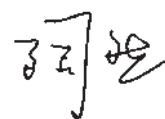


二十一世紀評論

中國經濟轉型前瞻

中國增長模式的形成、演變 和調控格局



一 引言

自1970年代後期啟動改革後，中國經過將近二十年的快速增長，從一個人口規模超大的赤貧經濟體轉變為一個基本解決全民溫飽的國家。據世界銀行(World Bank)資料，中國在1997年及以前一直都是低收入國家，只是到了1998年才進入下中等收入國家的行列。自本世紀初加入世界貿易組織(WTO)並融入全球化之後，中國經濟逐步走出之前長達七至八年的轉型陣痛期，並於2002至2008年間步入黃金發展期，實現了兩位數增長，終於在2010年步入上中等收入國家行列。即使2008年國際金融危機後增速逐步下滑，中國仍然維持了相當水平的增長率。2021年，中國國民總收入(GNI)達到16.785萬億美元，人均GNI達到1.188萬美元，距離當年世界銀行劃分的高收入國家人均GNI門檻(1.269萬美元)只有不到7%的差距。

但也正是國際金融危機之後，中國推動了多輪次、大規模的財政和信貸刺激，國民經濟開始面臨一系列嚴峻挑戰，包括增長過度依賴基礎設施與房地產投資，房地產全面泡沫化，新城區、開發區遍地開花，由此帶來地方政府、國有企業(國企)、房地產商、居民部門債務持續上升，國內居民消費需求不振。此外，國際經濟環境日益惡化，出口增速放緩，人民幣從增值趨勢轉為貶值趨勢，資本外逃乃至人才外流壓力加大等。尤其是近幾年，各類剛性有餘、彈性不足的宏觀調控政策和微觀干預措施，更帶來市場化主體的信心嚴重不足，持續三年的新冠疫情防控措施更是雪上加霜。

* 筆者感謝國家社科基金(17ZDA075075)和香港中文大學科研啟動基金的資助，文責自負。

如何理解當前中國增長模式形成的邏輯及其政治經濟學背景？為甚麼這個模式在推動相當長時期高增長的同時，又引發了經濟、社會、環境的多維度失衡？如何理解政府為應對這些失衡推動的各類宏觀調控和微觀干預措施的邏輯及後果？中國邁入高收入經濟體的前景如何？這些問題顯然不僅是中國轉型發展研究的重要學術問題，更是關係到中國十四億人口命運乃至全球發展的重大現實挑戰。

本文試圖勾勒出一個整體的分析框架來初步回答以上問題。只有借助一個整體性分析框架，才能深入理解到底是哪些國際、國內的結構性因素帶來了過去二十多年的中國經濟高速增長並塑造了當前的發展模式，有效評估這些因素如何互動並推動這個模式演化到現今的局面。而之所以只能給出一個初步的回答，則是因為要全面釐清這些問題的難度巨大，遠遠超出單篇文章的範圍。但一個良好的理論分析框架不僅有強大的解釋力，也將具備良好的擴展性，為未來的系統性研究奠定扎實的基礎。

本文剩餘部分安排如下：第二部分給出一個「三二一」分析框架，對1990年代中期以來逐步發展出來的以投資驅動、出口導向為主要特點的中國增長模式進行了一個簡化的理論闡釋。在該增長模式下，國有銀行、上游國企、地方政府分別保持了金融部門、上游製造業與非金融高端服務業、城市商住用地的「三領域行政性壟斷」；與此同時，中央和地方政府協力推動的國際和國內「兩層逐底式競爭」有力地支持了出口導向型非公有制企業的「一類市場化競爭」，實現了本世紀以來持續的大規模出口創匯和高額貿易順差，並在中國特有的匯率體制下累積了巨額的外匯儲備和超發了大量的對沖性人民幣基礎貨幣，最終為各級政府取得稅收與非稅收入，為上游國企、國有銀行和城市政府分別從三領域行政性壟斷抽取高額租金奠定了基礎。

第三部分考察了這個增長模式在國際金融危機後的進一步演化以及多輪次財政信貸刺激帶來的全面泡沫化和系統性扭曲，提出三領域行政性壟斷租金的相當部分以超常規基礎設施建設和超標準招標採購的方式被耗散給相關強勢利益集團，同時引發嚴重的資源誤配和收入差距問題。在政府缺乏意願推動體制改革的情況下，只能通過多輪次「放水」和「頭痛醫頭、腳痛醫腳」的調控來應對現有增長模式自身內生出來的系統性挑戰，不僅沒有打破、反而全面強化了三領域行政性壟斷。一旦結構性改革無法推進，政府就只能運用傳統的放水—調控政策組合來應對巨大的經濟挑戰，結果自然是「南轅北轍」。

本文在結論部分提出，之所以國際金融危機以來中國政府所推動的各種宏觀調控政策和微觀干預措施效果不彰，根本上還是因為難以形成深層次體制改革的共識，自然就無法推動重大的結構性調整。未來可能出現的最糟糕結果，就是過去十多年來累積的巨大泡沫破裂，不僅會反噬經濟發展所取得的成果，甚至還會帶來中長期的增長停滯，全面跌入一直希望避免的「中等收入陷阱」。

二 當前中國增長模式的形成

中國現有增長模式肇始於上世紀90年代上半期。在1980年代末重大政治事件使中國處於孤立的大背景下，為突破經濟困局，從廣東首先開始，中國加大了針對包括港台資本在內的「華僑資本」招引力度，通過各種特殊待遇（如加工企業稅費減免）來招商引資並促進出口。在各種優惠政策和廉價勞工等條件的吸引下，原來分布在港台等地的全球價值鏈的加工組裝環節加快延展移動到中國沿海，逐步形成了加工出口生產網絡的群聚^①。

1990年代中期之後，中國沿海地區前一階段發展的、以滿足國內消費品需求為主的地方國企、鄉鎮企業卻因整體產能嚴重過剩出現了大面積虧損，而銀行體系也因推動商業化改革，難以繼續為虧損企業輸血，引發了一輪大規模的地方國企和鄉鎮企業的破產、重組、改制。

到本世紀初，大部分沿海地方政府所有的國企、鄉鎮企業基本完成破產、重組和改制，而同一時期包括外資企業（外企）在內的民營製造業企業（製造業民企）逐步壯大。由於難以再依靠本地建立的公有制企業取得利稅收入，不少沿海地方政府逐漸轉向吸引以外企為主、出口導向且具有更強流動性的民營製造業投資。通過大規模建設工業開發區、集中招商引資為主要方式的區域競爭模式，就從之前鄉鎮企業非常發達、但地方企業改制後急需建立新稅基的蘇南地區開始^②。此時，地方政府在經濟發展中扮演的角色逐漸從地方企業的「所有者」，轉換為建立工業開發區並向非公有制企業提供優惠土地、補貼性基礎設施等便利條件，推動後者在本地生產並納稅的「徵稅者」。相比於原先那種必須在本地生產，並為本地產生利稅的地方國企和鄉鎮企業，這一階段發展起來的民營企業（民企）有更大流動性，也更有依據地方優惠條件來選擇生產區位的主動權。在過去二十五年中，中國各地的工業開發區建設熱潮首先從蘇南地區開始，逐步延伸到東部沿海其他城市，2005年前後向中部地區擴散，2009年大規模宏觀刺激措施出台後進一步席捲到廣大西部地區。

換句話說，中國地方政府從上世紀末和本世紀初開始通過壓制工業用地價格、放鬆勞動監管和環境管制等非稅工具，展開了日益激烈的製造業國內逐底式競爭：除通過各類產業園區壓制工業地價並大舉供地之外，地方政府還有意識地放鬆了勞動保護和環境管制的政策力度，比如不少地方政府不嚴格執行員工超時工作和勞動場所安全保護的法律法規，還允許企業只為管理層和少數技術員工繳納社會保險（社保），對企業污染排放採取「睜一隻眼閉一隻眼」的態度。由於壓制工業地價、放鬆勞動監管和環境管制的成本主要由失地農民、農民工和全社會居民承擔，地方政府就可以在不過度降低稅率的情況下，通過非稅工具向全社會轉移成本，最終實現地方稅收最大化。

但以上描述仍然無法全面解釋本世紀以來相當一段時期中國經濟的高速增長及相關典型性事實，還需要補齊以下三個關鍵的邏輯環節。

(一) 理解現有中國增長模式的三個關鍵環節

首先是國內逐底式競爭下招商引資所積累巨額產能的去處問題。這個問題的答案非常明確，就是以發達國家為主要對象的龐大國際消費品市場。如果沒有足夠大的市場去消化這些產能，地方政府的招商引資將沒有太大意義。畢竟1990年代中期之後，正是因為整體產能過剩，才出現了消費品行業地方國企、鄉鎮企業的大面積虧損，而不得不走上破產、重組和改制之路。

上世紀90年代也正是東亞港、台、日、韓等先行經濟體相對勞動密集型的產業/生產環節因成本上升而選擇外遷的時代，中國則在國內一般消費品嚴重過剩的背景下，迅速推動出口導向的外向型發展策略，結合本國的便宜土地、豐富勞動力、低門檻的勞工與環境保護政策，全力吸引外資，尤其是相鄰東亞經濟體的投資，利用後者所掌握的技術和國際市場渠道實現了出口奇跡。這些東亞先行經濟體來華投資的企業原來就掌握了國際市場，尤其是發達國家消費品市場的相當份額，來華投資則進一步降低了生產成本，甚至還有效地擴大了國際市場份額。中國在2001年加入WTO之後，全球消費品市場對華基本上實現了全面開放，中國製造的消費品可以按最惠國關稅進入164個WTO成員國市場，上世紀末和本世紀初也正好是全球價值鏈生產模式的蓬勃發展期。

在這個生產模式下，作為主導企業的跨國公司有效掌握了知名品牌和關鍵技術，甚至還掌握了市場批發和零售網絡。因此，在中國從事製造業生產的企業，只要以組裝工廠或原始設備製造商(OEM，代工生產)的身份加入價值鏈，就可以繞過品牌障礙將其製造/組裝的產品通過沃爾瑪(Walmart)、開市客(Costco)等大型零售商或優衣庫(UNIQLO)、耐克(Nike)等全球時尚品牌廠商的渠道行銷到全球市場，而其產品設計、標準制訂、分銷和零售都由跨國企業主導完成；即使是諸如個人電腦、數碼相機、智能手機以及平板電腦的信息與通訊高技術產品，中國企業也完全可以選擇價值鏈上技術要求較低或最終製成品組裝之類的低附加值工作，伴隨發明、設計這些高科技產品的價值鏈主導企業取得小部分增加值。

此一時期，全球製造業生產的模塊化趨勢也讓高科技產品的不同功能部件可獨立設計並在不同地點生產，最後集中到生產成本最低的國家進行組裝。這就促進了中國外向型經濟從早期的「三來一補」(來料加工、來件裝配、來樣加工和補償貿易)，逐步發展到高度依賴加工出口(即利用進口零部件組裝產品出口)高科技產品，或以跨國公司供應商身份進入買方(批發和零售商)主導的價值鏈，用貼牌生產進入國際市場^③。在研發設計、技術創新和品牌建设較低投入情況下，中國取得了製造業出口增長的奇跡，2002至2008年間年均出口增長率超過20%。

傳統的東亞發展型國家模式之所以能實現成功的出口導向型工業化，恰恰是集權政治下領導者為追求經濟增長和稅收最大化，採取了對資方非常友

好的政策，依託其強大官僚體系實施了壓制勞工待遇、壓低(存貸款)利率、出口退稅、研發補貼、對外企實施市場准入限制等措施，為本土出口導向型製造業成長提供了巨大便利。雖然這些政策有效地拉動了本土投資，但也同時壓低了國內工資收入和儲蓄利息收入，並最終抑制了國內消費。與此同時，人為地壓低勞動力和資本價格，又刺激了投資並使國內產能遠遠超過國內需求，結果是政府不得不通過壓低本幣匯率和出口退稅等措施促進出口，通過向國際市場傾銷產品來消化國內多餘產能。

在壓制勞工待遇、壓低(存貸款)利率、出口退稅、壓低本幣匯率等方面，中國與早期東亞發展型國家的政策實踐基本上如出一轍，但仍然存在一個關鍵差別，即中國對製造業外企的政策極端友好以及中國出口對外企存在高度的依賴。這是因為台、日、韓等東亞先行經濟體在推動產業的出口導向之前，一般都有一個通過各種關稅、非關稅壁壘保護本地民企，並促使國內市場競爭以加速實現進口替代和培育國際競爭力的階段，而中國在1990年代前中期開始極力推動外向型經濟發展時，絕大部分本地民企還沒有掌握足夠的質量標準、技術實力和國際營銷渠道，去佔領國際主流消費品市場，政府只能通過吸引來自東亞先行經濟體產業鏈的低附加值環節來華投資，以實現出口創匯的目標。

這一時期中國成為全球勞動密集型乃至部分污染密集型產業/產業鏈環節的「投資天堂」，除了地緣因素外，主要還是因為中國能全面推動其他欠發達經濟體難以推行的國際和國內兩層逐底式競爭：即中央政府以抑制匯率升值、出口退稅、出口信貸等「組合拳」進行國際逐底式競爭，而地方政府則通過降低勞工待遇、放鬆環保管制和壓制工業地價等多種方式推動國內逐底式競爭。其中，國內逐底式競爭可以順利推動的關鍵就在於中國有一個極強的「利維坦式」官僚體系，尤其是地方黨政官僚體系。後者不僅具備強大的基礎性權力來推動工業化並收取各類財政收入，還掌握了強大專制性權力去有效壓制失地農民、勞工和環保人士的集體行動^④。

其次是地方政府通過逐底式招商引資發展製造業的成本收益問題。地方政府大規模建設工業開發區必須支付相當高的基礎設施成本，甚至還要支付因低價徵地、環境污染、勞工保護不足而引發的日益增加的維穩成本。在中國既有的稅制下，地方政府來自製造業的直接財政收益主要是製造業所繳納增值稅的地方分享部分(1994年分稅制後稅率設定為17%，地方僅分享其中25%和每年新增部分的30%)，以及為數有限的企業所得稅(1994年分稅制後所得稅先設為地方稅，但2002和2003年中央開始分享其中的50%和60%，所得稅地方分成比例之後一直穩定為40%；為招商引資，地方政府經常對企業所得稅給予「兩免三減半」，乃至「五免五減半」、「十免十減半」的優惠)。在這種情況下，地方政府如此不惜血本推動製造業招商引資的目的何在？

答案是城市製造業發展可以帶來包括房地產業在內的第三產業發展，而後者會給地方政府帶來可觀的商住用地出讓金及第三產業的營業稅和所得稅收入。正是以出口劇增驅動的製造業大發展帶來了城市收入水平的迅速提升，

而1998年城鎮住房體制改革後城市住房和其他服務業需求開始顯著增加。此一階段，城市政府通過工業用地低價協議出讓（以及壓制勞工和環境成本）拉動本地製造業，帶動本地服務業需求，再通過商住用地「招拍掛」獲得高額土地出讓金的「土地財政」模式逐步成熟，第二產業對本地第三產業的拉動效應逐步放大。

至少在國際金融危機爆發之前，中國大部分二線城市，以及幾乎所有的更低級別城市，如果沒有吸引到足夠製造業投資，包括住宅、商業、辦公用地在內的城市第三產業就很難上規模，自然也就談不上為地方帶來高額的商住用地出讓金及服務業營業稅、所得稅，土地增值稅、使用稅，契稅，耕地佔用稅，房產稅等收入^⑤。與此相反，大部分二線及更低級別城市，只要製造業招商引資成功，就會帶來一些中高收入群體對住宅、商業、辦公用地等第三產業服務的強勁需求，而地方政府因其壟斷城市商住用地供應，可因此獲得高額的商住用地出讓金以及商業、房地產業發展的相關稅收，這就是製造業對本地服務業發展的「財政溢出」效應。換句話說，中國特有的城市商住用地壟斷供應，讓地方政府能全面捕獲第二產業對第三產業的「土地增值溢價」。

隨着本世紀初中國逐步融入製造業產品的國際市場，愈來愈多的城市捲入了日益激烈的招商引資競爭。各城市扣除基礎設施和徵地補償成本後的工業用地淨價格不僅沒有上升，甚至平均看還在不斷走低。與此相反，商住用地，尤其是住宅用地的價格不斷走高，最後形成地方以商住用地出讓盈利補貼工業用地虧損，且補貼水平不斷增加的扭曲格局^⑥。

隨着從沿海到內地的一波又一波開發區建設浪潮，愈來愈多的城市主動或被動地捲入了招商引資的激烈競爭。當早期建設開發區的城市因第二產業帶動第三產業並從商住用地的高價出讓中獲利時，後來加入的地方政府才剛剛開始貸款建設工業開發區。從開發區招商引資到形成產能一般需要至少兩到三年時間，而只有製造業發展起來後，才能帶動對本地第三產業服務的強勁需求。在逐底式競爭格局下，大部分捲入競爭的城市一旦加入就「欲罷不能」。

比如，二十世紀末和二十一世紀初，蘇州、無錫、常州等蘇南城市先後展開了大規模的工業開發區建設，甚至還利用包括低工業地價在內的各種優惠條件吸引珠三角的企業，給珠三角地方政府帶來了巨大壓力，結果是珠三角地方政府也不得不努力建立國有工業園，想方設法留住企業。但由於珠三角地區在上世紀80和90年代就發展出了一套「自下而上」、利用集體土地招商引資的農村工業化模式，並在本地形成了相對強大的社會力量，珠三角很難複製長三角的招商引資模式。通過集體土地租金這個紐帶團結起來的珠三角村民和村集體組織能在相當程度上反制地方政府主導的「自上而下」的園區工業化，結果是珠三角並沒有像長三角和中國大部分地區那樣出現國有工業園遍地開花。但珠三角畢竟是中國的特例，而長三角「自上而下」的國有園區工業化模式卻最終成為中國的主流。也正是從這個意義上說，蘇南模式，無論是90年代中期之前的地方國企、鄉鎮企業主導模式，還是90年代中後期的國有園區工業化模式，才是中國不同階段經濟增長模式的原型和主流^⑦。

再次是中央政府在這個發展模式下的成本收益問題。畢竟地方政府招商引資的逐底式競爭會給全社會帶來高昂的顯性和隱性成本。無論是大規模低價徵地所帶來的失地農民利益受損，還是大規模工業發展引發的環境污染，以及降低勞工保護和社保繳費要求所帶來的農民工權利缺失，都不僅會加大社會抗爭的風險並損害中央政府的威信，而且從長遠看還將給中央帶來嚴重的財政負擔。尤其是考慮到1994年後中央政府就實行了基於增值稅的全面出口退稅政策，退稅率平均超過10個百分點，佔了分稅制後中央增值稅分成的絕大部分（地方政府則可根據自身財力和中央制訂的年度退稅額度自主決策，實際情況是大部分地方政府基本不對增值稅的地方分成部分退稅）。

那麼有意思的問題是，到底中央政府在這個發展模式下得到了甚麼，以至於在面對長期貿易順差所導致的國際貿易衝突的情況下，還願意接受這個模式所帶來的社會治理風險和長期財政成本？實際上，從二十一世紀初開始，中國增長模式就已帶來經常賬的較大順差，由此所帶來的人民幣升值和國際貿易衝突壓力也逐步累積。考慮到出口製造業給地方政府帶來的直接和間接收益，地方政府反對人民幣升值不難理解^⑥。但為促進出口，中央政府以出口退稅方式放棄了自身增值稅分成的絕大部分，中央政府的收益何在？

答案就是中央政府對製造業（能源、原材料、機械裝備等）和非金融高端服務業（電訊、交通等）上游央企的稅收、巨額外匯儲備以及龐大金融體系的控制權。第一，下游消費品製造業大規模出口帶動了能源、原材料、機械裝備等上游行業的生產，也帶動了對上游非金融高端服務業的需求，而這些行業的大部分龍頭企業就是央企，其產品以內銷為主，其增值稅無需退稅，所得稅全部歸中央所有。

第二，壓低人民幣匯率並抑制人民幣隨勞動生產率變化正常升值，出口退稅和優惠信貸，配合地方政府壓低勞工、工業用地和環境價格的逐底式競爭，有助於持續加大中國的貿易順差，投機者也會因人民幣升值放緩，向中國注入大量熱錢。中國的外匯儲備從1995年的736億美元，迅速飆升到2000年的1,656億美元，而2006、2009和2011年更是分別突破1萬億、2萬億和3萬億美元，並於2014年6月接近4萬億美元的歷史高點。在人民幣明顯低估、持匯者希望兌換人民幣，而中國人民銀行（央行）通過商業銀行對結匯來者不拒，就能在超發20多萬億人民幣基礎貨幣的同時獲得巨額的外匯儲備。一方面，這些外匯儲備成為中央政府掌握在手的可用外匯資產；另一方面，超發的基礎貨幣又進入中央有顯著控制力、自身又有行政性壟斷地位的國有金融體系，再由後者放出貸款，到期收回，就以「廣義貨幣」（M2）的形式大幅增加了整體經濟的流動性^⑦。在中國現有財金體制下，中央政府不僅對其財政收入有絕對的支配權，而且對國有金融體系及其信貸資源也具備相當大的引導權和配置權。甚至可以毫不誇張地說，超發基礎貨幣所獲取的巨額信貸資源，實際上是各級政府尤其是中央政府的「第二財政」。

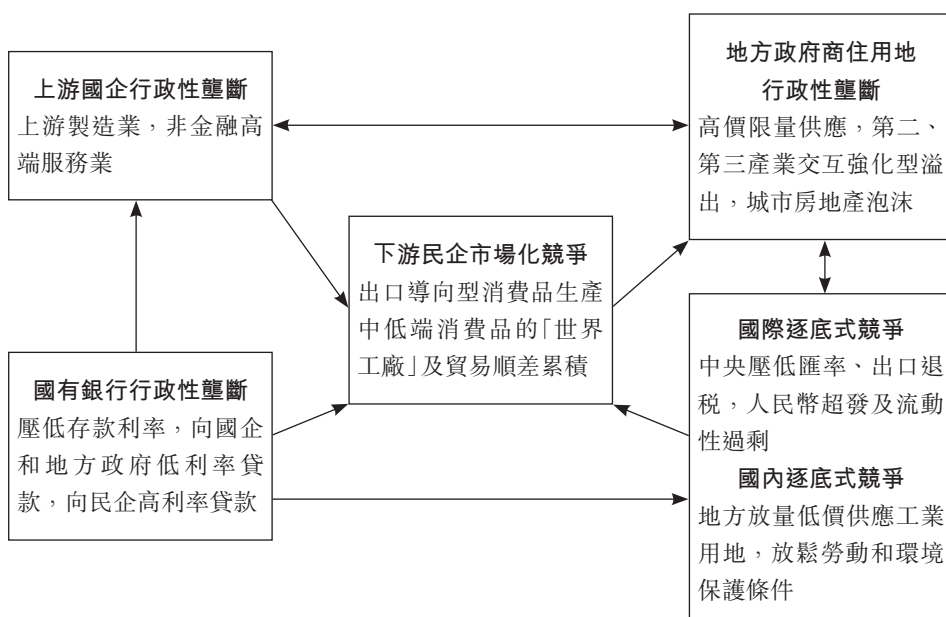
正因如此，雖然從民營製造業出口中獲得的直接增值稅收入因出口退稅而變得非常有限，但中央政府通過抑制人民幣的市場化升值及出口退稅帶動

出口而間接獲得的財政收入、外匯收益乃至信貸資源掌控力卻非常巨大，這就解釋了為甚麼中國自2005年才因外部巨大壓力而被迫推動匯率改革，人民幣隨後緩慢升值。

(二) 中國增長模式的「三二一」分析框架

基於以上分析，圖1給出一個考察當前中國增長模式的基本分析框架，可稱之為「三二一」分析框架。

圖1 中國經濟增長模式簡化圖示



圖片來源：筆者繪製。

簡單說，從1990年代中期以來，中國逐步發展出一整套比較成型乃至日益固化的經濟增長模式，在該模式中存在着金融部門、上游製造業與非金融高端服務業、城市商住用地的「三領域行政性壟斷」；與此同時，中央和地方政府協力推動的國際和國內「兩層逐底式競爭」有力支持了出口導向型非公有制企業的「一類市場化競爭」，實現了本世紀以來中國大規模的出口創匯和高額的貿易順差，並在中國特有的匯率體制下積累了巨額外匯儲備，超發了大量基礎貨幣，最終為各級政府取得稅收與非稅收入，為上游國企、國有銀行和地方政府分別從三領域行政性壟斷抽取高額壟斷租金奠定了基礎^⑩。

該模式下國企在上游製造業和非金融高端服務業的行政性壟斷和非公有制企業在下游消費品製造業部門的市場化競爭，分別來自於1990年代中後期公有制企業改革進程中推動的「抓大」和「放小」（對主要矛盾做宏觀調控，對次要矛盾做微觀干預）改革策略，而地方政府在商住用地的行政性壟斷來自於上世紀末以來的兩層逐底式競爭中逐步構建的、以製造業帶動本地服務業發展並全面捕獲商住用地增值收益的土地財政體系^⑪。

前文指出，至少在國際金融危機之前，中國大部分二線及以下級別城市，只有製造業招商引資成功，才會出現對住宅和商業用地等服務業的規模化需求，而其中規模化商品房銷售更是地方政府取得高額土地出讓金淨收益的基礎。更需要指出的一點是，在這些城市購買商品房的主力人群並不是數量巨大的外來農民工和城市低收入群體，而是以下四類人為主的城市中高收入群體：首先是製造業民企的管理層和中高級技術人員；其次是國有控股企業為主的金融業高收入員工；再次是國企為主體的上游製造業和非金融高端服務業的高收入員工；最後是地方財政通過製造業帶動服務業發展後抽取可觀稅、費、租供養的公務員和事業單位人員。顯然，後三類人群的高收入來自其所就業的國企和公共部門的行政壟斷地位。

以上框架有助於理解過去二十五年來中國工業化、城市化和經濟增長模式的運行機制及其對宏觀槓桿率、收入分配、社會及環境治理等多方面的含義。它不僅可以解釋這個增長模式下為甚麼會出現壓低利率的金融抑制，還可以解釋國有銀行為甚麼經常會對不同貸款主體收取差別化利率，即對上游國企和地方投融資平台給予優惠信貸，而對下游製造業民企限制貸款並要求更高的利率；它可以解釋地方政府為甚麼對工業用地和商住用地採取迥異的出讓策略，即以「招拍掛」方式壟斷、限量、高價供應商住用地，卻以協議方式放量、低價供應工業用地，並導致城市土地利用結構的嚴重扭曲、城市房價的過快上漲、新城區和工業園區「大躍進」、工業用地價格過低且利用非常不集約等現象。

這個分析框架還有助於解釋為甚麼隨着更多城市加入製造業的逐底式競爭，中國商住用地和工業用地之間的價差會持續擴大；為甚麼在面臨高資金成本、高能源、原材料價格以及相當高稅率的情況下，中國的製造業民企仍可利用兩層逐底式競爭，有效降低生產成本並維持較長時期的高增長；為甚麼在三領域行政性壟斷和兩層逐底式競爭的共同作用下，中國收入差距會在較短時期就迅速擴大，而以住房資產為主的國民財富差距更持續放大；為甚麼中國這樣一個大國，投資佔比如此之高而居民消費佔比如此之低；為甚麼中國的經濟特別依賴於出口，並很容易引發國際貿易糾紛。這個框架甚至還有助於理解為甚麼地方政府不僅過於工具性地利用土地實現超常規的財政增長和基建，而且過於工具性地利用「人」作為廉價勞動力來發展產業和建設城市，卻嚴重忽視城市化中應該作為發展目的本身的「人」，尤其是數以億計的農村流動人口及其隨遷家庭成員在城市定居、享受政府公共服務的權利。

前面指出，央行從本世紀初到2008年，因對沖人民幣升值放緩所帶來的貿易順差和熱錢湧入而超發了大量基礎貨幣。這些高能的基礎貨幣通過商業銀行的貸款發放而顯著增加了經濟中的流動性。之所以這一時期只出現了相對溫和的通貨膨脹，恰恰是因為中國製造業的產能早已過剩，而流動性又有前一階段未能充分發展起來的房地產和股市予以吸納。特別是相比於監管不嚴且較容易增加供給的股市，被地方壟斷限供的商住用地和房地產市場很容易成為中國經濟吸納流動性過剩的首選。

當然，隨着外匯儲備快速積累和人民幣基礎貨幣超發，央行在此一黃金增長階段還進行了金融上的「逆向操作」來防止流動性的過度泛濫。2010年，時任央行行長周小川提出了一個「池子理論」，即央行可以通過創造一個「蓄水池」，把過剩的流通人民幣蓄積起來，以減緩流動性過剩所帶來的問題^⑫。除提高利率外，央行主要通過提高存款準備金率、發行中央銀行票據（央票）等手段，直接抽走商業銀行的可貸資金去限制總貸款的投放量。於是，中國存款準備金率從2003年的7%一路提升到2012年的20%。以這種方式鎖住部分流動性的結果，就是2009年前只有一線城市和少數二線城市出現了房價的快速上漲，而大部分二線及更低級別城市只有當製造業招商引資成功，房地產業才會相應地發展壯大，且房價上漲幅度遠遠低於同期一線城市的漲幅。以製造業非常發達的廣東東莞為例，2008年前後商品房的價格每平方米只有5,000元人民幣左右，和現在動輒每平方米3萬元人民幣以上的價格不可同日而語。至於那些還沒有吸引到太多製造業、自身又缺乏煤炭等自然資源支撐的城市，城市房地產業和基建的規模往往相當有限。

三 2009年後經濟全面泡沫化的邏輯及其調控困局

為緩解國際金融危機後出口增速大幅下降對增長的負面影響，中國政府於2009年進行了第一輪大規模的財政信貸刺激，並在過去十四年中開啟了多輪主動貨幣超發和大規模金融刺激^⑬。2009至2010年、2013年、2015至2017年，以及2020至2021年新冠疫情期間進行的四次大規模信貸投放，實際上就把2009年之前人民幣超發後通過「蓄水池」鎖住的人民幣以及2009年後為對沖出口持續順差所超發的人民幣，逐步而全面地釋放出來，結果是房地產價格在各線城市的大幅輪番上漲，以及全國及地方各級政府的超常規基建和地方債務的快速攀升^⑭。

（一）房地產全面泡沫化

2009至2010年的大規模信貸刺激，加上中央對一線和部分二線城市住宅地產的調控，導致房地產泡沫不僅從住宅地產湧向商業地產、養老地產、文化旅遊地產，還從一二線城市向三四線城市擴散，從東部地區向中西部地區擴散。僅在2009至2011年間，各線城市房價普遍上漲100%至200%。當2009年第一輪刺激效應退潮導致經濟增速下滑後，政府又推動了兩輪信貸刺激，並在2013年9月和2016年6月引發兩次「地王潮」（大批天價樓盤集中出現）。

以2016年的「地王潮」為例，該年第一季度就放出了海量信貸，結合前期（2015年）央行已進行的四次降準（降低存款準備金率）和四次降息，同時號召個人加槓桿，很多三四線城市在2016至2017年間出現房地產購銷熱潮。特別值得一提的是，2016年推動的房地產「去庫存」及「棚戶區改造」（棚改）政策，



中國一線城市及大部分大中城市房價的上漲幅度遠遠超過了經濟增速和居民支付能力。(圖片由肖競提供)

構成2015至2017年間新一輪信貸刺激的主要抓手，也成為同期不少三四線的人口流出地城市房價飆漲的關鍵。棚改原來意在幫助城市棚戶區的住房困難群眾「出棚進樓」，但在此輪大規模棚改之前，很多一二線城市的房價已出現顯著上升，本身就引發了這些城市對城中村和老舊小區的加速更新，因此城市本身的棚戶區已大為減少。加上這些城市的住房庫存原來就不太高，地方政府自然缺乏積極性推動棚改；相反，很多三四線的人口流出地城市非常積極地申請棚改資金，正是因為這些城市在之前兩輪刺激政策退潮後積累了大量未出清的商品房，希望利用棚改給地方政府和開發商「解套」。

在棚改操作中，央行以「抵押補充貸款」(Pledged Supplementary Lending, PSL)方式向國家開發銀行(國開行)直接超發貨幣，而地方政府在規劃一批棚改項目後向國開行申請專項貸款，並採取貨幣化拆遷安置方式，即向棚戶區居民發放拆遷補償款，棚改拆遷戶再以拆遷補償款來購買本地累積的庫存商品房。在這種直接放水的強力刺激下，貨幣化棚改比例從2014年低於10%，躍升至2016年的48.5%和2017年的50%以上。截至2017年末，國開行累計發放棚戶區改造貸款3.4萬億元人民幣，而到2018年5月末又發放棚改貸款4,369億元人民幣，以支持棚改續建及2018年580萬套新開工項目的建設^⑥。「大水漫灌」式棚改刺激了很多人口流出地城市房價的大幅上漲，不少城市房價兩年內翻番。

現在看來，這次以棚改為抓手，以房地產去庫存為主要目標的新一輪刺激，不僅沒有緩解一二線的主要人口流入地城市住房短缺和價格過高問題，還帶來了不少三四線的人口流出地城市棚改後地方債務的過快攀升。那些積極推動棚改的地方大部分是人口流出地城市，產業發展和經濟增長情況本來

就不太好，所以才會出現大量的商品房庫存。即使這一輪棚改確實消化了不少商品房庫存，但同時也積累了更高的地方債務和居民槓桿，而未來棚改貸款順利償還的前提是地方政府能以相當價格出讓棚改拆遷後的土地。但可以肯定的是，通過這輪棚改解套的開發商基本上不會再在這些城市拿地，棚改帶來的約4.5萬億元人民幣地方隱性債務規模也將大部分成為壞賬^⑥。

中國商品房市場自本世紀初以來實現了加速發展。由於這一段時間房價總體保持上漲的態勢，於是不斷有評論強調中國城市房價是一個「堅硬的泡沫」。但房價收入比、空置率、租售比等指標都顯示這個泡沫被吹得太大了。中國一線城市及大部分大中城市房價的上漲幅度遠遠超過了經濟增速和居民支付能力，部分城市的房價甚至上漲了十多倍乃至二十倍。一旦未來城市房地產泡沫破裂，就可能給中國金融乃至經濟、社會帶來極為嚴重的後果^⑦。

除城市房價全面泡沫化外，中國多輪次的信貸刺激還導致了地方利用政府投融資平台，舉債大搞「土地金融」，並推動超常規的城市基礎設施投資。在這一階段，不少原來製造業基礎較差的城市也開始大規模建設新城區和工業開發區。至此，2008年前就已出現、但從經濟上看還算健康的第二產業對第三產業的財政溢出效應，到2008年後逐步演變成如下的格局：中央貨幣寬鬆帶動了城市房地產業發展，地方政府大規模建設新城區，試圖獲取商住用地出讓金，同時以新城區土地儲備大規模舉債以推動工業開發區。第三產業對第二產業的「反向金融溢出」效應就此開始凸顯。

顯然，相對於投資人力資本（基礎教育、公共衛生）或其他公共服務，物質基礎設施和城市建設投資更容易創造利益集團大規模尋租的機會。和很多其他國家一樣^⑧，中國地方政府對新建道路、橋樑、港口這些容易識別的基礎設施投資具有很高的積極性，並傾向於人為地擴大項目的建設規模。特別是國際金融危機爆發後，因對沖貿易順差所積累外匯儲備而超發的基礎貨幣



中國地方政府對新建道路、橋樑、港口這些容易識別的基礎設施投資具有很高的積極性。（圖片由肖競提供）

被央行通過降準、降息等手段逐步釋放到商業銀行體系中，帶來了經濟體系內極為充分的流動性。地方政府則借助土地金融工具，極度放大槓桿率，使得人類歷史上空前、大概率也是絕後的超常規新城區、工業園區、高鐵和高速公路以及城市基建成為現實。

(二) 超常規基建與整體槓桿率高企

上一節分析指出，中國現有增長模式下中央和地方共同推動了兩層逐底式競爭，通過爭奪其他國家的出口份額和向全社會分攤發展成本，有力支持了一類市場化競爭，有力促進了出口創匯，而大規模出口所創造財富的相當部分通過三領域行政性壟斷，以及各級政府抽取租金、稅收，進入了準公共和公共部門，但這仍然不是中國增長模式故事的全部。故事的剩餘部分就是這些壟斷租金的相當部分如何以至少表面上看上去合法的方式耗散出去，並進入各強勢利益集團的口袋。對不少壟斷性國企而言，各種超標準的招標採購就是利益集團尋租的主要方式；在地方政府層面，則主要是以儲備土地抵押並由城市投融資平台直接向國有銀行大規模貸款，甚至在地方舉債受限後以「政府與社會資本合作」（又稱「公私合作」；Public-Private-Partnership, PPP）等各類層出不窮的「創新」方式繼續向銀行借錢，通過超常規的基建來大舉拓展尋租空間，實現財富在各相關利益集團之間的再分配。

2002年，中國國內生產總值（GDP）中的基礎設施投資佔比為8%，2008年該比例已達到13%，2016年更接近24%。2002年該比例是所有發展中國家平均比例的兩倍，2016年更提升到將近五倍。從2003年開始，中國基礎設施投資的GDP佔比就在所有發達國家和新興經濟體相應比例的95個百分位之上，2009年後更快速提升到所有發展中國家相應佔比的95個百分位之上，之後還持續快速攀升^{①9}。根據國家統計局的數據，2010至2020年間中國的基礎設施投資總額就達到108萬億元人民幣。2009年後的多輪信貸刺激都是以各類傳統基建和新基建項目為抓手。無論是地方政府推動的各類新城區、開發區建設，還是城市道路交通（地鐵、輕軌、大容量公交等）、城市管網（供水、污水、雨水、燃氣、供熱、通訊、電網、排水防澇、防洪以及城市地下綜合管廊試點等）、污水和垃圾處理、生態園林等城市基建，都成為難以監督的大規模腐敗的溫牀。已有研究表明，中國很多的基礎設施項目只能產生很少的現金流、或者根本不能產生任何現金流，最終只能依靠政府未來的財政收入償還。雖然此類基建有助於實現短期經濟增長，但也必然會帶來地方政府的巨額負債^{②0}。

以新城區和工業開發區建設為例，2009年以來，地方政府，包括內地很多原本製造業基礎較弱的市縣，以土地財政為基礎，利用地方投融資平台進行土地金融加槓桿操作，新建和擴建了比之前黃金發展期更多數量、更大規模的新城區和工業開發區。在2009至2013年的五年中，中國以工業用地為絕對主體的工礦倉儲用地出讓面積總計90.7萬公頃，比2004至2008年的56萬公

項還要高出62%^②。如貴州這樣的西部欠發達省份，每個縣都大規模建設了工業開發區。當大規模刺激政策消退後，大量中西部乃至東部的新城區、工業開發區成為「鬼城」。

在實際操作中，大部分城市基礎設施項目由地方國有平台公司主導或與央企合作推動。很容易觀察到的一個現象，就是近年來的公共項目都盡可能提高了工程複雜程度和建設標準，以此大幅提高造價並拓展尋租空間。雖然這些基礎設施項目大都由國企總包，但相當份額的工程外包給利益關聯的民營建設商，並在工程款結算後進行利益再分配。這種「國企總包、私企分包」模式之所以能成為新時代尋租的主要方法，恰恰是因為相比於貪污、挪用等傳統腐敗方法，通過公共項目支出進行利益再分配的尋租更難進行有效的監管^③。

在這個背景下，相當一段時期內各級政府對大規模、超標準基建難以遏制的衝動就不再難以理解，而其建設融資恰恰來自於中央多輪信貸刺激釋放的巨大流動性。地方政府一般先將土地儲備、國有公司股權、規費、國債收入等資產劃撥、注入城市建設投資(城投)平台，然後再從銀行取得貸款或通過發行「城投債」從債市融資，而一些難以從銀行貸款或發行城投債的城市則主要通過融資租賃、項目融資、信託私募等方式，以更高利率向資本市場融資^④，最後不得不買單的仍然是地方各級政府和中央政府。

以2015年《中華人民共和國預算法》(新《預算法》)實施為節點，中央開始對地方債務規模進行較為嚴格的限額管理。2014年10月國務院印發了〈關於加強地方政府性債務管理的意見〉後，又對甄別後納入預算管理的地方政府存量債務，經各地申請發行地方政府債券，進行債務置換來降低利息負擔。2015至2018年間，各地共發行了12.2萬億元人民幣的地方政府置換債券，平均每年約置換3萬億元人民幣，但整體上來看仍有不少存量債務未能解決。2021年城投平台有息債務餘額仍高達56萬億元人民幣，2022年的城投債總規模可能超過65萬億元人民幣^⑤。

雖然財政部2014年開始推動的整改措施有助於一定程度的「化解存量」，但仍然無法有效「遏制增量」。2015年後，地方政府通過PPP、政府投資基金、政府購買服務三類新模式變相舉債。以PPP模式為例，自2013年十八屆三中全會明確提出允許社會資本通過特許經營方式，參與城市基礎設施的建設和運營後，財政部、國家發展和改革委員會(發改委)等相關部委密集出台了推廣PPP模式的政策性文件。實踐中，此類原來意在吸引社會資本的項目很少吸引到真正的社會資本，大部分上規模的項目為「中字頭」央企獲得。其關鍵原因就在於央企更容易舉債，結果是很多項目從「公私合作」異化成「公公私合作」(Public-Public-Private-Partnership)，即由地方政府牽頭，由央企—地方國有平台企業主導，聯合向國有銀行舉債，其央企完成地方平台無法完成的融資，而工程的相當比例最後還是分包給利益關聯的私人承包商。最後的結果就是大部分PPP項目完全由地方政府付費，社會資本不參與項目的論證、設計、建設和運營，地方政府承諾通過回購股份、支付固定收益等方式還本付息，形成了除城投債之外的新型隱性地方債務^⑥。

2009至2014年間，中國地方政府債務規模不斷攀升。根據國家審計署和財政部公布的相關數據，地方債務從2008年的5萬億元人民幣左右迅速增加到2010年底的10.72萬億元人民幣，到2014年12月增加到24萬億元人民幣，債務年均增速為22%。新《預算法》實施後，根據財政部公布的數據，2015和2016年地方政府負有償還責任的債務分別為14.76萬億和15.32萬億元人民幣，但一般估計地方政府的顯性和隱性債務加起來要遠超上述水平，根據國際貨幣基金組織(IMF)的測算，2019年中國地方政府隱性債務規模就達到42.17萬億元人民幣，幾乎是顯性債務(21.31萬億元人民幣)的兩倍，加上顯性債務後當年的地方政府債務就已超過60萬億元人民幣，負債率高達247%，平均利息也至少為5%至6%^⑥。這實際上意味着不少地方政府將很快不僅無法還本，甚至連付息都可能存在重大困難。

國際金融危機爆發後，雖然中國的宏觀刺激措施對全球經濟起到了一定的支撐作用，但其後遺症是中國的能源、原材料等上游行業產能過度擴張，房地產泡沫化，銀行過量放貸及地方債務快速攀升。無論是2009年後央企進行的資源、能源產能擴張和土地購買，還是地方政府的基礎設施、新城區和開發區建設狂潮，都迅速提升了中國經濟的整體負債水平，帶來了房地產企業(房企)、地方政府投融資平台，能源、原材料和基建行業央企與省屬國企，以及家庭部門的過高槓桿：

首先是高負債的房企。一旦形成房價上漲預期，房地產商就開始拼命加槓桿。僅以上市房企為例，上市房企整體資產負債率由2005年的59.98%上升至2021年的79.19%，僅次於金融業，十五年間上升近20個百分點，部分房企資產負債率甚至超過90%，已面臨資不抵債的風險。房地產行業資產負債率位居二十八個一級行業中的第三位，僅次於銀行業和非銀行金融業，有近一半的企業資產負債率超過70%^⑦。而且，近幾年開發商融資結構中，房地產信託、房地產私募基金和民間高利貸比例也不斷增加，利息顯著高於銀行貸款。一旦高負債開發商因房價預期改變而無法很快回籠資金、降低槓桿，不僅會帶來銀行壞賬，還會在房地產信託、房地產私募基金、民間高利貸等多點引發兌付危機。

其次是高度依賴商住用地出讓金的地方政府投融資平台。地方平台公司融資主要依賴將商住用地儲備抵押以獲得貸款，除發行城投債和成本更高的融資租賃、信託私募等商業融資外，銀行貸款比重最高，而土地抵押是獲得銀行貸款乃至發行城投債的常用方式。土地抵押貸款和城投債的償還也主要依賴未來土地增值收益，尤其是未來商住用地的一次性土地出讓金。因此，一旦商住用地價格出現快速下行，地方政府就會在債務償還上出現巨大困難。

再次是高度依賴房地產和地方基建的國企，尤其是央企。特別是在房地產上游產業，如鋼鐵、水泥、有色金屬、電力、建材乃至煤炭和鐵路貨運等行業，國企(特別是央企)依然佔據較大份額。2009年推出大規模刺激政策後，這些行業的很多國企過度擴張產能，甚至很多還進軍房地產行業，最近

這幾年又大幅度介入地方PPP項目。2012到2017年間，全國所有央企的負債累計規模從28萬億元人民幣急速擴張到51萬億元人民幣，年均漲幅13%；資產規模則從43萬億元人民幣擴張到75萬億元人民幣，五年時間共增長了73.5%，年均漲幅12%。央企的資產負債率在2017年達到68.1%，雖然2020年後略有下降，但仍高達66.5%^②。一旦房地產市場下行，不僅房地產開工量會大幅降低，地方政府勢必大幅收縮基建規模。此前因預算軟約束（指企業支出高於收益時，在外部得到足夠的資金援助）而過度借貸的能源、原材料，乃至重工業等上游行業國企就會出現大面積的虧損。

最後是家庭部門的高槓桿。2016年人民幣貸款增加12.65萬億元，2017年更創出13.53萬億元的歷史新高。這輪刺激政策帶來了很多二三線城市房價上漲，家庭購房支出增加帶來了家庭部門槓桿率的快速上升。中國居民槓桿率由2008年的18.2%上升至2019年末的65.1%，年均增長4.3個百分點，2020年進一步上升了7.4個百分點^③。一直以來，家庭住房貸款被認為是中國金融業貸款中最安全的部分，但2022年出現的一些家庭因房地產爛尾而大規模拒絕還貸的現象讓這個神話破滅。隨着經濟加速下行和可預見的大規模失業潮，家庭部門高槓桿帶來的風險只會加大。

（三）進退失據的宏觀調控政策與微觀干預措施

從前面提出的「三二一」分析框架不難看出，雖然既有的增長模式通過兩層逐底式競爭推動了一類市場化競爭，促使中國非公有製造業企業在國際消費品市場「攻城掠地」，並在一段時期內實現高速成長，但經濟成長果實的相當部分卻被逐步強化的三領域行政性壟斷以高額租金方式攫取。這個發展模式不僅損害了廣大勞工和失地農民的合法權益，還嚴重破壞了生態環境，引發了全社會收入和財富分配的嚴重不均，更帶來了國民經濟的超高槓桿和泡沫破裂風險。

要有效改變以上不利局面，就必須在嚴格落實各級政府財政紀律的基礎上，逐步打破上游國企、國有銀行、城市商住用地供應領域的行政性壟斷，有效降低民企的生產成本和城市居民的生活居住成本。在此基礎上，再逐步推動人民幣匯率形成機制的市場化改革，推動加大徵地成本、集約利用存量低效用地、抑制房價過快上漲的城市土地改革，推動促進「農民工市民化」的戶籍改革和有效保護勞工、環境的社會和生態治理體制改革，最終跳出不可持續的兩層逐底式競爭。只有通過以上結構性改革，建立一個良性的市場經濟體制和平衡的社會保障體系，中國才有可能扭轉日益惡化的收入分配格局，逐步降低對國際市場的依賴，最終實現以國內循環為主的國內、國際「雙循環」和高質量發展。

但是，由於既有增長模式已經造就了一個相當強大、且有自我強化傾向的利益格局，中國在國際金融危機後並沒有選擇有序推動實質性的體制改革。正好相反，通過釋放之前超發的人民幣，中國通過多輪次、大規模的信

貸刺激，進行了超常規的基建和房地產投資，不僅帶來了巨大的資金浪費、嚴重的資源錯配，還引發了日益普遍、但卻更為隱蔽的大規模尋租。

不妨把當下的中國經濟比喻為一隻三頭的巨龍：2009年之前，巨龍通過其中的兩個側頭，即兩層逐底式競爭，以橫掃國際市場和壓制國內社會的方式實現了飽食，也迅速加大了自己的胃口，還積累了不少金融、財政資源儲備在龍身和龍尾，而一旦因國際金融危機、國際貿易衝突和國內社會壓力而難以繼續從傳統渠道完成飽食，巨龍的主頭就從龍尾開始對龍身進行反噬。

這裏不妨以2022年為例，奧密克戎(Omicron)擴散和防控措施演化對中國經濟帶來了強烈衝擊，先是上半年對以上海為代表的南方經濟的重創，然後是下半年對以北京為代表的北方經濟的重創，讓2022年經濟增長5.5%的目標成空。迥異於其他國家給低收入者發放現金(至少是消費券)支持經濟的方式(並斥之為「福利養懶漢」政策)，中國國務院通過國開行、中國農業發展銀行、中國進出口銀行等三家政策性銀行，設計出「政策性開發性金融工具(基金)」，第一批額度是3,000億元人民幣，隨後又緊急追加3,000億元人民幣以上額度，依然將救經濟重心放在擴大基建上。該工具由具有「小國務院」之稱的發改委主導，央行為三家政策性銀行提供PSL和調增發債額度提供等額資金來源，發改委匯總基建項目清單並協調解決項目落地涉及的規劃、用地、用海、環評、能耗等問題，大開方便之門，使政策性開發性金融工具盡快跟進項目。用這樣充滿計劃色彩的方式全力推進政策性開發性金融工具支持重大基建項目建設，效果當然是立竿見影，在不到半年的時間內，兩批共7,399億元人民幣金融工具支持的2,700多個項目全部開工建設，實現了2022年全年基礎設施投資增長9.4%，較2021年大幅提高9個百分點。如此龐大的融資和項目建設，其間是否存在重複投資、設租尋租的問題，在燃眉之急面前完全擱置了。

考慮到塑造現有中國增長模式的國際、國內結構性因素及其所帶來的「三二一」利益格局，該模式在2009年之後的演化路徑並不太讓人意外，甚至還有相當程度的必然性。但這也同時表明，中國現有增長模式要實現有效轉型的難度相當大。即使既有利益格局中的各參與方，比如為招商引資而進行逐底式競爭和超常規基建的地方政府，能源、原材料、交通運輸等上游行業產能過度擴張的央企，以及為上述擴張提供巨額信貸的國有銀行，都已看到了這個博弈本身的不可持續性，但任何一方都沒有積極性，更缺乏足夠的力量來跳出困局。

從2009年開始，中國經濟就出現了「增長承壓—加槓桿—槓桿上升過快—以宏觀調控及微觀干預控制槓桿—增長再度承壓—再加槓桿—再控制」的循環往復。最典型的例子就是政府對房地產行業的高頻率、「變臉式」調控。從2009到2022年的十四年間，房地產調控就經歷了如下七個階段的高頻「變臉」：

第一階段為2008至2009年間，為應對國際金融危機，政府一改2005至2008年間加強住房市場調控的政策，開始採取穩定增長和鼓勵住房消費的措

施。2008年12月，國務院辦公廳出台了〈關於促進房地產市場健康發展的若干意見〉，推動加大信貸支持，對自住型購房貸款利率實行七折優惠，公積金貸款方面也推動降低首付比、上調貸款限額、延長貸款期限等系列政策。此外，還對住房轉讓營業稅暫定一年實行減免政策，對個人首次購買90平方米及以下普通住房的契稅稅率暫時統一下調到1%，免徵印花稅、土地增值稅。

第二階段為2010至2014年間。為遏制房價過快上漲和加大住房保障力度，中央多次出台相關調控政策，明確房地產調控以遏制房價上漲，加大保障房建設、增加普通商品住房供給。這一階段部分城市開始實行限購；進一步強化稅收調控，住房轉讓營業稅免徵年限從兩年恢復到五年，並在上海和重慶進行房產稅試點；推動差別化信貸政策。2010年10月1日起，各商業銀行暫停發放居民家庭購買第三套及以上住房貸款；對未能提供一年以上當地納稅證明或社保繳納證明的非本地居民，停發購房貸款；商品住房首付比例調整到30%及以上；對於擁有第二套住房的家庭，嚴格執行首付比例不低於50%、貸款利率不低於基準利率1.1倍的規定；進一步加大保障房建設，2010到2012年共開工建設了2,400萬套保障房，全面落實2013年城鎮保障性安居工程基本建成470萬套、新開工630萬套的任務。

第三階段為2015至2017年間，政府開始推動房地產去庫存。除北京等少數一線城市外，絕大部分實行限購城市相繼取消限購（但隨着熱點大中城市價格反彈，2016年10月後多地再次出台限購政策）；住房金融政策也再度調整，貸款利率持續下調，並積極支持居民家庭住房貸款需求；再次調整稅收政策，2015年3月〈財政部國家稅務總局關於調整個人住房轉讓營業稅政策的通知〉提出「個人將購買不足2年的住房對外銷售的，全額徵收營業稅；個人將購買2年以上（含2年）的非普通住房對外銷售的，按照其銷售收入減去購買房屋的價款後的差額徵收營業稅」；保障房建設重點開始從公租房轉向棚改，2015年後又開始提高棚改的貨幣化拆遷安置比例。

第四階段為2017至2018年間。政府開始再度全面控制房價。針對2015年下半年以來熱點城市出現的房價過快上漲趨勢，以及2016年上半年熱點城市周邊的三四線城市出現的地價房價普遍上漲現象，2016年10月起開始加強住房用地供應管理，改進土地供應方式，嚴防高價地；實施差別化信貸政策，加強各類資金監管，嚴防各類資金違規進入房地產市場；加強住房轉讓稅收對住房需求的調節力度，加快房地產稅立法進度；開展多輪市場秩序專項整治，嚴厲打擊房企和中介機構違法違規行為。一些城市還相繼恢復或實行「限購、限售、限貸」。

第五階段為2019年到2020年上半年。2018年下半年和2019年，受中美貿易戰及民企發展動力不足影響，不少城市增長趨緩，二手房地產市場成交量大幅萎縮，房價呈下降趨勢。2019年兩會上有關部門主要領導強調「防止房市大起大落」後，部分城市出台了有利於活躍房地產市場和防止房價過度下降的政策，如出台豪宅稅新標準，取消對普通住宅的總價規定，單套建築面積在144平方米以下的房子均為普通住宅且兩年內免徵增值稅，等等。2020年後為

應對新冠疫情下的經濟萎靡，刺激經濟，再次點燃投機熱情，存量房流通速度明顯上升，新房和二手房價格倒掛，一線城市和大中城市的房價愈調愈高。

第六階段為2020年下半年到2021年。中央對房地產市場調控不斷加碼，先後推出針對房企的「三條紅線」、針對商業銀行房地產貸款的「兩條紅線」、針對土地供應的「兩集中供地」等政策。受此影響，房企融資渠道全面收縮，不少龍頭企業先後陷入流動性危機，房地產市場進入寒冬。

第七階段為2022年之後。2022年初，部分地方就開始放寬公積金政策，進行試探性放鬆，隨後多地樓市政策調整頻率和力度明顯增加，範圍擴散至更多熱點城市。4月底中央政治局會議鼓勵因城施策，7月又開始強調「保交樓」。下半年，多個主要熱點城市陸續宣布下調購房首付比例、貸款利率，取消限購區域等放寬限購、限貸政策。9月末央行、中國銀行保險監督管理委員會決定階段性調整差別化住房信貸政策，符合條件的城市政府可自主決定在年底前階段性維持、下調或取消當地新發放首套住房貸款利率下限，財政部、稅務總局還發文支持居民換購住房個人所得稅退稅。11月多部委又相繼表態，通過信貸、債券、股權等方式綜合協同，「三箭連珠」，滿足行業合理融資需求，支持優質房企改善資產負債狀況。

雖然以上政府房地產調控政策的「變臉」速度之快不可思議，但卻完全可以解釋。之所以2009年後中國城市房地產會全面泡沫化，本質上還是因為既有發展模式下人民幣基礎貨幣超發，以及政府為刺激增長而不斷釋放流動性，帶來投機資金大幅湧入地方政府壟斷的商住用地市場。當政府不願推動結構性改革來實現人民幣匯率市場化，也不願意有效打破城市政府壟斷供應商住用地時，剩下的選擇恐怕也只能是不斷吹大泡沫，並在每次泡沫吹起後試圖以各種宏觀調控和微觀干預措施進行適度的控制，既要防止泡沫膨脹太快而帶來即時破裂，又要擇機放水來防止經濟的過快失速。

在這種「鋼絲上跳舞」的政策實踐中，政府不得不對自己吹起的樓市泡沫擇時進行「反射式」調控和「應激性」干預。我們也才會觀察到很多在其他國家從未見過的行政性樓市干預措施，如「限房價、競地價」，「限地價、競房價」，「限地價、競配建、競自持」，「一次競價、綜合評標」之類的多元出讓，以及地方政府直接干預住宅用地「招拍掛」以避免出現「地王」等五花八門的微觀干預。近年來，在深圳、廣州等一線城市和不少大中城市，為抑制房價，甚至開始對一手商品房市場直接進行管制，企業的商品房甚麼時候賣、賣多高價格、賣給誰等都需經有關部門「備案」批准。2021年初部分城市還對二手商品房價格進行價格管制，對所有二手商品房公布「參考價」，房價高於政府「參考價」的賣主不能掛牌、買主不予產權過戶登記。

中國城市的「高房價」當然是一個體制性問題，是政府沒有切實推動土地要素市場化配置和人民幣匯率市場化定價的必然結果。現實中，一旦中央發現貨幣寬鬆導致城市房價和槓桿率過快上升後就頻頻出手，以各種行政性手段強力干預房地產市場，而且還把「板子」集中打到作為市場主體的住房供給者和購買者身上，對房地產商動輒制訂各種銷售和融資「紅線」，對購房者不

時進行五花八門的限購限貸。即使政府通過限購限貸暫時抑制了住房投機的需求，但同時也因對開發商銷售和融資的不當約束，更有力地壓制了後者購買土地以增加商品房供給的能力。隨後，當行政性調控導致經濟和財政失速時，又只好放鬆乃至放棄行政性調控，推動下一輪的宏觀刺激，此時被壓抑後再度釋放的住房需求正好對應着已被強力壓制下去的住房供給，結果自然是城市房價的再度暴漲和下一輪的行政性調控。不僅主要人口流入地城市的房價愈調愈高，也沒有真正穩定城市的房地產市場，反而嚴重擾亂了市場預期，極大加劇了市場波動。

正是從這個意義上講，完全可以把土地財政、土地金融視為不推進有效體制改革前提下中國為維持增長而不得不吸食的「海洛因」。但無論是短期內服用過猛，還是突然停止供應，都會帶來泡沫的破裂。而如果不能真正「戒毒」，那麼也只能通過持續服用來拖延時間，最終仍然是引發金融危機及其後的長期經濟停滯。

從經濟學上看，中國對國際金融危機的應對策略本應是漸進而實質地打破國民經濟中三領域行政性壟斷，尤其是優先打破上游國企壟斷和地方政府對商住用地的壟斷，以此降低全社會的生產、生活成本，同時改善收入和財富分配，逐步轉換到一個更依靠國內消費驅動的新增長模式，為逐步退出兩層逐底式競爭創造條件。但在既有增長模式內生的利益格局難以打破的情況下，中國選擇了最容易得到各強勢利益集團支持的應對策略，進行了多輪次財政貨幣刺激，不僅沒有打破、反而全面強化了三領域行政性壟斷。

以2016年推動的「供給側改革」為例，其主要內容是所謂的「三去一降一補」，即去產能、去庫存、去槓桿、降成本、補短板。供給側改革本意就是通過打破行政性壟斷，強化市場競爭來優化資源配置並改善收入分配，但這一輪的供給側改革實踐恰恰起到相反的效果。尤其是在能源、原材料等上游行業，原來還存在部分民營的鋼鐵、有色金屬及煤礦企業，有助於強化市場競爭和增加供應彈性。但由於之前幾輪宏觀刺激過程中很多國企在銀行支持下大規模擴張產能，而刺激政策退場後能源、原材料價格出現大幅下跌，政府為保國企和銀行，就順勢將「去產能」的板子打到本已在夾縫中生存的行業內民企身上，而不是那些因過度擴張帶來困局本身的國企。

2021年後推動的房地產行業調控效果也類似：大批民營房企出現違約和倒閉，2021至2022年申請破產倒閉的民營房企接近800家，可以預期未來還將大幅增加，而國有房企因獲得銀行的支持，破產的概率則要低得多，拿地的比例也大幅上升。

正是從這個角度看，近年來熱議的「國進民退」主要還是發生在那些國企和民企共存並相互競爭的行業，如能源、原材料和房地產行業。而在基建領域，甚至還出現了國企牽頭承包，然後將相當部分工程分包給利益相關的民企並進行利益再分配的「國民共進」。截至目前為止，出口導向型的消費品行業基本上還是由製造業民企主導，但在本文所討論的三領域行政性壟斷不斷強化的背景下，這些行業也因勞工、環保成本的迅速攀升和國際經濟環境的日益惡

化而舉步維艱。這也就說明，如果不先打破三領域行政性壟斷，就貿然退出兩層逐底式競爭，很容易帶來一類市場化競爭中民營製造業的經營困境。

四 結論

過去二十多年中，追隨早期東亞發展型國家的發展路徑，利用非常寬鬆的國際貿易與經濟環境，結合本國特有的強力官僚體制，中國逐步建立了一個具有自身特色的經濟增長、工業化和城市化模式。在帶來一段時期高增長的同時，這個模式也引發了經濟、社會和環境多維度的不可持續，加劇了中國和主要國際貿易夥伴的經濟衝突，更塑造了一個十分強大，且很大程度上已經固化，非常難以打破的利益格局。

本文的分析表明，中國過去二十多年的高速增長和國民財富的主要來源是包括外企在內的民營製造業，尤其是出口導向型的民營消費品製造業大發展，而民企創造的財富首先被三領域行政性壟斷以高額租金的方式大規模攫取，之後再通過超常規基建、超標準招標採購等方式耗散到相關利益集團手中。國際金融危機後，之所以政府所推動的各種宏觀調控和微觀干預措施效果不彰，本質上還是因為難以形成深層次體制改革的共識，無法推動國民經濟重大的結構性調整，而只能通過多輪次放水和「頭痛醫頭、腳痛醫腳」的各類行政性調控來應對這個增長模式自身內生的系統性挑戰。未來可能出現的最糟糕情況，就是過去十多年累積的巨大經濟泡沫破裂，不僅讓過去四十多年經濟發展成果被反噬，甚至還可能帶來中長期的經濟停滯，全面跌入一直希望避免的「中等收入陷阱」。

最近幾年，隨着國內生產成本快速提升、國際貿易衝突不斷、國內政策風險加大等，確實出現了全球產業鏈從中國逐步外移的趨勢。發達經濟體也日益強化了對華的市場准入限制和技術封鎖，中國增長模式的內部和外部環境出現了顯著的惡化。尤其是2022年後，全世界主要經濟體都因超發貨幣和過度支出引發了嚴重的通貨膨脹、資產泡沫和財政赤字。為應對風險，很多發達國家正在進行財政、貨幣乃至產業政策等方面的重大政策調整，勢必對中國的外部需求帶來重大負面衝擊。相比於其他主要經濟體，中國經濟所累積的結構性矛盾要更為突出，房地產泡沫吹得更大，地方政府、國企、房地產商乃至居民家庭的債務風險更高，利益格局的固化更為嚴重，推動改革的技術難度和政治難度要大得多。

人類經濟史表明，所有的泡沫最後都會破裂，但破裂方式和所引發震盪的程度取決於破裂前所做的準備和應對措施。中國現階段可以做、也必須做的，就是向全社會和全世界展示出推動體制改革的決心，以有效行動打破國企，尤其是央企在能源、原材料等上游企業以及電訊、交通等非金融高端服務業部門的壟斷，同時還要逐步打破地方政府對城市商住用地供給的壟斷，全面降低企業、居民的生產和生活成本。

以國企行政性壟斷為例，改革必須創造有利於打破壟斷的環境條件和適度壓力：一方面需要在能源、原材料、重化工等周期性行業，全力推動國企的有效去產能和去槓桿，而不是通過所謂的「供給側改革」，把民企從這些行業淘汰出去；另一方面，對於一些因進行管制而導致產能有所不足、增長潛力尚未充分發揮的上游製造業和非金融高端服務業部門，包括電力、電訊、交通運輸以及教育、醫療等行業，要盡快着手打破行政性壟斷，實現國企之間、國企與民企之間、公立機構與民營機構之間的市場化競爭。

土地改革的問題還要更為複雜。比如，在城市住宅用地供應領域，雖然打破地方政府壟斷是正確方向，但由於地方財政高度依賴商住用地出讓金，主要人口流入地城市房價也已嚴重泡沫化。如果打破壟斷的力度太大，比如推動集體建設用地直接進入城市住宅用地市場，地方財政馬上就會遭遇重大衝擊，城市房地產泡沫迅速破裂；過快推動房地產稅落地也會產生類似的效果。

針對中國增長模式面對的困局，筆者提出了一個打破地方政府住宅用地壟斷供應的解決方案，就是中央在允許地方政府繼續利用儲備土地提供住宅用地的同時，要求地方政府必須從現有城市存量低效用地中以挖潛方式提供一定比例的新增住宅用地。此外，在通過存量轉化渠道供應的住宅用地中，地方政府應該讓出一定比例的住宅用地出讓金返還給存量低效用地的業主。這個城市住宅用地供應的解決方案不僅有助於實現「增量供地和存量挖潛並重」，而且還能調動集體建設用地和國有存量低效用地業主的供地積極性，在對土地財政收入不產生過大影響的前提下，實質性地打破地方政府對住宅用地的壟斷，最終實現主要人口流入地城市住房供應的有效增加和房價相對平穩的回落^⑩。

更進一步來看，城鄉土地制度改革必須有利於緩解貨幣大規模超發引發的資產泡沫和低效債務累積，將超發貨幣引入到對城鄉土地資源的更有效投資上。實際上，在未來中國增長勢必持續下滑的背景下，維持較高的槓桿率，甚至適度提高槓桿率，本身未必是一個問題。但超發貨幣和新增信貸需帶來合理的中長期現金流，否則只會進一步吹大房價泡沫和增加無謂債務，最後引發不可控的重大金融風險。

這就意味着要以改革打開那些仍然相對封閉的領域，以市場機制實現社會財富的創造。實際上，城鄉土地改革仍有多個領域能容納較大社會資本並創造社會財富，包括動員城市存量低效用地以增加住宅用地和新型產業用地供應，在傳統農區以漸進國有化方式放開土地永久使用權的市場化交易，培育多種土地指標的轉移和跨區交易市場，利用指標交易收入建立「國家土地整理資金」、以推動農村土地整理並完成有效確權，整合國家土地整理資金和各級三農財政投入、並運用部分資金購買農村外出人口農地和宅基地，以創新模式加速推動主要人口流入地城市的城中村和老舊小區的拆除和重建式改造等。

毋庸諱言，當前中國面臨的挑戰極其嚴峻。要實現經濟、社會和國家治理的順利轉型，不僅需要良好的國際環境配合，更需要極大的政治智慧和經濟智慧，甚至還需要相當程度的運氣。

註釋

- ① 參見吳介民：《尋租中國：台商、廣東模式與全球資本主義》（台北：國立台灣大學出版中心，2019）。
- ② 以蘇州為例，到1990年代中期，蘇州地方政府的經濟職能便表現為在大力開開發區建設、推動招商引資活動的同時，主導鄉鎮企業改制。到1997年底，全市1.2萬家鎮、村企業中，通過多種形式改制、轉制的佔92%；到2000年，產權制度改革轉制面達99%。參見張建英：〈中國地方政府經濟職能的轉型研究：以蘇州市為例〉（蘇州大學博士論文，2009）。
- ③ 邢予青：《中國出口之謎：解碼「全球價值鏈」》（北京：三聯書店，2022）。
- ④ Michael Mann, "The Autonomous Power of the State: Its Origins, Mechanisms and Results", in *States in History*, ed. John A. Hall (Oxford: B. Blackwell, 1986), 109-36.
- ⑤ 因城市級別較高，一線城市與少數二線城市往往更少依賴製造業帶動本地服務業，尤其是房地產業的增長。這是因為一線城市與少數二線城市作為部分上游製造業與非金融高端服務業的總部基地，本身就集聚了相當數量的高收入人群，直接對住房需求和各類高端服務形成較為強大的購買力。
- ⑥ 根據各年中華人民共和國國土資源部編：《中國國土資源統計年鑒》（北京：地質出版社），2003至2017年間，全國工業用地的平均價格只上漲了115%，而同一時期，商業服務業用地平均價格上漲幅度達到793%，住宅用地價格上漲幅度更高達808%，其中普通住宅用地上漲了686%。2003年商業服務業用地與工業用地比價只有2.84，到2017年就上升到11.79；2003年住宅用地與工業用地比價只有為4.78，到2017年上升為20.19。需要補充的一點是，上述比價的測算還沒有考慮很多城市在工業用地出讓後又根據投資到位與否，返還部分乃至全部出讓金的情況。如果考慮到這個情況，中國商住用地和工業用地淨價格差距還會大幅度增加。參見陶然：《人地之間——中國增長模式下的城鄉土地改革》（瀋陽：遼寧人民出版社，2023），第二章。
- ⑦ 從整體發展績效來看，珠三角原有利用集體土地發展工業的模式，不僅帶來當地百姓的更高收入，而且平均而言地方債務問題也不像長三角的很多城市那麼突出，甚至產業升級的效果還要更好。畢竟，那些靠逐底式競爭招徠的製造業企業主要看重地方政府提供的優惠條件，而這類企業往往缺乏動力進行技術升級，發展的潛力本身就非常有限。
- ⑧ 尤其是新捲入招商競爭的城市政府，還沒有完成「政府貸款或墊資建設工業開發區—製造業形成投資—製造業產品出口—帶動本地第三產業發展—獲取相關稅收和商住用地出讓金—覆蓋政府早期投入成本」的循環，如果人民幣匯率因貿易順差加大開始升值，那麼地方借貸後新建、擴建的開發區就難以實現出口增加，自然無法完成製造業對本地服務業的有效帶動，無法捕獲第二產業對第三產業的「財政溢出」效應，最後也就難以覆蓋前期開發區建設的巨大投入。因此，地方政府有很強的激勵反對人民幣的市場化升值。
- ⑨ 參見周其仁：《貨幣的教訓：匯率與貨幣系列評論》（北京：北京大學出版社，2012）。
- ⑩ 關於中國增長模式的詳細闡釋及對其他備擇假說的批判性評論，參見陶然、蘇福兵：〈經濟增長的「中國模式」：兩個備擇理論假說和一個系統性分析框架〉，《比較》，2021年第3期，頁128-89。
- ⑪ 陶然、蘇福兵：〈中國地方發展主義的困境與轉型〉，《二十一世紀》（香港中文大學·中國文化研究所），2013年10月號，頁25-37。
- ⑫ 〈周小川在財新峰會致辭〉（2010年11月5日），財新視聽網，<https://video.caixin.com/2010-11-05/100195748.html>。
- ⑬ 實際上，前一個階段外匯佔款帶來的基礎貨幣增加，一直持續到2014年6月達到頂峰（27.35萬億美元）之後才開始下降。2012年之前為避免貨幣總量過快擴

張，央行仍然採取多種措施抑制貸款等派生貨幣的投放，壓低貨幣乘數，包括收回央行再貸款、發行央票、提高存款準備金率，甚至配套強化商業銀行貸存比、流動性比率、資本充足率管理，乃至實行貸款額度管理、貸款投向管理和基準利率調整等措施。參見陶然、李澤耿：〈中國金融體制的風險與改革路徑〉，《中央社會主義學院院報》，2018年第6期，頁145-55。

⑭ 2012年之後，央行外匯佔款增速開始減緩，2014年6月後，外匯佔款帶來的基礎貨幣甚至開始收縮。在這一背景下，為刺激下滑的經濟，中國政府開始更多依靠派生貨幣擴張，央行始通過降準（降低存款準備金率）、擴大央行再貸款等各種市場工具，並以正回購、逆回購、常備借貸便利（SLF）、中期借貸便利（MLF）、公開市場短期流動性調節工具（SLO）、抵押補充貸款（PSL）等，推動派生貨幣加快增長。因此，中國廣義貨幣（M2）供應量從2008年的47.5萬億元人民幣擴張到2012年的97.4萬億元人民幣，四年間增長了一倍；之後進一步增加到2017年的167.7萬億元人民幣，2021年更達到233.3萬億元人民幣；同時，“M2/GDP”這一指標在2008、2012、2016年分別到達149%、180%、208%，爾後才稍微下降至2017年的203%。2020年末進一步上升到215%，2021年末回落到208%。

⑮ 邵挺、田莉、陶然：〈中國城市二元土地制度與房地產調控長效機制：理論分析框架、政策效應評估與未來改革路徑〉，《比較》，2018年第6期，頁54-87。

⑯ 參見姜超、朱征星、杜佳：〈地方政府隱性債務規模有多大？——地方隱性債務系列專題之一〉（2018年7月26日），www.invest-data.com/eWebEditor/uploadfile/2018090715013890533093.pdf。此外，這一輪棚改期間，很多三四線的人口流出地城市還一度大力鼓勵農民工回老家購房，並向購房農民工提供了購房補貼，甚至以子女能到城市公立學校就學來鼓勵農民工購房，結果是消耗了農村外出打工人口多年積累的現金儲蓄，他們甚至還背負了相當的房貸。實際上，不少外出打工人口現在及未來就業地是其當前工作城市或其他人口流入地城市，其現金資產本來可用於自己及隨遷家庭成員在人口流入地城市的短期租住支出、子女就學支出及中長期（房價回歸正常後）的住房購住支出，現在卻被配置到難以提供就業且長期來看發展前景有限的人口流出地城市，是一種嚴重的資產誤配和資金浪費。

⑰ 任澤平在〈中國住房市值報告〉中的測算結果是，2018年中國住房市值為46.7萬億美元，明顯高於美國的25.8萬億美元，日本的10.3萬億美元，英、法、德三國合計的28.0萬億美元。從住房市值與GDP的比例看，2018年中國為356%，高於美國的126%、日本的208%、德國的238%、英國的320%、法國的341%。參見任澤平：〈中國住房市值報告〉（2021年4月26日），第一財經網，www.yicai.com/news/101033320.html。整體而言，中國城市的房地產市場已從供不應求轉向整體供求平衡，城鎮家庭的戶均住房套數已經超過1.0，城市戶籍家庭擁有一套及以上住房的比例也超過90%，房地產主要矛盾已從總量問題轉向結構性和區域性問題：一方面，全國城鎮擁有兩套及以上住房的家庭比例已經超過20%；另一方面，人口淨流入城市中大部分農民工和大學畢業生卻難以支付高昂的房價和房租。

⑱ 有跨國研究表明，在那些地方官員支持基礎設施投資更多出於尋租的國家，基建對長期經濟增長並沒有太大的幫助。參見Vito Tanzi and Hamid Davoodi, “Corruption, Public Investment, and Growth” (October 1997), International Monetary Fund Working Paper, www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp97139.pdf。

⑲ Emin M. Dinlersoz and Zhe Fu, “Infrastructure Investment and Growth in China: A Quantitative Assessment”, *Journal of Development Economics*, vol. 158 (September 2022), <http://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2022.102916>.

⑳ Atif Ansar et al., “Does Infrastructure Investment Lead to Economic Growth or Economic Fragility? Evidence from China”, *Oxford Review of Economic Policy* 32, no. 3 (2016): 360-90.

㉑ 根據《中國國土資源統計年鑒》測算，2008年國際金融危機爆發後，各地大規模建設工業園區的勢頭不僅沒有下降，反而加速上升。工業用地出讓規模在2009與2010年分別達到12.3萬公頃和13.8萬公頃，而危機前的高點是2006與2007年的13.8萬公頃和13.5萬公頃。2012和2013年，全國工業用地出讓甚至達到了歷史最高的18.2萬公頃和18.3萬公頃。之後雖然有所下降，但每年依然保持在10萬公頃以上的高水平。

㉒ 中央紀律檢查委員會指出，「近年來，不少省、市、縣成立了『城投』『交投』『水投』『文旅投』等地方國有平台公司，在地方經濟發展中發揮了重要作用。然而，一些平台公司偏離設立初衷，有的利用政府項目、政策傾斜、資金集中的業主優勢，在工程發包中暗箱操作；有的在融資、舉債過程中吃回扣、吃利差；有的在土地整理經營上冒用身份低價承包、高價租賃，肥一己之私」。結果是有的縣2020年查處的腐敗案件70%發生在平台公司。投融資平台公司作為主要承擔政府投資項目融資功能的經濟實體，成為資金、土地、股權等公共資源相對集中的「富集區」，也是違規融資擔保、違規借款、違規舉債投資等問題的「高發區」。參見〈嚴防國有平台公司成腐敗溫牀〉（2022年1月11日），新華網，www.news.cn/2022-01/11/c_1128250465.htm。

㉓ 不少縣市政府，由於沒有足夠資訊，也缺乏正規金融系統的網絡，往往難以獲得低息融資，而地方政府又偏要「大幹快上」，就只能通過本地融資平台企業舉借所謂「非標」（非標準化）債務，主要是融資租賃、金融資產交易所定向融資產品、信託貸款等。這些非標債務不僅相對隱蔽，而且利率顯著高於銀行貸款利率，還存在期限短、到期後償付壓力大等問題。近兩三年來，多起地方政府違約事件都源於這些非標債務。在中國特有的金融體系下，這些非標債務不僅牽涉地方債務，還涉及金融業的「影子銀行」業務、違規募集等問題，可謂盤根錯節，成為地方債務問題的「深水區」。正是由於融資平台的非標債務規模過大，許多地區長期借新還舊，債務壓力對地方綜合財力壓力巨大，處理不好就會出現系統性風險。

㉔ 徐三郎：〈超過65萬億的城投債務困局，怎麼解？〉（2022年9月19日），騰訊網，<https://new.qq.com/rain/a/20220918A07LO400>。

㉕ 出於投資衝動和對非標銀行理財投資等的限制，各地方在上報PPP項目時會進行「包裝」。一些地方政府把很多難點項目包裝成PPP項目後「混入」項目庫，PPP開始異化為一種融資模式。到2021年10月，錄入全國PPP項目信息監測服務平台的項目7,784個，投資額超過11萬億元人民幣，平均每項投資額超過14億元人民幣。欠發達地區，尤其是財政缺口較大省份如四川、內蒙古PPP項目較多，退庫項目也較多，而財政大省對PPP參與熱情不高。

㉖ 孫曉霞：〈地方政府債務風險值得關注〉（2021年6月6日），「中國財富管理50人論壇」微信公眾號，<https://mp.weixin.qq.com/s/rwBaLsGSRyx7NRPwFGqgww>。

㉗ 參見梁斯：〈我國房地產企業融資現狀、風險及相關建議〉，《宏觀觀察》（中國銀行研究院），2022年第40期，<https://pic.bankofchina.com/bocappd/rareport/202208/P020220803586451988675.pdf>，頁2；張玉潔：〈房企整體負債率處於歷史高位 一季度近一半房企超70%〉（2018年5月5日），中國經濟網，www.ce.cn/cysc/fdc/fc/201805/05/t20180505_29035676.shtml。

㉘ 筆者根據Wind經濟數據庫測算。

㉙ 中國人民銀行金融穩定分析小組：〈中國金融穩定報告（2021）〉，www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4332768/2021090315580868236.pdf。

㉚ 參見陶然：《人地之間》，第三章。