

土地的价值来源于土地之上的经济活动，土地的魔力在于跨越空间将各种资本汇聚在一片土地上。改革开放40年间，以投资驱动GDP增长是我们很重要的一种经济发展方式，这样的方式必然要政府深度参与到经济活动中。这一切的源头，先要搞清楚政府的“投融资”行为。

城投公司（地方政府融资平台）

央行在《贷款通则》对借款人做了严格限定，地方政府不得从商业银行贷款。1995年制定的《预算法》规定地方政府不得发行债券，直到2014年修订版允许省级政府发债，这一些限制催生了地方融资平台。在1995~2015年，地方财政想要借钱，需要成立专门的公司，这一类公司就是“地方政府融资平台”。由于“建设投资”、“投资开发”等特点，也被称为“城投公司”（下文统称城投公司）。

2008年是很多事件在时间上的开端，而“4万亿计划”成为城投公司在事件上的开端。随着4万亿出台（中央1.18万亿，地方2.82万亿），2008年全国共有融资平台3000余家，2009年增至8000余家。全面放水的结果直到今天依然没有完全化解，特别在城投公司中有六成是县一级的平台，存在不小的风险。2021年底，听闻个别县一级的城投公司筹资利率达到8%，甚至10%以上，那么在经济效益上就要求所投项目的回报率做到更高。

城投公司大都不是民营企业，而是一种企业和政府的混合体，存在着环环相扣的权责关系。城投公司的典型特点有：一、持有大量土地使用权，可以撬动银行和民间资本。二、投资项目大多是基础设施，这些项目不能只看投资回报，要算上社会效益。三、城投公司背后有政府的隐性担保，无论是企业本身，还是城投债曾被认为“风险很低”。

大多数城投公司主业为工业园区开发和城市基建，城建项目的开发通常比较繁杂，常见把园区、水利、道路、公园等赚钱和不赚钱的项目捆绑开发，由城投公司完成土地一级开发，再由房地产企业来做土地二级开发，从而完成“生地”到“熟地”的转换过程。一级开发通常投入大，利润低，所以由城投公司主导开发，之后再由地方去招商。二级开发涉及到一系列建设和运营的专业性工

作，所以由房地产企业来完成，典型的案例比如万达广场。

城投公司主要的融资方式是银行贷款，其次是发行城投债。由城投债集聚的“隐性债务”很难统计确切数据，2015~2017年地方债务总额约为40万亿~50万亿，其中30%~40%是隐性负债。地方借来的钱主要投向了基础设施，基础设施的建设不能只看经济效益，也要考虑社会效益。城投债投向的基建项目，形成了真实的资产，所产生的经济和社会效益可能比项目自身的回报率要高。

房地产金融

房地产通常被称作：经济周期之母，土地财政是非常有效的融资手段，以土地撬动各路资本，以土地为信用基础积累原始资本。房价连着地价，地价连着财政，财政连着基建投资，于是经济增长、地方财政、商业银行、房地产之间形成了“一荣俱荣，一损俱损”的关系。

美政府先用“两房”来放贷（房利美、房地美），再用“两房”买回银行按揭贷款，银行可以发放更多按揭贷款。借钱给低收入群体买房，既能缓解不满情绪，又能抬高房价，同时拉动消费，一举多得。1995年，克林顿政府“两房”支持低收入群体的房贷占到总资产的42%，2000年提高到50%。2004年，小布什政府将比重提高到56%。2002~2007年，美国房价平均涨幅60%，2008年自有住房率达到68%。房价上涨引发投机大潮，很多房子是零首付，房贷按揭被层层嵌套在金融衍生品中，银行的风险被放大了几十倍。2008年房价下跌引发大量按揭违约，每4套按揭贷款就有1套资不抵债，违约触发金融衍生品连锁崩溃，危机扩散至全球。大多数欧洲国家的情况，与美国大致相同。1950~2010年间，英国房产价值占国民财富的比重从36%上升到57%，法国从28%上升到61%，德国从28%上升到57%，美国从38%上升到42%。

城市化真正的核心是：人。1980年，我国城镇常住人口比重不足20%，2019年则超过了60%，40年间超过5亿人进了城，这是不折不扣的城市化奇迹。我们在2008年之后，房价快速上涨，房子成为国民财富的压舱石。同时，房地产市场的火热，引发居民债务上涨3倍多。2018年末，居民债务占GDP比重约54%，其中在信贷总量中，居民债务中有53%是住房贷款，24%是消费贷款（例如车贷）。有一部分数据很难摸清楚，比如把消费贷作为购房首付款，另外，民间借贷是无法统计的。2019年末，60%的城镇家庭存在负债，平均债务是家庭年收入的1.6倍。2019年末，城镇居民负债中有76%是房贷，房产占了家庭资产的七成，其中六成是住房，一成是商铺。

在经济衰退中，过高的债务是消费行业严重下挫的主要原因。房价涨幅越大，居民债务越重，房价下跌和收入下降都会加大债务负担，进而抑制消费。

宏观在左，交易在右，资本永不眠！

文|爱撸铁的程序猿