

房地产调控的风险溢出效应^{*}

——来自融资平台购地的证据

曹 婧

摘要:在房地产业向新发展模式转型的过程中,房地产风险与隐性债务风险交织互溢,防范化解上述两大重点领域风险是统筹好发展和安全的关键所在。在此背景下,本文基于2016~2021年微观土地交易数据和融资平台财务信息,选取房地产贷款集中度管理作为外生冲击,分析房地产信贷调控通过融资平台购地托底产生的风险溢出效应。研究发现,房地产信贷调控趋严显著增加了融资平台购地金额和面积,这一影响主要来自融资平台低溢价购置郊区地块,发挥土地市场托底作用。由于土地溢价率较低和房地产开发能力不足,融资平台举债购地后较少开展土地抵押融资、房地产开发经营和土地转让出租,而是以地方政府部分返还土地出让金的方式缓解流动性压力。因此,房地产信贷调控收紧后,融资平台低溢价购地使其偿债压力加大和盈利能力弱化,从而引发房地产风险外溢至地方政府隐性债务风险。本文的研究结论为经济金融风险的跨市场溢出效应提供了新的经验证据,对于构建房地产调控长效机制和防范房地产业引发系统性风险具有政策启示。

关键词:房地产调控 风险溢出 融资平台 土地出让

一、引言

作为经济增长的重要动力和金融体系的信用基础,房地产市场平稳健康发展事关经济高质量发展和高水平金融安全。2021年下半年以来,一些房地产企业由于长期“高负债、高杠杆、高周转”的经营模式弊端,相继出现债务违约和“保交楼”风险,对实体经济和金融体系产生溢出效应。为此,2021年中央经济工作会议首次提出“探索房地产业新发展模式”,其核心内涵包括保民生和防风险两方面。一是以满足群众基本住房需求、实现全体人民住有所居为根本目标,按照政府保基本需求、市场满足多样化需求的原则,加快建立租购并举的住房制度,推动房地产回归居住和民生属性。二是适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,适时调整优化土地、财税、金融等房地产调控政策,防范房地产业引发系统性风险,推动金融、房地产同实体经济均衡发展。在房地产市场新旧模式转型的关键阶段,研究房地产调控的政策演变逻辑和风险溢出效应,对于推动房地产业向新发展模式平稳过渡具有重要意义。

近年来,房地产调控侧重于从金融端综合施策,促进房地产市场平稳运行。自2021年起,银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度正式实施,分档设置房地产贷款余额占比上限和个人住房贷款余额占比上限,加强房地产授信集中度风险管理,避免信贷资金过度流入房地产市场。房地产信贷调控收紧后,房地产企业融资受限使其减少土地购置并加快销售回款,地方政府难以借助调整供地节奏等常用策略应对房地产调控对土地财政的负面冲击,由此融资平台低溢价购地成为托底土地市场的新途径。受土地溢价率较低和房地产开发能力不足等因素影响,融资平台购地后难以通过土地抵押融资、房地产开发经营和土地转让出租等方式改善现金流,而是借助地方政府部分返还土地出让金间接注入土地资产。融资平台举债购地和土地出让金先征后返的操作模式使其偿债压力加大和盈利能力下降,从而加剧隐性债务风险并虚增地方财政收入。鉴于融资平

收稿时间:2023-10-31;反馈外审意见时间:2024-2-29、2024-8-30;拟录用时间:2024-12-12。

^{*} 本研究得到国家自然科学基金青年项目“地方政府土地融资模式转变:形成机理与经济效应”(基金号:72203228)、中国社会科学院青启计划“地方政府‘以地谋发展’的风险分析与转型路径”(基金号:2024QQJH118)、中国社会科学院学科建设“登峰战略”资助计划优势学科“金融与发展”(基金号:DF2023YS28)的资助。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

台是地方政府隐性债务的主要举借主体和风险传导载体,本文使用2016~2021年微观土地交易数据和融资平台财务信息,以房地产贷款集中度管理作为房地产信贷调控收紧的准自然实验,构建强度双重差分模型实证分析房地产信贷调控对融资平台购地行为和经营绩效的影响,为房地产市场对地方政府隐性债务的风险溢出效应提供经验证据。

本文的边际贡献主要体现在以下3个方面。第一,基于融资平台购地这一传导渠道,探讨房地产市场和地方政府隐性债务之间的风险溢出效应。防范化解系统性风险的前提是厘清房地产、地方政府债务、金融等重点领域风险的传导机制,多数文献关注房地产市场与金融机构或金融市场之间的风险溢出效应(杨子晖等,2020;宫晓莉、熊熊,2020),以及地方政府债务扩张通过金融机构资产负债表渠道形成跨市场和跨区域风险扩散(毛锐等,2018;李双建、田国强,2022;熊琛等,2022),但对房地产市场和地方政府债务风险传导的研究尚不深入。融资平台购地为研究房地产和隐性债务风险传导机制提供了重要的观察窗口,一些文献发现融资平台增加购地有利于弥补土地财政缺口和扩大举债融资规模(黄、杜,2018;张路、龚刚,2020),但忽视了融资平台购地后经营绩效下降带来的潜在风险。本文研究房地产信贷调控如何通过融资平台购地影响其偿债风险和盈利能力,揭示了房地产风险向地方政府隐性债务风险的传导机制,为经济金融风险溢出效应相关文献提供了有益补充。

第二,通过考察房地产信贷调控对融资平台购地行为及其经营绩效的影响,拓展了关于房地产调控政策效果评估的研究。多数文献对限购、限贷、限售、房产税等需求端调控进行政策效果评估,发现需求侧调控不仅难以有效抑制房价上涨,还会加剧土地资源错配并提高房企经营风险(王敏、黄滢,2013;陈钊、申洋,2021;梁若冰等,2021)。因此,近年来房地产调控重心逐渐从需求侧转向供给侧,包括加强房地产金融调控、住宅用地供应调节等,而目前缺乏对房地产供给侧调控政策效果评估的经验研究。本文借助房地产贷款集中度管理这一外生冲击,检验从供给侧收紧房地产信贷调控后地方政府的应对策略(即借助融资平台购地托底土地市场)及其引发的风险溢出效应,丰富了对房地产调控政策效果评估的相关研究。

第三,以融资平台购地作为典型案例,思考房地产调控过程中的央地土地财政关系。已有文献主要考察财政资源分配(吕炜等,2019)、生态环境治理(周雪光、练宏,2011;李倩等,2022)、行政发包(黄晓春、周黎安,2017)、行政区划调整(张践祚等,2016)等领域的央地关系,较少关注房地产调控过程中的央地土地财政关系。地方政府依赖房地产推动经济增长和财政增收,缺乏执行中央控房价政策的内在激励,并通过谈判、变通等非合作方式,弱化房地产调控政策对土地财政的负面冲击(陈小亮等,2018)。本文选取融资平台购地作为典型案例,研究房地产信贷调控如何影响地方政府土地出让策略及其风险溢出效应,呈现具有中国特色的土地财政运行机制和央地财政关系演变,为构建房地产调控长效机制提供实践参照。

二、政策背景与研究假设

(一)房地产调控演进历程

2010年以来,为遏制部分城市房价过快上涨,我国多次收紧房地产调控政策,但整体调控效果欠佳,一个重要原因是中央与地方政府之间的土地财政关系失衡。分税制改革以来,在财政分权和增长竞争的双重激励下,地方政府形成以土地引资、土地财政和土地金融为核心的“以地谋发展”模式(刘守英等,2020),从而固化了房价棘轮效应^①。土地出让和房地产相关税收为地方政府提供了持续稳定的财政收入来源,且地方政府借助融资平台举债需以土地为抵押或担保,因此地价和房价上涨是地方财政增收的重要支撑。中央收紧房地产调控对地方政府“以地谋发展”模式形成冲击,导致央地政府在房地产调控政策执行上存在分歧。例如,为应对限购、限贷、限售等需求侧调控,地方政府倾向于放缓供地节奏(尤其是核心城区的优质地块),导致房地产调控效果不及预期。鉴于房地产兼具商品和金融的双重属性,房地产调控的关键在于抑制地价高企和信贷扩张,近年来政策重心逐渐从需求端转向土地端和金融端调控。

就房地产的金融属性而言,货币宽松和信贷扩张是推动房价上涨的重要因素(徐忠等,2012)。早期房地

产信贷调控侧重于需求侧,通过收紧货币政策和购房限贷等方式调控货币信贷总量,进而抑制房地产投机需求。但在金融分权体制下,地方政府通过控股或参股地方性金融机构、干预国有银行地方分支机构信贷投放等隐性方式参与金融资源配置,导致信贷资金向房地产市场集中(钱先航等,2011)。为减少地方政府对房地产信贷调控的干预,中央在加强房企融资监管的同时,严控房地产信贷规模。一方面,设置“三道红线”,从需求侧限制房企举债。2020年8月,住房和城乡建设部和中国人民银行形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则,进行窗口指导,即“三道红线、四档、两观察”。“三道红线”是指为约束房企过度负债,监管部门对房企三项财务指标进行限制,即剔除预收款后的资产负债率不超过70%、净负债率不超过100%、现金短债比不小于1倍。根据“三道红线”的达标情况,将房企分为“红橙黄绿”四档进行管理。“两观察”是指如果近一年拿地销售比超过40%或过去三年经营活动现金流净额连续为负,房企须提供近半年购地资金来源和后续购地缴款资金安排。另一方面,实施房地产贷款集中度管理,从供给侧严控银行放贷。2020年12月,中国人民银行、原银保监会发布《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》(银发〔2020〕322号),根据银行资产规模及机构类型,分档设置房地产贷款余额占比上限和个人住房贷款余额占比上限^②,自2021年1月起实施。至此,形成了以购房限贷、房企融资“三道红线”和银行房地产贷款集中度管理为核心的房地产金融调控框架,供需两侧协同发力,有效遏制房地产市场过度金融化。

从房地产的商品属性来看,土地供给结构扭曲引起的供需错配是房价波动的主要原因(格莱泽等,2017;韩立彬、陆铭,2018)。对于不同用途的土地,地方政府往往采取差异化的供地策略:一方面,大规模低价出让工业用地,吸引企业投资并培育壮大税源;另一方面,限制商服和住宅用地(以下简称“商住用地”)供给,抬高商住用地价格以实现土地出让收入最大化。为缓解土地资源配置扭曲、抑制地价过快上涨,2021年2月,中华人民共和国自然资源部在22个重点城市开展住宅用地集中出让试点^③,由原来的分散、不定时出让改为集中发布出让公告、集中组织出让活动的“两集中”供地。房地产金融端和土地端调控同时收紧导致房企购地资金受限,地方政府转而借助融资平台购地托底土地市场,并通过部分返还土地出让金间接注入土地资产(详细论述请见下一节)。鉴于融资平台举债购地和土地出让金先征后返的操作模式潜藏着新增政府隐性债务和财政资金虚收空转的风险,中央对融资平台购地行为及时予以规范。一是自2022年1月起,将原来由自然资源部门负责征收的土地出让金划转至税务部门征收^④。规范土地出让收入征管有助于提高财政收支透明度,制约地方政府土地出让金先征后返的操作空间,增强中央对土地财政的统筹能力。二是2022年10月,财政部发布《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》(财预〔2022〕126号),严禁通过举债储备土地,不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入,督促地方政府规范融资平台购地托底行为。

(二)研究假设

本文从3个方面论证房地产信贷调控收紧后,地方政府如何调整土地出让策略及其风险溢出效应。其一,基于地方政府和融资平台风险共担的视角,分析房地产信贷调控收紧对融资平台购地行为的影响。其二,从土地溢价和地块位置两个方面,检验融资平台购地的市场托底作用。其三,从偿债能力、土地开发、资产注入和盈利能力4个维度,考察融资平台购地对其经营绩效的影响,反映房地产信贷调控收紧通过融资平台购地对地方政府隐性债务产生风险溢出效应。

2021年以来,房地产贷款集中度管理和房企融资“三道红线”分别从供需两端压降房地产信贷规模,引导房企降负债、去杠杆。房企资金承压使其购地意愿和能力大幅下降,土地出让收入减少加大了地方政府财政压力和融资平台偿债风险,由此衍生出融资平台购地托底行为(见图1)。从地方政府的角度看,房地产市场低迷导致土地出让收入和房地产相关税收大幅下滑,财政压力较大的地方政府借助融资平台购地增加土地出让收入,平滑财政收入波动(张路、龚刚,2020)。对于融资平台而言,融资平台债务的举借和偿还与土地资产密切相关,融资平台购地托底有利于缓解地价下跌对其举债和偿债能力的负面冲击。一方面,融资平台由地方政府通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立,土地资产价值是决定融资平台获得银行授

信和债券发行额度的重要依据。例如,银行贷款往往以土地为抵押,发行城投债通常以土地出让收入作为担保(张莉等,2018)。另一方面,地方政府委托融资平台开发整理土地或代建基础设施,待土地出让后以成本加成方式返还代建成本并给予一定收益,基于土地出让收入的政府回款是融资平台债务偿还的重要资金来源(毛捷、徐军伟,2019)。综上所述,中央收紧房

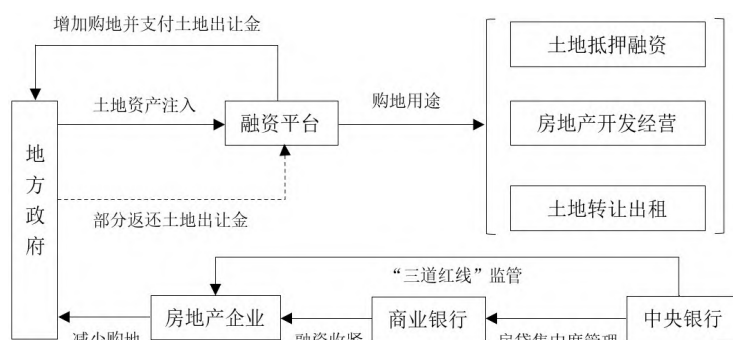


图1 房地产信贷调控收紧后地方政府的应对策略

地产信贷调控,激励地方政府与融资平台共担土地财政风险,融资平台增加购地既能缓解房企土地出让金下降造成的财政收入冲击,又能减轻土地资产贬值对融资平台举债和偿债能力的不利影响,由此提出假设1。

假设1:为缓解中央收紧房地产信贷调控对土地市场的冲击,地方政府倾向于采取融资平台增加购地的应对策略。

在“房住不炒”和遏制新增隐性债务的政策基调下,融资平台增加购地旨在避免土地出让收入大幅下降(即托底土地市场),而非通过抬高地价维持土地财政和隐性债务扩张,主要出于两点考虑。其一,融资平台偿债能力和盈利能力普遍较弱,高溢价购地造成资金大量占用,容易引发地方政府隐性债务风险。其二,多数融资平台缺乏房地产开发的专业能力,地方政府倾向于将郊区地块出让给融资平台,核心城区的优质地块留待房地产调控放松后高价出让,从而实现土地出让收入最大化。融资平台购地对土地市场的托底作用体现在两个方面:一是融资平台购地以低溢价成交为主,土地抵押价值不高,2021~2023年,融资平台购地溢价率在4%以下,明显低于房企10%左右的购地溢价率;二是融资平台购地以郊区地块为主,房地产开发价值偏低,2021~2023年,融资平台购置地块中约60%位于郊区,核心城区的优质地块相对较少。基于以上分析,本文提出假设2。

假设2:房地产信贷调控收紧后,融资平台通过低溢价购置郊区地块,发挥土地市场托底作用。

融资平台增加购地虽然有助于稳定土地市场,但也会造成偿债压力加大和盈利能力下降,从而引发地方政府隐性债务风险。融资平台购地资金主要来自新增债务和自有资金^⑤,增加购地规模会加大偿债压力和流动性风险。融资平台购地用途包括三类:一是通过土地抵押或担保举债融资,从事土地开发整理、基础设施建设、棚户区改造等传统公益性业务;二是拓展商业地产开发、建筑施工等经营性业务,探索市场化转型路径;三是待土地增值后转让给房企,或将闲置土地出租。但在实践中,由于融资平台购入地块位置偏远且房地产开发能力不足,土地资产变现能力较差。一方面,融资平台购地大多位于城市郊区,土地抵押或开发价值较低,加之其在开发商业地产项目方面缺乏竞争力,融资平台难以通过土地抵押融资或房地产开发经营来改善现金流。另一方面,房地产市场整体处于转型阶段,土地增值收益和租金收入并不乐观,融资平台转让或出租土地带来的收益有限。

为了缓解融资平台购地造成的资金压力,地方政府往往以财政补贴、奖励等形式返还融资平台前期支付的部分土地出让金,间接为融资平台注入土地资产。地方政府向融资平台返还土地出让金时,通常扣除耕地占用税、契税、城镇土地使用税、印花税等土地出让相关税费,使得融资平台实际收到的返还金额小于其缴纳的土地出让金。因此,融资平台购地后地方政府返还土地出让金的操作模式,不仅新增隐性债务虚增财政收入,还会因购地资金部分返还和税费成本增加导致融资平台盈利能力弱化,地方政府隐性债务风险随之增大。基于以上分析,本文提出假设3。

假设3:融资平台举债购地后,难以通过土地抵押融资、房地产开发经营和土地转让出租来缓解资金压力,使其偿债压力加大和盈利能力下降,从而引发地方政府隐性债务风险。

三、模型设定与数据来源

(一) 计量模型

本文利用房地产贷款集中度管理政策作为房地产信贷调控收紧的外生冲击,考虑到各地区房地产贷款占比存在差异,构建强度双重差分模型实证检验房地产信贷调控如何通过融资平台购地对地方政府隐性债务产生风险溢出效应。首先,构建计量模型(1)检验房地产信贷调控对融资平台购地行为的影响:

$$(LGFV/Total)_{c,t} = \alpha + \beta loan_c \times post_t + \rho Z_{c,t-4} + \gamma_c + \varphi_t + \varepsilon_{c,t} \quad (1)$$

其中,下标 c 、 t 分别表示地级市、季度。因变量为融资平台购地在区域土地出让市场中所占的相对份额,包括成交金额、成交面积和成交溢价率3个维度。鉴于融资平台购地旨在发挥托底土地市场和稳定地方财力的作用,而商住用地出让是地方政府土地出让收入的主要来源,因此本文研究仅选取商住用地出让样本。融资平台购地金额占比定义为融资平台商住用地购地金额占当年地级市商住用地总出让金额的比重,融资平台购地面积占比定义为融资平台商住用地购地面积占当年地级市商住用地总出让面积的比重,融资平台购地溢价倍数定义为融资平台购置商住用地平均溢价率与当年地级市商住用地平均溢价率之比。核心自变量是房地产信贷调控强度($loan_c \times post_t$), $loan_c$ 表示房地产贷款占比,定义为房地产贷款集中度管理实施前(即2016~2019年),地级市房地产开发贷款和个人住房按揭贷款之和占金融机构各项贷款余额比重的均值; $post_t$ 表示实施房地产贷款集中度管理的政策虚拟变量,2021年第一季度及之后取值为1,否则为0。本文尽可能全面控制土地出让市场的影响因素,地级市层面控制变量($Z_{c,t-4}$)包括:(1)人均GDP(取对数),反映经济发展水平;(2)户籍人口增长率,衡量人口规模;(3)第三产业占比,反映产业结构;(4)财政自给率,即地方一般公共预算收入与地方一般公共预算支出之比,衡量地方财政压力;(5)人均固定资产投资,反映基础设施和房地产投资强度;(6)商品房平均销售价格,即商品房销售额与商品房销售面积之比,衡量房地产价格。为了避免反向因果导致的内生性问题,对上述控制变量做滞后一年处理。此外,回归中控制了地级市固定效应(γ_c)和季度固定效应(φ_t), $\varepsilon_{c,t}$ 为随机扰动项。

其次,为进一步分析房地产信贷调控向地方政府隐性债务风险的传导机制,构建计量模型(2)检验融资平台购地对其经营绩效的影响:

$$y_{i,t} = \alpha + \sum_{j=0}^3 \beta_j loan_c \times post_{t-j} \times LGFV_{c,t-j} + \rho Z_{i,t} + \theta_i + \varphi_t + \gamma_c \times \varphi_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,下标 i 、 c 、 t 分别表示融资平台、地级市和季度。因变量为融资平台经营绩效,包括现金流与债务比、存货和投资性房地产、资本公积、总资产收益率^⑥,分别反映偿债能力、土地开发、资产注入、盈利能力(张路,2020)。核心自变量是前 j 季度融资平台购地金额($LGFV_{c,t-j}$)与房地产信贷调控强度($loan_c \times post_{t-j}$)的交互项,分别考察房地产贷款集中度管理实施后融资平台购地对当季度和下一个(或两个、三个)季度经营绩效的影响。企业层面控制变量($Z_{i,t}$)包括融资平台总资产和资产负债率,分别反映融资平台规模和杠杆率。此外,回归中控制了融资平台固定效应(θ_i)、季度固定效应(φ_t)以及地级市固定效应与季度固定效应的交互项($\gamma_c \times \varphi_t$), ε_{it} 为随机扰动项。

(二) 数据说明

本文选取2016~2021年融资平台购地和经营绩效数据作为研究样本^⑦。融资平台购地信息来自中国土地市场网(<https://www.landchina.com/>)的微观土地出让数据,包括土地使用权人(即购地主体)、地块位置、供地面积、成交价格、供地方式、土地用途等信息。2016~2021年,全国约有117万条日度高频地块成交数据,从中筛选出约42万条商住用地出让信息。将商住用地出让交易数据中的购地主体与融资平台名单相匹配,结果显示样本期间内共有11597笔由融资平台参与的土地出让交易。通过对单笔交易信息加总,构建了一个包括244个地级市的季度面板数据。

融资平台名单及其财务信息来自万得(Wind)数据库,2016~2021年发行过城投债的融资平台共计2776家,其中1617家披露了较为完整的资产负债表、利润表和现金流量表等信息。融资平台名单以Wind统计口径为基础,根据企业的实际控制人(是否为地方政府及相关部门)、主营业务(是否主要是基础设施建设、土地开发整理、棚户

区改造、交通建设运营、公用事业、文化旅游和国有资本运营等)、资产结构(是否以土地资产、基础设施资产或公益性资产为主)、收入结构(是否以来自政府部门或其他融资平台的收入、补贴或营业外收入为主)、已建(或在建、拟建)项目等情况,查漏补缺后形成较为准确的融资平台名单。此外,房地产贷款数据来自各地级市统计年鉴,其余宏观经济数据来自《中国城市统计年鉴》。为缓解异常值对实证结果的潜在影响,本文对连续变量进行上下限各1%的缩尾处理(Winsorize)。主要变量的描述性统计见表1。

四、实证结果与分析

(一)房地产信贷调控对融资平台购地的影响

首先分析房地产信贷调控对融资平台购地金额、数量和价格的影响,因变量分别为融资平台购地金额、面积和溢价率占地区土地出让总成交量的比重,回归结果见表2。房地产贷款集中度管理实施后,房地产贷款占比越高的地级市,融资平台购地金额显著增加,说明房地产信贷调控趋严激励融资平台增加购地规模。进一步区分数量和价格来看,融资平台购地规模增长主要来自土地成交面积增加,土地溢价率并未显著上升。这表明地方政府借助融资平台购地旨在托底土地市场,而非继续高价出让土地从而扩张土地财政。

(二)稳健性检验

1. 平行趋势检验和动态效应分析

运用双重差分法分析政策效应的前提是在房地产贷款集中度管理实施之前,处理组和对照组的融资平台购地行为变动趋势相同或不存在系统性差异,即满足平行趋势假设。同时还需分析政策的动态效应,以证明政策效应是在房地产贷款集中度管理实施之时或之后才出现,否则可能是其他因素影响融资平台购地行为。参考雅各布森等(1993),本文构建如下计量模型,采用事件分析法进行平行趋势检验和动态效应分析。

$$(LGFV/Total)_{c,t} = \alpha + \sum_{k=-4}^3 \beta_k loan_c \times Qtr_D_t^k + \rho Z_{c,t-4} + \gamma_c + \varphi_t + \varepsilon_{c,t} \quad (3)$$

式(3)中, $Qtr_D_t^k$ 是一个新增的季度虚拟变量,表示第 t 季度是房地产贷款集中度管理实施的前 k 季度、当季度或后 k 季度,以 $k=-1$ (实施前1季度)作为基期。其他变量的含义与式(1)相同,不作赘述。如果满足平行趋势假设,房地产贷款集中度管理实施之前交互项系数($\beta_k, k < 0$)应不显著。同时,如果是房地产贷款集中度管理而非其他因素影响融资平台购地行为,动态效应分析结果应显示,房地产贷款集中度管理实施后交互项系数($\beta_k, k \geq 0$)变为显著。

图2直观展示了式(3)的估计结果。房地产贷款集中度管理实施之前,房地产贷款占比与各季度虚拟变量的交互项系数均不显著,表明处理组和对照组的融资平台购地行为没有显著差异,符合平行趋势假设,因此本文实证发现并非事前存在的趋势性因素所导致。房地产贷款集中度管理实施

表1 主要变量的描述性统计

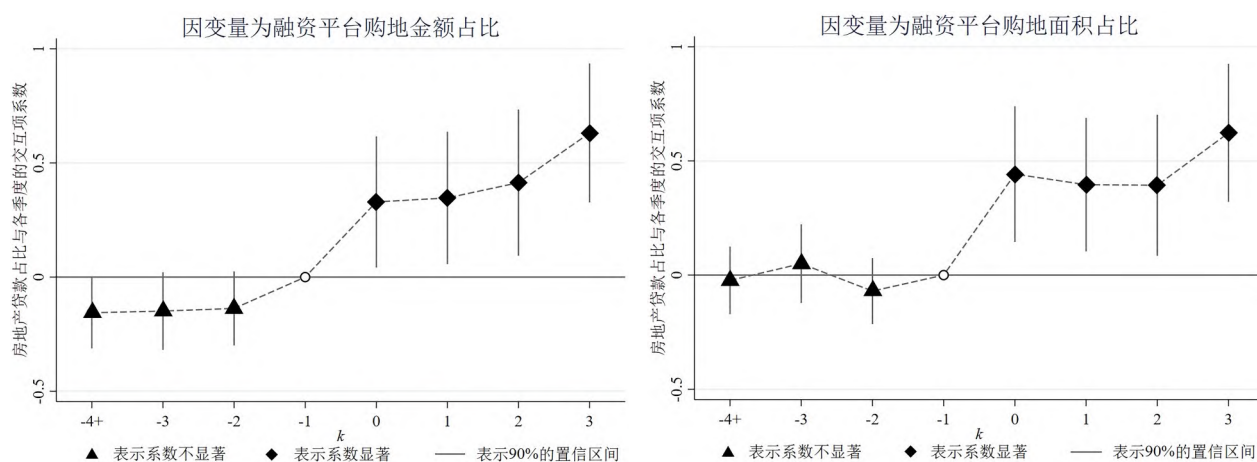
变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
地级市层面变量					
融资平台购地金额占比	5718	0.0349	0.0830	0.0000	0.3315
融资平台购地面积占比	5718	0.0407	0.0831	0.0000	0.3150
融资平台购地溢价倍数	5718	0.3453	0.7004	0.0000	3.1126
房地产贷款占比	5718	0.0260	0.0139	0.0085	0.0448
政策虚拟变量	5718	0.1684	0.3743	0.0000	1.0000
ln(人均GDP)	5718	10.8293	0.5107	9.5497	12.1055
户籍人口增长率	5718	0.0016	0.0262	-0.1689	0.1314
第三产业占比	5718	0.4538	0.0856	0.2691	0.7265
财政自给率	5718	0.4299	0.2083	0.0751	1.0174
人均固定资产投资	5718	5.5820	3.5186	0.1541	21.7158
商品房平均销售价格	5718	0.6311	0.3660	0.2656	2.7043
融资平台财务特征变量					
现金流与债务比	13281	-0.0392	0.1144	-0.5283	0.2340
ln(存货)	13281	3.5710	1.9365	0.0000	6.3572
ln(投资性房地产)	13281	1.2483	1.4890	0.0000	5.1352
ln(资本公积)	13281	4.0227	1.1401	0.0000	6.4603
总资产收益率	13281	1.0214	1.0272	-0.5867	6.1347
ln(总资产)	13281	5.3996	0.8989	2.6421	8.2987
资产负债率	13281	54.3508	12.9533	13.8361	86.2868

注:融资平台总资产收益率和资产负债率的单位为%,存货、投资性房地产、资本公积和总资产的单位为亿元。

表2 房地产信贷调控对融资平台购地的影响

变量	融资平台购地 金额占比	融资平台购地 面积占比	融资平台购地 溢价倍数
	(1)	(2)	(3)
房地产贷款占比	0.5541** (0.2149)	0.4559** (0.2279)	1.8264 (1.8929)
×政策虚拟变量	0.0105 (0.0129)	0.0117 (0.0125)	0.0777 (0.1042)
ln(人均GDP)	0.0216 (0.0346)	0.0106 (0.0424)	-0.2318 (0.2893)
户籍人口增长率	0.0116 (0.0397)	0.0225 (0.0436)	0.0815 (0.3424)
第三产业占比	-0.0101 (0.0398)	-0.0081 (0.0375)	-0.1461 (0.2516)
财政自给率	-0.0007 (0.0010)	-0.0010 (0.0010)	0.0163* (0.0084)
人均固定 资产投资	0.0199 (0.0138)	0.0172 (0.0153)	0.2253** (0.1125)
商品房平均 销售价格	是	是	是
地级市固定效应	是	是	是
季度固定效应	5718	5718	5718
观测值	0.2777	0.2825	0.2918
R ²			

注:*、**和***分别表示10%、5%和1%的显著性水平,括号内为聚类至地级市层面的稳健标准误。下表同。表内所有控制变量均滞后一年,限于篇幅,后文实证分析不再报告控制变量回归结果。



后一年内,房地产信贷调控对融资平台购地金额和面积的正向影响具有持续性。

2. 改变强度变量

考虑到2016年9月至2018年7月房地产调控整体收紧导致房地产信贷收缩^⑧,基准回归中使用2016~2019年地级市房地产贷款占比的均值作为强度变量,可能低估各地区受房地产贷款集中度管理的影响程度。为此,改用2019年地级市房地产贷款占比作为强度变量,回归结果见表3,房地产信贷调控趋严对融资平台购地金额和面积的正向影响仍存在。

3. 政策预期效应

房地产贷款集中度管理正式实施前,中央通过政府官员表态或会议决策信息释放政策信号,因此房地产贷款占比较高的地级市可能对房地产信贷调控收紧形成政策预期。本文假定存在一个季度的预期时间,将政策虚拟变量定义为2020年第四季度及之后取值为1,否则为0,对基准回归进行重新估计,回归结果见表4。新交互项的估计系数均不显著,表明房地产贷款集中度管理具有较强的外生性,不存在明显的政策预期效应。

4. 排除其他政策干扰

基准回归结果可能受到同期两类政策干扰:其一,2016年以来,一、二线核心城市陆续重启限购、限贷、限售等需求侧调控,市场需求减少抑制房企购地意愿;其二,2021年以来,我国同步实施房地产贷款集中度管理和住宅用地集中出让试点,收紧金融端和土地端调控。土地集中出让要求房企在统一时点支付多处地块的保证金,并逐步限制房企购地资金(包括土地竞买保证金、定金以及后续土地出让价款)须为自有资金,导致房企购地资金门槛和难度明显提高,融资平台购地的托底作用可能凸显。为了排除上述两类政策对房地产信贷调控影响融资平台购地的潜在干扰,本文在回归中进一步控制需求侧调控和土地集中出让政策实施变量。表5报告的估计结果显示,在控制需求侧调控和土地集中出让的潜在干扰后,房地产信贷调控对融资平台购地金额和面积的正向影响依然存在,基准回归结果保持稳健。此外,需求侧调控和土地集中出让对融资平台购地的影响为正但不显著,说明相比于需求端和土地端调控,从金融端收紧

表3 稳健性检验:改变强度变量

变量	融资平台购地 金额占比	融资平台购地 面积占比	融资平台购地 溢价倍数
	(1)	(2)	(3)
房地产贷款占比 ₂₀₁₉	0.4521**	0.3474*	2.2305
×政策虚拟变量	(0.1957)	(0.1985)	(1.7704)
控制变量	是	是	是
地级市固定效应	是	是	是
季度固定效应	是	是	是
观测值	5718	5718	5718
R ²	0.2775	0.2822	0.2919

表4 稳健性检验:政策预期效应

变量	融资平台购地 金额占比	融资平台购地 面积占比	融资平台购地 溢价倍数
	(1)	(2)	(3)
房地产贷款占比	0.1781	0.0700	0.2951
×政策虚拟变量 _{2020Q4}	(0.1287)	(0.1334)	(1.0485)
控制变量	是	是	是
地级市固定效应	是	是	是
季度固定效应	是	是	是
观测值	5718	5718	5718
R ²	0.2769	0.2817	0.2916

房地产调控对融资平台购地的促进作用更明显^⑨。

(三)融资平台购地的市场托底作用

为应对中央收紧房地产信贷调控,地方政府借助融资平台购地托底土地市场,体现在土地溢价率并未明显提高,且郊区地块出让面积增加。

1. 土地溢价

考虑到融资平台举债购地造成的资金占用和偿债压力,地方政府倾向于降低融资平台购地溢价率以托底土地市场,而非通过高价出让土地继续扩张土地财政。为此,本文根据地级市土地财政依赖度的中位数,将研究样本两等分后进行分组回归,其中,土地财政依赖度使用土地出让收入与地方一般公共预算收入之比来度量。表6报告的估计结果显示,在土地财政依赖度较高的地区,房地产信贷调控趋严显著增加了融资平台购地金额和面积,而土地溢价率并未显著提高。这表明融资平台增加购地旨在托底土地市场,而非通过提高土地溢价率来维持土地财政扩张。

2. 地块位置

融资平台通常缺乏房地产开发的专业能力,购置土地以商业开发价值较低的郊区地块为主,从而发挥土地市场托底作用。为此,本文分别考察实施房地产贷款集中度管理对融资平台在郊区和市区购地规模的影响。参考刘修岩等(2016),基于全球夜间灯光数据和全球观测(LandScan)人口分布数据,使用地理信息系统(Arcgis)软件提取以灯光和人口密度阈值为判断标准的城市区域轮廓^⑩,根据地理编码应用程序(Geocoding API)编程获取的地块经纬度信息判断融资平台购地位置是否在郊区。表7报告的估计结果显示,房地产信贷调控收紧后,融资平台在郊区购地的金额和面积显著增加,且郊区地块溢价率并未显著提高,佐证了地方政府通过向融资平台低溢价出让更多郊区地块以托底土地市场。

(四)融资平台购地的风险溢出效应

如前所述,融资平台购地发挥了托底土地市场的积极作用,但举债购地后未进行土地开发经营可能导致融资平台偿债压力加大和盈利能力弱化,即房地产风险通过融资平台购地这一渠道传导至地方政府隐性债务风险。本文选取现金流与债务比、存货和投资性房地产、资本公积、总资产收益率作为考察指标,从偿债能力、土地开发、资产注入和盈利能力4个维度分析融资平台购地后经营绩效如何变化。

在偿债能力方面,融资平台主要以新增债务和自有资金作为购地资金来源,增加购地使其偿债压力和流动性风险加大。表8第(1)列的估计结果显示,融资平台购地显著降低了下一季度的现金流与债务比,说明融资平台购地后通过举债融资和自有资金缴纳土地出让金,造成现金流减少而负债增加。考虑到融资平台购入地块位置普遍偏远,土地抵押或开发价值较低,融资平台难以借助土地抵押

表5 稳健性检验:排除其他政策干扰

变量	融资平台购地 金额占比	融资平台购地 面积占比	融资平台购地 溢价倍数
	(1)	(2)	(3)
房地产贷款占比 ×政策虚拟变量	0.5221** (0.2231)	0.4550* (0.2357)	1.7695 (1.9789)
需求侧调控	0.0046 (0.0062)	-0.0019 (0.0065)	-0.0436 (0.0526)
土地集中出让	0.0089 (0.0109)	0.0002 (0.0104)	0.0133 (0.0956)
控制变量	是	是	是
地级市固定效应	是	是	是
季度固定效应	是	是	是
观测值	5718	5718	5718
R ²	0.2779	0.2825	0.2919

表6 基于土地溢价的融资平台购地托底作用

变量	融资平台购地金额占比		融资平台购地面积占比		融资平台购地溢价倍数	
	(1)土地财政 依赖度高	(2)土地财政 依赖度低	(3)土地财政 依赖度高	(4)土地财政 依赖度低	(5)土地财政 依赖度高	(6)土地财政 依赖度低
房地产贷款占比 ×政策虚拟变量	0.6357** (0.2939)	0.6589 (0.4207)	0.5836** (0.2795)	0.6019 (0.4658)	3.3846 (2.6312)	2.1039 (3.7419)
控制变量	是	是	是	是	是	是
地级市固定效应	是	是	是	是	是	是
季度固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	3032	2686	3032	2686	3032	2686
R ²	0.2432	0.3737	0.2673	0.3633	0.2689	0.3654

表7 基于地块位置的融资平台购地托底作用

变量	融资平台购地金额占比		融资平台购地面积占比		融资平台购地溢价倍数	
	(1)郊区	(2)市区	(3)郊区	(4)市区	(5)郊区	(6)市区
房地产贷款占比 ×政策虚拟变量	0.7211** (0.3170)	0.1006 (0.3234)	0.5755* (0.3287)	0.2555 (0.2997)	2.1280 (2.2749)	1.4388 (1.3950)
控制变量	是	是	是	是	是	是
地级市固定效应	是	是	是	是	是	是
季度固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	5718	5718	5718	5718	5718	5718
R ²	0.2266	0.1545	0.2255	0.1705	0.2644	0.2094

提高融资能力,或通过房地产开发经营来改善现金流,因此融资平台购地对半年后的现金流与债务比没有显著影响。

在土地开发方面,融资平台购地既可用于房地产开发经营,土地资产计入“存货”科目核算;也能持有并准备增值后转让,或连同地上建筑物用于出租,土地资产计入“投资性房地产”科目核算。表8第(2)列和第(3)列的估计结果显示,融资平台购地对存货规模无显著影响,而投资性房地产规模在半年后显著下降,说明融资平台购入地块并未用于房地产开发经营或对外转让出租。一方面,由于房地产开发经营对融资平台资金周转能力和项目管理经验具有较高要求,多数融资平台购地后并未进行房地产开发经营。另一方面,房地产市场转型导致土地增值空间受限,融资平台购地后较少用于对外转让出租,以公允价值计量的投资性房地产规模不增反降。

在资产注入方面,为缓解融资平台购地带来的流动性压力,地方政府往往以财政补贴、奖励等形式给予一定比例的土地出让金返还,间接为融资平台注入土地资产。融资平台购地后收到土地出让金返还,在资产端计入“无形资产”科目,权益端计入“资本公积”科目。表8第(4)列的估计结果显示,融资平台购地显著增加了第二季度的资本公积规模,由此推断地方政府通过向融资平台部分返还土地出让金,间接注入土地资产。

在盈利能力方面,由于房地产开发能力不足且房地产市场处于转型阶段,融资平台购置郊区地块后难以通过房地产开发经营和土地转让出租来改善盈利状况,反而因土地出让金部分返还造成税费成本增加和利润总额减少。表8第(5)列的估计结果显示,融资平台购地显著降低了第三季度的总资产收益率,这与第二季度的资本公积增加相互印证。地方政府通过土地出让金部分返还间接注入土地资产后,融资平台利润有所减少而资产规模扩大,造成总资产收益率显著下降。

五、结论与启示

房地产业正向新发展模式平稳过渡,转型过程中的潜在风险及其溢出效应不容忽视。面临房地产调控收紧对“以地谋发展”模式的冲击,地方政府调整土地出让策略不仅削弱了房地产调控政策效果,还会引起房地产风险外溢至其他领域。一个典型事实是,2020年下半年以来,我国陆续出台房企融资“三道红线”、房地产贷款集中度管理、住宅用地集中出让试点等调控政策,为应对房地产调控收紧造成的土地出让减少和土地资产贬值,地方政府通过融资平台举债购地托底土地市场,可能降低融资平台经营绩效,进而引发隐性债务风险。

为考察中央收紧房地产信贷调控后地方政府的应对策略及其风险溢出效应,本文将2016~2021年微观土地交易数据与融资平台名单和财务信息相匹配,以房地产贷款集中度管理作为房地产信贷调控收紧的外生冲击,构建强度双重差分模型检验房地产信贷调控对融资平台购地行为和经营绩效的影响。研究发现,房地产信贷调控趋严激励地方政府和融资平台强化风险共担,通过融资平台低溢价购置郊区地块托底土地市场。由于郊区地块价值偏低和房地产

表8 融资平台购地的风险溢出效应

变量	现金流与债务比	ln(存货)	ln(投资性房地产)	ln(资本公积)	总资产收益率
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
房地产信贷调控×融资平台购地金额	-0.0172 (0.0213)	0.0369 (0.0610)	0.0392 (0.0534)	0.0473 (0.1657)	-0.0178 (0.1244)
房地产信贷调控×L1. (融资平台购地金额)	-0.0383*** (0.0107)	0.0406 (0.0446)	0.0469 (0.0393)	0.0932 (0.0824)	0.1085 (0.0762)
房地产信贷调控×L2. (融资平台购地金额)	0.0211 (0.0138)	0.0331 (0.0437)	-0.0793** (0.0316)	0.2646** (0.1051)	0.0055 (0.0984)
房地产信贷调控×L3. (融资平台购地金额)	-0.0020 (0.0250)	0.1114 (0.1040)	-0.1083** (0.0541)	0.1434 (0.2146)	-0.3661*** (0.1350)
ln(总资产)	-0.0064 (0.0083)	0.8308*** (0.0765)	1.0864*** (0.0434)	0.6812*** (0.0848)	-0.1292** (0.0655)
资产负债率	0.0005 (0.0003)	0.0002 (0.0013)	-0.0244*** (0.0011)	-0.0097*** (0.0020)	-0.0104*** (0.0023)
融资平台固定效应	是	是	是	是	是
季度固定效应	是	是	是	是	是
地级市—季度固定效应	是	是	是	是	是
观测值	13281	13281	13281	13281	13281
R ²	0.3894	0.9775	0.9697	0.8857	0.6712

注:*,**和***分别表示10%、5%和1%的显著性水平,括号内为聚类至企业层面的稳健标准误。房地产信贷调控表示房地产贷款占比与政策虚拟变量的交互项,“L1.”表示滞后一季,“L2.”表示滞后两季,“L3.”表示滞后三季。

开发能力不足,融资平台购地后较少开展土地抵押融资、房地产开发经营和土地转让出租来改善现金流,地方政府往往以财政补贴、奖励等形式部分返还土地出让金,间接为融资平台注入土地资产。融资平台举债购地使其偿债压力加大和盈利能力下降,表明房地产信贷调控通过融资平台购地这一渠道,对地方政府隐性债务产生风险溢出效应。为此,财政部及时出台财预〔2022〕126号文对融资平台购地行为予以规范,并自2024年9月起实施一揽子房地产金融政策,推动房地产市场止跌回稳,防止风险蔓延扩大。

本文研究结论的政策含义如下。第一,密切关注房地产业向新发展模式转型带来的次生风险,尤其是防范房地产风险与地方政府隐性债务风险相互溢出,建立系统性风险监管和预警机制。本文研究发现,为应对房地产信贷调控趋严,融资平台增加购地后偿债能力和盈利能力有所下降,造成房地产风险外溢至地方政府隐性债务风险。应协同推进房地产调控政策优化和隐性债务风险治理,加强房地产、地方政府债务、金融等重点领域风险综合研判和预警。一是因城施策落实房地产贷款集中度管理制度,完善常态化融资平台金融债务统计监测机制,加强金融体系内房地产和隐性债务风险敞口监管,对综合风险敞口较大的银行予以关注,增强金融体系抵御房地产市场波动的能力。二是加强对土地出让收支的规范管理和审计监督,建立购地企业资格和资金审查制度,严禁以土地换项目、土地出让金先征后返、财政补贴等形式虚增土地出让收入,防范房地产风险向隐性债务风险溢出进而触发系统性风险。

第二,建立中央顶层设计和地方实践探索相结合的房地产发展新模式,有序搭建相关基础性制度。融资平台购地托底行为折射出房地产调控面临的土地财政困局,构建房地产调控长效机制重在协调中央与地方政府之间的土地财政关系,通过因地制宜、分城施策的制度设计,确保央地土地财政关系未偏离房地产调控总体目标,并渐进实现房地产业向新发展模式转型。一方面,适当给予地方政府一定的自主权利和弹性空间,更好调动地方政府推进改革、化解风险的积极性。充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权,一个政策范例是,2024年9月,中国人民银行完善商业性个人住房贷款利率定价机制,强调各地基于市场化原则自主协商、动态调整,推动房地产市场止跌回稳。综合运用地方政府专项债、政策性银行专项借款和商业银行贷款,支持地方政府收购融资平台存量闲置土地。另一方面,加强中央对房地产调控的顶层设计和科学谋划,建立与房地产发展新模式相适应的融资、财税、销售、土地等基础性制度。进一步理顺中央和地方财政关系,促进“以地谋发展”模式转型。对地方政府偏离市场化的购地托底行为及时予以规范,防范房地产业引发系统性风险。

第三,抓住保障性住房建设和城市更新的政策契机,引导融资平台在房地产新发展模式转型中发挥积极作用。加快构建房地产发展新模式需抓好两个着力点。一是加大保障性住房建设和供给,更好支持刚性和改善性住房需求。鼓励融资平台将购入的存量土地用于建设配售型或配租型保障性住房,既能从金融机构获得期限长、成本低的资金支持,推动债务结构优化;又能增加融资平台市场化销售或租赁收入,并通过保障性租赁住房REITs等资产证券化方式加快土地资产变现,缓解前期大规模购地带来的流动性压力。二是建立可持续的城市更新模式,由增量建设转为存量提质改造和增量结构调整并重。参与城市建设、运营和治理是融资平台市场化转型的重要方向之一,城市更新往往采用土地一二级联动开发模式,通过区域综合开发和特色产业运营收益平衡城市更新项目成本,有助于缓释融资平台购地引起的偿债风险^④。

(作者单位:中国社会科学院金融研究所)

注释

①房价棘轮效应是指房地产调控政策实施后,房价经历短暂收敛后又迅速回升,呈现易涨难跌的特征(唐云锋、马春华,2017)。

②房地产贷款占比是指房地产贷款余额占银行人民币各项贷款余额的比例,个人住房贷款占比是指个人住房贷款余额占银行人民币各项贷款余额的比例。按房地产贷款集中度管理要求,房地产贷款余额占比上限和个人住房贷款余额占比上限分为五档:中资大型银行分别是40%和32.5%,中资中型银行分别是27.5%和20%,中资小型银行和非县域农合机构分别是22.5%和17.5%,县域农合机构分别是17.5%和12.5%,村镇银行分别是12.5%和7.5%。

③22个试点城市包括北京市、上海市、广州市、深圳市4个一线城市,以及南京市、苏州市、杭州市、厦门市、福州市、重庆市、成都市、武汉市、郑州市、青岛市、济南市、合肥市、长沙市、沈阳市、宁波市、长春市、天津市、无锡市等18个二线城市。

④参见《关于将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项政府非税收入划转税务部门

征收有关问题的通知》(财综〔2021〕19号)。

⑤在土地购置环节,融资平台办理投标或竞买申请时,需以自有资金缴纳保证金,一般不低于土地出让底价的20%。融资平台竞拍成功后签订《国有土地使用权出让合同》,并通过举债融资缴纳土地出让金。合同签订后1个月内需缴纳50%的土地出让金作为首付款(已缴纳的保证金可抵作土地出让金),余款支付期限通常为半年到一年。

⑥现金流与债务比定义为经营活动产生的现金流量净额与总负债之比,总资产收益率定义为息税前利润与平均资产总额之比。

⑦本文将样本区间设定为2016~2021年,出于两方面考虑。其一,《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综〔2016〕4号)明确储备土地不得作为资产注入融资平台,自2016年起,融资平台需以公开市场出让方式获取土地资产。其二,《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》(财预〔2022〕126号)严禁地方政府通过国企购地等方式虚增土地出让收入,中央自2022年起对融资平台购地行为予以规范。

⑧自2016年9月起,北京市、厦门市等21个城市相继出台限购、限贷、限售政策。2016年12月,中央经济工作会议将“促进房地产市场平稳健康发展”列为2017年的重点任务之一,首次提出“房住不炒”的定位。2018年7月,中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”,调控力度不断加码。2018年中央经济工作会议并未提及房地产调控继续收紧,因此2019年房地产市场逐步回归常态化。

⑨需求侧调控对融资平台购地无显著影响,一种可能的解释是:为应对限购政策带来的土地出让收入下降,地方政府主要通过加强税收征管、增加非税收入和债务融资来缓解财政压力(曹春方等,2022;黄志刚、孙宁,2023),或借助房企囤地炒地、捂盘惜售等策略留待土地增值,因此较少通过融资平台购地托底土地市场。

⑩如果灯光亮度值高于10且人口密度大于1000人/平方公里,则判定为市区,否则为郊区。

⑪中外文人名(机构名)对照:黄(Huang);杜(Du);格莱泽(Glaeser);雅各布森(Jacobson)。

参考文献

- (1)曹春方、涂漫漫、夏常源:《房地产限购与企业负担——来自企业税负和罚款支出的证据》,《财经研究》,2022年第11期。
- (2)陈小亮、李三希、陈彦斌:《地方政府激励机制重构与房价调控长效机制建设》,《中国工业经济》,2018年第11期。
- (3)陈钊、申洋:《限购政策的空间溢出与土地资源配置效率》,《经济研究》,2021年第6期。
- (4)宫晓莉、熊熊:《波动溢出网络视角的金融风险传染研究》,《金融研究》,2020年第5期。
- (5)韩立彬、陆铭:《供需错配:解开中国房价分化之谜》,《世界经济》,2018年第10期。
- (6)黄晓春、周黎安:《政府治理机制转型与社会组织发展》,《中国社会科学》,2017年第11期。
- (7)黄志刚、孙宁:《住房限购政策与地方政府供地行为》,《金融评论》,2023年第2期。
- (8)李倩、陈晓光、郭士祺、郁芸君:《大气污染协同治理的理论机制与经验证据》,《经济研究》,2022年第2期。
- (9)李双建、田国强:《地方政府债务扩张与银行风险承担:理论模拟与经验证据》,《经济研究》,2022年第5期。
- (10)梁若冰、张东荣、方心、林细细:《限购政策是否降低了上市房地产企业价值?——基于强度双重差分法的经验研究》,《金融研究》,2021年第8期。
- (11)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》,《管理世界》,2020年第6期。
- (12)刘修岩、李松林、秦蒙:《开发时滞、市场不确定性与城市蔓延》,《经济研究》,2016年第8期。
- (13)吕炜、周佳音、陆毅:《理解央地财政博弈的新视角——来自地方债发还方式改革的证据》,《中国社会科学》,2019年第10期。
- (14)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》,《财政研究》,2019年第1期。
- (15)毛锐、刘楠楠、刘蓉:《地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制》,《中国工业经济》,2018年第4期。
- (16)钱先航、曹廷求、李维安:《晋升压力、官员任期与城市商业银行的贷款行为》,《经济研究》,2011年第12期。
- (17)唐云锋、马春华:《财政压力、土地财政与“房价棘轮效应”》,《财贸经济》,2017年第11期。
- (18)王敏、黄滢:《限购和房产税对房价的影响:基于长期动态均衡的分析》,《世界经济》,2013年第1期。
- (19)熊琛、周颖刚、金昊:《地方政府隐性债务的区域间效应:银行网络关联视角》,《经济研究》,2022年第7期。
- (20)徐忠、张雪春、邹传伟:《房价、通货膨胀与货币政策——基于中国数据的研究》,《金融研究》,2012年第6期。
- (21)杨子晖、陈雨恬、张平森:《重大突发公共事件下的宏观经济冲击、金融风险传导与治理应对》,《管理世界》,2020年第5期。
- (22)张践祚、刘世定、李贵才:《行政区划调整中上下级间的协商博弈及策略特征——以SS镇为例》,《社会学研究》,2016年第3期。
- (23)张莉、年永威、刘京军:《土地市场波动与地方债——以城投债为例》,《经济学(季刊)》,2018年第3期。
- (24)张路、龚刚:《房地产周期、地方政府财政压力与融资平台购地》,《财经研究》,2020年第6期。
- (25)张路:《地方债务扩张的政府策略——来自融资平台“城投债”发行的证据》,《中国工业经济》,2020年第2期。
- (26)周雪光、练宏:《政府内部上下级部门间谈判的一个分析模型——以环境政策实施为例》,《中国社会科学》,2011年第5期。
- (27)Glaeser, E., Huang, W., Ma, Y. and Shleifer, A., 2017, “A Real Estate Boom with Chinese Characteristics”, *Journal of Economic Perspectives*, 31(1), pp.93~116.
- (28)Huang, Z. and Du, X., 2018, “Holding the Market under the Stimulus Plan: Local Government Financing Vehicles' Land Purchasing Behavior in China”, *China Economic Review*, 50, pp.85~100.
- (29)Jacobson, L. S., LaLonde, R. J. and Sullivan, D. G., 1993, “Earnings Losses of Displaced Workers”, *American Economic Review*, 83(4), pp.685~709.

The Risk Spillover Effects of Real Estate Regulation: Evidence from LGFV's Land Purchase

Cao Jing

(Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences)

Abstract: In the process of transforming the real estate industry into a new development model, real estate risks are intertwined with implicit debt risks. Preventing and resolving the two important risks mentioned above is the key to coordinating development and security. Based on the micro-level land transaction data and financial information of local government financing vehicle (LGFV) from 2016 to 2021, this paper uses the real estate loan concentration management as an exogenous shock, to empirically analyze the risk spillover effects of real estate credit regulation through the channel of LGFV's land purchase. We find that the tightening of real estate credit regulation significantly increases the amount and area of land purchased by LGFVs. This positive impact mainly comes from the purchase of suburban land at low premiums, which indicates that local governments resort to the LGFV's land acquisition to cope with downward pressure in the real estate market. Due to the low land premium rate and insufficient real estate development capacity, LGFVs rarely engage in land mortgage financing, real estate development and operation, and land transfer and rental after borrowing to purchase land. Instead, local governments alleviate the liquidity pressure on LGFVs by partial refunds of land leasing fees. Therefore, after the tightening of real estate credit regulation, LGFV's land purchase at low premiums has increased their debt repayment pressure and weakened their profitability, thereby triggering the risk spillover effects of real estate regulation to local government implicit debt. The above findings provide new empirical evidence for cross-market spillover of economic and financial risks, and have policy implications for establishing a long-term mechanism of real estate regulation and preventing the systemic risks caused by the real estate industry.

Keywords: real estate regulation; risk spillover; local government financing vehicles; land leasing

=====

(上接第66页)

- (49) Serrano, C. J., 2010, "The Dynamics of the Transfer and Renewal of Patents", *The RAND Journal of Economics*, vol.41, pp.686~708.
- (50) Spence, M., 1978, "Job Market Signaling", in Diamond, P. and Rothschild, M., eds: *Uncertainty in Economics*, Academic Press.
- (51) Swann, G. M. P., 2000, "Economics of Standardization", Final Report for Standards and Technical Regulations Directorate.
- (52) Tasse, G., 2000, "Standardization in Technology-Based Markets", *Research Policy*, vol.29, pp.587~602.
- (53) Teece, D. J., 1986, "Profiting from Technological Innovation: Implications for Integration, Collaboration, Licensing and Public Policy", *Research Policy*, vol.15, pp.285~305.
- (54) Toh, P. K. and Kim, T., 2013, "Why Put All Your Eggs in One Basket? A Competition-Based View of How Technological Uncertainty Affects a Firm's Technological Specialization", *Organization Science*, vol.24, pp.1214~1236.
- (55) Valero-Gil, J., Surroca, J. A., Tribo, J. A., Gutierrez, L. and Montiel, I., 2023, "Innovation Vs. Standardization: The Conjoint Effects of Eco-Innovation and Environmental Management Systems on Environmental Performance", *Research Policy*, vol.52, Article 104737.
- (56) Wen, W., Forman, C. and Jarvenpaa, S. L., 2022, "The Effects of Technology Standards on Complementor Innovations: Evidence from the IETF", *Research Policy*, vol.51, Article 104518.
- (57) Williamson, O. E., 1996, *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press.
- (58) Wooldridge, J. M., 1999, "Distribution-Free Estimation of Some Nonlinear Panel Data Models", *Journal of Econometrics*, vol.90, pp.77~97.
- (59) Zhang, Y., 2021, "Quantitative Assessment on Frictions in Technology Market", Working Paper.

The Establishment of Standards Leads to Market Prosperity: A Study on the Promoting Effect of Technology Standards on Patent Transactions

Cao Chunfang^{a,b} and Gong Manning^a

(a. School of Business, Sun Yat-sen University; b. Center for Accounting, Finance and Institutions, Sun Yat-sen University)

Abstract: Technological uncertainty is an important factor constraining the development of the technology factor market, yet existing research has not sufficiently explored this issue. This paper uses the issuance of national standardization-guiding technical documents as an exogenous shock that reduces technological uncertainty. Based on nationwide patent transaction data, a difference-in-differences (DID) model is constructed to conduct an empirical study. The findings are as follows. (1) The introduction of technology standards promotes a 7.1% increase in patent transactions within the industry. (2) In terms of industry characteristics, this promotional effect is stronger in industries with higher search costs, information asymmetry, and lock-in risks. In terms of standard types, technology standards that are technically content-rich, market-oriented, and sustainably effective have a stronger impact on promoting patent transactions. In terms of transaction entities, this effect is primarily observed among corporate buyers. (3) This promotional effect also optimizes the structure and efficiency of the patent transaction market by increasing the number of market participants, reducing participant concentration, facilitating cross-industry transactions, and enhancing the value of patents post-transaction. The conclusions of this paper suggest that enhancing the role of technology standards in reducing technological uncertainty is an effective approach to promoting high-quality development in the technology factor market and optimizing the allocation of technological resources.

Keywords: technological uncertainty; technology standards; patent transactions; optimization of technological resource allocation

The Risk Spillover Effects of Real Estate Regulation: Evidence from LGFV's Land Purchase

Cao Jing

(Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences)

Summary: In the process of transforming the real estate industry into a new development model, the reduction of land leasing and the depreciation of land assets have prompted local governments to adjust their land supply strategies, thereby giving rise to new economic and financial risks. To cope with the negative impact of tightened real estate credit regulation on land leasing revenue and land asset prices, local governments have resorted to land purchase by local government financing vehicle (LGFV), which may lead to real estate risks intertwined with implicit debt risks.

Based on micro-level land transaction data and LGFV's financial information from 2016 to 2021, this paper uses the real estate loan concentration management as a quasi-natural experiment, and constructs an intensity difference-in-differences model to empirically analyze the impact of real estate credit regulation on LGFV's land purchase and operational performance. We find that after the tightening of real estate credit regulation, LGFVs have purchased more suburban land at low premiums, to cope with downward pressure from the real estate market. Due to the low land premium rate and insufficient real estate development capacity, LGFVs rarely engage in land mortgage financing, real estate development and operation, and land transfer and rental after borrowing to purchase land. Local governments often partially refund land leasing fees in the form of fiscal subsidies and rewards, indirectly injecting land assets into LGFVs. Therefore, LGFV's land purchase has increased their debt repayment pressure and weakened their profitability, which indicates that the real estate credit regulation has risk spillover effects on local government implicit debt through the channel of LGFV's land purchase.

The above conclusion has the following policy implications. Firstly, regulatory authorities should closely monitor the potential risk spillover effects during the transformation of real estate industry into a new development model, and synergistically promote the optimization of real estate regulation policies and the governance of implicit debt risks. Secondly, the construction of a long-term mechanism of real estate regulation focuses on coordinating the land finance relationship between the central and local governments. It is essential to fully empower local governments with autonomy in regulating the real estate market, and better mobilize their enthusiasm to promote reforms and resolve risks. Lastly, we should encourage LGFVs to utilize the acquired stock of land for the construction of affordable housing and urban renewal, and comprehensively utilize local government special-purpose bonds, policy bank special loans, and commercial bank loans to support local governments in acquiring LGFV's idle land.

Compared with existing literature, this paper's potential contributions are seen in three aspects. Firstly, most literature focuses on the risk spillover effects between the real estate market and financial institutions or markets, as well as the cross-market and cross-regional risk diffusion of local government debt expansion through financial institution balance sheet channels. We find that LGFV's land purchase is a transmission mechanism from real estate risks to implicit debt risks, which provides new empirical evidence for cross-market spillover of economic and financial risks. Secondly, most literature evaluates the policy effects of demand-side real estate regulation such as purchase restrictions, loan restrictions, sales restrictions, and property taxes. This paper focuses on the impact of real estate credit regulation on LGFV's land purchase and operational performance, enriching the empirical research on the policy evaluation of supply-side real estate regulation. Lastly, this paper takes LGFV's land purchase as a typical case, and reveals the land finance operation mechanism between the central and local governments with Chinese characteristics, which provides practical reference for building a long-term mechanism of real estate regulation.

Keywords: real estate regulation; risk spillover; local government financing vehicles; land leasing

JEL Classification: G32, H63, R38