

第三章 多元目标下政策协调的两个案例

张驰 徐兵

(工作论文稿)

案例一：地方基础设施建设与多元目标下的政策协调	7
(一) 综述	7
(二) 与地方基建相关的多元宏观目标及政策工具	9
(三) 财政、金融与投资政策协同促进新世纪以来中国地方基建发展 ..	10
(四) “稳债务”成为近年来地方基建领域多元目标的重要组成部分 ..	13
(五) 地方债务问题背后的宏观政策协调问题	20
(六) 经验总结与政策建议	25
案例二：房地产市场发展与多元目标下的政策协调	28
(一) 综述	28
(二) 房地产市场发展的主要宏观目标及相关政策工具	31
(三) 20 世纪 90 年代以来多种政策协同促进房地产市场发展并实现多元 目标	32
(四) 近年来，伴随中国经济转入高质量发展阶段，遏制房地产市场债务 过快累积成为多元目标下的施政重点	37
(五) 经验总结	50

本报告的第一章从理论层面分析了多元目标产生的原因，梳理了多元目标的具体内容，以及多元目标下财政政策、货币政策、产业政策等协同配合的机制，探讨了多元目标下政策协同的难点。在此基础上，报告的第二章回顾了建国以来中国基于多元目标进行宏观调控的历程，总结了计划经济时代、社会主义市场经济建立初期及党的十八大以来多元目标下宏观政策协同所取得的重要成就、历史经验与现存问题，提出了在当前阶段改进政策协同的建议。

在前述讨论的基础上，本章通过分析地方基础设施建设及房地产市场发展这两个典型案例，进一步分析多元目标下的宏观政策协调问题。地方基建与房地产均承担着改善民生、拉动经济、稳定就业、保证债务可持续性等多元目标，受财政、货币金融、土地等多种政策影响，同时又是近年来中国经济发展的热点领域。因此，通过梳理其发展过程中多元目标的平衡与不同政策的协调配合，将有助于总结重要的历史经验，为改进多元目标下的宏观政策协调带来启发。

地方基础设施建设与房地产市场这两个领域在过去的 30 年间实现了较快发展，并实现了众多经济社会目标。从地方基建看，中国城乡的交通、通信、能源、水务、垃圾处理、环境治理等基础设施存量大幅度提高，提高了百姓生活的便利性，提升了经济的全要素生产率，并通过基建投资拉动了就业与经济增长；从房地产看，中国的住房供给大幅度增加，人均居住面积显著上升，

百姓居住条件大幅度改善，家庭财富通过房产实现保值增值，全社会土地资源的配置效率得到提升，土地使用权的转换为政府提供了可观的财政收入，同时房地产投资还拉动了上下游产业发展，支持了经济增长与并创造就业。

在中国经济高速增长阶段，财政、金融、投资、土地等政策在推进市场化改革过程中的配合与协同，为地方基建与房地产市场发展提供了不可或缺的支撑。1993 年，党的十四届三中全会确立了建立社会主义市场经济体制的目标，随后数年间，财税、金融、土地等领域的各项改革快速推进，这为地方基建与房地产发展奠定了重要的制度基础；2001 年，中国加入世界贸易组织，工业化、城镇化进程提速，经济持续高速增长，这为地方基建与房地产发展提供了充足空间；从财政层面看，高效的土地使用权转换及可观的土地使用权转让收入，为地方政府发展经济、招商引资、改善民生提供了重要支持；从货币金融层面看，央行外汇占款规模的扩大支撑了货币信贷规模的增长，这为地方基建与房地产融资提供了较为宽松的货币环境；从社会发展层面看，居民收入不断增长，带来了改善居住条件、城镇环境、交通设施的需求。正是在这样的时代背景下，财政、金融、投资、土地等政策同向发力，助力地方基建与房地产领域实现多元目标协同发展。

就地方基建而言，自 20 世纪 90 年代起，政府逐步改革单独依靠政府投资、建设、运营地方基建项目的做法，引入城投公司作为独立法人专司地方基建工程，由其依据政府中长期规划，以

“生地”及其他政府注入的资源为依托，在金融市场上借入资金，完成土地一级开发与其他基础设施建设，并通过出售“熟地”带来的土地增值等方式回收资金。同时，中央政府注重通过规范地方政府融资方式、调整城投公司融资来源与成本、控制基建项目的立项审核等，在基建拉动经济与实现基建项目债务可持续等目标间进行平衡。

就房地产市场而言，在过去 30 年间，政府逐步改革并最终取消“福利分房”制度，将住宅建设用地由无偿划拨改为“招拍挂”，引入专司住宅建设的房地产开发商取代用人单位作为住房供给的主体，建立和完善公积金制度，允许银行发放房地产开发贷款和个人住房贷款，并逐步建立保障性住房制度为百姓“住有所居”兜底。同时，政府注重通过调整供地规模、调整涉房契税、个税、增值税减免条件、调整房贷成本、调整各地限购限售政策等，在鼓励房地产开发投资与稳定房价等目标间取得平衡。

伴随着中国经济进入高质量发展阶段，地方基建与房地产领域面临新的形势，多元目标下的施政侧重点也随之发生变化。历经自上世纪 90 年代末以来 20 余年的发展，基建和房地产领域的高投资形成了大量资产，填补了许多空白，但也形成了大量债务。在中国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段的大背景下，继续按照高投资、高杠杆模式发展房地产将带来一系列问题。一方面，宏观经济增速下降、居民收入增长预期下调、金融条件变化等因素均易引发流动性危机，导致债务违约，对宏观经济金融秩

序造成严重冲击。另一方面，在城镇化降速、老龄人口攀升的背景下，金融资源继续大规模集中于地方基建与房地产领域，将对制造业、生产性服务业等的融资造成负面影响，不利于释放中国经济转型升级。因此，控制债务、化解金融风险成为近年来地方基建与房地产领域的施政重点。

就地方基建而言，过快增长的与基建相关的地方政府债务对地方财政可持续性的影响逐步凸显。近年来，尽管中央政府反复强调维护财政纪律的重要性，但地方政府的广义债务规模仍在扩大，还本付息压力升高，部分区域开始出现城投债技术性违约事件。地方基建债务的累积反映出部分官员及城投公司管理者重视基建拉动经济的作用，忽视债务可持续性目标；同时，债务累积也与“中央-地方”财权与支出责任划分机制的不完善高度相关；最后，债务累积也反映出部分金融机构投资者对“隐性担保”的追逐，以及有关部门在“立项”、“可行性研究”等环节的疏忽。从根本上解决地方政府债务问题，需要进一步推进财税体制改革，建立并逐步完善防范化解地方债务风险的长效机制，以及同高质量发展相适应的地方政府债务管理机制，需要将债务可持续问题纳入相关政府部门的基础设施建设决策考量，并一体推进财政、金融、投资、国有企业管理等领域的改革。

房地产领域的债务与杠杆问题同样凸显。近年来，房地产开发企业自身的杠杆率快速攀升，购置房产带动居民部门杠杆上行，流入房地产领域的金融资源规模不断扩大。在“房住不炒”与“打

赢防范化解金融风险攻坚战”的背景下，政府开始通过一系列金融政策的调整遏制房地产领域的债务累积。自 2017 年起，有关部门逐步收紧了房企股票再融资、非标融资、境外债券融资，并施行了“重点房地产企业资金监测和融资管理规则”（市场称之为“三条红线”），及“银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度”。上述措施有力地限制了金融对房地产的支持，但也客观上引发部分房企债务违约、楼盘烂尾、商品房交易量下滑、房地产开发投资下降等问题。自 2022 年以来，政府逐步优化、调整部分政策，房地产市场态势逐步趋稳，但仍存在进一步萎缩的风险。这一轮的房地产市场波动表明，改变房地产领域的高杠杆模式，需要金融政策与土地、财税以及教育等公共服务政策协同配合、稳妥推进。依靠金融政策单独发力，一方面无法从根本上解决导致高杠杆的深层次矛盾，另一方面也容易导致力过猛，对其他经济、社会目标造成过大的负面影响。

地方基建与房地产两个案例为改进多元目标下的政策协调带来如下启示：第一，通过多种政策协同推进市场化改革，发挥市场的决定性作用，培育新兴市场，有助于释放行业潜力，进而实现改善资源配置、提升百姓福祉、拉动经济增长、创造就业等经济社会目标，坚持市场化方向应成为未来改进政策协同实现多元目标的总体方向。

第二，实现多元目标需要把握宏观经济的发展阶段，因时因事选择施政的侧重点，在高速发展阶段大力促发展，在高质量发

展阶段聚焦提质量、控风险，在大方向上做到顺势而为，避免平均发力，丧失焦点。

第三，依据不同发展阶段选择施政重点并不是将多元目标一元化，在任何阶段都要避免“顾此失彼”，特别是在因发展阶段转换而调整施政侧重点的过程中，应追求平稳过渡，先立后破，为此应制度化地激励各级政府和各个政府部门将“实现多元目标协同发展”作为政策制定与施行的出发点。

第四，宏观经济高度复杂，实现任何一个目标都离不开财政、货币金融、土地、投资及社会保障等政策的协同配合，依靠某一政策“单兵突进”往往无法从根本上解决问题，为此应进一步发挥政府部门间各协调机制的作用，加强不同部门间的沟通，探索不同政策工具在取向、力度、节奏等方面的配合，既要避免完全反向的政策相互抵消导致力度不足，又要避免完全同向的政策相互加强而导致用力过猛。

第五，中央政府和地方政府的经济行为共同影响政策协同的效率与效果，应进一步通过财权、事权、官员考核制度等领域的改革，调动中央与地方两方面的积极性，形成实现多元目标的合力。

案例一：地方基础设施建设与多元目标下的政策协调

（一）综述

地方基础设施建承担着多元目标，包括改善民生、提升投资环境、促进经济增长，为宏观经济提供逆周期支持，及维持基建

项目债务可持续等。同时，地方基建与众多宏观政策紧密相关，如政府投资、举债方式、融资平台管理等财政性政策；宏观利率水平、信贷增速、棚改再贷款、委托信托贷款投向等货币金融政策；项目可行性研究、立项审批、环境影响评价等投资政策；土地使用权配置方式等土地政策；以及针对城投公司的地方国企管理政策等。

改革开放以来，中国地方政府综合运用财政、信贷、土地等政策支持地方基础设施建设，改善交通、通信、能源等经济性基础设施促进企业投资，提升水务、燃气、垃圾处理、绿色环境等社会性基础设施增进居民福祉，实现了提高生产效率、扩大就业、提升经济增长、改善民生等目标，这成为中国经济发展的重要经验。然而，经历四十余年的发展，地方基建项目的债务不断累积，对财政可持续性的影响逐步凸显。针对中央政府的一轮轮的举债控制措施，地方政府往往能找到平台融资、明股实债、非标融资、城投负债等应对之策，这使得部分地区的债务压力逐步上升，出现违约与债务重组现象。平衡地方基建拉动经济增长与实现债务可持续性等多元目标的政策框架亟待完善。

地方基建领域的债务累积反映出四方面问题。一是部分地方主政官员与城投公司经理人往往更重视通过基建拉动经济，但忽视债务可持续性问题。二是“中央-地方”财权和支出责任仍未完全匹配，地方政府有统筹地方基建项目之责，但自有财力有限，因而不得不通过举债筹措资金。三是金融机构追逐“隐性担保”，

在提供融资时忽视基建项目本身的财务可持续性问题。四是投资部门对地方基建项目的评估审核不够严格，并缺乏高质量的事后评估与追责机制。这些问题均表明应进一步以实现多元目标平衡为导向改进与地方基建有关的政策协同。具体而言，应探索将基建项目的财务可持续性作为重要考核指标纳入地方官员与城投公司经理人的考评体系；应加快推进财税体制改革，改进“中央-地方”财权、事权分配机制与省以下财政体制；应进一步着力破除隐性担保，提高金融机构风险评估与定价能力；应改进地方基建项目的可行性研究、环境评价等环节的审核，督促相关部门负起责任，严格评估项目的经济可行性与债务可持续性。

（二）与地方基建相关的多元宏观目标及政策工具

城镇基础设施建设与社会经济发展紧密联系，同时影响多种宏观目标。道路、交通等基础设施的改善能够显著提升营商环境，进而提高产业资本投资效率，促进长期经济增长；排水、城市绿化、燃气等基础设施的改善能够极大地改善本地居民生活，提高百姓的幸福感，是实现人民共享发展成果的重要途径；城市基础设施对水泥、钢铁、装备制造等上游产业有显著拉动作用，同时可以提供众多劳动岗位，在经济下行时期能够起到逆周期调节作用，为宏观经济提供有力支撑；同时，由于基建投资与融资行为紧密联系，地方基建也对政府与国有企业的债务可持续性产生显著影响。

在上述目标之中，实现促进长期经济增长、改善民生、提供

逆周期支持等需要扩大地方基础设施建设规模，而保证基础设施投资的债务可持续则要求地方政府和相关投资主体量入为出，提高基建投资的质量与效能，严格审核项目的可行性与经济效益。

鉴于地方基建项目的公共品或准公共品属性，政府在基础设施建设中发挥着重要作用，地方基建受到多种政府政策的共同影响。从财政性政策看，政府可以通过一般公共预算投资直接支持基建项目，亦可通过注资地方城投企业、政府购买服务、政府与社会资本合作等方式支持项目建设。从货币金融政策看，经济的宏观利率水平直接影响基建项目的借贷成本，政府对银行、债券、影子银行等资金用途的规制则影响基建项目的筹资渠道。从规划发展与土地政策看，基建投资离不开政府对土地使用、城市空间、产业配套的总体布局。从投资政策看，对基建项目立项、可行性分析、环境社会影响评价、初步设计等流程的审核则会对基建投资规模、建设周期与运营模式等产生影响。

（三）财政、金融与投资政策协同促进新世纪以来中国地方基建发展

自上世纪 90 年代起，中国地方政府在实践中摸索出了财政、金融与投资政策相互协调配合推动地方基建的模式，起到了较好效果。基于城镇化快速发展的宏观背景，地方政府通过制定地方发展规划明确土地用途，而后以土地一级开发为核心，在完成土地收储后，利用财政资金、信贷资金完成“七通一平”等交通、能源、通信、水务基础设施建设，而后出售土地使用权，引入工业、

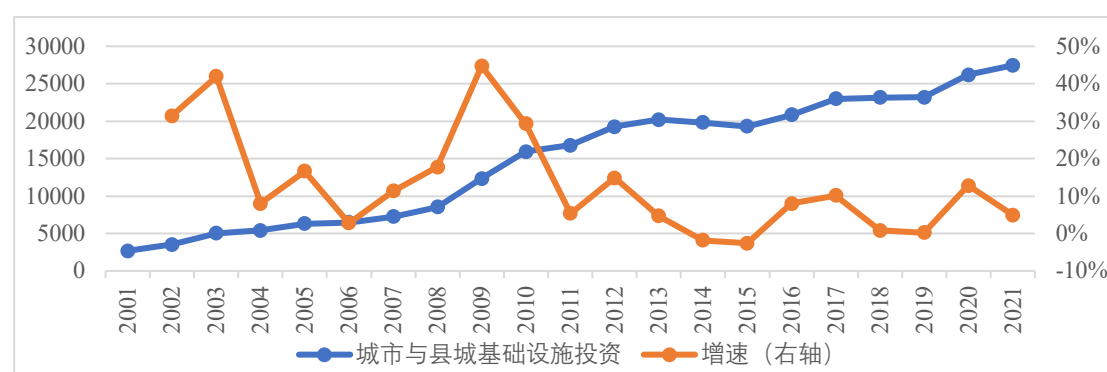
服务业企业及房地产开发公司等进一步的土地开发，通过获得土地出让金、企业税收等回笼资金，滚动投资于其他项目。在这一过程中，政府的中长期规划发挥引导作用，财政性投入发挥基石投资作用，财政、发改、国土、环境等投资审核部门的协同保证项目顺利推进，而开发性融资、银行信贷、债券融资等多种金融手段则为基础设施项目提供建设资金。

为了进一步规范基建项目实施主体的决策、财务和采购行为，地方政府在开发性金融机构的建议下设立城投（城建）公司，作为独立法人实体的专司土地开发与基建项目实施。上世纪 90 年代，政府财政投资体制改革尚未深入，政府部门的投资行为存在效率低、节奏慢、不规范等问题。在此背景下，湖州、上海等地的城投公司探索按照现代企业制度开展业务，独立决策、独立核算，对自身财务状况负责，保证了基础设施建设的效率与质量，得到金融机构与投资者的信任，成为地方基础设施建设的重要力量。当然，需要指出的是，作为地方国有企业，城投公司在地方政府的授权下开展基础设施建设，其经营受到地方政府的规制，城投公司开展基建建设仍离不开财政、货币金融、投资、国土规划等宏观政策的协同。

在城镇化快速推进、实体经济投资强劲、房地产市场蓬勃发展的背景下，上述财政、金融与投资政策的协调配合助力地方基建快速推进。根据城乡建设部统计的数据，2021 年中国市政公用设施建设固定资产投资额（城市与县城之和）为 2.8 万亿元人民

币,是2001年的10.2倍,占全社会固定资产投资的比重达5.0%。2001年至2021年间,市政公用基础设施建设投资总额达31.3万亿元,年平均增速为12.3%(图3.1)。其中,城市公用基础设施建设投资总额为26.5万亿元,主要投向道路桥梁(占比43%)、公共交通(21%),园林绿化(9%)以及排水(7%)等项目;县城市政基础设施投资总额4.8万亿元人民币,主要投向道路桥梁(45%)、园林绿化(14%)、排水(10%)等领域。

图3.1 市政公用设施建设固定资产投资及增速(万亿元;%)

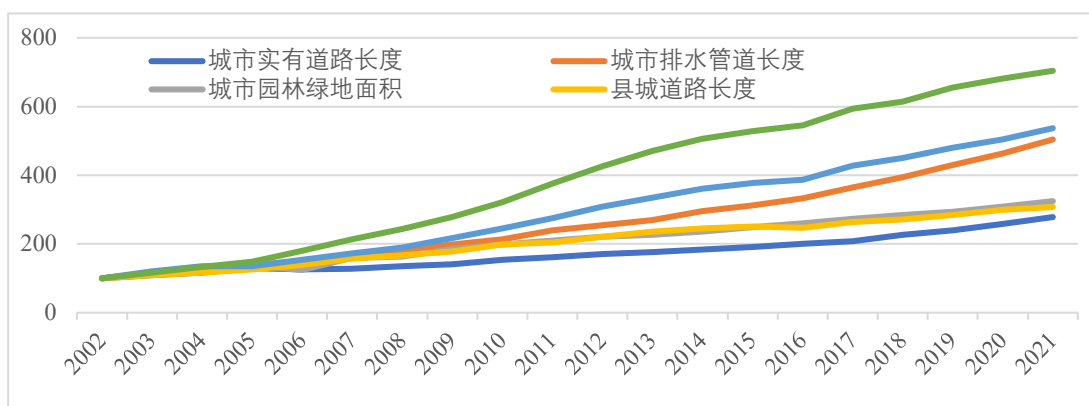


数据来源：住房与城乡建设部；Wind 中国宏观经济数据库；作者计算

上述投资形极大地提升了中国地方基础设施的数量与质量。住房和城乡建设部发布的数据显示,截至2021年末,中国城市道路长度较2002年增长180%,排水管道长度增长400%,污水日处理能力增长250%,园林绿地面积增长230%,城市用水和燃气普及率则分别由2002年的78%和67%提升至2021年的99%和98%(图3.2)。同期,县城的基础设施建设也得到大幅度改善。至2021年末,中国县城道路长度较2002年增长210%,排水管道长度增长440%,污水处理能力增长1180%,建成区绿地面积增长600%,用水和燃气普及率分别由2002年的81%和50%提

升至 2021 年的 97%和 90%。

图 3.2 中国城市与县城代表性基础设施数量（2002=100）



数据来源：住房与城乡建设部；Wind 中国宏观经济数据库

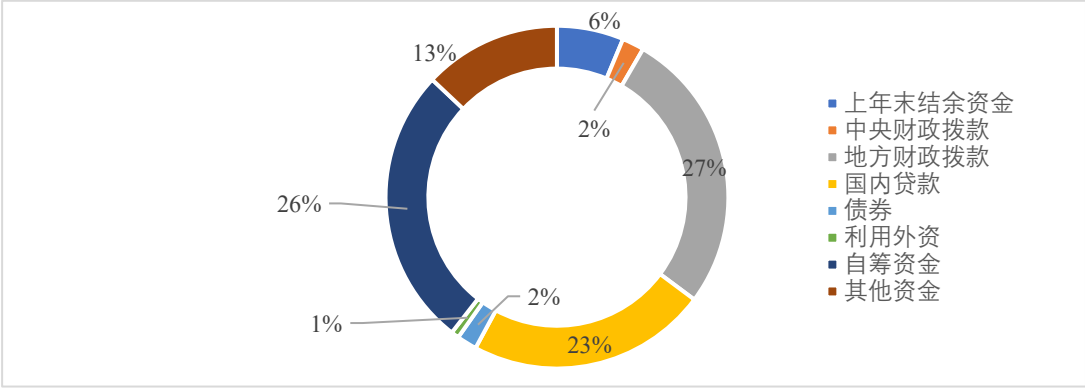
基础设施的快速改善推动实现了多元的经济社会目标。基建投资最大限度地发挥了财政资金的乘数作用，提高了土地资源的利用效率，改善了企业投资环境与百姓生活条件，创造了就业，拉动了经济增长。同时，地方市政基础设施的投资也发挥了重要的逆周期调节作用。2000 年亚洲金融危机、2009 年全球金融危机、2020 年新冠疫情期间，地方基建投资增速均显著提升（图 3.1），对稳就业、稳经济发挥了重要作用。

（四）“稳债务”成为近年来地方基建领域多元目标的重要组成部分

开发性融资、信贷、债券等债务资金对基础设施的快速发展起到了重要作用。在 2001 年至 2021 年投资于城市、县城市政公用基础设施的 31 万亿元资金中，国家预算资金合计 9.2 万亿元，占比为 29%（图 3.3，其中中央财政拨款 6594 万亿元，占比 2%，地方财政拨款 8.49 万亿元，占比 27%）；债务资金约 8 万亿元，

占比 25%（国内贷款 7.2 万亿元，占比 23%；债券资金 6001 亿元，占比 2%）；企事业单位自筹资金 8.4 万亿元，占比 26%；其他资金 4.1 万亿元，占比 13%。需要指出的是，上述统计中可能存在对债务资金的低估，因为一些城投项目的实施单位是城投公司成立的子公司，而母公司对子公司的股权投资中往往包含着自身借入债务资金。若假定城投公司资产负债率为 40%，则市政基建项目投资中的债务资金占比将达到 35%左右。

图 3.3 市政公用设施建设资金来源结构（%）



数据来源：住房与城乡建设部；Wind 中国宏观经济数据库；作者计算

地方基建债务与地方政府的融资行为紧密相关。除了通过发行地方政府债券获取资金投资于基建项目，地方政府还可以通过其控制的地方国有企业（如地方政府融资平台、城投公司等）进行借贷或为其提供担保，也可以在“政府-社会资本合作（PPP）”合同中隐藏债务（如约定未来某一时点无条件向社会资本提供补贴或回购其股份），还可以通过拖欠对承包企业、建设单位等的应付款进行负债。一旦地方基建债务债务出现问题，将直接影响地方政府财政收支，对地方乃至全国金融市场造成冲击，影响宏

观金融稳定。

基于 1994 年建立的地方政府融资体制，地方政府融资平台（及部分城投公司）逐步成为承接地方政府基建债务的重要载体。1994 年通过的《预算法》明确“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字”，且规定“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”。这实际上禁止了地方政府向银行借款，也禁止地方政府自行发放地方债券¹。为了应对 2008 年国际金融危机，国家推出扩大内需、促进经济增长的一揽子计划，大规模增加政府投资，加快民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建。在规划的 4 万亿元新增投资中，来自中央政府的支出约 1.18 万亿元，其余由地方政府等主体统筹²。由于中央政府代发的地方政府债券的规模较小（2009 年和 2010 年各 2000 亿元）³，通过地方政府融资平台（及城投公司）向银行借款成为扩大基建资金来源的重要渠道。2009 年 3 月，人民银行、银监会下发《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》（“银发【2009】92 号”文），提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工

¹ 中国人大网，《中华人民共和国预算法》（1995 年 1 月 1 日施行），http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/lfzt/2014/2000-12/05/content_1875785.htm。

² 中国发展门户网，《发改委：4 万亿新增中央投资有四大来源》，http://cn.chinagate.cn/economics/2009-05/22/content_17817564.htm。

³ 中国人大网，《财政部详解地方债》，http://www.npc.gov.cn/npc/c2/c188/c219/201905/t20190522_171001.html；安蓓、何雨欣、郑晓奕，《两会报告解读：“三问”2010 年 2000 亿元地方债》，<https://finance.sina.com.cn/roll/20100306/16453237418.shtml>。

具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”。据测算，仅2009年一年内，全国各地新设融资平台数量就超过5000家，地方融资平台贷款余额达7.38万亿元，同比增长70.4%⁴。

平台债务激增引起了中央政府的高度重视，从2010年起中央政府多次强调要在基建拉动经济和维持债务可持续性目标间实现平衡，要求地方政府严肃财政纪律，稳健举债、适度投资。2010年，国务院就发文要求加强对地方政府融资平台的管理，防范系统性财政和金融风险（“国发【2010】19号”文），并在2011年至2012年延续对地方政府融资平台的从紧约束。2014年颁布的新《预算法》建立了以地方政府债券为主体的地方政府举债机制，同年国务院发布文件禁止地方政府通过企事业单位举债，禁止通过融资平台新增政府债务，并要求逐步剥离融资平台的政府融资职能（“国发【2014】43号”文）。然而由于基建项目具有较长的建设周期，初始资金投入后若无持续的配套资金投入，则会导致项目烂尾，造成社会资源浪费和银行呆坏账。因此，面对不断收紧的平台融资要求，平台（城投）贷款被逐步从银行资产负债表内转移至影子银行系统，结合担保、承诺等手段，形成新的显性、隐性债务。

对此，近年来，中央加大力度规范地方政府融资，重点对隐性债务进行摸底排查，并通过债务置换等手段降低地方债务风险。

⁴ 王春峰、姚守宇、程飞阳、房振明，《地方政府融资平台债务及治理：回顾与展望》，清华金融评论，2023年10月。

自 2016 年起，中央进一步加强防范金融风险的各项措施，明确地方政府性债务风险应急处置预案（“国办函【2016】88 号”文），整顿违规举债行为，并提出地方政府财政重整计划；2017 年，中央政府进一步对政府购买服务和 PPP 模式中涉及的政府举债行为进行规范（“财预【2017】87 号”文）；随后，中央政府对地方政府隐性债务做出明确界定，强调着重防范化解地方政府隐性债务风险（“中发【2018】27 号”文），出台“终身问责、倒查责任”制度（“中办发【2018】46 号”文），开展隐性债务置换（“国函办【2019】40 号”文），进一步限制 PPP 中的违规举债行为（“财金【2019】10 号”文），并开展全域无隐性债务试点（广东、上海、北京为第一批试点地区）。

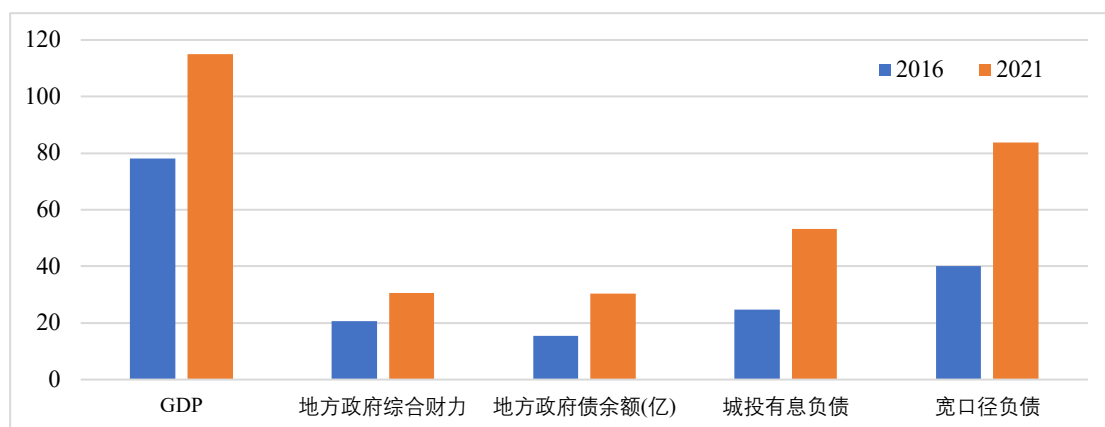
在上述严格的管理措施下，与地方基建相关的债务增长受到了一定约束，但实现基建项目债务可持续仍面临较大困难。一方面，地方政府债务规模不断扩大。2016 年至 2021 年，地方政府宽口径债务规模⁵由 40.2 万亿元攀升至 83.7 万亿元，增长 109%，远超同期国内生产总值 47.3%及地方政府综合财力⁶48.3%的涨幅（图 3.4）。在宽口径政府债务中，地方政府债务余额（即专项债与一般债之和）由 15.3 万亿元增长至 30.5 万亿元，城投公司有息负债余额由 24.8 万亿元增长至 52.3 万亿元，城投公司有息负

⁵ 宽口径债务规模为地方债务余额（一般债、专项债）与城投有息负债之和，数据来源于 Wind 数据库城投债专题研究。

⁶ 地方政府综合财力为一般公共预算收入、转移性收入、政府性基金收入、国有资本经营收入之和，数据来源于 Wind 数据库城投债专题研究。

债增幅占宽口径地方政府债务增幅的比例达 65%。

图 3.4 中国 GDP、地方政府综合财力与宽口径债务（万亿元）



数据来源：Wind 数据库城投债专题研究；作者计算

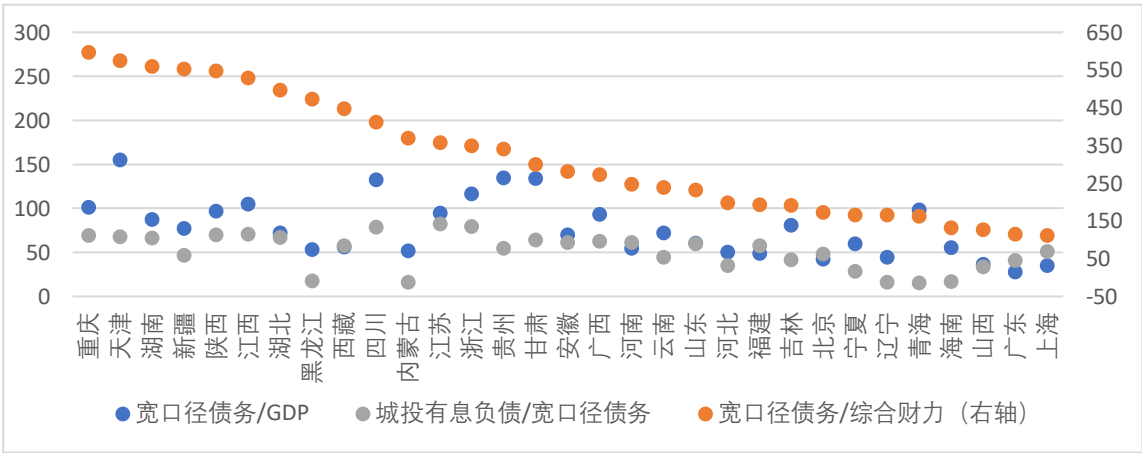
另一方面，债务付息给地方财政带来了较大压力。2021 年，地方政府宽口径债务率⁷达到 273.9%，较 2016 年增长 79 个百分点，即便按照 3% 的较低利率计算，付息所需资金也将占地方政府综合财力的 8.2%；事实上，即便不考虑城投债务，2022 年地方政府债务付息规模达也已达到 1.12 万亿元，占地方综合财力的比重达 3.7%，对地方财政形成较大压力。考虑到未来地方政府土地出让收入由高速增长期进入平稳期（2021 年为 3.5%、2022 年为 -23.3%），则与基建相关的政府债务偿付压力将进一步加大。

同时，不同省份的地方政府债务负担有较大差异，部分经济实力较差地区的债务负担更重。上海、广东等经济发达省份 2021 年的宽口径债务为当地 GDP 的 30%，处于较低水平，而天津、贵州、甘肃、四川等地则超过 140%（图 3.5）。从债务与财政收

⁷ 宽口径债务率为宽口径债务规模与地方政府综合财力之比。

入相比较的角度看，重庆、天津、湖南、新疆、陕西、江西六个地区截至 2021 年末的宽口径债务规模达到地方综合财力的 500% 以上，而上海、广东两地则为 110% 左右⁸。从债务结构的角度看，江苏、浙江、四川三个地区的城投有息负债占宽口径负债规模的比例在 80% 左右，而黑龙江、海南、内蒙古、辽宁、青海等省份的城投有息负债占比则在 20% 以下。

图 3.5 各地区宽口径债务规模（%）



数据来源：Wind 数据库；作者计算

尽管到目前为止地方政府债务与城投公司标准化公开发行的债券尚未出现实质性违约，但与基建、城投公司紧密相关的信用风险事件却时有发生。例如，兰州城市发展投资有限公司（兰州城投）担保的关联公司债务（兰州高原夏菜公司债务）在 2022 年 3 月发生利息逾期，兰州城投并未履行担保义务，随后债权人与债务人达成展期协议，暂时化解违约危机；2022 年 8 月，兰州城投债务“19 兰州城投 PPN008”出现技术性违约，虽然得到妥善

⁸ 数据来源于 Wind 数据库城投债专题研究。

解决，但再次冲击了市场信心；2022年12月底，兰州高原夏菜公司展期债务再次违约，兰州城投作为担保方仍未履行担保义务，相关情况仍在进一步演进中⁹。再如，遵义道桥建设（集团）有限公司（下称“遵义道桥”，是遵义市最大的城投发债主体）于2022年12月30日发布公告，重组155.94亿元的银行贷款，将贷款期限调整至20年，利率压降到3%至4.5%，其中前十年仅付息，后十年分期还本（本次重组涉及的银行贷款仅占遵义道桥有息负债的三分之一，其余债务，特别是信托、定融等非标融资债务如何化解仍待探索）。根据国信证券经济研究所的统计，2022年共有232家城投企业发生负面信用风险事件，其中163家企业的中债隐含评级被下调，36家企业被评级机构推迟评级或列入观察名单¹⁰。根据中诚信国际研究院的统计，2020年至2021年，共有80家城投公司出现非标融资违约事件，主要涉及信托计划、资管计划等，以区县级平台为主，集中在贵州、河南、湖南、内蒙等地¹¹。

（五）地方债务问题背后的宏观政策协调问题

近年来，尽管中央高度重视地方债务问题并出台多项措施，但与地方基建相关的多元目标平衡问题仍未得到根本解决，地方基建项目背后所涉及的财政、货币金融、投资、地方国企监管等

⁹ 杨志锦，《兰州城投担保的非标债务展期后再逾期，目前已触发加速到期条款》，2023-01-13，21世纪经济报道；第一财经，《兰州城投标债兑付虽迟但到，技术性违约考验“城投信仰”》，2022-08-30。

¹⁰ 董德志，《2022年城投信用风险事件梳理：商票逾期需持续关注》，国信证券。

¹¹ 鲁璐，《2021年城投非标违约全景分析》，2022-04，中诚信国际研究院。

宏观政策协调配合存在可以改进的空间。

从财政角度看，虽然地方政府的支出与借贷行为随着有关规则的明确与完善日趋规范，但仍呈现出“行为与规则相互博弈”的特点。当直接负债行为受到管制，地方政府便尝试通过开具担保函、承诺函以及签署回购协议等方式隐性借贷；当隐性债务受到约束，则尝试通过在政府购买服务、PPP 协议中添加兜底条款等方式负债，同时尝试对城投公司注入政府掌握的、不产生经营现金流的公益性资产，由后者抵押借贷。这种“上有政策、下有对策”的博弈，恰恰反映出部分地方政府官员没有从根本上认识到实现地方基建领域各个宏观目标多元平衡的重要意义，偏向于发挥基建稳增长、保民生的作用，忽视基建项目债务可持续性问题。

城投公司的债务可持续性是地方政府债务问题的重要侧面。表面上看，城投公司作为地方国有企业享有独立法人地位，城投公司负债投资于基建项目并不增加政府当前的名义债务规模。但是，由于城投企业承担着与地方经济发展与民生保障紧密相关的基础设施建设与运营职责，一旦发生债务违约，地方政府往往不得不基于地方经济、社会、金融大局对下属城投公司提供财务支持。这意味着，城投公司不可持续的投融资行为，不仅不利于国有资产保值增值，还可能增加地方政府未来的财政支出压力。

同时，政府通过发行专项债支持基建项目的行为也存在改进空间。目前，地方政府利用专项债券投资基建项目，往往采取“专

项债+项目单位自筹资金”模式。在测算项目的现金流盈亏平衡时，财政部门往往只考虑项目现金流入是否能够覆盖专项债资金未来的本息偿付。换言之，相关测算将“自筹资金”视为项目股权，不考虑其是否能收回投资、偿付债务本息。然而，承接这些项目的单位大部分都是城投公司或其子公司，“自筹资金”的背后往往对应着一定比例的银行借款、城投债及信托资管等非标融资，如果基建项目的现金流仅能满足专项债本息支付，则“项目单位自筹资金”就无法获得足够的回报，这意味着城投公司无法从项目中获得足够的资金以偿付其债务。如前所述，城投公司的债务压力往往会转化为对地方政府的支出压力，因此，忽视项目“自筹资金”中的债务清偿问题，则无法全面、准确地反映项目对地方政府财政的长期影响。

还需指出的是，政府的“举债冲动”与“中央-地方”财权、事权分配问题及省以下财政体制问题息息相关。上世纪 90 年代的分税制改革使得财力向中央政府集中。20 年间，中央政府财政收入占全国财政收入的比例从 1993 年的 22.0%增加至 1994 年的 55.7%，随后逐步回落至 45%左右（2022 年为 46.6%）；与此同时，中央政府支出占全国财政支出的比例从 1993 年的 28.3%增加至 2000 年的 34.7%，随后快速回落至 2001 年的 15.1%，此后稳定在 14%左右（2022 年为 13.1%）¹²。两组数字差异的背后是

¹² 一般公共预算收入与支出，数据来源与 Wind 中国宏观经济数据库。

地方财力与其支出责任的不匹配。例如，城乡基础设施建设的相关支出（跨区域国家重大工程除外）绝大部分需要靠地方政府统筹，但地方政府直接掌握的财政资源，特别是可以“自由裁量”的财政资源明显不足。鉴于中央转移支付大多用于保障政府运转、基本民生、社会稳定等基础性支出，各级地方政府不得不依赖“举债开发-出售土地使用权偿债”的模式为发展项目筹措资金。这促使地方政府仔细“钻研”中央政府的各项举债约束政策，努力寻找尚未被明确禁止的新的借债途径，为实现经济社会发展目标而忽略债务可持续性目标。同时，在各级地方政府中，也存在着上述财权、事权不匹配的现象。据吕冰洋（2022）测算，县级政府税收收入约占地方税收收入的四成，但县级财政支出却超过地方财政支出的一半¹³。这是县级、区级地方政府所属城投公司大规模举债的重要深层次原因。因此，从根本上解决地方基建的债务可持续性问题的，离不开“中央-地方”财权、事权分配改革以及省以下财政体制改革。

从货币金融角度看，金融机构与投资者追逐“隐性担保”的微观投资行为亟待调整。基建项目融资除了受利率水平、信贷增速等宏观金融条件的影响外，还受到投资者微观投资决策的影响。鉴于基建项目与地方政府的紧密联系，以及基建项目、城投公司发生违约给地方经济、民生、金融环境等带来的重大冲击，金融

¹³ 吕冰洋，2022，央地关系——寓活力于秩序，商务印书馆。县级政府税收收入占比见第六章表 6-2；财政支出占比见第十一章图 11-1。

机构与投资者往往抱有“城投信仰”，认为地方基建项目、融资平台与城投公司不会出现实质性违约，期待地方政府乃至中央政府为相关债务兜底。在这一预期下，投资者具有源源不断地将资金投资于基建项目的冲动。在银行借款、城投债、票据、短融券等渠道受到政策约束后，一些投资者便探索通过信托、资管计划、理财、政信定融等非标渠道投资于市政基建项目与城投公司，并收取较高利率。这已成为地方基建债务规模不断扩大的重要推动力量。然而，这种追逐隐性担保的投资行为并不符合审慎原则，没有起到对债务人的筛选、监督、约束作用，也给金融体系带来了不断累积的风险。前述遵义道桥的银行贷款重组事件应为投资于基建债务的投资者带来警示作用。金融管理部门应引导投资者客观理性地评估基建项目与投资主体的债务风险，并为相关投资的潜在损失划拨拨备。

从投资政策角度看，基建项目的立项、设计与评估工作存在改进空间。市政基建项目大多需要由发改委等投资主管部门对立项、可行性研究、初步设计等进行审核，以评估项目的技术可行性、财务可持续性、经济可持续性以及对社会、环境发展的影响。这是一项系统的工作，相关报告往往由设计院、规划院等第三方机构出具，内容复杂、假设众多，具有很强的专业性。从现实情况看，发改委等投资主管部门业务多、人手少，对基建项目相关报告进行严谨、专业、高效的审核存在困难。同时，由于发改部门本身是地方政府的组成部分，对于上级领导或其他部门着力推

动的项目做出调整甚至否决并非易事。因此，加强投资部门对市政基建项目的评估审核需要深层次的投资体制改革。

（六）经验总结与政策建议

地方市政基础设施建设是提高全要素生产率、改善民生、拉动经济增长的重要手段，高质量的基础设施投资是驱动长期经济增长的关键因素。改革开放以来，中国的地方市政基础设施大幅度改善，实现了促增长、提效率、惠民生、稳经济等多元目标。同时，中国未来仍有进一步提升基础设施的空间。世界经济论坛发布的基础设施全球竞争力指数表明中国的基建条件与发达国家仍有差距：中国 2019 年指数评估得分为 77.9 分，高于中高收入经济体 65.9 的平均分，但仍低于高收入经济体 80.8 的平均分。在当前着力构建新发展格局、实现高质量发展的关键阶段，继续通过地方基建投资持续提升营商环境与人居环境具有重要意义。

过去 30 余年的发展经验表明，宏观政策的协调配合是地方基础设施建设不可或缺的基础。着眼未来，不论是道路、综合管廊、水务等传统基建项目补短板，还是新能源、通信基站、数据中心等新型基础设施项目的推进，必然要求财政、金融与投资政策进一步协调配合，在具有前瞻性的中长期规划下，利用好财政性投入的基石投资作用，撬动开发性投资、社会资本、银行、保险、债券等金融资源，在高效的立项、可行性研究、环评社评等审核下，集中各方面力量高质量完成投资。与此同时，应高度重

视基建项目的债务可持续性问题的，在拉动增长、改善民生、提供逆周期支持与稳定基建债务等多元目标间实现平衡，这是防范金融风险、贯彻新发展理念的重要要求。

为此，应从以下六个方面进一步完善与地方基础设施建设相关的宏观政策协调机制。

第一，建立并逐步完善防范化解地方债务风险的长效机制，以及同高质量发展相适应的地方政府债务管理机制。地方政府债务累积所带来的风险是中国经济由高速增长阶段转入高质量发展阶段所要面对的长期挑战，需要通过深化体制机制改革加以应对。一方面，要建立“拆弹防爆”机制，防止债务水平较高、偿付能力较低的区域发生流动性危机，影响地区及全国财政金融稳定；另一方面，要建立“查危排险”机制，加大转移支付力度，完善地方税体系，将各类地方债务纳入统一的监管框架，抑制地方大规模举债冲动。对此，中央政府已经做了许多有益尝试，如探索由央行对债务负担相对较重的地区提供应急流动性贷款，通过发行超长期国债适当扩大中央政府债务规模，针对债务较高地区加强政府投资管理等。未来应在这些工作的基础上进一步总结经验、完善机制、细化实施方案。

第二，加快推进财税体制改革，改进“中央-地方”财权、事权分配机制与省以下财政体制。地方政府在自身财力不足的情况下承担区域内城乡基础设施建设的投资与支出责任，是地方基建债务累积的重要深层次原因。从根本上解决地方基建的债务可持续

性问题，需要进一步推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革。一方面，应探索增加中央政府在地方基建领域的资金投入；另一方面，应完善地方税收体系，通过联动房地产税、后端征收消费税等改革，使得基础设施项目产生的民生改善、人居环境提升等经济社会收益，能够通过土地出让之外的其他途径，长期、稳定地贡献于基建债务的本息偿还。同时，应继续推进省以下财政体制改革，建立并完善“省-市-县”财政事权和支出责任划分动态调整机制，厘清各级地方政府在城乡基础设施建设上的支出责任。

第三，应制度性激励地方政府主要领导重视基建领域的债务可持续性目标。基础设施对地方经济、社会发展有着广泛影响，同时涉及财政、金融、发改、土地、环境等部门，以及城投公司、融资平台等地方国有企业，需要地方政府负责同志进行高层级协调。因此，只有地方主要领导从战略高度重视平衡基建项目托举经济、改善民生与实现债务可持续性等不同目标，并将债务可持续性作为硬约束来规划、布局基建投资，才能从根本上解决“重视投资、轻视债务”的问题。

第四，对于财政资金支持的市政基建项目，地方财政部门应探索全口径的财务可持续性分析。基建项目的未来现金流入能够偿还财政债务本息仅仅是项目债务可持续的必要不充分条件。在评估项目财务方案时，应进一步分析项目单位（特别是城投公司等地方国有企业项目单位）自筹资金的来源，评估其中需要偿还

的债务本息，充分认识到城投公司债务问题对地方财政带来的潜在压力。

第五，提升金融机构风险评估与定价能力。加强银行、保险、信托、资管等金融机构的公司治理，破除对隐性担保的追逐，推动金融业对地方基建项目的投资决策更加合理规范，既防止盲目扩大投资规模，也要防止一刀切抽贷断供。这要求金融机构提高风险意识，增强风险评估与定价能力，依据自身专业知识判断项目的可行性与可持续性，并为按市场原则承担相应损失做好拨备。

第六，提高市政基建项目的投资评估质量。高质量的项目准备是实现基建投资可持续的基础。为此，专司投资审核的主管部门应严格把关，对基建项目的立项、可行性研究、初步设计、经济收益分析、财务可持续性分析等进行客观、公正、严格的审核，督促项目单位、咨询机构、设计院等认真履职，保证投资发挥最大的发展效能。

案例二：房地产市场发展与多元目标下的政策协调

（一）综述

房地产行业是中国经济的支柱性产业，其发展涉及众多宏观经济目标，包括支撑经济增长、就业与地方财政收入等经济目标，保障百姓住有所居、稳定住房价格等社会目标，以及稳定杠杆水平、避免引发系统性风险的金融稳定目标。同时，房地产行业受到众多政策的影响，如土地使用权配置方式等土地政策，契税、所得税、房地产税等财政性政策，按揭贷款利率、房地产企业股

权债权融资渠道、银行贷款集中度等货币金融政策，以及限购、限价、限售等行业性政策。

自 20 世纪 90 年代起，政府通过改革土地划拨制度、收取土地出让金作为地方财政收入、允许金融机构发放住房按揭贷款、建立保障性住房制度等多种措施的协调配合，终止“福利分房”制度，逐步培育起房地产市场并促进其发展。进入新世纪，特别是 2008 年国际金融危机之后，政府通过控制供地节奏、调整房地产相关税费征收条件、调整宏观利率水平、推出限购限售限贷政策、加快保障房建设等多种政策，平衡房地产投资拉动经济与保持房价基本稳定等目标。总体而言，中国政府通过多元政策工具的协同配合促进了房地产市场发展，实现了改善百姓居住条件、居民住房财产保值增值、土地资源使用方式转换、拉动上下游产业发展、扩大就业、为政府提供财政收入等多元目标。

2016 年至今，在“房住不炒”与“打好防范化解金融风险攻坚战”的背景下，遏制房地产领域杠杆的快速攀升、避免金融资源过度集中于房地产行业成为多元目标下新的施政重点。为此，政府着手压降非标与影子银行的房地产投资，限制房地产企业股票再融资，限制房地产企业境外发行债务的用途，并施行“重点房地产企业资金监测和融资管理规则”（三道红线）与“银行房地产贷款集中度管理等措施”。上述措施有力地限制了信贷、资本市场与表外资金对房地产领域的支持，但也带来了企业违约、楼盘烂尾、商品房交易下滑、房地产开发投资下跌等问题，客观上对

房地产市场拉动经济、保障百姓住有所居等目标造成了负面影响。2022 年以来，面对房地产市场供求关系的新形势，政府通过调整“集中供地”政策，优化“一城一策”限购、限售、限贷政策，调整契税、个税、增值税减免政策等措施共同为房地产市场提供了支撑，并逐步放松了房地产领域的融资限制；特别是 2024 年，房地产领域相关政策进一步调整，大部分城市不再执行“限购”政策，北上广深等一线城市的限购措施大幅度缩减，购房按揭贷款首付比例下调，部分地方政府通过地方国企收储商品房作为保障性住房。

回顾中国的房地产市场发展历程，可以总结出以下三个特征事实与经验。第一，政府通过土地、财政、货币金融、社会保障等政策的协同，培育了中国的房地产市场，并通过房地产市场的发展繁荣实现了经济社会领域的多元目标；第二，实现多元目标，既要因时因事找准侧重点，避免“平均发力”，又要在抓主要矛盾的过程中顾及其他目标，避免“顾此失彼”。第三，在经济发展中实现多元目标是一个复杂的过程，任何一个目标的实现都需要多元政策协调推动各自领域的改革，若过度依赖某方面政策单独发力，则大概率要么因力度不足而无法达到目的，要么因用力过猛而带来副作用。

这些经验对当前优化多元目标下的宏观政策协同具有重要的启示意义。

（二）房地产市场发展的主要宏观目标及相关政策工具

在市场经济体制下，房地产具有多重属性。从居住角度看，房地产是百姓“住有所居”的基础；作为居民持有的房产资产，房地产是购房者储藏财富并追求保值增值的载体；从土地使用方式看，房地产涉及从农业用地或工业用地到住宅用地的使用权转换，并在转换的过程中为政府提供财政收入；从宏观经济角度看，作为国民经济的支柱产业，房地产通过拉动钢铁、水泥、家具、电器等行业，支持宏观经济增长并带动就业。

基于房地产的多元、复杂属性，与房地产市场发展相关联的宏观目标也是多元的。这些目标包括：1）提供充足、高质量的住房供给，保证百姓的住房需求得到满足；2）带动经济增长与就业，特别是在面临下行压力时为宏观经济提供逆周期支持；3）实现土地资源的有效配置，支持城镇化建设；4）在土地公有制下，通过出售土地使用权为地方政府提供财政收入；4）避免房地产价格的大幅度波动带来居民财富缩水与宏观金融风险。

在上述多元目标下，影响房地产市场发展的政策亦涉及许多方面，呈现多种形态。从土地使用权的配置政策看，国土规划、土地使用权出让方式等通过影响开发商获得土地资源的成本影响房地产市场；从财政政策看，契税、城镇土地使用税、土地增值税、个人所得税、房产税等税收政策，以及土地出让金的缴纳方式等非税收入政策也能够影响房地产市场；从货币金融政策看，宏观的信贷、利率水平，以及中观、微观的金融政策（如委托、

信托贷款流向，房地产开发企业发行股票、债券的条件，及个人按揭贷款的审批条件）等也会通过影响流入房地产市场的资金规模与成本影响房地产市场；从住宅交易相关的政策看，对购房者资质的限制（如是否持有户口、是否已持有房产、是否社保缴纳等），以及对交易价格的限制（如新房价格备案机制、二手房成交参考价机制）同样会影响房地产市场供求；从公共服务相关的政策看，与房地产相关的教育、医疗、养老等问题（如子女入学政策）亦也会影响房地产市场。

（三）20 世纪 90 年代以来多种政策协同促进房地产市场发展并实现多元目标

中国房地产市场的培育是在多种政策的协同配合下推进的。21 世纪 90 年代及此前，中国的城镇住房以“福利分房”为主。在这一制度下，政府、国有企业和其他用人单位无偿获得政府划拨的土地使用权，投入资金建设住宅，分配给员工居住并收取较低的租金。由于雇佣单位投入住宅建设的资金有限，在福利分房制度下，住房供给的数量、质量存在明显不足，百姓居住条件较差，且政府无法凭借土地这一公有资源获取用于城镇建设的资金。

从 20 世纪 90 年代起，中国通过一系列改革措施实现了房地产市场化。从土地政策看，原有的住宅建设用地无偿划拨改为“招拍挂”，即住宅的开发主体需要为获得土地使用权而支付土地出让金；从房产供求主体看，专司住宅建设、供给的房地产开发商取代用人单位成为住房建设的主体，城镇居民以货币形式从开发

商处购买住宅并获得相应的土地使用权；从金融政策看，建立和完善公积金制度，允许银行发放房地产开发贷款和个人住房贷款，使得开发商和购房者能够利用未来收入支付开发投资与购房费用；从社会保障政策看，允许职工按照成本价购入公房（“房改”），以及经济适用房、保障性租赁住房、棚户区改造等政策为百姓“住有所居”提供了基本保障。

总体而言，在逐步培育房地产市场的过程中，上述土地、财政、货币金融与社保政策是高度协调契合的。建立以开发商为住房供给主体、居民为购房主体的房地产市场，必须要解决开发商如何获取土地、购房者如何筹措资金等一系列问题，还要解决政府如何实现土地使用方式转换的问题。在 90 年代的改革探索中，土地使用权的有偿出售一方面使得开发商可以通过市场制度获取住宅建设用地，另一方面又充分调动了政府完成土地资源转换、推进高质量城镇化建设的积极性（地方政府通过出售住宅用地获取财政收入，既为基础设施建设提供了重要的资金来源，也为其维持较低的工业用地价格提供了重要基础，客观上降低了制造业成本，助推了中国的工业化进程）。调动金融资源支持房地产开发与居民购房，提升了住房市场的供给与需求，同时又使得金融部门通过参与到房地产市场的发展获得大量优质资产与可观受益。住房保障制度的建立，着眼于解决低收入家庭在房地产市场化条件下获得居住服务的问题，是社会主义市场经济制度的重要体现，是在中国这样一个社会主义国家推进房地产市场化改革所

不可缺少的配套措施。

进入新世纪后，在坚持市场化改革的大方向下，中国政府重视通过一系列相互配合的政策工具实现多元目标的平衡。一方面通过鼓励房地产开发投资与住房交易，发挥其改善百姓居住水平、拉动经济、支持就业、推进城镇化建设等作用，另一方面力求稳定房价并提升保障房供给，实现百姓住有所居。2003 年至 2007 年，面对房地产发展出现的过热现象，政府通过推动土地使用权“招拍挂”改革收紧土地供给，对个人两年内出售住房全额征收营业税，并上调中长期贷款利率等措施稳定房价。2008 年至 2009 年，面对全球金融危机，以《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》（国办发【2008】131 号）等文件为引领，中央政府通过加快保障性住房建设、允许购买第二套住房但人均居住面积较低的购房者享受首付和利率优惠、缩短免征个人住房转让营业税年限等措施支持房地产市场发展。2010 年至 2013 年，为遏制部分城市房价过快上涨，中央政府发出《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（国发【2010】10 号），加快建设保障性住房并推进棚户区改造，限制开发商上市、再融资和重大资产重组，提高个人按揭贷款首付比例和利率，同时指导部分重点城市推出限购政策，抑制房地产需求。2014 至 2015 年，在经济增速转弱、部分三四线城市房地产库存高企等形势下，中央政府提出“因城施策”方针，配合棚户区改造货币化补偿、央行抵押补充贷款等措施，推动化解房地产库存。从中央和地方的协

调配合看，地方政府往往更重视鼓励购房与扩大房地产开发投资，以支撑地方经济、拓展财政收入空间，但中央政府通过将稳房价纳入地方官员政治责任与考核体系，在一定程度上督促地方政府统筹考虑并实现多元目标间的平衡。

党的十九大前后，面对新的形势，中央对房地产市场的发展进行了进一步引导。2016 年中央经济工作会议提出坚持“‘房子是用来住的，不是用来炒的’的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落”¹⁴。2019 年，中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”¹⁵，进一步宣誓房地产市场调控将更加重视保障百姓住有所居、防止房地产市场泡沫、防止金融资源过度集中于房地产领域等目标。在这一轮调控中，政府通过调整宏观信贷、利率水平，调整限售限购限贷政策，改变住宅用地供给数量和竞拍方式（如 2021 年在重点城市试点集中发布出让公告、集中组织出让活动的“两集中”政策）、加快租赁住房 and 保障性住房建设、推行“多校划片”（抑制学区房炒作）等工具进行调控。此外，在本轮调控中，政府特别强调通过金融政策调整房地产与金融的关系，遏制房地产市场的债务累积，防止金融资源过度流入房地产

¹⁴ 共产党员网，《中央经济工作会议在北京举行 习近平李克强作重要讲话》，<https://news.12371.cn/2016/12/16/ARTI1481886083189302.shtml>。

¹⁵ 李延霞、王优玲、张千千，《不将房地产作为短期刺激经济的手段——从中央政治局会议透视房地产市场发展》，https://www.gov.cn/xinwen/2019-07/31/content_5417630.htm。

市场，防止房地产市场引发系统性金融风险（详见下节的讨论）。

总体而言，在过去 30 年间，政府统筹运用土地、财政、金融、社会保障、限购等多种政策工具，促进了房地产市场的发展，实现了改善人民居住条件、拉动上下游产业支持经济增长、吸纳就业、提供地方财政收入、实现土地资源高效配置、推进城镇化建设、保持居民财产价值稳定等多元目标。

从居住条件改善看，根据第七次人口普查数据，2020 年中国城市家庭人均住宅建筑面积 36.52 平方米，约为 1998 年水平的两倍（18.66 平方米）¹⁶。从居民财富保值增值看，对中国城镇家庭而言，住房资产占家庭资产的比例近 70%，住房自有率达 96%，住房资产对财富增加的贡献率也近 70%¹⁷。从拉动经济看，房地产业增加值占 GDP 的比重由 1998 年的 4.02% 升至 2020 年的 7.24%（2022 年小幅回落至 6.10%）；房地产开发投资占城镇固定资产投资额的比重由 1998 年的 16.1% 上升至 2020 年的 27.3%（2022 年回落至 23.2%）；房地产行业对上下游产业的拉动作用依旧显著，2015 年房地产行业对机械装备制造业的完全消耗系数¹⁸为 0.2（1997 年为 0.26），对金融的完全消耗系数达 0.15（1997

¹⁶ 2020 年数据来源于《中国人口普查年鉴 2020》表 1-12a，1998 年数据来源于万得中国宏观经济数据库。

¹⁷ 住房资产占比与住房自有率数据来源于根据中国人民银行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》；住房资产对财富资产的贡献率来自西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心与蚂蚁集团研究院联合发布《疫情下中国家庭的财富变动趋势：中国家庭财富指数调研报告（2020 年度）》。

¹⁸ 完全消耗系数指某产品生产 1 单位最终产品量时，对另一产品的完全消耗量，参见 http://www.stats.gov.cn/zs/tjws/tjfx/202301/t20230101_1903477.html。

年为 0.04)，对其他制造业的完全消耗系数为 0.11（1997 年为 0.12），对批发零售、住宿和餐饮业的完全消耗系数为 0.11（1997 年为 0.10）。从就业看，房地产行就业人员占城镇非私营单位就业人员的比例从 1998 年的 0.7%增长至 2021 年的 3.1%，若加上建筑业，则就业人员占比从 1998 年的 7.6%增长至 2018 年的 18.4%（2021 年回落至 14.7%）¹⁹。从财政收入看，国有土地使用权出让金占地方政府收入（一般公共预算收入与政府性基金收入之和）的比例由 2010 年的 37.6%上升至 2021 年的 41.2%，国有土地使用权出让金占中央和地方财政收入（一般公共预算收入与政府性基金收入之和）的比例则由 2010 年的 17.5%上升至 2021 年的 20.6%。从土地资源配置看，2008 年全国住宅用地成交土地楼面均价为工业用地的 3.4 倍，而 2022 年而这一比升至 15.0 倍，2008 至 2022 年间，全国工业用地平均价格下降了约 23%，而住宅用地价格则增长近 240%，房地产行业的发展客观上为中国的城镇化提供了重要的土地收储与基础设施建设资金，在一定程度上通过稳定工业用地价格促进了制造业的发展。

（四）近年来，伴随中国经济转入高质量发展阶段，遏制房地产市场债务过快累积成为多元目标下的施政重点

在经济高速增长阶段，调动金融资源支持房地产开发与个人

¹⁹ 这里的“非私营企业”指“指在各类法人单位工作，并由单位支付劳动报酬的人员，包括在岗职工和其他从业人员”，与所有制无关，参见

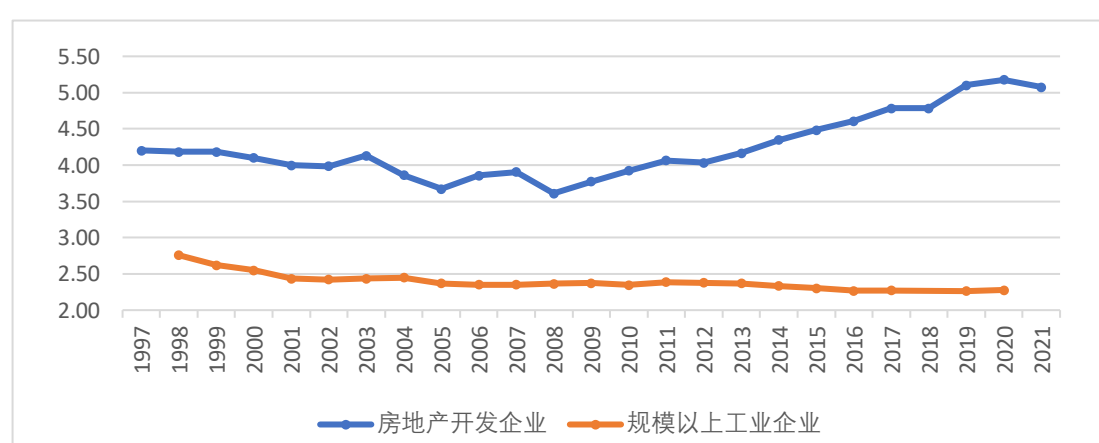
https://stats.tj.gov.cn/zfwf_52013/tjzn/tjzbjs/202007/t20200705_2780306.html。

住房购买是打破“福利分房”制度、培育房地产市场发展的重要措施。回顾历史不难发现，2000年前后中国房地产市场的快速发展与中国经济高速增长阶段的背景密不可分。从宏观层面看，加入世贸组织开启了中国工业化、城镇化的新进程，经济持续高速增长为房地产市场的发展提供了充足空间；从改革层面看，自20世纪90年代起，中国社会主义市场经济体制逐步完善，土地、金融等生产要素交易机制逐步建立，为房地产市场的发展打下了制度基础；从财政层面看，高效的土地使用权转换及可观的土地使用权转让收入，为地方政府发展经济、招商引资、改善民生提供了重要支持；从货币金融层面政策看，贸易顺差的不断增加使得央行外汇占款规模扩大，这有力地支撑了货币信贷规模的增长，为房地产相关融资提供了较为宽松的货币环境；从社会发展层面看，不断增长的居民收入与数量不足、质量较差的存量住房供给，以及存款之外相对匮乏的稳健投资渠道形成对比，因而百姓利用自有资金或按揭贷款购置房产、改善居住条件、实现财富保值增值的需求较大。正式在这样的背景下，各项政策协调配合，引入信贷、股票、债券等资金支持房地产开发企业进行投资，通过个人住房按揭贷款支持百姓住房，通过房产预售制度允许房地产开发企业利用首付款与按揭贷款补充流动性、增加资金周转效率。这些金融制度安排有力地支持了房地产市场的发展壮大，对房地产领域实现多元目标发挥了重要作用。

然而，经历二十余年的发展，房地产市场的债务累积不断攀

升。一方面，房地产开发企业自身的杠杆率不断上升。房地产开发企业的负债来源广泛，既包括应付款（对上游企业的应付款项）、预收款（通过期房预售占用购房者首付款和按揭贷款），也包括房地产开发贷款、境内外债券发行、委托信托贷款等。根据国家统计局公布的数据，中国房地产开发企业的权益乘数（总资产与所有者权益之比）由 2008 年的 3.61 增加至 2020 年的 5.17（2021 年小幅回落至 5.08，图 3.6）；作为对比，规模以上工业企业的权益乘数由 2008 年的 2.36 下降至 2020 年的 2.28。

图 3.6 房地产开发企业与规模以上工业企业的权益乘数（%）

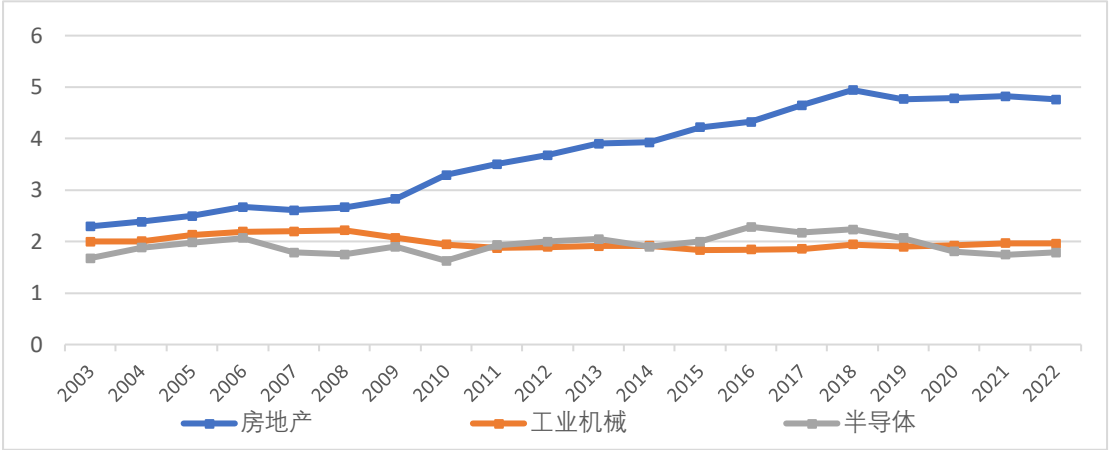


数据来源：国家统计局、Wind 中国宏观经济数据库；作者计算

就上市企业而言，房地产企业的权益乘数由 2003 年的 2.3 攀升至 2018 年的 4.9，此后基本保持稳定（图 3.7），而同期工业机械企业、半导体企业的权益乘数则稳定在 2.0 附近。与此同时，房地产企业的盈利能力则在过去十年间呈下行趋势，总资产利润率由 2009 年的 5.04% 下降至 2020 年的 2.1%（图 3.8）。作为对比，工业机械企业与半导体企业的总资产利润率虽在 2010 年至 2017 年有所下降，但此后快速回升。下行的盈利能力与高企的债

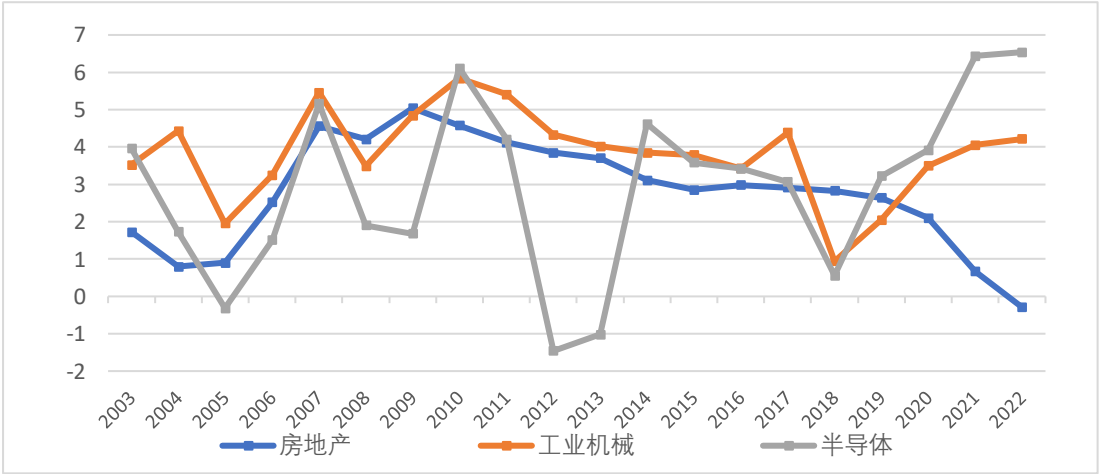
务水平不仅意味着房地产开发企业面临潜在的财务可持续性风险，也反映金融市场资源配置效率的下降（即金融资源通过负债形式流入盈利能力较低的行业）。

图 3.7 上市房地产开发企业、工业机械企业、半导体企业的权益乘数（%）



数据来源：Wind 股票行业分析数据库；作者计算

图 3.8 上市房地产开发企业、工业机械企业、半导体企业的总资产利润率（%）

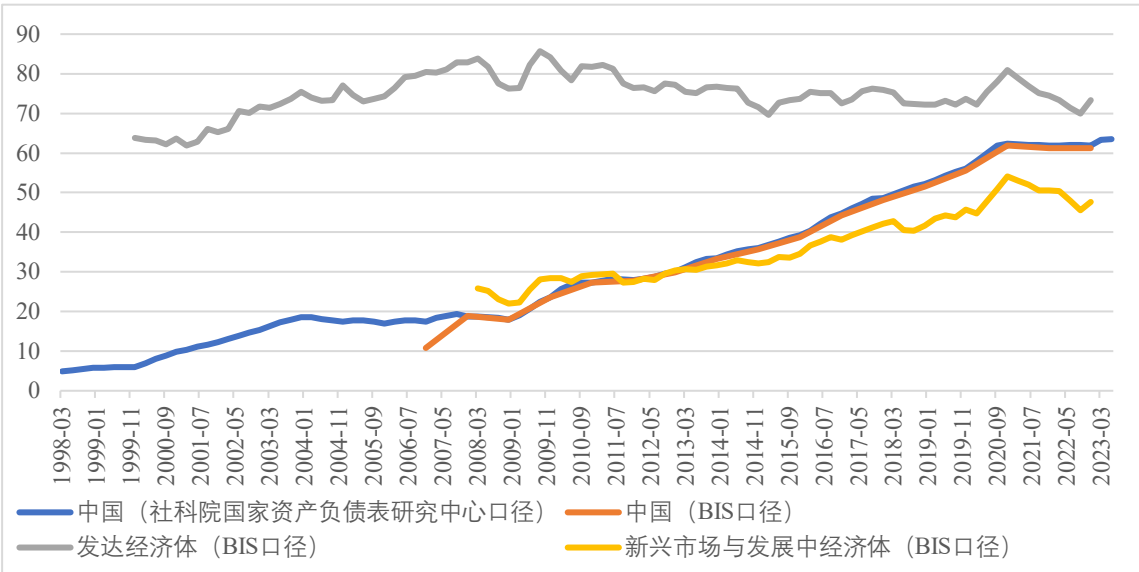


数据来源：Wind 股票行业分析数据库

另一方面，购置房产带动居民部门杠杆率攀升。根据中国社科院国家资产负债表研究中心的估算，中国居民部门杠杆率（负债与 GDP 之比）从 1998 年末的 4.9% 攀升至 2022 年末的 61.9%（图 3.9），这与国际清算银行（BIS）测度的 61.3% 十分接近。

2008 年至 2019 年，中国居民部门杠杆增速超过新兴市场国家的平均水平，至 2022 年末已高于新兴经济体均值约 15 个百分点，仅低于发达经济体均值约 11 个百分点。住房贷款是中国家庭负债的主体。中国人民银行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》结果显示，在所有有负债的家庭中，76.8%的家庭有住房贷款负债，户均家庭住房贷款余额占家庭总负债的比例为 75.9%。房贷为家庭带来较高的本息偿还压力，影响居民部门的消费和其他投资支出。同时，房贷还使得家庭部门面临较大的房产价格波动风险与按揭利率波动风险。居民部门杠杆的快速攀升值得警惕。

图 3.9 居民部门债务与 GDP 之比（%）

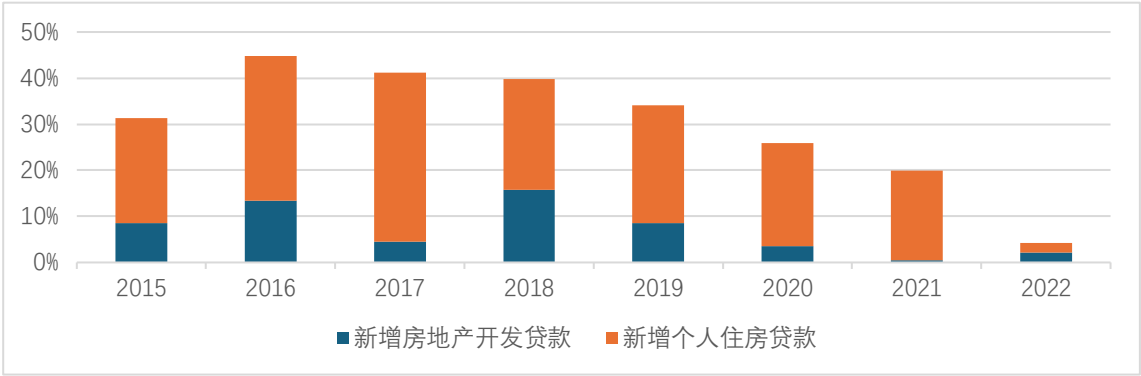


数据来源：中国社科院国家资产负债表研究中心、国际清算银行（BIS）、万得中国经济数据库、国际宏观经济数据库

同时，流入房地产领域的金融资源占比不断攀升。中国人民银行公布的《金融机构贷款投向统计报告》显示，2016 年全国新增房地产贷款（房地产开发贷款与个人购房贷款）5.7 万亿人民

币，约占全部人民币新增贷款的 45%，即近一半的信贷资源流向了房地产开发与按揭市场。伴随着政府对房地产融资的限制，金融对房地产的支持有所减弱。至 2020 年，新增房地产贷款占全部人民币新增贷款的比例回落至 26%，房地产贷款余额占全部人民币贷款余额的比例为 28.7%，但考虑到房地产业增加值仅占到 2020 年 GDP 的 7.3%（房地产业与建筑业增加值之和占比为 14.5%），房地产领域所占用的信贷比例仍然偏高。作为对比，2020 年工业企业新增本外币中长期贷款约占新增本外币非金融企业中长期贷款的 21%，占新增本外币各项贷款的 9.3%，工业企业本外币中长期贷款余额占本外币非金融企业中长期贷款的 16.7%，占本外币各项贷款的 6.2%，远低于工业增加值占 GDP 的比重（2020 年为 30.8%）。

图 3.10 新增人民币房地产贷款占新增人民币贷款总额的比例



数据来源：中国人民银行，作者计算

在中国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段的大背景下，继续按照高投资、高杠杆模式发展房地产将带来一系列问题。一方面，高杠杆模式带来了重大金融风险。宏观经济增速下降、

居民收入增长预期下调、央行货币投放方式调整带来的金融条件变化、房地产炒作与投机行为的潜在转向等因素，均易引发房地产领域的流动性危机，导致房地产企业与居民部门的债务违约，进一步带来银行坏账攀升、居民资产质量下降、房地产企业供应商无法收回应收款等问题，这将对宏观经济金融秩序造成严重冲击。另一方面，在城镇化降速、老龄人口攀升的背景下，继续以大量金融资源支持大规模房地产开发，可能造成未来的供求失衡，并影响金融对制造业、生产性服务业等领域的支持，不利于中国经济的转型升级。同时，高企的房价与购房杠杆大幅推高了百姓的购房成本，不利于实现“住有所居”的社会目标，也不利于释放中国经济的消费潜能。

近年来，房地产领域的高杠杆问题及其可能引发的系统性金融风险引起了中央政府的高度重视。在“房住不炒”与“打赢防范化解金融风险攻坚战”的背景下，2017年7月，中央财经领导小组办公室经济一局局长王志军在解读中央政治局会议精神时，明确房地产泡沫与影子银行、国有企业高杠杆、地方债务、违法违规集资等领域存在“灰犀牛”风险隐患²⁰；2020年8月，时任银保监会主席郭树清在《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》一文中指出，“房地产泡沫是威胁金融安全的最大‘灰犀牛’”，随后

²⁰ 人民网，《影子银行、房地产泡沫、国有企业高杠杆、地方债务、违法违规集资等问题》，<http://m.people.cn/n4/2017/0727/c120-9412535.html?from=groupmessage>。

其他场合进一步阐释这一判断²¹。基于对房地产金融风险的认识，2017 年后，在“鼓励购房与房地产开发投资以支撑经济”与“稳定房价保障百姓住有所居”两个目标之外，控制开发商与居民部门涉房杠杆、防止房地产引发系统性金融风险、防止金融资源过度流入房地产市场，成为房地产调控的重要目标。

为了遏制房地产领域的债务累积问题，在以往控制宏观信贷总量与价格，调整售房所得相关税收减免条件，控制供地节奏，加快推进租赁住房与保障性住房建设，以及限购、限售、限贷等措施的基础上，在金融领域推出了一系列控制措施，限制金融资源流向房地产领域。2017 年，监管机构对影子银行资金流入房地产领域进行规范，中国证券投资基金业协会于当年 2 月发布《私募资产管理计划备案管理规范第 4 号》，限制信托、私募基金等通过委托贷款、信托贷款、明股实债等方式违规投资于“房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目”²²；2018 年，上市房地产企业股票再融资被收紧，证监会于当年 10 月下发《A 股上市公司再融资审核知识问答》，暂停推进房地产企业或涉房企业的再融资审核，防止募集资金变相用于房地产领域²³；同年，房

²¹ 郭树清，《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》，https://www.gov.cn/xinwen/2020-08/16/content_5535190.htm

²² 中国证券投资基金业协会，《落实中央房地产调控精神 规范私募资管投资行为 ——中国证券投资基金业协会发布<私募资产管理计划备案管理规范第 4 号>》，https://www.amac.org.cn/aboutassociation/gyxh_xhdt/xhdt_xhgg/201702/t20170214_2124.html

²³ 丁宁，《重磅！上市房企再融资开闸！》，北京商报，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1750742550833783534&wfr=spider&for=pc>。

地产企业的境外发债行为受到进一步限制，国家发展改革委、财政部于当年 6 月下发《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，明确房地产企业境外发债资金主要用于偿还到期债务，“限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金等，并要求企业提交资金用途承诺”²⁴；2019 年，银行贷款对房地产领域的支持受到约束，中国人民银行于当年 7 月召开银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会，明确提出“合理控制房地产贷款投放”，“严禁消费贷款违规用于购房，加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理”，同时提出“加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率”²⁵。

在上述措施的基础上，自 2020 年起，中央政府进一步从房地产企业和金融机构两个方面约束信贷对房地产的支持。2020 年 8 月，住建部与央行联合召开房地产企业座谈会，推行“重点房地产企业资金监测和融资管理规则”（即“三条红线”）²⁶，要求重点房企剔除预收款后的资产负债率不得大于 70%，净负债率不得大于 100%， “现金短债比”小于 1 。2020 年 12 月 28 日，央行与银

²⁴ 新华社，《两部门发文限制房地产企业 外债资金投资境内外房地产项目》，中国政府网，https://www.gov.cn/xinwen/2018-06/28/content_5301719.htm。

²⁵ 中国人民银行，《全国银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会在京召开》，中国政府网，https://www.gov.cn/xinwen/2019-08/01/content_5417776.htm。

²⁶ 中国人民银行，《住房城乡建设部、人民银行联合召开房地产企业座谈会》，中国政府网，https://www.gov.cn/xinwen/2020-08/23/content_5536753.htm；中国人民银行，《人民银行举行 2020 年第三季度金融统计数据发布会》，中国政府网，https://www.gov.cn/xinwen/2020-10/15/content_5551454.htm。

保监会下发通知，自 2021 年 1 月 1 日起施行“银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度”，分五档规定了银行业金融机构房地产贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例和个人住房贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例²⁷。

上述措施产生了明显效果，较为有力地抑制了房地产融资。从信贷看，房地产开发贷款余额同比增速由 2018 年 3 季度 24.5% 的峰值，回落至 2022 年 2 季度的-0.2%，个人住房贷款余额同比增速则由 2016 年 4 季度 38.1% 的峰值，回落至 2023 年 2 季度的-0.7%。从债券融资看，房地产企业境内信用债净融资从 2018 年四季度 1040 亿元的峰值，下落至 2023 年 2 季度的-808 亿元²⁸；地产企业海外美元债券收益率则大幅度攀升，2022 年年末中资 BBB+、B+、CCC+ 评级地产企业的美元债三年期收益率分别为 6.61%、17.38% 和 30.49%，较 2019 年年末水平分别上升 0.81、12.0 和 11.55 个百分点²⁹。从房地产企业开发资金来源看，2022 年中国房地产开发实际到位资金增速由 2014 年的 14.1% 降至 2021 年的 3.7%，2022 年则为-19.3%；从数额看，2022 年到位资金 22.2 万亿元，仅相当于 2018 年的水平（22.5 万亿元）。

抑制融资首先给房地产行业带来了较大冲击。一方面，部分

²⁷ 中国人民银行，《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，中国政府网，https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-01/01/content_5576085.htm。

²⁸ 数据来源为 Wind 债券专题下的债券发行与到期统计，行业为“Wind 房地产（信用债）”。

²⁹ 数据来源于中国债券信息网（<https://yield.chinabond.com.cn/>）。

房地产企业开始出现流动性危机。根据中指研究院的统计，2022年全国共有42家房地产企业出现债务违约，显著高于2021年的15家和2020年的4家³⁰；若算入对上游企业应付款的拖欠，则违约企业数量和规模会更大。另一方面，由于资金不足以继续支持在建楼盘建设，部分楼盘出现烂尾。根据易居研究院的测算，截至2022年年中，全国烂尾楼盘面积约2.31亿平方米，烂尾率3.85%，烂尾涉及的房贷资金约0.9万亿元，并已引发相关购房者的“停贷”行为³¹。同时，房企违约与楼盘烂尾严重地打击了购房者信心。叠加疫情管控因素，全国商品房销售面积累计同比增速由2021年3月的63.8%下滑至2022年的12月的-24.3%，同期期房销售面积累计同比增速由68.4%下滑至-28.1%。最后，资金不足与销售乏力拖累了房地产投资，并导致房地产行业失业人员增加。全国房地产投资增速由2021年2月的38.3%下滑至2022年12月的-10.0%；根据中国社会科学院金融所的估算，2022年中国房地产与建筑业失业人员约415万人，较2019年增加156万人³²。还需指出的是，房地产开发投资的下滑降低了开发商的土地需求，进而影响政府的财政收入。2022年地方政府国有土地使用权出让收入较2021年下滑23.3%。

面对上述情形，从2022年三季度起，政府开始优化调整房

³⁰ 中指研究院，《府番禺启示——深度调整下的房地产开发模式研究》，2023年7月。

³¹ 易居研究院智库中心，《2022年全国烂尾楼研究报告》，2022年7月。

³² 中国社会科学院金融研究所宏观金融分析团队，《中国宏观金融分析（2023年2季度）》，2023年7月。

地产企业融资政策。2022 年 8 月，住建部、财政部、央行等部门推动通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目的建设，但强调相关款项严格限定用于烂尾楼盘，实行封闭运行、专款专用³³。同年 11 月，央行、银保监会下发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，在信贷方面提出“稳定房地产开发贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，稳定建筑企业信贷投放，支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”，在债券方面提出“支持优质房地产企业发行债券融资。推动专业信用增进机构为财务总体健康、面临短期困难的房地产企业债券发行提供增信支持”，在信托贷款等表外融资方面提出“鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求”，同时延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排，并阶段性优化房地产项目并购融资政策（其中支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期的政策，及鼓励金融机构提供保交楼配套融资支持等政策于 2023 年 7 月得到延长）³⁴。同年 11 月，证监会以“答记者问”形式发布资本市场支持房地产企业融资措施，允许符合条件的房地产企业实施重组上市，允许上市房企以非公开方式再融资，允许以房地产为主业的 H 股上市公司再融资，允许符合条件的私募股权基

³³ 新华社，《多部门出台措施推进“保交楼、稳民生”工作》，中国政府网，https://www.gov.cn/xinwen/2022-08/19/content_5706085.htm。

³⁴ 中国人民银行，《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，中国政府网，https://www.gov.cn/xinwen/2022-11/23/content_5728454.htm?eqid=a9261ebb00007e8c000000026462eefd；新华社，《两部门延长两项金融政策对房企提供持续稳定支持》，中国政府网，https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202307/content_6891056.htm。

金管理人设立不动产私募投资基金³⁵。2023 年 8 月，中国人民银行、国家金融监管总局放松“限贷”政策，统一将全国首套、二套房首付比例分别设置为 20%和 30%（低于部分热点城市此前设置的比例）³⁶，并降低存量首套房贷利率³⁷，进一步放松对房地产按揭贷款的限制，降低居民房贷负担。2024 年 1 月，住建部、金融监管总局下发《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，在各地级及以上城市建立协调机制，要求各地“提出可以给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送”，以“搭建政银企沟通平台，推动房地产开发企业和金融机构精准对接”，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求。³⁸2024 年 5 月，住建部、自然资源部、央行、金融监管总局等部门共同推出稳定房地产发展多项举措，设立 3000 亿元保障性住房再贷款，用以支持地方国有企业以收购已建成未出售商品房用作保障性住房；支持地方政府通过发行地方政府专项债收回闲置土地用于保障性住房建设；下调全国首套、二套房贷最低首付比例，并下调公积金贷款利率。³⁹2024 年 9 月，央行、金融监管总

³⁵ 中国证券业监督管理委员会，《证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问》，中国政府网，https://www.gov.cn/zhengce/2022-11/29/content_5729451.htm。

³⁶ 中国人民银行，《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》，中国人民银行网站，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5050293/index.html>。

³⁷ 中国人民银行，《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，中国政府网，https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202309/content_6901351.htm。

³⁸ 住房和城乡建设部，《住房和城乡建设部 金融监管总局关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，中国政府网，https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202401/content_6925683.htm。

³⁹ 中国政府网，《国务院政策例行吹风会》，<https://www.gov.cn/xinwen/2024zccfh/16/index.htm>。

局等部门继续推出增量政策，二套房贷最低首付比例进一步下调，央行保障性住房再贷款出资比例提升至 100%，存量房贷利率逐步下调。⁴⁰同时，2024 年地方政府进一步调整限购政策，大部分城市不再执行“限购”，北上广深等一线城市限购措施也大幅放松。

上述措施与优化调整“集中供地政策”，优化“一城一策”限购、限售、限贷政策，契税、个税、增值税减免政策、调降房贷利率等共同为房地产市场提供了支撑，在一定程度上稳定了房地产企业、购房者的预期。然而，从销售、开发投资、房地产企业融资等角度看，中国的房地产市场仍未完全企稳，部分房地产开发企业（特别是保交楼压力较大的企业）仍面临相当大的资金压力。截至 2024 年 11 月，房地产开发投资、商品房销售面积累计同比增速仍未转正；地方政府 2024 年 1-11 月国有土地出让金收入仅为 2022 年同期的 64%；中资房企美元债券收益率 2024 年虽有回落，但市场波动仍然较大。房地产市场引发宏观经济波动与系统性金融风险的可能性仍不可被低估。

（五）经验总结

回顾中国的房地产市场发展历程，可以总结出以下三个特征事实与经验。

第一，政府通过土地、财政、货币金融、社会保障等政策的

⁴⁰ 中国政府网，《国务院新闻办举行发布会 介绍金融支持经济高质量发展有关情况》，https://www.gov.cn/lianbo/fabu/202409/content_6976186.htm。

协同培育了中国的房地产市场,并通过房地产市场的发展繁荣实现了经济社会领域的多元目标。自 20 世纪 90 年代起,政府通过改革土地划拨制度、收取土地出让金作为财政收入、允许金融机构发放住房按揭贷款、建立保障性住房制度等多种改革措施的协调配合,逐步打破“福利分房”体系,培育了房地产市场并促进其发展。进入新世纪,特别是 2008 年国际金融危机之后,政府通过控制供地节奏,调整房地产相关税费征收条件,调整宏观信贷、利率水平,调整限购限售限贷政策,加快保障房建设等多种政策协调配合,平衡房地产拉动经济与稳定房价等目标。通过房地产市场的发展,政府实现了改善百姓居住条件、实现居民财富保值增值、实现土地资源使用方式转换、促进城镇化、通过上下游产业拉动经济、扩大就业、为政府提供财政收入等社会经济目标。这是中国房地产市场发展历程的重要经验总结。

第二,实现多元目标,要牢牢把握宏观经济发展阶段的宏观背景,既要因时因事找准侧重点,避免“平均发力”,又要在抓主要矛盾的过程中顾及其他目标,避免“顾此失彼”。总体而言,在过去 30 年间,政府注重根据经济发展的宏观环境与房地产领域面临的主要问题调整施政重点。20 世纪 90 年代,在人均居住面积较低、高质量住房资源严重短缺的情况下,培育并鼓励房地产市场是最重要的政策着力点;进入新世纪,伴随着工业化、城镇化进程的提速,以及总体宽松的货币金融环境,着力发挥房地产拉动上下游产业、提供就业、扩大地方政府收入来源的作用,则

成为政策的发力点；2017 年以来，在中国经济由高速增长阶段转入高质量发展阶段的背景下，面对人均住房面积大幅增加、百姓住房自有率超过 90%、城镇化速度边际下降等变化，房地产市场的长期可持续发展要求逐步改变高杠杆模式，因此遏制房地产领域债务进一步攀升，防止房地产引发系统性金融风险，成为新的政策侧重点。然而，有侧重地施行政策并不是要将多元目标变为单一目标，在解决主要矛盾的过程中仍需时刻关注多元目标中的其他部分是否受到严重影响。以近年来化解房地产领域金融风险为例，在稳定房企、购房者杠杆，防止金融资源过度流入房地产领域的同时，仍应关注房地产市场发展的经济、社会目标，避免对投资、就业造成严重拖累，避免规模性烂尾引发社会矛盾，避免动摇百姓、投资者对中国经济的信心。

第三，在经济发展中实现多元目标是一个复杂的过程，需要多种策相互配合推动各自领域的改革，若过度依赖某方面政策单独发力，则大概率要么因力度不足而无法达到目的，要么因用力过猛而带来副作用。中国房地产市场过去 30 年的发展历程能够从正反两个方面为此提供例证。在 20 世纪 90 年代打破福利分房体系、培育房地产市场的过程中，如果不改革土地使用权分配与财政收入制度，则政府将缺少将农业用地转变为住宅用地的激励，且将失去进行地方基础设施建设的重要财政收入来源；如果不放开个人按揭贷款，则百姓购房需求将受制于当期收入和历史储蓄；如果不引入房地产开发商，仍由雇佣单位建设住房，则房屋供给

的效率和质量将大打折扣。正是基于土地、财税、货币金融等政策的协同调整，房地产市场才能够在较短时间内获得发展繁荣。基于同样的道理，当前探索房地产业发展新模式也需要各方面政策协同调整。房地产领域的高杠杆问题是金融问题，但不能只依赖金融政策的调整来解决。重点城市住宅用地供给的增加、地方政府财政收入的多元化、房产税试点的推进、商品房预售制度的改革、保障性住房体量的提升、教育等公共服务与住房的解绑、租购同权的推进，这些措施的探索与推行，将有助于让住房的居住属性与财富、社会保障等属性实现新的平衡，从根本上实现“房住不炒”，稳定房地产领域杠杆。

这些经验对当前优化多元目标下的宏观政策协同具有重要的启示意义。