

# 从土地金融到土地财政

赵燕菁<sup>1</sup>(博士生导师), 宋涛<sup>2</sup>(副教授)

**【摘要】**长期以来,由于不能区分“土地金融”和“土地财政”,导致相关讨论低效乃至混乱。只有将这两个概念放到增长转型这一大框架中,才能被清晰地加以定义。任何增长都可以分为资本型增长和运营型增长两个阶段。过去四十年,中国主要解决社会资本的积累问题,推动中国经济增长的实际上是“土地金融”;随着“土地金融”使命的完成,未来城市的发展要尽快转向以税收为主的“土地财政”。要完成这一转型,现有住房制度和资本市场需要重新设计。推行“先租后售”的住房供给和保荐制资本市场,是实现我国经济转型的有效途径。

**【关键词】**土地金融; 土地财政; 增长转型; 资本市场

**【中图分类号】**F812.2;F290 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2019)08-0155-7

在传统经济学里,只有增长,没有转型。这是导致混淆“金融”和“财政”两个概念的重要原因。要清晰地辨别两者间的差异,需要一个能区分不同增长阶段的增长模型,而首先需要定义的是——什么是增长。

## 一、增长转型的经济学分析

任何商业模式都可以用一个简单的会计恒等式来描述,即收入减去成本要有正的剩余,如公式(1)所示:

$$\text{Revenue} - \text{Cost} = \text{Surplus}, \text{Surplus} \geq 0 \quad (1)$$

经济可以视作众多商业模式的加总,如公式(2)所示,式中R代表收入,C代表成本,S代表剩余,i代表不同的商业模式。如果加总后增量为正,就是经济增长,反之,就是经济衰退。

$$\sum_{i=1}^n R_i - \sum_{i=1}^n C_i = \sum_{i=1}^n S_i \quad (i=1, 2, 3, \dots, n) \quad (2)$$

每个商业模式都由两个阶段构成,第一个阶段为资本型增长,第二个阶段为运营型增长。这样我们就可以把上述会计恒等式的三个变量拆分为六个变量,如公式(3)和公式(4)所示。

$$R_{i0} - C_{i0} = S_{i0} \quad (S_{i0} \geq 0) \quad (3)$$

$$R_{ik} - C_{ik} = S_{ik} \quad (S_{ik} \geq 0, k=1, 2, 3, \dots) \quad (4)$$

商业模式第一阶段的特点是固定资产投资量比

较大,因此称为资本型增长阶段。其中 $R_{i0}$ 表示资本收入,比如家庭出售房屋、企业上市融资、政府出让土地等获得的收入都属于资本性收入; $C_{i0}$ 表示资本性支出,比如家庭购买家电、工厂修建厂房、政府投资修建基础设施等支出的费用都是资本性支出;二者之差为资本性剩余 $S_{i0}$ ,比如上市公司通过金融市场融资,扣除成本费用后的剩余就是资本性剩余,剩余要非负,即 $S_{i0} \geq 0$ 。

商业模式第二阶段的特点是劳动在这一阶段起着决定性作用,因此称为劳动型增长阶段。其中 $R_{ik}$ 代表运营性收益,比如居民出租房屋获取的租金、企业经营获得的利润、政府提供公共服务收取的税金等都是运营性收入(也可称作“现金流”); $C_{ik}$ 代表运营性支出,比如家庭、企业、政府的各项日常开支——水费、电费、利息、折旧、人工费等;运营性结余 $S_{ik}$ 是收入扣除所有成本后的结余,剩余要非负,即 $S_{ik} \geq 0$ ;k代表运营型增长的不同时期。

值得注意的是,在这里,我们要把在柯布-道格拉斯函数中被写在一个公式里的资本和劳动分别用两个独立的公式表示,这是两阶段模型和传统增长模型分歧的开始。在实际的经济统计和核算中,资本性结余与运营性结余常常被加总,统称为储蓄。但在两阶段增长模型里,二者有本质的不同。前者表达的

是“量”的概念,后者表达的是“流”的概念,不能合并<sup>[1]</sup>。同样的混淆也发生在收入和支出项,资本性收入经常同一般性收入加总,固定资产投资和一般性支出也常被笼统地归入成本。正是因为没能正确区分两个不同的增长阶段,导致现代经济学经常混淆“金融”和“财政”两个概念。

将经济增长划分为两个阶段后,转型经济学的含义也就变得一目了然。当一个城市处于基础设施建设阶段(如同企业修建厂房),这时的增长就是资本型增长,这种增长会表现出“高速度”的特征。当一个城市完成建设转入运营(如同企业建成投产),就要从资本型增长[公式(3)]转向现金流型增长[公式(4)]——把前一个阶段的投资用现金流(税收)的形式回收。相对于前一阶段资本性收入“高速度”增长的特征,这一阶段将体现出以现金流收入(相当于企业的营业收入)增长为主的“高质量”特征。这与十九大报告提出的“我国经济要从高速度增长向高质量发展转型”在内涵上是一致的。

古典增长与现代增长最大的区别就在于获得原始资本 $R_{i0}$ 的方式不同。所谓古典增长,就是通过过去剩余积累获得原始资本的增长——任何一个新的商业模式的启动,都必须依赖其他商业模式剩余的积累。改革开放之前,中国经济的增长基本都是古典增长。而现代的增长则是通过未来的收益贴现获得原始资本——只要证明新的商业模式可以带来可信的现金流,就可以通过融资获得资本,而不必依赖其他商业模式剩余的积累。中国的改革开放很大程度上就是从古典增长走向现代增长的过程。

古典增长的公式为:

$$\Delta R_{i0} = \Delta C_{i0} + \Delta S_{i0} \quad (5)$$

现代增长的公式为:

$$R_{i0} = \sum_{k=1}^{\infty} \delta^k U_{ik} \quad (6)$$

公式(5)表达的是古典增长理论的“微观基础”,其含义是只有依靠过去的剩余,才能获得融资。公式(6)表达的是现代增长中初始资本的形成,其中, $\delta$ 是贴现率, $U_{ik}$ 是对未来每一期资产的估值。只要通过信用制度将未来收入贴现,商业模式自身就可以为自己创造资本。一旦解决了资本获得的问题,一个国家就可以从古典增长进入现代增长。

由此,刻画现代增长的两阶段模型中的第一个恒等式也可以称作金融公式,第二个恒等式也可以称作财政公式。

## 二、解释中国的城市化

为提高讨论效率,在解释中国城市化之前,我们需要首先给“城市”下一个定义。城市与农村最大的差别就是公共产品(服务)的多寡,城市的本质就是公共产品(服务)的集合。如果我们把城市政府视作提供公共产品(服务)的企业<sup>[2]</sup>,就可以用两阶段模型对中国的城市化进程进行分析。中国的城市发展分为两个阶段:首先是投资阶段,政府修路、修桥,建“七通一平”等;其次是运营阶段,政府招商、引资,通过各种税收和公共服务收费,覆盖成本,获得收益。

改革开放之前,中国的城市化长期处于低水平。1949年,城市化率为10.6%,还不及战国时的15.9%;1978年,城市化率为17.9%,与西汉时17.5%的水平相当;中国历史上城市化水平最高的是南宋,城市化率为22%,这一水平直到1984年才被超越<sup>[3]</sup>。造成这种现象的主要原因就在于,中国没能解决城市化投资阶段的初始资本获取问题,城市建设只能采用古典增长模式——依靠过去的现金流收入的积累来支持城市建设的资本性支出。由于城市是典型的重资产,其建设投入极其巨大,依靠这种方法需要大幅压缩当期的消费才能获得有限的资本,这就注定了古典模式的城市化很难跨越社会积累的极限。

改革开放后,中国城市化实现了高速增长,这首先得益于解决了城市化资本不足的问题,主要办法就是依靠在政府垄断的土地一级市场出让土地获得融资。在地方政府的财政收入当中,土地出让金属于前文提到的资本型增长公式中的第一项,即资本性收入 $R_{i0}$ 。也就是说,出售土地只解决了城市建设的资金问题,并不是地方政府真正的收入。以修建道路为例,地方政府依靠土地出让只是筹集了修建道路的资金,过路费才是政府通过道路获取的财政收入。这也是为什么地方政府依靠土地获得城市原始资本的增长模式正确的表述应该是“土地金融”(Land Finance)而非“土地财政”(Land Revenue)。用两阶段增长模型中的公式表达: $R_{i0} - C_{i0} = S_{i0}$ 代表的是“土地金融”; $R_{ik} - C_{ik} = S_{ik}$ 代表的才是“土地财政”。

纵观全球,经济增长的资本筹集主要通过股票、债券(包括银行贷款)和土地这三大资本市场。股票市场是多数国家企业融资最主要的资本来源,地方政府则主要通过发行市政债券来获得融资,但中国的地方政府却使用了其他国家较少使用的土地市场。这并非政府有意识的选择,而是由改革时的初始条件决定的。

我国的股票市场和债券市场发展滞后,这一情况直到今天仍是如此。但土地市场的初始条件却与其他国家不同。根据改革开放以后重新修订的“八二宪法”中的第八条,我国土地的所有权分为两类:城市土地归国家所有;农村土地归集体所有<sup>[4]</sup>。地方政府代表国家拥有土地,所以我国经济增长的原始资本的产权从那时起就被界定为归地方政府所有,只是一开始不能买卖。

1988年宪法修正案开放土地使用权交易,但任何土地必须先变成国有,才能有使用权,相当于地方政府垄断了土地的一级市场。正是这一制度奠定了中国特色“土地金融”的基础。在这种制度下,开发商只要凭借城市政府职能部门在规划图上划定的规划红线,就可以获得银行的抵押贷款。政府将土地出售给开发商,开发商将土地以不动产的形式“零售”给城市居民,政府则用土地收益偿还银行债务。

从一开始,中国的土地市场就是一个资本市场。其中的房地产开发商相当于股票市场中的券商,土地市场中的购房者相当于股票市场中的投资者,而城市政府则相当于发行原始股募资的上市公司。城市政府以未来的公共产品(服务)作为信用,通过出让土地(股权)直接融资的办法将公共产品(服务)未来的收入贴现,为城市建设融资<sup>[5]</sup>。因此,“地价”是资本收益,“地租”(税收)才是现金流。地价 $R_{i0}$ 的本质就是未来地租 $R_{ik}$ 的贴现价值 $R_{i0}=kR_{ik}$ 。

### 三、土地金融的效果

凭借“土地金融”的制度设计,中国实现了举世瞩目的基础设施建设。正是因为政府承担了“重资产”的修建,私人企业才可以做到“轻资产”。在这个意义上,政府从来就不是市场的对立面,而是市场的一部分。公共产品(服务)就是将原本无法由分散的市场主体完成的集体生产(比如道路、桥梁、电力、教育、治安等),由政府集中起来统一提供,然后通过税收获得回报。政府与企业之间的分工就是政府做“重资产”,企业做“轻资产”。因此,并不存在“国进民退”或“国退民进”的争论,一定是“国进民进”和“国退民退”。政府与企业之间的关系就像公路和汽车之间的关系,二者是共生的。

在城市资本型增长阶段,由地方政府掌握资本市场的主导权是具有内在合理性的,“土地金融”就是这样一个为中国城市化量身定做的资本市场。正是由于“土地金融”的制度创新,才使中国拥有了向基础设施、高科技和军事等“重资产”领域投入资本

的能力。中国目前在科技研发和企业并购上都已经走出了落后国家需要大量依靠外债的困境。中国的人均收入虽然还没有达到发达国家水平,但无论在对外投资还是对外援助上,都表现得更像是一个资本生成大国。追根溯源,这些都是“土地金融”所致。

现在的很多研究都认为中国房地产行业的发展对实体经济产生了挤出效应,这个结论值得商榷。2008年以后,中国的房地产行业大繁荣。在“土地金融”的支持下,实体经济的确出现了产能过剩,但与此同时,不能忽视的是实体经济也取得了巨大的进步。对比1996~2016年美国、日本和中国三个国家《财富》“世界500强”公司数量的变化可以发现,从2008年开始,中国企业的数量急剧增加,从2008年的26家增加到2018年的107家;而美国则从高峰期2002年的198家下降到2018年的126家;日本则更是从1995年的149家减少到2018年的52家<sup>[6]</sup>。

为进一步区分实体经济和虚拟经济在其中的贡献,借鉴相关研究成果发现,进入21世纪以来,中国是制造业在全球地位提升最显著的经济体。2007年中国制造业增加值超过日本,2009年超过美国,2012年超越欧盟跃居世界第一<sup>[7]</sup>。可以认为如果没有“土地金融”而仅靠财政收入的支持,中国在类似芯片这样资本密集型的高科技领域不可能达到目前的竞争力水平。

### 四、中国的城市化转型

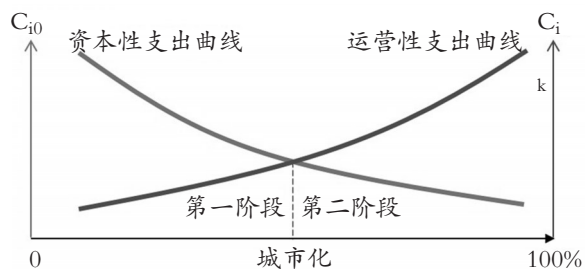
改革开放四十年,中国经济取得的成果非同凡响,甚至超出自我预期,但下一个四十年却无法照搬过去的经验。一个主要原因就是,过去四十年中国经济的增长主要依靠城市化拉动,而目前城市的资本型增长阶段已经接近尾声。一旦城市化进入运营阶段,中国经济将面对完全不同的问题。

如果按照常住人口统计计算,2015年中国的城市化水平为56.1%。从这个数据来看,对照发达国家的城市化历史,中国的城市化似乎还有很大的增长空间。但实际上因为按照人口统计计算城镇化率,所以数据是存在着偏差的。如果按照城市建成区的面积计算,2015年中国的城市建成区面积为51948平方公里,如果加上矿区,达到10万平方公里<sup>[8]</sup>,可以容纳约77%的中国人口。假设城市人均用地水平不变,现有的城市建成区足以容纳12亿的城市人口,按13.6亿总人口计算,中国的城市化水平已经达到87%。而发达国家的经济放缓正是出现在城市化率达到70%~80%的水平,这是城市化的一个转折点。



由于采用“土地金融”，中国的“空间城市化”相对于“人口城市化”出现了一个巨大的“提前量”。而推动投资型增长的需求主要与建成区面积而不是人口相关，因此中国的经济增长也将在人口城市化水平较低的阶段开始转型。

处于转型时期的经济，其成本支出结构最大的特点就是，随着基础设施建设达到一定的水平，资本的边际收益会下降，资本性支出急剧减少，而经常性的现金流支出会上升，如下图所示。在中国城市化初期，由于城市居民的数量有限，政府的一般公共财政支出很少。而随着大量人口进城，政府的一般公共财政支出会快速增长。一旦财政收入覆盖不了经常性的预算支出，城市就会陷入衰退。在中国东北地区，很多企业的发展状况其实很不错，但为何很多城市的发展还是陷入了困境？原因就在于这些老工业基地城市政府的现金流支出远远大于深圳、厦门等新兴城市政府的支出。随着这些城市企业的工人陆续退休，政府面临数额庞大的社会保险金和养老金的支出，而年轻人口却在向人口年龄结构相对年轻、政府一般公共财政预算压力较小的城市净流出，导致缴纳社保、养老金的人口数量进一步减少。



转型经济的资本结构图

城市发展衰退与企业经营失败在原理上是相同的。能够获得资本，完成市政建设的城市很多，但能创造足够的收益，持续运转下去的城市却很少。当城市化转入运营阶段，问题的焦点不再是资本的多少，而是经常性收入  $R_{ik}$  是否足以覆盖一般性公共服务的支出  $C_{ik}$ 。如果无法获得足够的现金流收入，以前所有的投资就会转变为不可偿还的债务。

### 五、土地：从金融到财政

当一个城市的金融积累阶段已经完成，就必须尽快从资本型增长转向现金流型增长。在新的增长阶段，现金流将取代固定资产投资，成为衡量一个城市发展成败的新标准。相应地，土地要从通过拍卖获取一次性的金融收入为主，变成通过经营获取财政可持续的现金流收入（税收）为主。当城市的增长从

公式(3)转向公式(4)，土地的职能也必须从金融转向财政。

与古典增长不同，现代增长必须遵从是一个非常重要的增长规则——资本性缺口和现金流缺口彼此不能互相替代，简称“不可替代规则”。其含义是，任何一个商业模式都要避免用资本性收入的剩余弥补运营性剩余出现的缺口，反之亦然。

不可替代规则的原理在于两者的“量纲”不同。资本性收入是通过金融创造的，是将未来的收益贴现，不是真正的“收入”，在本质上属于未来的债务。用新的资本性收入覆盖现金流缺口，就是借新债还旧债。欧洲的债务危机，本质上就是政府利用资本性收入去覆盖现金流的缺口而导致的。欧盟有些国家并没有创造出足够的收入，却想维持与其他国家相同的福利水平，于是就用举债获得的资本性收入补充养老金缺口。由于再大的存量也难以弥补流量的缺口，一旦开始用资本性收入覆盖现金流缺口，经济最终都将进入庞氏循环。同样的道理，现金流的结余也不能用来覆盖资本性缺口。实际上，改革开放之前中国的投资全靠过去剩余的积累，导致城市化长期无法突破巨大资本需求形成的天花板。

因此，对于任何成功的商业模式而言，公式(3)和公式(4)的约束条件（剩余大于零）都必须同时满足：首先，在建设阶段要获取足够的资本，才能进行投资；其次，现金流收入一定要大于现金流支出。两个约束条件相比，第二个约束条件更难满足。就城市而言，就是建设容易，运营困难。在中国城市走向转型的下一个四十年，可能会有大量的城市停止增长，甚至走向衰落，最终存活下来的就是几个最有竞争力的超级城市。

### 六、转型的风险

当城市从投资阶段进入运营阶段，城市发展将面临转型风险。一旦城市的“高速度增长”结束，城市政府的固定资产投资需求将迅速下降，并可能引发意想不到的结果——货币供给不足，这才是转型经济最大的风险所在。

导致这一现象的原因是“土地金融”使中国现在的货币生成机制发生了巨大的变化。长期以来，中国经济都处于货币短缺状态。在实物货币时代，出口顺差是生成货币的主要途径。改革开放以后，人民币同美元挂钩，中国的货币生成以出口结汇为主。2008年以后，受出口放缓的影响，中国的外汇顺差增幅收窄，但货币供给却急速增长，之所以会出现这种现

象,乃是因为中国的货币由外生转为内生——“土地金融”创造出前所未有的信用,使得贷款成为主要的货币生成途径。

根据李迅雷<sup>[9]</sup>的观察,2010年之前由于外资不断流入迫使央行被动投放基础货币,所形成的外汇占款达到22.5万亿元,对M2增量的贡献一直维持在50%左右,甚至一度超过60%。但2016年的外汇占款余额为23.2万亿元,占M2的比重已降至15.4%。真正对M2贡献最大的是信贷,大约在75%左右,而信贷增长的一个主要渠道就是房地产抵押贷款。张智威等<sup>[10]</sup>发现,2016年7月~8月,新增人民币贷款中,按揭贷款部分就高达71%。

随着土地信用的膨胀,中国凭借国内贷款生成货币的能力显著提高。其结果是贷款迅速增长,市场上的货币随之增多;货币越多,社会的分工就越发达。认为中国的房地产市场吸收了超发的货币的观点颠倒了二者的因果关系——目前市场上流通的货币,很多都是由房地产融资需求生成的。

以土地的信用为抵押,从银行获取贷款,成为创造货币的主要来源,这与传统的货币生成机制产生了根本的差别。而一旦从银行获取的贷款找不到投资标的,贷款需求就会随之下降。这时即便房地产能创造出再多的信用,货币也无法通过融资创造出来。简单地讲,“加杠杆”是货币扩张的过程,而“去杠杆”则是货币收缩的过程。每一个局部的“去杠杆”看上去都是在做正确的事,但是加总之后却可能在全局上导致错误的结果。大家一起到银行挤兑的后果,我们都很清楚;但大家一起到银行还钱的后果,却没有多少人意识到。这个后果就是货币突然消失,出现通货紧缩,最终导致整个社会分工萎缩。

所有经济都是建立在分工的基础上的。分工有两种模式:使用货币分工的——“市场—商品”经济;使用制度分工的——“计划—自然”经济。改革开放之前,中国之所以采用计划经济,是因为在货币短缺的情况下,只能通过计划来分工。改革开放后,中国拥有的出口顺差逐年增多,特别是布雷顿森林体系解体之后,美元与黄金脱钩,美元的生成不再受黄金数量的限制,中国大量出口商品、“进口”美元,通过外汇强制结汇生成人民币,充足的货币供给使得市场经济得到迅速发展。

现在中国面临的问题是,如果贸易战导致顺差生成的货币减少正好与“去杠杆”导致的社会融资生成的货币减少同步,经济是否会再次退回到非货币

分工状态。如果中国的政府、企业和家庭三个部门同时“去杠杆”,最后很可能导致货币消失,大规模的经济萎缩是一个几乎没有悬念的结局。这里有必要全面评价一下“四万亿”投资刺激政策的功过是非。这一政策的确导致了产能过剩,但同时也创造了大量的货币。不仅在传统制造业领域,而且在资本密集的高端制造业、互联网经济和共享经济领域,中国占全球的比重在过去十年中都得到了显著提升。虽然“四万亿”投资刺激政策导致了很多问题,但如果没有这项政策,中国的经济数据可能更糟糕。在货币不足的环境里,新的商业模式很难产生。如果单从货币的角度判断宏观政策,其实有一个非常简单的标准——只要导致广义货币(M2)紧缩的政策,基本上都不是好政策。从计划经济演进到市场经济的过程充满挑战,而从市场经济退回非市场经济的过程更为凶险。在中国乃至世界历史上,由于货币不足导致的社会动荡屡见不鲜。

### 七、寻找“新动能”

导致广义货币(M2)减少,是信用货币时代“去杠杆”必须考虑的一个附带结果。其对宏观经济的影响可能比“去杠杆”本身更大,这是古典增长中不存在的经济现象。好的“去杠杆”必须同时“加杠杆”,这就是为什么美国联邦储备委员会一定要在增长的经济周期里开始加息。否则,“去杠杆”就相当于汽车下坡时踩油门,经济崩溃会自我实现。

“去杠杆”本身不是问题,问题是“去杠杆”的时机。只有在“新动能”出现时,才能让“旧动能”逐渐熄火。“去杠杆”的力度则取决于“新动能”成长的速度。正因如此,决不能把“去杠杆”作为“加杠杆”的前提。对于经济的“新动能”必须要大力“加杠杆”,没有金融市场的支持,经济的“新动能”根本不可能出现。“旧动能”要“去杠杆”,但一定要有新的需求作为替代,否则仅单纯实现投资的快速下降,在经济转型阶段就会导致大萧条,这几乎是不可避免的。

有人还在担心央行超发货币会导致通货膨胀,但布雷顿森林体系解体后的货币扩张表明,只要有信用支撑生成的货币,不论多少,都不会出现通货膨胀。“去杠杆”看似只影响那些资不抵债的企业,其实却会导致整个经济流动性不足。投资需求乏力,货币政策传导机制失灵的直接后果就是货币萎缩。“加杠杆”和“去杠杆”影响的都是局部,而货币供给则是一个影响全局的变量。“去杠杆”无论多成功,本身也不可能造出“新动能”。“去杠杆”不是“加杠杆”的对

立面,而是对等面。

面对中国经济出现的问题,货币—财政政策有三种组合:一是紧财政、紧货币、去杠杆,这种政策会导致广义货币(M2)减少,经济全面萎缩,甚至出现大萧条;二是宽财政、宽货币、加杠杆,这种政策最终可能恶化产能过剩,类似日本的泡沫经济崩溃后,宝贵的资本大都用来给旧产能续命,结果错失新一轮产业升级;三是区分新旧动能,宽严并济,将经济政策的重心放到发现“新动能”而不是维系“旧动能”上,保持“新动能”加的杠杆大于“旧动能”去的杠杆。只要新增的贷款需求大于消失的贷款需求,增长就可以继续维持,甚至加速。

以住房政策为例,如果采用第一种政策组合,加息、抽贷、催还,就会导致信用萎缩,居民和企业减少贷款,货币难以生成。如果继续通过宽松的货币政策贷款给开发商,商品房就会更加过剩。如果房价不跌,现在买不起住房的居民还是没有房;如果房价暴跌,所有以房地产作为抵押的资产就会缩水,甚至丧失流动性,从而导致杠杆急升,资产负债表恶化。

正确的做法是放弃“旧动能”——已经完成财富积累的小部分市民,将资源投入“新动能”——剩下的大部分市民,特别是已经进入城市但没有住房的新市民。但也不能采取凯恩斯式的政策,为生成货币而扩大需求,不能创造足够现金流的货币政策同样不可持续(例如有些城市建设保障性住房后以很低的价格租给居民,导致政府大量财政资金沉淀,财政陷入困境),而是要设计出财务可行的方案,最终又能将投入的财政资金回收。

东莞市政府为华为员工设计的“先租后售”住房政策,就是一个比较成功的案例。2015年12月,东莞政府以成本价将土地卖给华为,条件是华为将工厂从深圳搬迁到东莞。华为可以在这块土地上为企业的员工建造住房,先以每个月32元/m<sup>2</sup>的价格连续五年租给员工;五年后如果员工还在华为工作,就可以按8700元/m<sup>2</sup>的价格(这一价格远低于周边已经30000/m<sup>2</sup>的商品房房价)交付差额获得房屋完整产权<sup>[11]</sup>。

对于员工来说,相当于在华为连续工作5年即可兑付房屋期权;对企业来讲,因为住房成本低,员工容易接受较低的工资水平,控制了工资成本;对东莞市政府来讲,看似以成本价将土地使用权卖给华为,但由于华为创造税收,因此实际上这一做法是将原来一次性的“土地金融”转换成了持续性的“土地

财政”。特别重要的是,为住房建设配套的基础设施会带来巨大的贷款需求,从而创造出可观的流动性货币。

“先租后售”的宏观经济意义是其能创造大量的需求,进而对冲经济转型期投资的减少。这一做法的本质相当于通过住房将职工未来的劳动贴现,创造出巨大的贷款需求。假设中国每年建设1000万套“先租后售”的保障性生活住房,按照5000元/m<sup>2</sup>的房屋建筑成本和房屋设施设备安装成本,每套100m<sup>2</sup>的面积,总计可带动的需求将达5万亿元。加上因此带来的居民装修、耐用消费品的支出,可以创造出巨大的新增需求。这些需求都会带来巨大的社会融资,从而抵消因商品房市场“旧动能”退出而减少的贷款需求。

在城市的资本型增长阶段,投资的机会来自基础设施等“重资产”的建设,商品房就是把这些公共服务未来收益资本化的重要工具;进入城市化运营阶段,投资劳动力可以创造新的需求。“先租后售”的保障房制度就是将劳动力资本化的重要工具。当然“先租后售”制度的实施并不是没有条件的,正确选择区位非常重要。

特别需要强调的是,减税本身不能创造“新动能”,因为减税只是减轻“旧动能”的负担,但如果要创造“新动能”,反而需要发现新的收费方式。因为收费才能创造需求,而不是降费创造需求,所以以为减税降费必然可以推动经济发展的简单想法,只能用来平息舆论。

## 八、再造资本市场

现在的“土地金融”是为“旧动能”(城市化资本增长阶段)量身定制的,“新动能”需要一个与之相匹配的资本市场。政府能够通过土地市场融资,但企业更适合通过股票市场融资。随着经济增长转型,中国资本市场中房地产市场的比重会逐渐降低,而股票市场的比重则应逐渐提高。但由于股票市场先天不足,因此必须结合我国的制度特色重新加以设计。

在股票一级市场推出以公众基金为主的战略投资者是可以考虑的方案之一,这一想法与崔之元教授<sup>[12]</sup>提出的“中国人民永久信托基金”的概念有相通之处。美国股市之所以投资多、投机少,一个重要原因是以养老金、企业年金为主的机构取代了散户,成为价值投资者<sup>[13]</sup>。中国的资本市场应当更进一步让养老金和企业年金等公众基金拥有保荐企业上市的垄断权。这种制度设计主要出于以下考虑:首先,保荐企业上市利润丰厚,投行和券商不能代表公共



利益,由他们保荐的结果会导致巨量财富向少数人集中;其次,保荐企业上市也存在较大风险,一旦发生金融危机,需要用财政拯救金融市场时,就会产生巨大的道德风险。而如果采用包含个人账户的公共基金(比如公积金),就可以有效规避上述问题<sup>[14]</sup>。

资本市场再造的目标首先是要打通央行在资本市场生成货币的渠道。虽然目前央行可以通过发行债券的方式生成货币,但其在资本市场上却没有直接投放货币的渠道。未来央行可以考虑通过基于个人账户的养老保险、医疗保险和公积金等公众基金(相当于股票市场上的“银行”),以购买股票的方式向市场直接注入流动性;企业上市既不延续审批注册制,也不引进注册制,而是采用保荐制。与投资银行类似,在企业上市时,公众基金就用原始股价优先购买一定比例的股份;与投资银行不同的是,一旦股价跌到一定程度(比如跌破发行价),公众基金就要依托央行进场回购,稳定市场。

这样中国的股票市场就可以像美国的国债市场一样,创造出一个无风险的投资渠道。由于有央行给予风险担保,中国的养老保险会获得比美国的养老保险更高的投资回报率,也更安全。至于如何确保央行的安全性这一问题,博尔顿和黄海洲<sup>[15]</sup>的研究发现,央行发行的内债,本质上属于直接融资,不会引发类似外债的金融风险。2008年金融危机后,日本央行通过购买国债向市场注入流动性,直接进入股市救市,实践证明这种方案是可行的。

2018年9月以来,中国的各项经济指标急速下滑,危机阴影笼罩整个中国经济,但这也恰恰是经济学显示自己价值的时刻。与其追随舆论唱衰中国,不如提出应对危机的有效对策。1937年,抗日战争迫在眉睫,在中华民族生死存亡之际,也有很多人唱衰中国,认为中国必败,但蒋百里<sup>[16]</sup>先生不这样认为。他在《国防论》的扉页写下一句话:“万语千言,只是告诉大家一句话,中国是有办法的!”这句话仍适合今天的中国!

#### 主要参考文献:

[1] 赵燕菁. 阶段与转型:走向质量型增长[J]. 城市规划,2018(2):9~18.  
[2] 赵燕菁. 城市的制度原型[J]. 城市规划,2009(10):9~18.

[3] 赵冈. 中国城市发展史论集[M]. 北京:新星出版社,2006:6.  
[4] 法律出版社法规中心编. 中华人民共和国宪法[M]. 北京:法律出版社,2009:3.  
[5] 赵燕菁. 土地财政:历史、逻辑与选择[J]. 城市发展研究,2014(1):1~13.  
[6] 刘斌. 中国大企业的成长拐点即将来临——来自世界500强和中国500强20年历史的信号[J]. 企业管理,2018(9):19~22.  
[7] 财经豹社. 分析全球制造业现状与发展因素 发展“先进制造”中国先要突破哪个行业?[EB/OL]. [http://www.sohu.com/a/230878168\\_550734](http://www.sohu.com/a/230878168_550734), 2018-05-08.  
[8] 陈政高. 建设和谐宜居城市 开创城市现代化建设新局面[N]. 经济日报,2016-05-06.  
[9] 李迅雷. 央行货币超发似与房价暴涨无关[EB/OL]. <http://finance.sina.com.cn/china/gncj/2016-09-29/doc-ifxwmamy9949975.shtml>, 2016-09-29.  
[10] 张智威,曾立. 从土地市场看中国房地产泡沫风险[EB/OL]. <http://opinion.jrj.com.cn/2016/10/20072321594412.shtml>, 2016-10-20.  
[11] 华为东莞拿地分房3万套留人才 华为能否优雅转身?[EB/OL]. <http://www.stcn.com/2018/0108/13888907.shtml>, 2018-01-08.  
[12] 崔之元. 设立“中国人民永久信托基金”给全国人民以财产性收入[N]. 上海证券报,2008-03-03.  
[13] 黄奇帆. 完善企业年金制度是建立资本市场长期资本来源的关键一招[EB/OL]. <http://www.yicai.com/news/100094767.html>, 2019-01-08.  
[14] 赵燕菁,周颖刚. 中国资本市场再设计:基于公平效率、富民强国的思考[J]. 财经智库,2016(2):116~130.  
[15] 帕特里克·博尔顿,黄海洲. 国家资本结构——理论创新与国际比较[EB/OL]. [https://www.sohu.com/a/203918492\\_611499](https://www.sohu.com/a/203918492_611499), 2017-11-12.  
[16] 蒋百里. 国防论[M]. 武汉:华中科技大学出版社,2016:5.  
作者单位:1.厦门大学王亚南经济研究院,厦门361005; 2.厦门大学经济学院经济研究所,厦门361005