

# 双融资循环机制下的 债务驱动型住房投资扩张 ——基于省级面板数据的实证分析

李嘉 朱文浩 董亚宁 任卓然<sup>1</sup>

**【摘要】**后金融危机时代是全球性的债务扩张时代。债务扩张会渗透到国民经济各个部门。全社会债务扩张过程与住房部门的持续繁荣密切作用并共同形成复杂机制。本研究以“债务驱动”为本质特征的金融化为研究视角，审视金融危机后我国住房投资扩张过程，系统梳理了中国地方经济的债务扩张机制，并特别强调了住房市场在这一过程中产生和吸纳债务的作用，基于此刻画出双融资循环机制，提出地区金融化规模和房企金融化水平助推住房价格上涨的研究假说。实证研究发现：（1）每一单位金融化规模增加会带动 0.13 单位住房投资，体现出了显著“以债投房”的经济特征；在引入空间计量分析后发现：（2）地区房企金融化水平每增长 1%，住房投资会增长 33.7%；（3）土地财政和城镇化水平等因素，对于地方住房投资扩张也具有显著促进作用。

**【关键词】**双级金融化 住房金融化 住房投资

**【中图分类号】**:F830.59 **【文献标识码】**:A **【文章编号】**:1000-8306(2021)03-0001-13

## 一、引言

西方各国政府为应对全球性的金融危机通常采取两种方式：一种是以美国、欧洲为主的扩张性货币政策或者称为“直升机撒钱”式的货币融资方式，另一种则是以英国为主的被称为“勒紧裤腰带”的财政紧缩方式。<sup>[1]</sup>中国政府为应对 2008 年的金融危机采取了不同方式，即以政府赤字融资为先导，大型公共基础设施为抓手的公共赤字融资方式。<sup>[2][3][4]</sup>然而，上述方式导致了社会信贷整体规模的扩大，中国社会融资规模从 2009 年起迅速激增，4 年之内增长 1.5 倍。

我国经济发展进入向经济金融化演进的发展阶段。<sup>[5][6][7]</sup>在此背景下，金融部门、产业部门和居民部门等经济部门逐渐开始遵循金融化的行为逻辑，运用多样化金融工具，迅速进行扩张性融资活动。在“投资回报率”和“刚性兑付”等融资激励和制度约束条件下，全社会信贷资金并没有完全进入公共基础设施领域，而是通过金融化管道，流向短期投资回报率更高的房地产领域，以获得超额回报，这促进了住房产品金融化程度，进一步推动了地区住房市场价格上涨和区域间的住房价格分化。<sup>[8][9]</sup>

金融危机后，地方经济发展的主要模式由初始“土地财政”驱动的大规模土地开发模式逐步演化为以土地、住房为优质抵押品的“土地金融化”模式，进而在全社会经济部门内催生出不同期限、不同类型的债务。房地产部门在消化和吸收这部分债

<sup>1</sup>**作者简介：**李嘉（1987-），中国宏观经济研究院投资研究所，博士后。电子邮箱：edward\_li@126.com。

朱文浩（1988-），中华全国供销合作总社管理干部学院，博士后。电子邮箱：zhuwenhao9963@126.com。

董亚宁（1987-），北京大学城市与环境学院（通讯作者），博士后。电子邮箱：dongyn@pku.edu.cn。

任卓然（1996-），北京大学城市与环境学院，博士生。电子邮箱：rzhuoran@126.com。

**基金项目：**中国博士后科学基金面上资助项目“住房金融化的空间差异与地方公共财政转型”（2018M641039）；“基于微观异质性的城乡要素流动与产业重构：理论与模拟”（2018M640003）。

---

务过程中起到非常重要的作用，同时带来两个结果：一方面，以房地产开发企业部门房地产开发贷款和居民部门住房按揭抵押贷款为主要组成的银行系统国内贷款，即一级金融化水平显著上升。

另一方面，围绕土地抵押物和住房市场进行的社会范围内的扩大再融资行为——二级住房金融化水平上升成为推动住房价格上涨的又一显著推动因素。<sup>[10][11][12]</sup>为了覆盖由土地抵押（地方政府）或住房抵押（居民部门或工商企业）带来的未来债务偿付水平，增量和存量住房的库存消化和价格上涨成为了“双级金融化”的必然结果。那么，社会金融化程度的扩大从多大程度上影响了住房价格的上涨？另外，金融化水平具有区域空间上的差异，其直接影响到房地产部门供给和需求两端的融资规模和融资成本等金融绩效。因此，这又衍生出两个问题：一是在地方性经济增长竞争的背景下，金融化规模和水平的空间差异是否引致了其对于房地产市场的影响也存在空间差异？二是金融化规模本身是否具有自身的空间外溢效应，以及这在多大程度上影响了地区间住房价格的空间溢出特征？本研究尝试在经济金融化角度系统阐释上述问题。

## 二、文献综述

### （一）债务扩张和住房部门金融化：经济金融化的典型特征

“金融化”是一个经济发展向金融深化方向发展的过程。<sup>[13]</sup>“金融化”是当前国内外城市经济、经济地理学、住房经济研究领域引发广泛讨论，并且呈现出不同理论建构、规范性研究和相关研究的一个学术词汇。<sup>[14]</sup>其主要包含如下主要观点：

第一，从宏观角度，金融化是资本主义发展到成熟阶段的标志，<sup>[15]</sup>是金融驱动下加速社会资本积累的一种宏观经济现象，<sup>[16]</sup>同时它也是全球新自由主义运动的一部分，实证证据证明拉大了居民收入分布，<sup>[17][18]</sup>加速了社会阶层的碎片化。<sup>[19]</sup>

第二，从微观角度，金融化指的是金融市场对于企业部门和居民部门影响日益加深的现象，<sup>[20]</sup>更为重要的是由此引致的金融绩效竞争，<sup>[21]</sup>引致金融和非金融企业都将金融领域（股票、债券、基金、房地产等）的投资收益当作是否迎合管理者和扩大化的社会股东日益增长的股东权利需求的标杆，<sup>[22]</sup>这一竞争激励进一步加剧了全社会对于金融部门的依赖程度。

第三，从制度演化角度，金融化也被看作金融权力的扩张，以及由此带来的围绕这一权力而进行金融市场制度化进程，通过多维度法律和政策重塑经济秩序的过程，其结果是“资本主义的多样化”，<sup>[23][24]</sup>具体表现形式为金融市场和金融工具在经济活动中的中心地位以及由此形塑的新的产业格局和企业运作行为。<sup>[25]</sup>

第四，从货币经济发展角度，金融化是经济货币化阶段的进一步深化——经济货币化是货币经济向非货币经济部门（实物和易货交易）扩展的过程。经济金融化则是以金融总量替代货币总量并渗透到经济运行方方面面的过程。<sup>[26]</sup>其具体表现是，经济体本身表现出类似金融的性质或状态，主要表现为经济体中金融部门、金融资产相对于非金融部门和实物资产的膨胀，非金融企业的利润越来越多地通过金融渠道而非传统的商品生产与贸易渠道获得，食利阶层财富和权势膨胀，以及金融资产结构视角变化的资产证券化的兴起。<sup>[6]</sup>

经济金融化过程至少会引致两个方面的结果：其一，社会总体债务的扩大，<sup>[1][27]</sup>由此引发债务通过银行或非银行金融体系向社会各经济部门的渗透；其二，这种债务偿付压力会引发贷款人和借款人共同谋求优质抵押品，<sup>[24][27]</sup>而土地（地方政府）和住房产品（居民）是同时满足借款和贷款双方需求，最符合优质抵押品条件特征的产品。因此，住房部门是金融部门渗透程度最高，同样也是在金融化经济中与其他各经济部门关联影响最广的经济部门。

居民通过金融工具购置住房，使住房是居民最重要的资产。房地产企业通过金融工具进行融资，金融企业和其他非金融企业通过持有住房获得资本增值带来的利润。住房产品本身已经显示出金融产品的属性，并连同金融市场在相对封闭的场域中自我循环增值。作为公共部门的地方政府是住房所需土地的供给者。地方经济发展同样通过金融工具进行融资活动，而土地增值

预期是土地抵押行为最理性的政府信用来源，这种预期体现在区域经济的活跃程度上，其中最为重要的是地区住房部门的价格信号机制。<sup>[28]</sup>这一逻辑又进一步加深了地方经济对于住房部门的依赖，强化了上述住房部门—金融部门的自我循环机制。

## （二）从土地财政到土地金融化——地方债务驱动住房市场繁荣

1. 作为资产投资组合中一项金融资产的土地区。中国城市经济增长显著依赖于地方政府主导的“土地财政”。作为住房建设成本中的最大组成份额，土地价格增长可以显著解释城市住房市场价格扭曲，引发土地和城市住房的投资和投机行为。<sup>[29][30][31][32]</sup>在这种情况下，土地逐渐变为一种纯粹的金融资产。<sup>[33]</sup>在土地资产成为地方政府主要财政来源和经济调控工具的条件下，地方政府对于土地的态度也开始转变：其一，土地资产被当作一种价值极高的资产作为与厂商（如高科技企业等高附加值企业）、金融中介以及房地产开发企业议价的重要筹码；其二，在土地资产价值不断升高的状态下，土地租金最大化成为土地实际所有者/使用者的一般行为准则，<sup>[34]</sup>使用金融工具加速其租金最大化的实现进程成为一种必然选择，因而土地也变成了一种“严格意义上的金融化了的土地”，<sup>[35]</sup>而地方政府的行为方式也从管理主义式的行为方式转向企业家式的行为方式；<sup>[33]</sup>其三，在后金融危机时代，为解决公共部门和私人部门债务，降低财政风险，同时扩大公共基础设施，地方政府不得不显著依赖于以房地产市场繁荣为主导的地方经济发展形态，住房成为公共部门和私人部门都趋之若鹜的价值稳定增长，投资收益率保持良好的“准金融资产”；<sup>[36][33]</sup>亦成为各个部门和私人部门众多投资组合中的优质资产选项之一，与政府债券、企业股票、消费者债务等没有差别（大卫·哈维，1982：347）；其四，这种在供给端的市场和政策效率的变化，本质上是对于金融危机后需求端日益高涨的公共基础设施建设和住房市场需求扩张的回应；<sup>[37]</sup>其五，地方政府在自身“最大化地租”的金融化逻辑下，同样存在放大土地资产属性为其公共建设融资的需求，并且利用住房市场繁荣培育地方型地产开发商贡献税收的资本流和城市建设（以城市更新项目为特征）的实体流，<sup>[34]</sup>并将之作为优质抵押物，吸收金融中介从实体经济供需两端吸收的债务。在后金融危机时代，实体经济资金短缺，民间资本动员不足，政府整体预算收紧，社会债务扩张的大背景下，土地的金融属性被深度挖掘出来，成为中国乃至世界许多国家实现经济恢复的关键动力因素。

2. 产生债务与吸纳债务：住房市场的复合作用。房地产投机是理解经济停滞与金融化之间动态关系的核心环节之一。<sup>[38]</sup>已经有实证证据表明，虽然我国资本市场不如美国等西方国家发达，但是居民杠杆率水平正在显著影响部分区域的住房价格，特别是在我国一线和二线城市。<sup>[39]</sup>在这些城市，住房价格较高，而且涨幅较大，居民往往依赖于银行住房抵押贷款和按揭形式才可以支付住房价值。同时，住房价值的持续增值又是居民偿还债务和拥有财富获得感的“靠山”。这样，由住房所有权引发的债务再度被住房所有权升值带来的财富效应吸收了。因此，更进一步地激励了住房投资或投机行为，助推了房地产价值泡沫化程度，增加了全社会债务积累和债务违约风险。除此之外，由债务驱动的住房市场繁荣也显著影响了社会财富的分配公平，社会财富显著倾斜于计划经济时期福利住房占有者、房改后住房所有权获得者以及直接或间接进行房地产投资者。<sup>[40]</sup>事实上，不仅仅是住房抵押贷款等与房地产相关的直接债务形式，围绕地方政府土地开发，比如兴建公共基础设施项目，以及房地产开发企业、居民贷款，银行和非银行金融机构将这些贷款再打包，形成各种金融理财产品（如银行理财、信托计划等），在金融市场中流通，金融杠杆不断加长，由此衍生出更大范围的社会债务，这些债务融资再次回流到一级土地开发（公共基础设施）或二级土地开发（房地产开发环节）过程中，进一步加深了杠杆化程度，提高了全社会债务水平。

## 三、双融资循环机制与研究假说

我国政府为应对全球性金融危机对国内经济造成的不良影响，采取了积极政府干预措施。其中，比较重要且效果显著的是“四万亿元经济刺激计划”和“新型城镇化建设”。前者通过政府扩大公共投资支出到特定领域的方式，增加了公共领域的信贷供给，特别是公共基础设施建设方面的投入。由此开启了政府债务扩张的过程。2012—2017年，30个省（区、市）的地方政府公共财政预算支出均大于预算收入，除了山西（-4.63%）、重庆（-5.78%）、贵州（-2.71%）、青海（-16.00%）四省（市）财政赤字呈现下降之外，其余省（区、市）的财政赤字较2012年基期均有扩大。但是，这并不能表现出在后金融危机时代我国地区性债务扩张的全部面貌。实际上，通过政府财政赤字进行地方建设的资金占据整体资金量份额的很小一部分。更大部分的资金通过金融系统——银行机构或非银行机构（如信托、证券、基金等）以信贷资金的形式注入实体经济之中。因此，与政府债务

扩张并行的现象是：市场领域的社会融资规模显著扩张。在这一过程中，地方政府财政支出通过“即期收入”形式得到支撑的部分仅仅是整个债务扩张过程的一部分。而另一部分，也是更为重要的部分通过金融体系“加杠杆”“证券化”“债务转嫁”等金融化手段在全社会范围内加速放大。其主要结果是：一是实体经济进一步金融化；二是全社会信贷规模迅速扩大，信贷/GDP比进一步加大；三是信贷扩张过程带来短期流动性聚集与短期和长期债务违约风险向金融部门聚集动态并存，并经由金融网络传导至实体经济的各个部门，特别是生产性企业与住房部门。全国性的债务扩张过程从公共领域和市场两个层面同时展开，共同推动了住房领域的金融化进程。在公共领域，政府自上而下地主导了公共基础设施投资和以“人口集聚”“城市更新”为主要特征的新型城镇化过程；在市场领域，大规模的房地产开发、投资和消费贯穿了生产部门和居民部门，成为国民经济的支柱产业。<sup>[47][48][49]</sup>支持上述债务扩张过程的，分别满足政府和市场融资需求的双融资循环机制由此形成。

政府融资机制。地方政府为维持地方经济增长，实现与其他地区经济比较优势，存在扩大土地出让金收入、显著依赖于土地财政的行为激励，<sup>[50][30]</sup>而这种“以地生财”的模式确实在相当一段时间内为地方政府迅速完成资本积累、扩大公共基础设施投资规模、维持区域经济的持续增长做出了显著贡献。<sup>[51][52][53][32]</sup>然而，依靠土地出让金收入“输血”地方公共基础设施建设的方式仅仅是地方融资的一部分。金融危机后，为应对全国范围内更大程度的流动性紧张，地方政府通过设立地方性政府融资平台，以土地作为优质抵押物，吸收银行和非银行机构融资，进而为地方公共基础设施投资建设（如高速公路、桥梁等）提供大规模流动性支持，“以地生财”传统“土地财政”模式逐渐演变为“以地融金”的“土地金融”模式（郑思齐等，2014），而传统的仅依靠地方政府财政赤字（不包括土地财政收入），越来越无法解释地方持续的经济增长。地区性的债务扩张更大份额地依赖于围绕土地出让金收入和以土地为抵押物撬动的资金规模扩张，并且更大程度地依赖于后者，直到2013年我国出台《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（以下简称463号文），依靠于政府融资平台的融资快速增长才得到一定程度遏制。如果说“土地财政”模式下的土地出让收入是未来土地交易价值的贴现，不具备债务的典型特征，那么在“土地金融”模式下以土地为抵押物增加社会融资杠杆获得资金流动性，则是典型的债务。这部分债务之偿付依赖于持续增长的land value增值，而能够支撑持续土地价值增值过程的是城市房地产（住房）市场的持续繁荣。

市场融资机制。以“土地财政”和“土地金融”为主导的政府融资为城市发展所必须的公共基础设施建设迅速完成了资本积累，这也为城市房地产市场的持续繁荣提供了“基本面”基础。但是依托于政府融资产生的债务同样需要有出口对债务形成“吸纳”，涵盖需求端——居民部门和供给端——众多关联生产部门（包括房企）的房地产部门是吸纳和消化由土地产生的债务的重要部门（参见前文）。不同于依赖于土地的政府融资活动，居民部门融资围绕“地上物”——住房展开。对于住房需求者——消费者或投资者来说，一方面，他们通过申请获得商业银行住房抵押贷款获得住房购置的流动性支持，转化为长期债务人；另一方面，对于一部分投资者来说，他们仍然可以通过购买银行理财产品或信托产品等房地产开发投资相关金融产品的方式，即二级金融化渠道，将资金重新投入房地产领域，进而形成短期债务，并成为债权人，这两方面都会导致社会融资规模扩张。对于房地产开发企业，除了通过银行系统申请获得开发贷款（往往是低息的）之外，也可以通过非银行金融机构，采用二级金融化手段——贷款再打包、多层嵌套为理财产品或信托计划等方式，获得流动性支持（往往是高于银行贷款利率的），进而投入更大规模的房地产开发环节（一级或二级）。特别是在市场持续繁荣，需求端有足够购买力消化住房销售存量和流量的情况下，房地产开发商加速“拿地”（一级市场）和提高销售节奏（二级市场）成为他们优选的经营策略（俗称为“走量”）。加之需求端的住房需求者往往依靠银行抵押贷款购置房屋，以及供给端房地产开发企业扩张性融资方式，大规模的社会融资聚集于房地产领域，而这部分流动性本质上仍然是债务。社会融资规模在房地产市场的供需两端共同作用下显著扩大了。

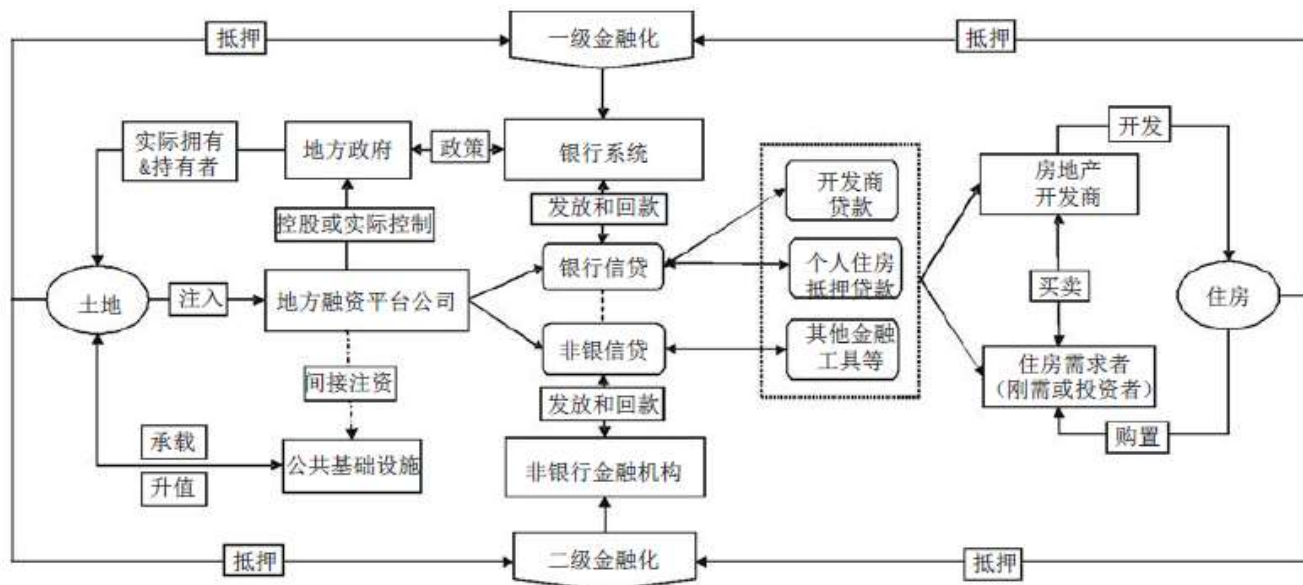


图1 地方债务驱动经济及双级金融化机制

那么，这种社会融资规模整体上的迅速扩张是否与住房市场繁荣呈现出非常显著的关联呢？已有实证研究结果表明，城市住房价格的起落成为地方经济增长和引导区域投资行为的信号。<sup>[28]</sup>在以债务融资为主要地区经济竞争和增长模式下的新时期，地区债务（无论是短期还是长期）水平往往也成为地区经济增长的一种信号。债务的偿付（无论是短期还是长期）都需要稳定且持续增长的资金回流机制作为制度性支持。以土地为核心的政府融资模式，以及以住房为核心（本质上也是以土地为核心）的社会融资模式共同组成了双层社会总融资模式，本研究称为“双融资循环机制”。这种资金循环机制以地区经济金融化过程为显著特征，这一过程本质上是地区内生性债务的循环机制（见图1）。本研究认为，在这一机制为体系的基础上，扩张性的社会融资规模成为后金融危机时代房地产市场（特别是住房市场）持续繁荣的重要因基于上述理论分析，我们提出研究假设1。

假设1：金融化规模扩大与城市住房投资扩大呈现显著正向关系。

在后金融危机时期，地区金融化规模显著扩大，其标志性特征为社会融资规模的扩大。按照金融化的行为逻辑，增加的社会融资（增量）往往遵循股东利益最大化的逻辑，流向资金回报率高、风险相对低的领域。住房市场成为资金流向最主要的实体经济领域之一，资金市场过剩的流动性和债务偿付压力以及住房市场旺盛的需求（部分也是由于对于住房市场繁荣的预期）相互叠加和促进，显著引致住房投资持续增长。在对于政府融资行为进行规范后（2013年以后），两者仍然呈现出显著正相关关系。据此，我们提出研究假设2。

假设2：房企金融化水平与城市住房投资扩大呈现显著正向关系。

除了金融化规模因素之外，房地产企业资金来源更大地依赖于银行系统，双融资循环机制的建立为更大规模的企业贷款提供了便利，因此国内贷款规模增大间接影响房价水平。因此，本研究假设土地财政与房地产企业金融化水平（以国内贷款规模为主要特征）与社会范围内住房投资水平提高存在显著正相关关系。

## 四、实证研究设计和分析

### （一）数据来源和变量选取

本研究选取 2012—2017 年我国 30 个省（区、市）相关数据进行实证检验，数据主要来源于《中国统计年鉴（2013—2018）》《中国金融统计年鉴（2013—2018）》和《中国房地产统计年鉴（2013—2018）》。

变量选取如下。被解释变量为：（1）住房投资（ $REI_{i,t}$ ），以城镇住房开发投资完成额为代理变量；（2）住房价格（ $HP_{i,t}$ ），以商品住房平均价格为代理变量。核心解释变量为：（1）金融化规模（ $AFRE_{i,t}$ ），以社会融资规模增量为代理变量；（2）金融化水平，以  $AFRE/GDP$  增量为代理变量，此处参考 Turner. A (2016) 所使用的指标衡量。其他控制变量为：（1）经济增长水平（ $GDP$ ）作为自变量，以  $GDP$  位代理变量；（2）公共基础设施投资水平（ $Infrastructure_{i,t}$ ），根据《中国统计年鉴》，加总了交通运输业、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业投资的数据；（3）土地市场数据：土地出让收入（ $Landrevenue_{i,t}$ ），以土地出让成交价款为代理变量；（4）土地存量水平（ $Landstock_{i,t}$ ），以待开发土地面积为代理变量；房地产开发企业数据：（5）企业金融化水平（ $Loan_{i,t}$ ），以房地产开发企业资金来源的国内贷款项为代理变量；（6）地区城镇化发展水平（ $Urbanrate_{i,t}$ ），以当地城镇化率为代理变量。需要特别说明的是，在运行模型时，所有上述数据均为真实值，按照基期 2013 年消费和投资价格指数进行了平减。

## （二）基本模型设定

根据研究假设 1 和假设 2，首先检验金融化规模与住房投资之间的相关关系，基于上文所

选取的核心解释变量和控制变量，因此有基本回归模型设定如下：

$$\ln REI_{i,t} = \alpha + \beta_1 \ln AFRE_{i,t} + \beta_2 \ln GDP_{i,t-1} + \beta_3 \ln Land Revenue_{i,t-1} + \beta_4 \ln loans_{i,t-1} + \beta_5 \ln Urbanrate * 100_{i,t-1} + \mu_{i,t-1}$$

其中，考虑到预期因素对于住房投资的影响，控制变量均采用滞后一期形式。另外，除了设定上述模型检验在全国整体层面核心变量间相关性之外，本研究按照东、中、西部（参考国家统计局划分标准）选取不同数据样本框，进一步分析各分区内部各变量之间的相关性。

## 五、实证结果

### （一）全样本描述性分析

从全国层面来看，2008 年金融危机后，我国社会融资规模<sup>①</sup>呈现出持续上升态势，由 2008 年的 69802 亿元上升至 2013 年的 173169 亿元，增长 1.48 倍，金融化水平（社会融资规模/ $GDP$ ，A. Turner, 2016）由 2008 年的 21.8% 增长至 2013 年的 29.1%，在 2009 年曾经一度达到 39.8%。受制于趋严的监管规定，2013 年以后社会融资规模呈现出下降趋势，由 2013 年的 173169 亿元降至 154063 亿元，然而 2016 年后呈现出反弹上升趋势（参见图 2），这展现出了金融危机后中国持续性的债务扩张过程。

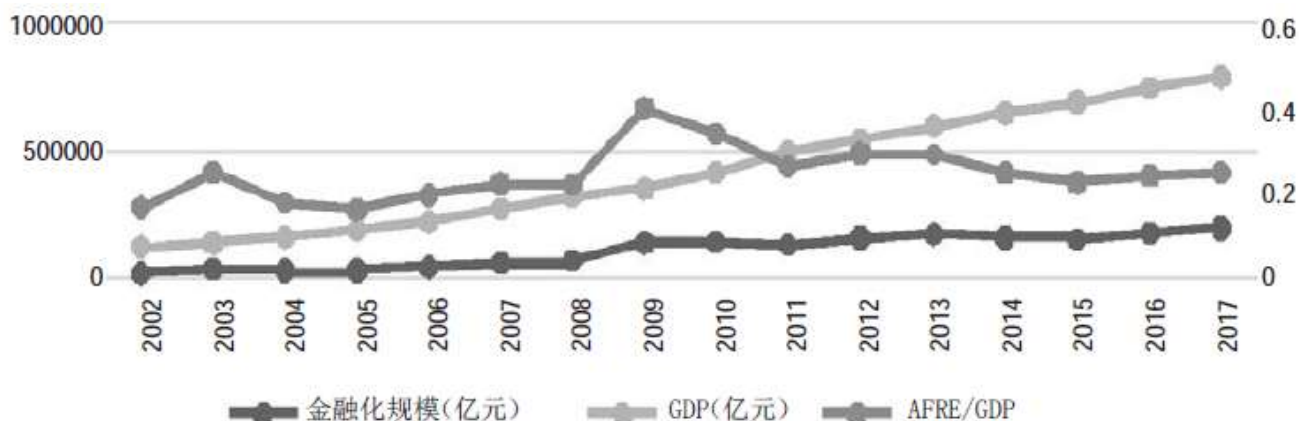


图2 金融化规模、金融化水平和 GDP 变化趋势（2002—2017）

在全社会债务扩张进程中，有相当一部分社会融资进入房地产领域。以在社会融资规模中占据相当大比例（20%~30%）的信托资金为例，2009年后信托资金整体规模呈现持续上涨，从2009年的1359.54亿元上升至2017年的27772.93亿元，增长了19.43倍。2015年之后投入房地产领域的信托资金更是呈现出快速上涨趋势，2018年房地产信托资金占据整体信托资金比例的42.12%，房地产业成为信托资金的最主要投资领域（见图3）。

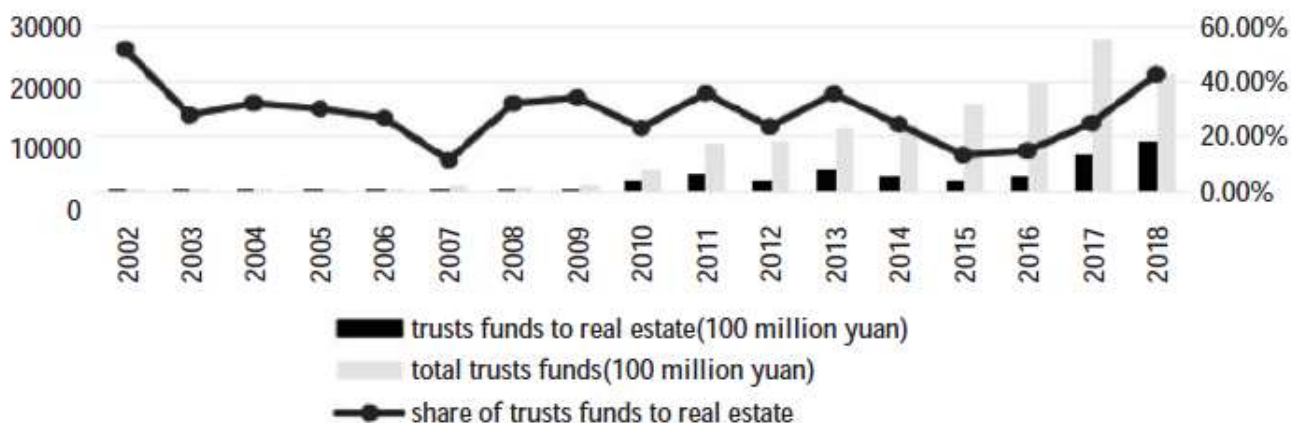


图3 信托资金、流向房地产领域资金及房地产信托资金比重（2012—2018）

数据来源：信托业协会。

若考虑区域因素，东中西部的社会融资规模、金融化水平和房地产投资/GDP 占比呈现出很强的空间分化（参见表1）。首先，社会融资规模呈现出东部>中部>西部的显著特征；其次，在金融化水平方面，东部显著高于中部和西部地区，而中部和西部地区的差距却并不显著，表现出我国社会融资活动在东部更为活跃的特征。从房地产投资/GDP 角度来看，同样展现出了东部>中部>西部的特征，并且东部和中部、东部和西部、中部和西部之间该比值呈现出扩大趋势。那么，金融化规模和金融化水平在多大程度上影响了房地产投资整体扩大趋势，以及在多大程度影响了在空间上的扩大趋势，需要进一步实证检验。

表1 金融化规模、金融化水平和房地产投资/GDP 占比（2013—2017）

|                         | year   |       | 2013      | 2014      | 2015      | 2016      | 2017      |
|-------------------------|--------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| AFRE (100 million yuan) | east   | total | 514295.27 | 503429.82 | 493084.25 | 481575.38 | 471518.39 |
|                         |        | mean  | 5092.03   | 4984.45   | 4882.02   | 4768.07   | 4668.50   |
|                         | middle | total | 410800.51 | 410099.59 | 409639.43 | 409237.75 | 410272.47 |
|                         |        | mean  | 5071.61   | 5062.96   | 5057.28   | 5052.32   | 5065.09   |
|                         | west   | total | 109694.78 | 90068.52  | 104822.34 | 103938.05 | 103813.99 |
|                         |        | mean  | 2384.67   | 2340.99   | 2278.75   | 2259.52   | 2256.83   |
| AFRE/<br>GDP            | east   | total | 22.30     | 21.96     | 21.75     | 21.53     | 21.18     |
|                         |        | mean  | 0.22      | 0.22      | 0.22      | 0.21      | 0.21      |
|                         | middle | total | 16.10     | 16.02     | 15.95     | 15.88     | 15.94     |
|                         |        | mean  | 0.20      | 0.20      | 0.20      | 0.20      | 0.20      |
|                         | west   | total | 16.44     | 15.13     | 16.20     | 16.20     | 16.31     |
|                         |        | mean  | 0.36      | 0.36      | 0.35      | 0.35      | 0.35      |
| 房地产投资/GDP               | east   | total | 13.40     | 13.71     | 14.08     | 14.47     | 14.88     |
|                         |        | mean  | 0.13      | 0.14      | 0.14      | 0.14      | 0.15      |
|                         | middle | total | 10.47     | 10.46     | 10.43     | 10.40     | 10.41     |
|                         |        | mean  | 0.13      | 0.13      | 0.13      | 0.13      | 0.13      |
|                         | west   | total | 8.01      | 7.98      | 7.92      | 7.85      | 7.76      |
|                         |        | mean  | 0.20      | 0.19      | 0.19      | 0.19      | 0.19      |

数据来源：根据《中国统计年鉴》《中国金融统计年鉴》整理。

## （二）金融化规模影响下的住房投资扩大效应

本研究首先采用面板数据分析的基本模型——固定效应和随机效应模型对于社会金融化规模扩大趋势下，金融化规模与住房投资之间的相关性进行了检验。通过 Hausman 检验，固定效应模型更为显著，因此运行固定效应模型。实证检验显示了如下结果（参见表 2）：从全国层面来看，（1）金融化规模（AFRE）的增长与住房投资的增长呈现出显著的正相关关系，每一单位金融化规模扩大会带动 0.126 单位住房投资，体现出了显著“以债投房”的经济特征，验证了假设 1；（2）滞后一期 GDP 的增长对于当期住房投资增长在 5% 的显著性水平上具有正向相关性，每一单位滞后一期 GDP 增加带来 0.688 单位住房投资增长，这也表明了从全国整体层面来看，在房地产投资占据 GDP 比重越来越大，房地产业成为国民经济支柱部门的情况下，经济增长的预期效应反过来拉动房地产投资，特别是住房投资的增长，GDP 呈现出了一种引导地方投资的“信号”作用（王雅龄、王力结，2015），“越增长，越建房”的经济特征明显；（3）从土地出让金角度来看，土地出让收入每增加一个单位，住房投资增加 0.109 单位（在 1% 的显著性水平），“土地财政”促进住房投资的状况依然存在；（4）从房地产开发企业角度来看，国内贷款余额（代表房企金融化水平）越高，住房投资越高，每一单位国内贷款余额增加带来 0.337 单位住房投资增加，对于房企来说，“借债建房”特征明显（1% 的显著性水平），（3）和（4）验证了假设 2；（5）我们还控制了省际城镇化发展水平，实证显示城市化水平每增加一个单位住房投资在 1% 的显著性水平上提高 2.634 个单位。结果（5）从东、中、西部各分区模型结果中也有体现。但是，在分区域研究金融化规模与住房投资之间的关系时，我们发现，二者之间的关系并不如全国层面显著。这可能是因为：（1）住房投资更大程度上是反映住房市场供给端房地产开发企业主导的住房建设和开发活动特征，并不主要反映住房市场的供需特征，反映住房市场特征的主要参考指标还是住房价格；（2）东、中、西部地区的经济发展水平相差较大，金融化规模同样存在差异，住房投资往往与房地产开发企业的总部所在地、主要运营区域等密切相关，而与区域内部的金融化规模往往关联不大，即使当地金融化规模不大，其仍然可以通过联通的金融化网络融通资金进行投资和再投资活动，引导其从事投资活动的直接因素是当地的房地产市场状况。综合上述因素，我们需要对金融化规模与以房价为特征的住房市场指标进一步进行检验，并且需要将空间因素纳入实证研究中。

表 2 金融化规模-住房投资模型（含东、中、西部）

| $Y_{i,t-1} = \ln REI$   |                               | nationwide          | east              | middle              | west                |
|-------------------------|-------------------------------|---------------------|-------------------|---------------------|---------------------|
| $X_{i,t-1}$             | $\ln AFRE_{i,t-1}$            | 0.126***<br>(0.050) | 0.136<br>(0.087)  | -0.090<br>(0.132)   | 0.030<br>(0.068)    |
| Controlled<br>variables | $\ln GDP_{i,t-1}$             | 0.688**<br>(0.367)  | 0.408<br>(0.623)  | 2.11*<br>(1.172)    | 0.429<br>(0.437)    |
|                         | $\ln Land\ Revenue_{i,t-1}$   | 0.109***<br>(0.039) | 0.061<br>(0.078)  | -0.029<br>(0.089)   | 0.064<br>(0.048)    |
|                         | $\ln loans_{i,t-1}$           | 0.337***<br>(0.072) | 0.584***<br>0.159 | 0.213<br>(0.171)    | .187**<br>(0.088)   |
|                         | $\ln Urbanrate * 100_{i,t-1}$ | 2.634***<br>(0.358) | 3.52***<br>0.774  | 2.801***<br>(0.696) | 1.539***<br>(0.447) |
|                         | Constants                     | -25.416***          | -32.602***        | -37.351***          | -11.505***          |

|              |                |         |         |          |         |
|--------------|----------------|---------|---------|----------|---------|
|              |                | (4.492) | (9.243) | (13.870) | (5.230) |
| Hausman test | R <sup>2</sup> | 0.497   | 0.595   | 0.636    | 0.369   |
|              | rho            | 0.981   | 0.988   | 0.941    | 0.950   |
|              | Chi-square     | 105.22  | 58.92   | 128.43   | 24.21   |
|              | P-value        | 0.000   | 0.000   | 0.000    | 0.000   |
|              | FE or RE       | FE      | FE      | FE       | FE      |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%的统计显著性。括号内的数值为 t 值。

数据来源：作者根据软件 stata15 计算整理。

## 六、结论及研究展望

以社会融资规模扩大为显著特征的社会整体债务扩张过程成为我国后金融危机时代经济增长的重要支撑。这一过程也成为中国甚至全球经济金融化趋势的重要表征。本研究基于金融化研究的已有文献和理论基础，系统梳理了中国地区经济中土地、住房部门的金融化现象，并特别强调了土地、住房在这一过程中对于债务的产生和吸纳作用。土地、住房已经不仅仅是关联上下游几十个经济部门的国民经济支柱产业，更成了经济金融化进程中最为优质的投资品（一级金融化）和抵押品（二级金融化）。基于此，本研究归纳出双级金融化过程和双融资循环机制，刻画出了在经济金融化发展阶段，金融部门-住房部门-土地部门-政府部门四位一体的中国地方经济增长模式，并提出了金融化规模-住房投资扩大效应、金融化规模-住房价格上涨和溢出效应、金融化水平-住房价格上涨和溢出效应等四个假说。

本研究首先运用面板数据基础的固定效应模型验证了金融化规模对于住房投资增长的显著正向作用，在 1%的显著性水平，每一单位金融化规模增加会带动 0.126 单位住房投资，体现出了显著“以债投房”的经济特征。从房地产开发企业角度来看，国内贷款余额（代表企业金融化程度）越高，住房投资越高，每一单位国内贷款余额增加带来 0.337 单位住房投资增加，表现出明显的“借债建房”特征。另外，研究发现，土地出让收入每增加 1 单位，住房投资增加 0.109 单位（在 1%的显著性水平），“土地财政”促进住房投资的状况依然存在。

然而，由于现有数据来源和获取渠道的问题，现有研究仍有如下不足：（1）金融化规模和金融化水平的指标只能精确到省级层面，因此对于金融化与住房市场的相关性研究仍然估计的较为粗略。（2）在金融化规模和金融化水平指标的刻画中，无法剥离出进入房地产或住房投资领域的精确融资数值，虽然在社会融资扩大过程中有相当大比例的资金（债务形式）进入房地产领域，所选取指标已经足够具有代表性，从而提高对于该指标估算精度是下一步研究重点。

### 注释：

①社会融资规模是金融系统资金流向实体经济的衡量指标，在很大程度上反应了经济金融化整体规模，因此在模型设定中以“金融化规模”代替。

---

## 参考文献:

- [1]Tuner, A., Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance[M]. Princeton: Princeton University Press, 2016.
- [2]Shi, Y, Guo, S. and Sun, P. The Role of Infrastructure in China's Regional Economic Growth[J]. Journal of Asian Economics, 2017, 49:26-41.
- [3]张成思, 刘泽豪, 罗煜. 中国商品金融化分层与通货膨胀驱动机制[J]. 经济研究, 2014(1):140-153.
- [4]Yang, D. and Chang, J. Financialising Space Through Transferable Development Rights: Urban Renewal, Taipei Style[J]. Urban Studies, 2018, 55(9):1943-1966.
- [5]李剑, 陈烨, 李崇光. 金融化与商品价格泡沫[J]. 管理世界, 2018(8):84-98.
- [6]郑思齐, 孙伟增, 吴璟, 等. “以地生财, 以财养地”——中国特色城市建设投融资模式研究[J]. 经济研究, 2014(8):14-27.
- [7]余靖雯, 王敏, 郭凯明. 土地财政还是土地金融——地方政府基础设施建设融资模式研究[J]. 经济科学, 2019(1):69-81.
- [8]Palley, T. I., Financialization: The Economics of Finance Capital Domination[M]. London: Palgrave Macmillan.
- [9]Pike, A. and Pollard, J. Economic Geographies of Financialization[J]. Economic Geography, 2010, 86(1):29-52.
- [10]Arrighi, G. The Long Twentieth Century: Money, Power and The Origins of Our Times[M]. London: Verso, 1994.
- [11]Zalewski, David, A. and Whalen, Charles. J.. Financialization and Income Inequality: A Post Keynesian Institutional Analysis[J]. Journal of Economic Issues, 2010, 44(3):757-777.
- [12]Dumenil, G. and Levy, D. Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis[J]. Review of International Political Economy, 2013(8):578-607.
- [13]Erturk, I., Froud, J. and Sukhdev. J. Leaver, A., Williams, K. The Democratization of Finance? Promises, Outcomes and Conditions[J]. Review of International Political Economy, 2007, 14:553-75.
- [14]Froud, J., Johal, S., Leaver, A. and William, K. Financialization and Strategy: Narrative and Numbers[J]. London: Routledge, 2006.
- [15]Froud, J., Haslam, C., Johal, S. and Williams. K.. Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves[J]. Economy and Society, 2000(29):80-110.
- [16]Hall, P. A. and Soskice, D. Varieties of capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage[M]. Oxford, U.K.: Oxford University Press, 2001.

- 
- [17]Lazonick, W. and O'Sullivan, M. Organization, Finance and International Competition[J]. Industrial and Corporate Change, 1996(5):1-49.
- [18]王芳. 经济金融化与经济结构调整[J]. 金融研究, 2004, 290(8):120-129.
- [19]张成思, 张步县. 再论金融与实体经济:经济金融化视角[J]. 经济学动态, 2015(6):56-67.
- [20]Aalbers, M. B., The Financialization of Housing:a Political Economy Approach[J]. London:Routledge, 2017.
- [21]王雅龄, 王力结. 地方债形成中的信号博弈:房地产价格——兼论新预算法的影响[J]. 经济学动态, 2015(4):59-68.
- [22]沈悦, 刘洪玉. 住宅价格与经济基本面:1995—2002 年中国 14 城市的实证研究[J]. 经济研究, 2004(6):78-86.
- [23]颜燕, 刘涛, 满燕云. 基于土地出让行为的地方政府竞争与经济增长[J]. 城市发展研究, 2013(3):73-79.
- [24]Du, J and Peiser, R. B. Land Supply, Pricing and Local Governments' Land Hoarding in China[J]. Regional Science and Urban Economics, 2014(48):180-189.
- [25]大卫·哈维. 资本的限度[M]. 张寅, 译. 北京:中信出版社, 2017.
- [26]Guironnet, A, Attuyer, K, and Halbert, L. Building Cities on Financial Assets:The Financialisation of Property Markets and Its Implications for City Governments in The Paris City-region[J]. Urban Studies, 2016, 53(7):1442-1464.
- [27]Christophers, B. On Voodoo Economics:Theorising Relations of Property, Value and Contemporary Capitalism[J]. Transactions of The Institute of British Geographers, 2010, 35(1):94-108.
- [28]Coakley, J. The Integration of Property and Financial Markets[J]. Environment and Planning, 1994, 26(5):697-713.
- [29]Rouane, H. and Halbert, L.. Leveraging Finance Capital:Urban Change and Self- empowerment of Real Estate Developers in India[J]. Urban Studies. 2016, 53(7):1401-1423.
- [30]约翰·贝拉米·福斯特, 王年咏, 陈嘉丽. 资本主义的金融化[J]. 国外理论动态, 2007(7):9-13.
- [31]Guo, Y., Xu, W. and Zhang, Z. Leverage, Consumer Finance, and Housing Prices in China[J]. Emerging Markets Finance and Trade, 2016, 52(2):461-474.
- [32]Wu, L., Bian, Y. Zhang, W. Housing Ownership and Housing Wealth:New Evidence in Transitional China[J]. Housing Studies, 2018(5):1-23.
- [33]詹世鸿. 中国房地产市场与宏观经济运行的关联性研究[D]. 长春: 吉林大学, 2012.
- [34]向为民. 房地产产业属性及产业关联度研究[D]. 重庆: 重庆大学, 2014.

- 
- [35] 陈志勇, 陈莉莉. 财税体制变迁、“土地财政”与经济增长[J]. 财贸经济, 2011(12): 24-29, 134.
- [36] 杜雪君, 黄忠华, 吴次芳. 中国土地财政与经济增长——基于省际面板数据的分析[J]. 财贸经济, 2009(1): 60-64.
- [37] 李 郇, 洪国志, 黄亮雄. 中国土地财政增长之谜——分税制改革、土地财政增长的策略性[J]. 经济学(季刊), 2013, 12(4): 1141-1161.