和居民部门的杠杆化行为放大了地产市场风险，若这两个部门一旦由于资金流断裂出现信用违约，极易引发大规模的系统性风险。

其实，地产泡沫、地方债务和“影子”银行一直都被视为中国经济发展过程中相伴而生，却又挥之不去的三大风险，而前两者均与地方政府长期施行的“土地财政”关系密切。为厘清地产泡沫、地方债和“土地财政”三者的逻辑关系，需先讨论其中两者的关联逻辑，之后才能对三者的综合关联做出评判。

一、地产泡沫和地方债的逻辑关系

在地方政府征收的土地中，除了部分用于招商引资、商业住宅和公用及公益事业外，大部分被用于融资平台的资本金注入以及土地收储，这成为地方债偿付保证的重要源头。地产泡沫突出表现为资产价格上升，这增加了地方债偿付保证标的（城市土地）的资产价值，夯实了发债方和投资方对稳定收益的信心。但也激发了地方政府发行新债的动机，从地方债违约风险化解角度来看，这种动机是需警惕的。截止8月底，地方债发行规模约为4.8万亿元，已超过



去年全年 3.8 万亿元的总发行量。今年全国人大批准新增地方政府债务限额 1.18 万亿, 置换债券额度为 5 万亿元; 目前已发行新增债券 1.13 万亿, 置换债券 3.68 万亿。可见, 地方债新增量已逼近限额, 说明地方政府在地产泡沫刺激下确实有发行新债的动机。笔者认为, 在化解地方债风险的机遇期存在的这种激励相悖需引起高度关注。

二、地方债和“土地财政”的逻辑关系

“土地财政”缘起于 1994 年开始的分税制改革, “财权上移, 事权下放”的改革逻辑使得省级以下各级政府在财权和事权不匹配的格局之下, 承担了几乎所有的公共服务支出。1994 年, 地方财政收入占全国的比重由 1993 年的 77.98% 剧降到 44.30%, 但地方财政支出占比仅略微下降, 由 71.74% 下降到 69.72%。地方政府事权和财权的不对等一直延续至今, 2015 年, 地方财政收入只占全国的 54.52%, 支出占比却高达 85.46%。地方政府预算内财政收支差额巨大, 但受制于张五常提出的“经济锦标赛”式的县域竞争和政绩考核压力, 地方政府除寻求中央转移支付外, 更多依靠香港土地批租制演化而成的“低价征地、高价卖地”行为来筹集资金, 该行为被称之为“土地财政”。

“土地财政”是保证地方债券收益的主要基础, 但同时也是地方政府加杠杆、保举债的动机源头。为拓宽地方资金筹集渠道, 财政部 2011 年在上海市、浙江省、广东省、深圳市试点地方政府自行发债模式, 该模式本质上是为“土地财政”松绑的举措, 却在执行中产生了二者融合共存的格局。之所以会产生这样的结果, 土地增值收益是地方政府发债的最主要偿付保证仍是主导原因。该判断源于如下数据支撑: 2015 年, 国有土地使用权出让收入达到 4.26 万亿, 2003-2015 年间土地转让金与地方一般预算收入之比平均为 49.74%。同期, 地方债务总和为 18.4 万亿, 土地融资规模 3.68 万亿。据国家审计署公布, 截至 2012 年底, 11 个省级、316 个市级、1396 个县级政府承诺以土地收入来偿债的占比高达 81%, 县级政府也超过 50%; 承诺以土地出让收入偿还的债务余额 3.49 万亿, 占省市县三级政府负有偿还责任债务余额 9.36 万亿的 37.23%。

三、地产泡沫、地方债和“土地财政”的逻辑关系

从上述的分析可知，地产泡沫和地方债相伴共生，二者均是地方政府在财权和事权不对等之下采取“土地财政”来筹集资金所导致的结果。从作用机制来看，地产泡沫更多受制于供求结构的作用，所以并不是地方债的“果”。反而言之，地产泡沫是地方债违约风险的“因”，且该“因”存在短期和长期差异：从短期来看，若泡沫继续，地方政府违约风险降低；但从长期来看，泡沫继续可能酝酿出更大的潜在风险。所以，笔者提倡在泡沫引致的机遇期内化解风险。既然地产泡沫和地方债违约风险均受制于“土地财政”的框架性约束，那么转变“土地财政”的内生驱动因素——财政分配和政绩激励机制——就成为化解地产泡沫，平抑地方债违约风险的治本之举。

可喜的是，这种转变思路正在以“自上而下”顶层设计的方式进行着。其中，政绩激励机制的转变时点是2013年12月10日，该日中共中央批准，中央组织部印发了《关于改进地方党政领导班子和领导干部政绩考核工作的通知》，地方债成地方官员政绩考核的重要指标，留烂帐离任也究责。同时，环境治理和生态保护也被以隐性的方式纳入地方官员政绩考核当中。笔者相信，官员政绩考核的激励机制已经由过去单纯考虑经济效益的单一函数，向着理政风险、民生服务和政策连续性等构成的复合函数方向转变。对于地方政府长期面临的财权和事权不匹配问题，近期出台的《国务院关于推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革的指导意见》意义重大，该“意见”不仅明确了改革在2020年前完成的时间表，而且决定以起草《政府间财政关系法》来明确中央与地方财政事权和支出责任划分的法律体系。