土地财政及其金融化：可持续性、部门间风险关联与政策应对

赵扶扬　夏　芊

摘　要：土地财政金融化的本质，是地方政府及房地产企业通过将未来现金流前置化，获得巨量融资，投入到土地开发、房地产开发以及城市发展建设之中，这一过程内在导致了地方政府债务、房地产企业债务和居民债务的高企。这一经营逻辑在过去二十余年时间内撬动了海量资金，推动了中国基础设施水平和城镇化建设，但也带来了金融稳定问题、可持续性问题和资源错配问题。本文分析梳理了土地财政金融化的短期和长期挑战，并提供了能够兼顾平抑房（地）价、短期稳定和长期效率等多重目标的政策参考。

关键词：土地财政金融化　房地产　新型城镇化　风险关联

土地财政及其金融化的基本逻辑

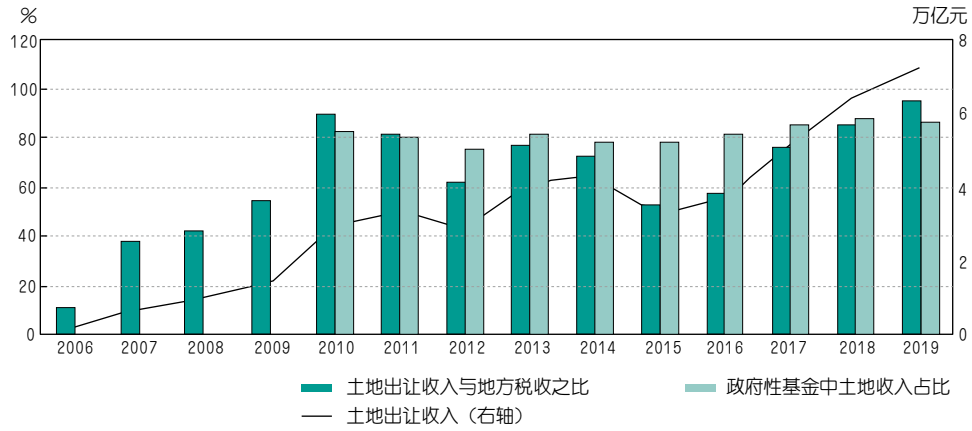
土地财政的背景

1994年分税制改革后，中国财政分权结构经历了财权上收和事权下放的变化，导致了地方政府巨大的收支缺口，而土地财政成了能够弥补缺口的主要方式。中国的城镇土地为国家所有，地方政府成为城镇土地的实际供给者和获益者。随着社会经济的发展以及房地产改革的深入，城镇土地的升值空间逐步抬升，土地使用权的出让收入及相关税费规模逐渐扩大。尤其是在2008年金融危机后，在宏观政策的刺激作用下，房价地价高企，土地出让收入已经成为政府收入的主要部分。

如图1所示，如今土地出让收入规模已经超过7万亿元，在2008年金融危机后，该收入已成为与地方政府税收收入比肩的财政收入来源；此外，自2010年土地出让收入纳入政府性基金管理之后，该项收入占政府性基金收入的比重也一直维持在80%左右，进一步表明土地出让收入是政府非一般公共预算收入的支柱。

快速上涨的土地价格和土地出让收入，为地方政府发展辖区经济提供了重要

赵扶扬，中央财经大学经济学院；夏芊，中国邮政储蓄银行普惠金融事业部。基金信息：本文系国家自然科学基金青年项目“地方政府土地配置行为的宏观经济影响机制研究：基于土地财政和土地金融的视角”（72003211）、教育部人文社会科学研究青年基金项目“地方政府土地供给对实体经济的影响研究”（20YJC790184）的阶段性成果。



数据来源：据财政部数据整理绘制。

图 1 土地使用权出让收入的规模扩张

的资金支持，其主要用途之一则是通过基础设施建设推动城市发展。据国家统计局的数据，基建投资占GDP的比重在2008—2017年的10年间翻了一倍。基建投资能直接拉动辖区GDP，同时，良好的基础设施水平不仅对招商引资和扩展税源有重要助益，还能通过房价和地价的增值抬升未来土地财政收入的空间。从而在一段时间内，土地财政、房价地价、基建投资和经济发展形成了一定的正反馈循环。

土地财政的金融化

事实上，土地使用权的出让仅是地方政府土地财政行为的狭义理解。由于土地和房地产开发过程存在资金投入大、周期长的特点，通过金融信贷手段将未来的现金流转化为前置的资金投入，则可以用少量资金（资产）撬动更大的经济活动。同时，土地又是信贷中的重要抵押担保物，这进一步强化了土地、土地开发和相关信贷的联系。因此，在广义的“土地财政”概念中，“土地金融”必不可少，成为土地出让的重要补充。[①]

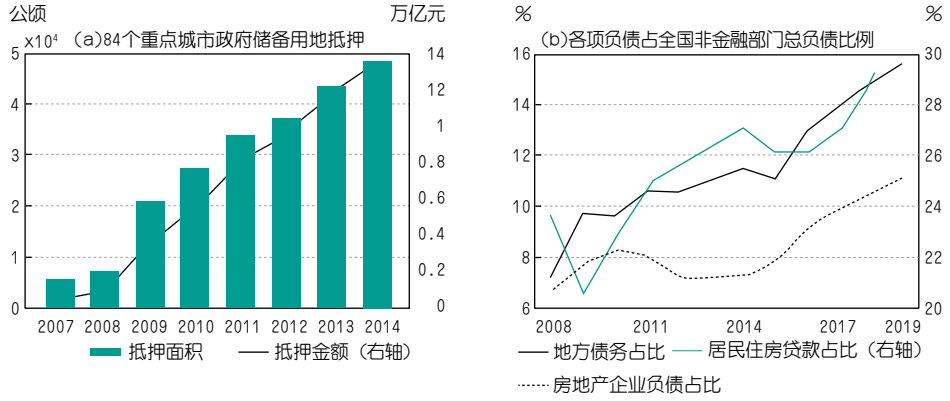
地方政府债务一直与土地紧密捆绑。[②]尽管与1994年分税制改革配套的旧《预算法》规定地方政府不得直接举债，但地方政府可以通过土地储备中心、地方城市投资公司等融资平台举借债务。图2（a）展示了全国84个重点城市政府储备用地的抵押贷款情况，可以看到抵押金额和面积自2007年后飞速增长，在2014年已经达到1.4万亿元的规模。除了抵押贷款外，土地还可以为城

① 梅冬州和温兴春（2020）、赵扶扬 等（2021）。
② 张莉 等（2018）、毛捷和徐军伟（2019）。

投债进行担保和增信，据中债资信统计，2013—2014年地方融资平台发行的配有增信措施的城投债中，超过40%都采用了以土地使用权为抵（质）押担保的形式。尤其是在2008年金融危机后，中央政府放宽了地方融资平台的举债限制①，使得以土地金融为支撑的地方政府债务出现快速上升，如图2（b）所示。

在土地金融的运作中，房地产开发企业同样是重要的举债主体。土地开发过程往往由地方政府和房地产企业共同完成，地方政府主要承担土地收储和土地的前期基础开发工作，但地方政府可以允许房地产企业参与土地开发的前期工作。然而房地产企业能投入的流动资金同样有限，需要企业在拿地之后将土地储备抵押，再进行土地开发及后续的房地产开发。这一过程中，房地产企业通过土地和房产抵押获得了巨大的融资能力，刺激了其“购地-囤地-融资”的循环投机行为，不仅推高了土地出让价格，更推高了自身负债水平。图2（b）显示，房地产开发企业的负债占全国非金融部门负债的比重自2008年之后一路攀升，并于2019年达到29.4%。

在更广义的“土地财政金融化”概念中，也应当将居民住房支出和住房贷款考虑进来。无论是土地价格还是住房价格，反映的并不是资产标的当前能提供的使用价值，而是未来所有时期使用价值的贴现总和。地方政府的土地出让行为和房地产企业的建房售房行为，均是提前将这些价值变现，投入到土地和房地产的开发过程



数据来源：据原国土资源部、国际清算银行、社科院资产负债表研究中心、国家统计局、人民银行的数据整理绘制。

图 2 土地财政金融化中的债务扩张

① 人民银行、银监会《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），2009年3月18日，http://www.gov.cn/gongbao/content/2009/content_1336375.htm.

中，甚至是城市的建设中——这本质上是由居民提前支付了相应的成本（赵燕菁，2019）。这一过程即便不涉及字面意义上的“金融”行为，暗含的资金跨期配置和部门间配置也凸显了土地金融的本质。更何况，相当一部分居民的购房费用无法摆脱住房贷款，而针对预售商品房的住房贷款更是直接投入到了房地产开发的过程之中。2016年以来，在“去杠杆”和“防范化解重大风险”相关政策努力下，我国非金融企业部门杠杆率明显下降，地方政府部门杠杆率明显企稳，但居民部门杠杆率却出现了快速攀升。据人民银行统计，居民债务中住房贷款占比高达80%，如果进一步考虑公积金贷款、流入房地产领域的经营性贷款和短期消费贷款，这一比例将更高。

综上所述，土地财政金融化的本质，是地方政府及房地产企业通过将未来现金流前置化，获得巨量融资，投入到土地开发、房地产开发以及城市发展建设之中，这一过程内在导致了地方政府债务、房地产企业债务和居民债务的高企。本文将上述逻辑总结在图3的概念性框架之中。诚然，土地财政及其金融化在过去二十余年内撬动了海量资金，极大地推动了中国基础设施水平和城镇化建设，在中国经济发展过程中功不可没。然而，土地财政金融化的潜在挑战也不可小觑。

土地财政及其金融化的挑战

短期流动性风险

在土地财政的金融化过程中，金融系统通过地方政府、房地产企业、居民三个部门的债务关联，深度参与房地产开发全过程，包括土地储备贷款、房地产开发贷款、流动资金贷款、居民住房按揭贷款等；进一步地，金融系统也直接或间接

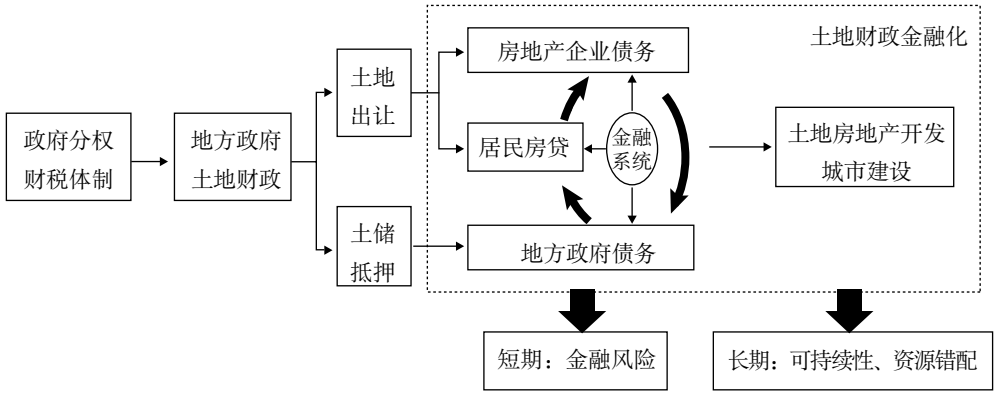
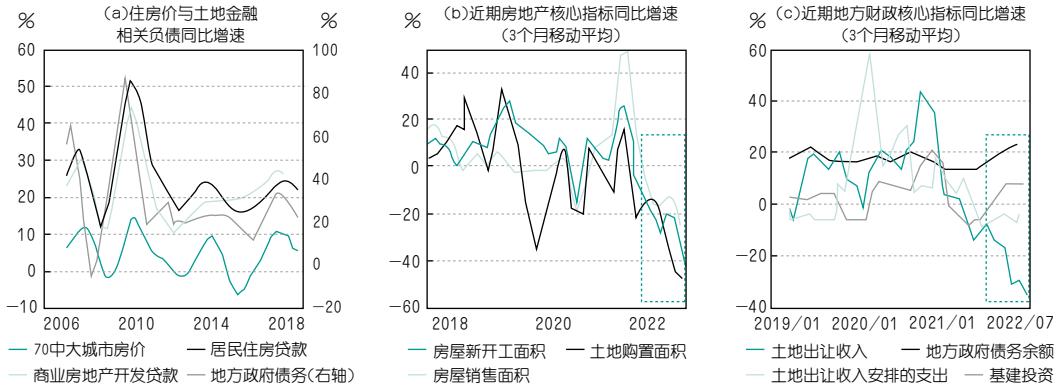


图 3 本文的概念性框架

地参与了基础设施建设和城市发展过程之中。此外，地方政府、房地产企业和居民三个部门不仅通过金融系统间接联系，还存在相互的直接联系，例如房地产企业需要对地方政府和居民承诺项目的顺利开发并按时交房，再如地方政府对房地产企业直接执行一定程度的资金监管。

上述关系在经济快速发展、市场预期稳定的前提下，可以形成较为稳定的结构并持续运转。然而，一旦某一环节出现问题，多米诺骨牌效应则不可避免。例如，以房地产企业资金链紧张作为一个源头，金融机构为了防控风险会进一步收缩对房地产企业的贷款，地方政府为了保交楼会进一步加强对房地产企业的资金监管，这加剧了房地产企业的资金链紧张问题，在极端情况下居民可能会停贷，导致金融机构的房地产企业贷款和居民住房贷款坏账率进一步增加，导致了金融系统“惜贷-坏账-惜贷”循环下的第一层金融加速器（Gertler & Karadi，2011）。更进一步，如图4（a）所示，地方政府、房地产企业和居民三个部门的债务与房地产价格存在高度的协同关系，债务波动与资产价格波动互为因果，如债务断链，资产变卖和预期转弱两个渠道会共同压低资产价格，进一步抑制了基于资产抵押的融资能力，导致了举债主体“资产价格下跌-融资能力下降”循环下的第二层金融加速器（Kiyotaki & Moore，1997）。①



数据来源：据国家统计局、人民银行、财政部、国际清算银行、社科院资产负债表研究中心的数据整理绘制。

图 4 土地财政金融化与房地产的关联，及近期金融风险

① 上述隐忧已经通过近期的新闻和数据初现端倪。2022年7月以来，全国百余楼盘业主“停贷风波”引人注目，其前置事件正是2020年至今房地产企业债务“暴雷”和项目“停工、烂尾”。与此相伴的，是2021年下半年至今房地产市场的整体低迷。如图4（b）所示，我国房屋新开工面积、土地购置面积、房屋销售面积等房地产核心指标的同比增速进入持续下行通道，并于2022年上半年下滑至近几年来的最低水平。

房地产市场的低迷也不可避免地传导至地方政府财政压力上。如图4（c）所示，2022年二季度，地方政府土地出让收入同比增速降至－30%以下，使用土地出让收入安排的支出增速虽同为负，但明显高于土地出让收入。因此，仅从土地财政的角度，已出现入不敷出的境况。从地方财政总体来看，收支矛盾同样明显，图4（c）中基建投资增速在二季度仍然保持在8%，此外，2022年6月地方政府公共财政支出同比增速为6.35%，与之对比的是地方政府本级公共财政收入增速仅为－3.57%，全国税收收入增速仅为－21.2%。在这一背景下，地方政府债务成了弥补收支缺口的唯一方式，图4（c）显示，2022年二季度地方政府显性债务余额增速高达23.2%。

总体来看，土地财政、地方支出、地方债务三者在图4（c）中由低到高，在2022年上半年出现了“K型或叉型”分化。这一分化模式可能会进一步持续。一方面，受到“三重压力”、减税降费政策、疫情防控等影响，地方政府的收支缺口将愈发依赖地方政府债务。另一方面，高速增长的地方政府债务带来了愈发繁重的还本付息压力，据财政部的数据，2022年6月地方政府债务到期偿还本金同比增速为8.03%，支付利息同比增速为11.52%，而90%的本金是通过发行再融资债券偿还的。

长期的可持续性挑战

在根本上，土地财政及其金融化依赖于居民、政府和企业对城市发展的预期。然而，未来城市发展的核心并不仅在于高水平的基础设施，更在于人口在城镇的增长和聚集。过去二十余年，我国城镇常住人口迅速增加，加之城镇住房、基础设施等硬件水平原本较低，带来了巨大的城市发展需求和预期，为地价房价增值、土地财政规模扩张创造了广阔的空间。然而随着我国进入新发展阶段，未来以人口增长为依托的城镇化速度必将减慢，这对土地财政及其金融化的可持续性提出了挑战。

第一，中国总人口增速下降以及人口老龄化，已是社会各界的共识。2021年中国人口自然增长率降至0.34‰的近乎零的水平，而15~64岁劳动年龄人口的占比在2010年达到74.5%的顶峰后开始一路下降。青壮年人口规模的萎缩将削弱居民对住房的需求以及全社会对城市发展的需求。

第二，依靠农业人口转移的城镇化进程明显减速。如图5（a）所示，中国城镇化率的增量自2015年开始明显下滑，2021年增量仅为0.83%。城镇农民工数量的增长是非户籍城镇化人口的重要支撑，图5（a）显示这部分群体的增速自2010年起就开始持续下降。虽然 2021年中国乡村常住人口还有4.98亿，农村地区人口储备并不低，但依据图5（b），留在农村的（青壮年）劳动年龄人口占比明显低于城镇，如果再考虑城乡之间劳动力技能和生产率的差异，当前农村人口能在城镇提供的有效劳动力和有效需求将进一步被压缩。

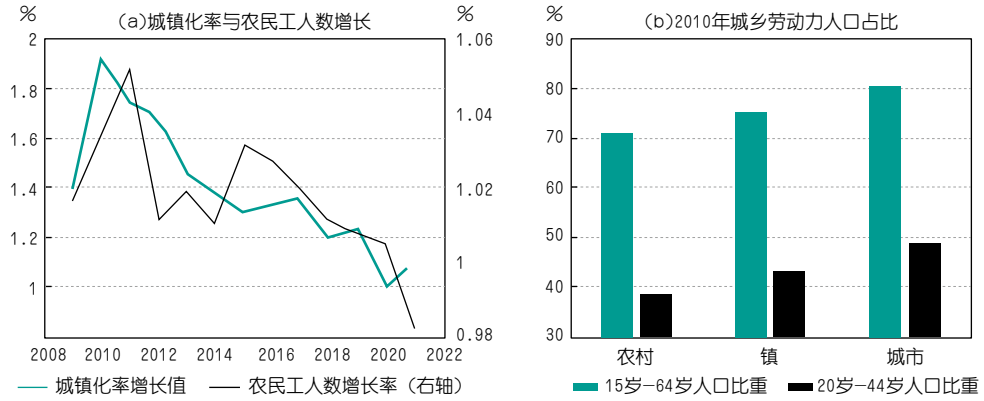
第三，“新城镇化”人口的住房需求和城市发展需求未能有效释放。当前，

我国有3亿~4亿中等收入群体，[①]假设中等收入群体均已实现了深度城镇化，那么尚未实现深度城镇化的新城镇人口则至少有5亿人，这部分人口存量原本可以随着自身的努力逐步扎根城市，并释放巨大的住房、消费和城市发展需求。然而，由于现今高企的房价、户籍制度、社会保障制度等阻碍，“新城镇化”人口深度融入城市的难度较十年、二十年前已大幅提高。相当多“新城镇化”人口没有能力甚至没有意愿真正融入城市发展之中，也自然无法为土地财政创造进一步的空间。

最后需要强调的是，在城市发展的供给侧，许多地区在空间拓展、资本积累等方面过量供给，超前于人口的增长，这同样压低了未来土地财政及其金融化的作用空间。尤其是欠发达地区吸纳人口的能力远不及发达地区（陆铭 等，2019），过度“以地谋发展”的功效已明显减弱（刘守英 等，2020）。

长期的资源配置效率扭曲

土地财政金融化快速抬升了政府、房地产企业、居民三个部门的债务杠杆。如果杠杆引导资金流向了高效率部门，则杠杆有利于资源优化配置，反之，则是金融风险和经济减速的前兆。理论上，只要市场是完备的，资金会从低效部门流向高效部门，但现实中金融资源则是会流向具有更多抵押资产的部门（Kiyotaki & Moore，1997）。土地财政金融化过程中伴随着土地和房地产等抵押资产的增值，导致金融资源存在向低生产率部门、企业、地区配



数据来源：据国家统计局、2010年全国人口普查的数据整理绘制。

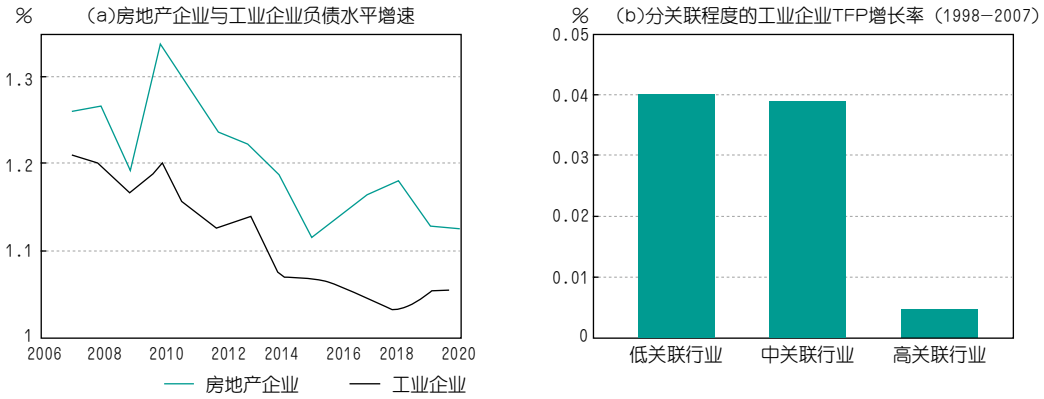
图 5 农村人口城镇化潜力

① 原国家统计局综合司副司长、新闻发言人毛盛勇的发言，2018年1月；国家发展改革委副主任兼原国家统计局局长宁吉喆的发言，2019年1月。

置的趋势，对我国经济高质量发展带来不小挑战。

从居民住房贷款的攀升来看。2016年去杠杆政策开始后，我国部门宏观杠杆率呈现出“企业去杠杆、居民加杠杆”的事实。然而，居民住房贷款是非生产性的，而企业部门是国民经济中的生产部门，企业杠杆的主要目的是促进生产，因此，我国杠杆从企业向居民转换，是一种部门间的资源错配。更需要警惕的是，居民部门杠杆蕴含着更大的经济和金融风险，大量研究发现经济金融危机是由居民债务上升且支出下降导致的。[①]此外据CHFS的微观数据，收入越低、教育程度越低的家庭“债务-收入比”和“债务-资产比”均越高，可见风险承担能力较弱的居民群体反而背负着较重的债务负担。

从房地产企业贷款的攀升来看。图6（a）显示房地产企业的负债水平增速一直高于以工业为代表的实体行业，这凸显了金融资源配置的行业分化。然而如图6（b）所示，与房地产相关度越高的行业，其全要素生产率增速越低。当金融资源不断向房地产及其相关行业倾斜时，将导致资金使用效率更低，降低社会全要素生产率。大量研究证实了房地产业扩张对实体经济带来的挤出效应：例如，房地产相关信贷挤出了实体经济融资（罗知和张川川，2015）；又如，非房地产企业为追求高回报而进行房地产投资或进入房地产领域导致主营业务投资受到挤压，[②]这将进一步抑制企业创



数据来源：据国家统计局、陈斌开 等（2015）的数据整理绘制。

图 6 房地产业相对工业企业的信贷错配和效率错配

① Mian & Sufi（2015）、Mian et al.（2020）。
② 荣昭和王文春（2014）、Dong et al.（2019）。

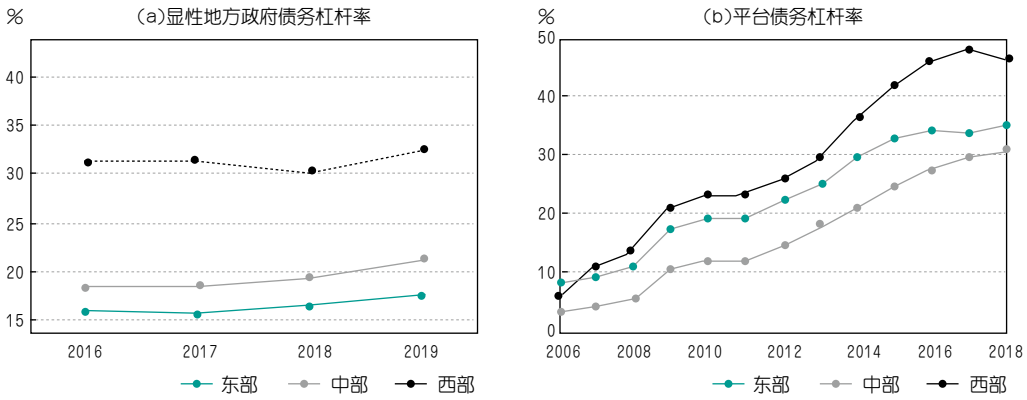
新和个体创业行为；[①]再如，房地产部门在扩张时抬高了各类生产要素的价格，对其他部门的生产成本带来压力。[②]

从地方政府债务的攀升来看。首先，地方政府债务推高了金融市场融资成本，影响了实体企业融资。[③]其次，以地方政府债务和土地财政金融化为支撑的过量公共投资存在低效趋势，对实体部门投资、创新和消费具有明显的挤出效应。[④]最后，地方政府债务存在着严重的区域结构错配。图7显示，从水平来看，中、西部省份地方债务杠杆率较高，东部较低；从增速来看，自2014年中央政府开始治理地方政府隐性债务后，东部省份融资平台杠杆率的增速企稳，但西部和中部省份仍然保持着较高增速。然而，以单位要素生产效率判断，中西部省份属于效率更低的地区，这些省份地方债务攀升同样是一种资源错配的现象。

土地财政金融化的政策调控

政策设计的总体原则

如今，土地财政金融化与国民经济的捆绑愈来愈深，不仅直接关联地方政府、房地产企业、居民部门和金融系统，更深刻地影响着实体经济部门乃至宏观经济的波动和增长，可谓“牵一发而动全身”。本文认为，相关政策体系的设计应



数据来源：据财政部、徐军伟 等（2020）的数据整理绘制。

图 7 东、中、西部地方政府杠杆率（政府债务 / 当地 GDP）的变化

① 王文春和荣昭（2014）、林嵩（2012）。
② 王文春 等（2021）、Dong et al.（2021）。
③ 刘畅 等（2020）、Huang et al.（2020）。
④ 赵扶扬 等（2022）、朱军和姚军（2017）、张勇和古明明（2011）；蔡晓慧和茹玉聰（2016）；吕冰洋和毛捷（2014）。

坚持“一‘兼顾’、二‘两分’、三‘客观’”的总体原则。

一“兼顾”是指，政策调控应兼顾多方面政策目标，包括平抑房价和地价、短期金融系统和地方财政稳定、长期结构优化和效率提升等等。上述政策目标不仅同等重要，且相互关联。例如，高房价将抑制居民需求，对长期经济增长不利；高房价将积累金融风险，对短期经济稳定不利。又如，短期金融系统和地方财政的不稳定一旦深度发酵，可能引发经济衰退，对长期经济增长不利。再如，长期结构性问题得不到解决，将通过理性预期折叠至短期，导致短期风险频发。因此，政策体系的设计应具备跨部门、跨周期的顶层视角和一般均衡视角，这格外强调政策工具的多元化以及相互之间的搭配协调。

二“两分”是指，短期政策和长期政策的“两分法”设计，以及存量调整和增量调整的“两分法”设计。纵然多重政策目标紧密相关，但这并不意味相关政策应当在不同方面一以贯之。事实上，不同政策目标之间可能存在潜在冲突，例如，旨在通过平抑房价、地价而调节长期经济结构和总体效率的政策一旦在短期内快速落地，可能会通过房价、地价的短期快速下跌刺破房地产泡沫和金融泡沫从而威胁金融稳定（赵扶扬，2022），甚至可能通过触动存量的既得利益格局而引发更大的不稳定。“渐进式改革”是我国经济体制建设的重要特点，在土地财政金融化的政策调控设计中，也应本着这一总体思想，对短期挑战和存量问题以稳为主，对长期调整和增量问题以改为主，从而协调不同政策目标的潜在冲突，实现总体政策效能的最大化。

三“客观”是指，客观看待房地产业和土地财政在国民经济中的定位。诚然，房地产业和土地财政金融化带来了诸多潜在问题，但我们不应抱有偏激的负面情绪。一直以来，房地产开发投资和基建投资占我国GDP比重均超过10%，房地产开发还能带动建筑、建材、家具、家装等多个上下游行业，而基建投资又是弥补商业投资短板、推动城市化建设的有力手段。因此，对待房地产，应同时把握“房住不炒”和“房地产支柱地位”，而对待土地财政，也应认可其在现行财税体系下的短期积极作用。当前，中国还有大量的农村居民准备进入城市，“新城镇化”群体中还有大量劳动力尚未真正融入城市发展之中，他们均对城里的房子、城市的发展抱有巨大的憧憬，一旦房地产业和土地财政进入良性循环，房地产业仍大有可为，土地财政仍存在可观的空间。

具体政策建议

地方政府政策工具和房地产金融政策在短、中期发力。当前房企资金链断裂、“烂尾楼”和“断供潮”事件已触及我国的经济安全底线，稳定房地产金融领域大盘刻不容缓。短期内，地方政府应因城施策用足用好政策工具箱，通过差异化降低监管资金提取门槛为房地产企业释放更多流动性，引导房地产企业通过收购、合作

等方式盘活资产，通过释放“保交楼”的市场预期以行政机制弥补短期内市场机制的不足；金融系统应支持房地产开发企业合理的融资需求，适度放宽商业性个人住房贷款的限制。中期内，地方政府应完善商品房预售资金监管机制，既要堵住漏洞防止资金挪用和流失，又要保障资金的灵活提取和使用；金融系统应加强房地产金融审慎管理制度，建立房地产金融审慎管理基础数据库和监测预警体系。

房地产长效机制和“以人为核心”的城镇化建设在中、长期发力。在中期，坚持“房住不炒”的总体原则，支持居民刚性改善性住房需求，对相应购房和贷款需求差异化、针对性、因地制宜地降低贷款利率、首付比例，提高公积金贷款比例和税费补贴；增加土地和住房供给，落实竞自持的土地出让方式与集中供地模式，大力推动保障房、公租房建设力度并拓宽融资渠道，构建多主体、多品种的租购并举的住房制度。在长期，推进房地产税制度，引导地方政府摆脱对土地财政的依赖，打压房地产市场投机行为；在区域协调发展的战略背景下，优化土地指标的空间配置，确保土地资源配置与人口流动方向相一致，同时加强户籍制度改革、公共服务体系改革的配套。

现代化财税体制建设在短、中、长期发力。在短期，规范优化土地收益和土地储备的管理，弱化地方财政与房价地价的关联性；防范化解地方政府隐性债务风险，构建管理规范、公开透明、风险可控的地方政府债务融资机制。在中期，深化预算管理制度改革，推进财政支出标准化、绩效管理和规划管理；建立权责清晰、财力协调的中央和地方财政关系，推动形成各级政府事权、支出责任和财力相适应的制度；中央政府应承担更多基本公共服务支出，同时建立起与公共服务供给相联系的转移支付机制。在长期，健全地方税体系和直接税体系，深化税收征管制度改革，培育地方税源；进一步完善地方官员考核机制，用人均GDP、人均可支配收入等人均指标取代总量指标，同时将人均公共服务资源、人民满意度等民生福利指标纳入考核体系。N

学术编辑：曾一巳

参考文献：

[1] 蔡晓慧,茹玉骢.地方政府基础设施投资会抑制企业技术创新吗?——基于中国制造业企业数据的经验研究[J].管理世界,2016(11):32-52.

[2] 陈斌开,金箫,欧阳涤非.住房价格、资源错配与中国工业企业生产率[J].世界经济,2015,38(04):77-98.

[3] 林嵩.房地产行业对于创业活动的挤出效应——基于中国跨地区面板数据的分析[J].经济管理,2012,34(06):21-29.

[4] 刘畅,曹光宇,马光荣.地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗?[J].经济研究,2020,55(03):50-64.

[5] 刘守英,王志锋,张维凡,熊雪锋.“以地谋发展”模式的衰竭——基于门槛回归模型的实证研究[J].管理世界,2020,36(06):80-92+119+246.

[6] 吕冰洋,毛捷.高投资、低消费的财政基础[J].经济研究,2014,49(05):4-18.

[7] 陆铭,李鹏飞,钟辉勇.发展与平衡的新时代——新中国70年的空间政治经济学[J].管理世界,2019,35(10):11-

23+63+219.
[8] 罗知,张川川.信贷扩张、房地产投资与制造业部门的资源配置效率[J].金融研究,2015(07):60-75.
[9] 毛捷,徐军伟.中国地方政府债务问题研究的现实基础——制度变迁、统计方法与重要事实[J].财政研究,2019(01):3-23.
[10] 梅冬州,温兴春.外部冲击、土地财政与宏观政策困境[J].经济研究,2020,55(05):66-82.
[11] 荣昭,王文春.房价上涨和企业进入房地产——基于我国非房地产上市公司数据的研究[J].金融研究,2014(04):158-173.
[12] 王文春,宫汝凯,荣昭,杨汝岱.房地产扩张对中国制造业工资的影响研究——基于劳动力再配置的视角[J].经济学(季刊),2021,21(03):951-978.
[13] 王文春,荣昭.房价上涨对工业企业创新的抑制影响研究[J].经济学(季刊),2014,13(02):465-490.
[14] 徐军伟,毛捷,管星华.地方政府隐性债务再认识——基于融资平台公司的精准界定和金融势能的视角[J].管理世界,2020,36(09):37-59.
[15] 张莉,年永威,刘京军.土地市场波动与地方债——以城投债为例[J].经济学(季刊),2018,17(03):1103-1126.
[16] 张勇,古明明.公共投资能否带动私人投资:对中国公共投资政策的再评价[J].世界经济,2011,34(02):119-134.
[17] 赵扶扬.地价高估、公共投资与资源错配[J].经济研究,2022,57(03):155-172.
[18] 赵扶扬,陈斌开,刘守英.宏观调控、地方政府与中国经济发展模式转型:土地供给的视角[J].经济研究,2021,56(07):4-23.
[19] 赵燕菁.是“土地金融”还是“土地财政”?——改革的增长逻辑与新时期的转型风险[J].文化纵横,2019(02):68-79+144.
[20] 朱军,姚军.中国公共资本存量的再估计及其应用——动态一般均衡的视角[J].经济学(季刊),2017,16(04):1367-1398.
[21] Dong F,Y Guo,Y Peng,Z Xu.Economic Slowdown and Housing Dynamics in China: A Tale of Two Investments by Firms[J].Journal of Money, Credit and Banking,2022,vol. 54(6):1839-1874.
[22] Dong F,J Liu,Z Xu,B Zhao.Flight to Housing in China[J].Journal of Economic Dynamics and Control,2021,vol.130:104189.
[23] Gertler M,P Karadi.A Model of Unconventional Monetary Policy[J].Journal of Monetary Economics,2011,vol. 58(1):17-34.
[24] Huang Y,M Pagano,U Panizza.Local Crowding Out in China[J].The Journal of Finance,2020,vol. 75(6):2855-2898.
[25] Kiyotaki N,J Moore.Credit Cycles[J].Journal of Political Economy,1997,vol. 105(2):211-248.
[26] Mian A,A Sufi.House of Debt: How they (and You) Caused the Great Recession, and How we Can Prevent It From Happening Again[M].Chicago: University of Chicago Press,2015.
[27] Mian A R,L Straub,A Sufi.Indebted Demand[R].NBER Working Paper,2020.

Land Financialization: Sustainability, Intersectoral Risk Linkages and Policy Responses

Zhao Fuyang[1] Xia Qian[2]
(1. School of Economics, Central University of Finance and Economics;
2. Inclusive Finance Department, Postal Saving Bank of China)

Abstract In 2022, China's real estate industry showed an unusual downward trend. The crisis in the real estate-finance field reveals existing problems from land financialization. The essence of land financialization is that local governments and real estate enterprises obtain a huge amount of financing through front-loaded future cash flows, and then invest in the development of land, real estate and urban infrastructure. This model leads to high levels of leverage for local government, real estate enterprises and households. Over the past 20 years, land financialization has leveraged huge amounts of capital, and greatly promoted China's infrastructure and urban construction. Yet, it has also brought about problems of financial stability, sustainability and resource misallocation. This paper analyzes the short- and long-term challenges of land financialization and provides suggestions under multiple policy objectives such as housing price stabilization.

Keywords Land Financialization, Real Estate, New Urbanization, Risk Linkages
JEL Classification H70 E44 E62