

## “外部冲击，土地财政与宏观政策困境”讲座信息

2018年10月27日中央财经大学梅冬州老师来北大经济学院做讲座，讨论“外部冲击，土地财政与宏观政策困境”。梅老师探讨了2014年之后我国面临多次外部负向冲击的背景下，如美联储数次加息，我国土地价格没有下降反而上升以及土地供给下降的原因。通过DSGE模型的分析，梅冬州老师将其归因于分税制改革后中国地方政府的土地财政以及次贷危机后，中国放宽对于地方政府使用土地作为抵押进行借贷的限制。具体来说，在面临外部负向冲击的情况下，我国地方政府往往通过扩大基建来稳定经济。因此为了给基建刺激计划募集更多的资金，我国地方政府选择降低土地供给来推高土地价格（更高的土地价格意味着地方政府可以通过抵押未来的土地出让金在当期获得更多的贷款）。

### 一、背景

当前全球经济依然充满着许多不确定性，中国宏观经济面临着诸多的外部冲击，其中最为典型的的就是美联储加息和中国外需持续走低。

（一）自2015年底首次加息以来，美联储先后共加息了四次，美联储退出QE以及后续的加息导致新兴经济体资本大量外流。2014年至今，中国资本和金融账户由巨额顺差迅速扭转为巨额逆差，外汇储备从最高点时的3.99万亿美元到2017年1月份跌破3万亿美元。

（二）2012至2015年，我国出口增速急剧下降，四年中增长率最高的2013年仅为6.0%，2015年更是六年来首次出现负增长，远低于2010年之前年均25%以上的增长速度。在外需不足、美联储不断加息以及我国经济处于下行周期的背景下，宏观经济却出现了以下几个比较特殊的现象：土地供给下降，土地价格上涨。

现象一：一般认为，在资本外流、经济处于下行周期的背景下，房价和资产价格应该呈现下降的趋势。但2014年以来中国一、二线城市的房价不但没有下降反而大幅地上涨，与此同时民间投资增速却大幅下降。

根据国家统计局公布的70个大中城市新建住宅价格指数，2016年12月，北京、上海、广州、深圳等一线城市的新建商品住宅价格分别同比增长了25.9%、26.5%、24.1%、23.5%；而一些二线城市的涨幅更大，厦门、合肥、南京等二线城市的同比增长率分别为

41.5%、48.6%、38.8%。这种迅猛的上涨势头直到在 2017 年 3 月各地出台史上最严格的限购限贷政策后才得到遏制。

有一系列文献讨论了中国房地产价格上涨的原因，分为以下几类：

（一）住房需求方面：收入增长（Fang et al., 2016）；性别比失衡导致的婚姻市场竞争（Wei et al., 2012）；城镇化和城乡人口迁移（Chen et al., 2011）；人口结构（徐建炜等，2012；陈斌开等，2012）。

（二）货币因素：货币供给快速增长和低利率（Zhang et al., 2012；Xu & Chen, 2012；Zhang, 2013；况伟大，2010）。

（三）预期和投机因素（况伟大，2010；王频和侯成琪，2017；陈斌开和张川川，2016）。

以上论文在解释 2014 年后中国土地价格上涨方面存在不足，一、在需求方面，我国 2014 年后面临多次负向冲击，由此带来收入增长放缓，因此收入增长无法解释我国土地价格上涨的事实；我国性别比失衡、城镇化和城乡人口迁移、人口结构因素在 2014 年后基本保持稳定（在外部冲击的负效应下），因此，这也无法解释土地价格上涨。二、在货币因素方面，外部变化，如美联储数次加息，资本大量外流，外汇占款下降。此时很难再用货币超发等货币性因素解释房价的暴涨。我国货币发行速度在 2014 年之后放缓，因此货币因素也无法解释我国土地价格上涨。三、关于预期和投资因素，在经济增长率持续下降的背景下，对房地产持有上涨预期是不符合逻辑的。在经济下行尤其是整个社会均预期到美联储持续加息，国内资产价格下跌压力增强和系统性金融风险逐步显现的背景下，房地产市场参与者难以形成房价会上涨的预期。因此，现有的文献皆无法解释，我国近年来在不断收到外部负向冲击的情况下，土地价格上涨的客观事实。

现象二：对于有着稳定需求的一、二线城市的房地产市场，土地供应量近几年却在减少。

在 2014 年以前，新增的住宅用地供应面积呈现上升趋势，从 2009 年的 8.2 万公顷到 2013 年的 13.8 万公顷；而在 2014 和 2015 年，土地供应大幅收紧，2014 年下降至 10.2 万公顷，2015 年进一步下降至 8.3 万公顷。

值得注意的是，这还只是反映了全国平均水平，对于一、二线城市而言，该现象尤其明显。例如，北京 2015 年住宅用地供应缩减了 27%。对于多数城市而言，土地供应在 2015、2016 年都有所下降，且 2016 年较 2015 年同期有明显下降，广州降幅更是超过 7 成。

现象三：民间固定资产投资的增速大幅下降。民间固投大幅下滑而全社会固投基本稳定，表明目前投资主要靠房地产和基建投资支撑，投资结构恶化，资源配置效率下降。

外部冲击下导致的资本流出和经济衰退下，我国的一、二线城市的土地供给在减少，房价在不断走高，而民间投资的增速却在大幅下降。那么，是什么原因造成这个现象呢？

一些学者从土地财政出发：

分税制改革和“GDP 锦标赛”导致地方政府越来越依赖土地以及与之相关的收入。卖地收入和土地抵押融资等土地财政收入成为了地方政府的主要收入来源（蒋省三等，2007）。2014 年地方政府土地财政收入达到 4.29 万亿元，已占到了地方公共财政收入的 34%，在浙江、北京和天津等地区土地财政收入所占比重甚至超过了 50%。自 2000 年以来，地方政府从土地出让与抵押中获得的收入是其最主要的收入来源。而地价与房价同步，由此导致地方政府有动机推动房价的上涨（周飞舟，2006；梁若冰，2010；张双长和李稻葵，2010；范子英，2015）。

当地方政府在财政收入越来越难以满足其开支需求时，依赖融资平台通过土地收入与土地抵押为担保发债，以获取巨额外部融资资金成为了其必然选择，这也使得土地财政逐渐演变为土地融资（刘煜辉和沈可挺，2011；郑思齐等，2014；范子英，2015）。

## 二、模型特色

一般的 DSGE 模型难以刻画，在外部负向冲击导致总产出下降的背景下，一国的房地产价格不降反升，土地供给下降，民间投资的增速大幅下降的现象。原因在于，在 DSGE 模型的一般处理中，财政支出由财政规则来刻画，财政支出变量是产出缺口、通胀缺口或者未偿还债务缺口的应变变量。如果这样处理，就无法体现我国土地财政、土地融资的内涵。梅老师选择将财政支出内生化的。具体而言，梅老师将地方政府的目标函数设定为以下形式：

$$\max E_t \sum_{t=0}^{+\infty} \beta_d^t \left[ (1-\gamma_d) \ln G_{c,t} + \gamma_d \ln G_{f,t} \right]$$

$L_{and,t}$  是每期提供的土地，地方政府可以控制供地规模。 $L_{h,t}$  是地方政府每期卖出去的土地。

地方政府最大化无穷期贴现的效用函数。瞬时效用函数是消费性政府支出以及基建性政府支出的函数。这样的设定是为了反映中国地方政府“GDP 锦标赛”的现实，即地方政府有通过扩大政府支出来拉升经济的激励。预算约束取以下形式：

$$G_{c,t} + R_{t-1}B_{t-1} + P_{f,t}G_{f,t} + \frac{\phi_g}{2} \left( \frac{G_{f,t} - G_{f,t-1}}{G_{f,t-1}} \right)^2 G_{f,t-1} + \frac{\phi_h}{2} (Lh_t - Lh)^2 \leq P_{L,t}Lh_t + B_t + Rev_t$$

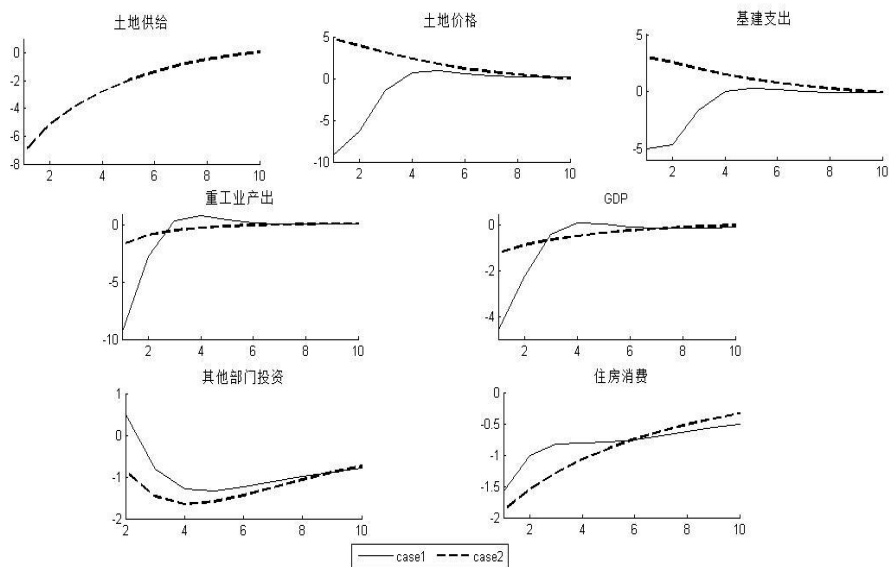
地方政府的收入来自土地出让金、土地抵押贷款以及中央政府的转移支付，支出分为两类的政府支出，土地抵押贷款的偿还以及政府支出和土地供给的调整成本。这样的设定体现了土地财政、土地融资的内涵。并且，土地抵押贷款额度还受以下限制：

$$R_t B_t \leq m\pi_{t+1} P_{L,t+1} (land_t - Lh_t)$$

即，当期土地抵押贷款在下一期的偿还额度必须小于未出让土地在下一期的价值。其中， $m$  衡量杠杆率。在这样的设定下，土地价格  $P_{L,t}$  的上升扩大了政府的预算集，因此政府有通过降低土地供给、提高土地价格来获得更多土地抵押贷款的动机（ $land_t$  表示土地供给， $Lh_t$  表示当期已经出让的土地）。

### 三、结论与总结

case1(不收紧土地供给)，case2(收紧土地供给)。



在外部负向冲击下，如果地方政府收紧土地供给，土地价格随之上升，政府的土地出让收入和土地抵押贷款收入增加，从而政府进行更多规模的财政支出计划。因此，收紧土地供给可以降低外部的负向冲击。

**由于政府存在降低土地供给来缓解外部负向冲击的动力，由此带来了宏观政策困境：**

为了降低外部冲击对 GDP 的影响，地方政府通过收缩土地供给的方式来稳定地价和房

价以获得足够的卖地收入，从而利用基建支出来拉动重工业部门的发展。但是这样的做法也大量挤出了其他部门的投资和产出，同时也造成了宏观经济的投资结构的恶化。同时，更高的地价带来更高的房价，降低了居民的购买力，挤出了消费。

文章得出了较多有意义的结论：

**第一，土地财政视角下，外部冲击影响经济的传导路径和机制。**外部冲击如何传递。地方政府的土地财政的种种行为扮演了怎样的角色。为以后政策反应等相关问题的讨论搭建了一个基础性的框架。

**第二，对于当前宏观现象的解释。**在外部冲击导致的资本流出和经济衰退下，我国出现一、二线城市土地供给下降，房价不断走高，民间投资增速却大幅下降的现象。

**第三，对政策的分析和启示。对于理解当前的中国宏观政策困境、土地财政在经济波动中的作用以及未来改革方向的规划具有重要的意义。**土地财政使得房价、地价“绑架”了GDP，导致加息或者外需不足的不利影响被放大。若选择资本管制和人民币贬值来隔绝外部冲击的影响，将不利于我国人民币的国际化，也与资本账户开放的大方向相悖。

为了降低外部冲击对GDP的影响，地方政府通过收缩土地供给的方式来稳定地价和房价以获得足够的卖地收入，从而利用基建支出来拉动重工业部门的发展。但是这样的做法也大量挤出了其他部门的投资和产出，同时也造成了宏观经济的投资结构的恶化。可以看到，土地财政的存在在放大外部冲击导致的经济波动的同时，也导致我国各项宏观经济政策之间存在冲突、难以权衡，陷入两难困境。

## 四、展望

论文的优势在于刻画了中国的GDP竞赛现象，地方政府存在最大化财政支出的动机。模型解释了为什么外部冲击下，我国土地价格上升、土地供给下降，但是，论文的劣势在于土地供给是外生的，土地供给和外生冲击存在哪些内在联系？为什么外部负向冲击会伴随土地供给的负冲击？论文没有给出答案。如果延续论文的逻辑，即使没有外生冲击，因为地方政府间的GDP竞赛现象，土地供给是否也应该是收紧的？那么我们应该观察到自分税制改革之后，我国土地供给不断收紧的现象，但是事实并不是这样。将土地供给内生，或许能得到更多的结论。此外，在一般使用财政规则刻画财政支出的模型中，只要在政府的预算约束中加入土地出让收入和土地抵押贷款收入，似乎也能得到模型的主要结论，并且这样的处理方法更为简洁。在这个模型的基础上还能够进行一系列的后续研究，

比如去杠杆后（即  $m$  受到一个负向冲击），地方融资平台违约给经济带来得影响。

（北大经济学院博士生 纪尧 供稿）