



房地产税：中国的“李嘉图难题”

在当前大减税的背景下，或许只有增加财产方面的税收，才能保持财政的平衡

文/赵建

如何在一个债务泡沫上“悬崖式”征收资本资产税，这是一个世界级难题。我们姑且称为“李嘉图难题”。

泡沫可能只有破灭时才能确定存在，我们尚且不去争论。但有意思而又吊诡的是，美股和中房，这两个公认的全球最硬的两大资产泡沫，最近十年都存在一个政府免费发行的宏观看涨期权。美股是美联储看涨期权，即美股大跌美联储就会鸽派兜底（事实也恰是如此）。对于中国的房地产来说，这个看涨期权——房价大跌将引发国家资产负债表崩溃而触发国家兜底，现在会因为房地产税的征收而失效吗？

如果用房地产税来拯救因减税和地方收支失衡导致的现金流量表萎缩，会不会因此导致债务泡沫撑起的国家资产负债表崩溃？这是中国在财政、金融现代化进程中遇到的，事关国运的“李嘉图难题”。

因为，中国的房地产，承受了太多。它是一种财产权（使用权）、城市股权、银行债权，以及看涨期权。甚至它还是一种图腾和信仰。

纠结的中国房地产

土地转让金，可看成未来七十年税收现金流的资本化（一次性现值支付）；购房者，为了一次性付清这七十年的税，

只好做一个反向的债务年金化支付——住房按揭。而基于土地抵押和担保的平台融资，可看做是一种地方债。房地产公司就是一个债务型组织，它们的资产负债率接近80%，而且在海外以极高的成本发行了大量的美元债。

这样，居民住房按揭，土地显性或隐性抵押的平台贷款，再加上中间债务-房地产开发贷，加起来已经超过八十万亿元。所以中国的房地产，是一种债务现象，当然也是一种货币现象。

在M2增速放缓，地方债务积重难返，财政收支压力陡增的背景下，房地产税又在“两会”期间成为热门话题。从税，到债，再到税，房地产是债税混合的

财政金融成品，甚至还有城市股权和宏观看跌期权的成分。总之是一个异常复杂的金融混合品种。对于房地产税，有学者说是重复征税，有人说是用债务和杠杆把资产“养肥”了好“收割”。总之是业界众说纷纭，社会迷茫焦虑。

先是发了债，杠杆加满后再征税，而且是在一个公认的超级泡沫上，会导致什么样的宏观后果？如果寻求理论支撑的话，新古典理论倒是认为，在一无摩擦的完美市场中，政府发债还是征税对宏观经济来说没有影响。债是未来的税，税是即期的债。通过理性预期和折现因子，财政融资在时空中自由穿梭。这是经济学有名的“李嘉图等价”：在完美的新古典世界里，政府的融资方式，究竟是征税还是发债，对宏观经济来说没有影响，这就是所谓的“李嘉图等价”。

因为市场是完美的，未来可以在即期实现有效定价。投资者又是理性预期的，发债不过是在未来征税，通过时间折现后，债务的现值等于即期的税收。所以无论是债还是税，只有总量预算效应，不会有结构效应。因为债不过是未来的税，税也是即期的债，两者可以在时空间无摩擦穿梭，依赖的是一个折现因子而已。通俗的说，如果财政预算没有大的变化，你现在减税了，人们并不会因此扩大支出，因为会预期政府一定要在未来增加税收。因此用债务来弥补赤字的行为，也不过是时间上的代际转移。在没有摩擦和完全市场利率定价的情况下，不同融资方式的约束是等价的。

如何在一个债务泡沫上再征税，这是中国面临的“李嘉图难题”。

中国自上世纪末本世纪初开始，经历了一场轰轰烈烈的城镇化运动，也是一场房地产化运动。宏观上，经济围绕房地

产为中心，在房地产拉动的产业链上超过五十个行业；财政围绕房地产为中心，与土地相关的基金收入几乎占据财政收入的半壁江山；金融围绕房地产为中心，与房地产相关的信贷活动最高超过六成以上，等等。

而影响最深最直接的则是我们的生活，也开始围绕房地产团团转：财产保值，恋爱结婚，生子养老，后代教育等等，甚至成为一种“精神图腾”，开始影响一代人对婚姻和人生的价值观和态度。越来越多的单身主义和丁克主义者，或许可以看做是对房地产时代的一种“宿命与反抗”。

世界上，可能没有一种资产像中国房地产这样历久弥新保值增值而带有如此巨大的泡沫刚性。房地产超高的资产收益率正在对中国经济产生出极大的挤出效应。然而万事万物皆有其合理性，在积极意义的一端或者资产端，房地产也承载了财富方舟（在货币洪水中）、身份认同（市民身份）、社会保障、代际传承（学区房）和阶层甄别，甚至婚育权力（丈母娘条款）等种种功能和向往于一身。

在通过债务端加满杠杆将泡沫打起来之后开始征税，就像是一个泡沫上的针尖和麦芒，会不会引发泡沫的崩溃？现在已经好多经济学者号称房地产时代已经过去，金融时代来临。不知道是无意还是无知——房地产是中国最大的金融。只是，作为债的房地产，杠杆已经近乎加满，资产负债表扩张的已经足够庞大。如今是政府的现金流量表问题，以税替代债或者土地出让金。然而，在一个庞大的债务泡沫上征税，会不会引发这450万亿元的核心资产进行紧缩式重估？这是一个可能引发系统性巨变的举措。所以，每年都提房产税，每年都是雷声大雨点小，

然后房价继续上涨。

然而，一个大国的现代财政体系，没有房产税这个税种，也是不可想象的——过去几十年，我们对劳动力税负太高，对资本资产税负太低，导致泡沫风险和贫富分化加剧。在当前大减税的背景下，或许只有增加财产方面的税收，才能保持财政的平衡。然而，在扭曲的资产泡沫、扩大的贫富差距与脆弱的国家资产负债表之间，在过去债务撑起的资产负债表和未来税收养起的现金流量表之间，在金融和财政之间，进退两难。

中国房地产的金融属性

中国城市化是一个“市长经营城市”的独特过程，该模式的典型代表是黄市长治下的重庆市——通过土地抵押发债或土地转让金进行融资发起轰轰烈烈的基础设施建设运动。教育养老医疗休闲娱乐，道路管网水电煤气，为城市居民提供基本的生活保障；同时兴建产业园区加大招商引资鼓励兴办企业提供工作就业机会，最后构建一个城市学习-生活-工作的城市闭环。

而只有买房——本质上是交税，即作为税收资本化的土地转让金，你才能充分加入这次轰轰烈烈的城市化浪潮，并分享经济发展的成果。如果把城市看做是一个公司，城市户口——可以充分行使教育、医疗、养老等城市权益的契约凭证——便可以看做是一个城市的股份权益。更为重要的是，你只有购买房产后，才能充分享受这个城市发展的成果，这个成果往往以房价上涨的形式给有房者派发“资本利得”。所以对于中国的房，只有看到其内涵的权益属性，才能理解最近几十年一线城市疯狂上涨的逻辑。

令人深思的另一面是，银行体系赋

予了居民“杠杆收购”的能力。也就是人们可以光明正大的用三倍的杠杆来购房。更有甚者，最近几年很多消费贷、经营贷等个人贷款，作为首付流入了房地产，这就更夸张的放大了杠杆。用低廉的信贷资金来购买城市的权益股份，引起房地产价格的疯狂上涨，这与美国股市量化宽松以来用信贷资金回购股票推升股价几乎是一样的节奏。我们的数值模拟显示，凡是加入杠杆的资产价格，基本都呈现出指数级增长的形状。

对于政府来说，尤其是地方政府，政府性基金收入开始超过税收（税收相当于一个公司的主营业务收入），这其实还不算主要部分，还有一大块是地方政府以土地抵押或隐性土地抵押发行的广义地方债（显性和隐性担保的政府债务），当前加起来估计超过50万亿。我们调研过几个地方政府，尤其是一些县级市政府，发现他们高度陷入了土地财政，而土地财政也在逐渐从土地转让金形式转为土地债务形式。再加上，土地财政的终极支付者——购房居民，也主要是以住房按揭这种债务形式进行支付，最终导致土地成为整个中国金融和信用体系的核心。而最主要的功能之一，对政府来说则是一种除国家信用以外的另一个重要信用，是一种财政债务。对银行来说，则是一种对财政的债权。

不过吊诡的是，银行的终极所有权也归政府和国家。如果将政府和银行这两大部门的资产负债表权益穿透后“合并”，就会发现以土地为核心衍生的债务和债权同属于同一个主体——国家，或者其代理人政府。在此意义上，政府与银行之间的债权债务往来（政府的财政存款也存放在银行），不过是同一主体围绕土地这一抵押品进行的财务报表腾挪和内部资金转移，所谓的存贷款定价不过是FTP（内部资金转移价格）。在国企集团和商业银行做过计财工作的，应该都会对FTP充满又爱又恨的复杂感情。也就是资金的价格不是市场形成的，里面还有很多非市场化因素，比如政府信用折价，关系因子，刚性兑付和存贷款挂钩等。总之，房地产的金融属性里面，与

财政债务有着千丝万缕的联系，其在金融价值链的最上端，应该是地方的债务或者银行的债权。因为它既是抵押品也是整个金融产品最上端的原材料。

泡沫经济学认为，资产泡沫本质上是流动性支持下的共同认知和信念，心理预期起着巨大的作用。如果人们认为一个资产的价格会持续上涨，在流动性支持和自我实现下，这个过程会不断自我强化而形成正反馈过程。房地产价格便是如此，最近20年，除了几次严厉的政策周期外，一二线城市的房地产价格基本上是一个持续上涨过程。究其原因，是人们认为房地产内涵着一个基于国家刚兑的看跌期权，即如果房地产价格大幅下跌，整个国家资产负债表就会崩溃，因此政府必须进行救助。这就导致，即使再严厉的房地产政策，也只是导致房地产阶段性的小幅调整，而不会形成大跌。尤其是，每次宏观经济下行的时候，房地产和基建都成为重要的对冲手段，这种政策事实和房地产价格的自我实现，进一步强化了这种期权。我们姑且把这种以房地产作为宏观兜底手段的政策性举措称为宏观看跌期权。当人们免费的获得了这个期权之后，在对房地产进行投资和投机的时候就会更大胆的放大头寸、杠杆和敞口，逆周期政策与经济周期之间进行对冲套利。显然，加杠杆构建中国房地产的多头头寸是一个基本上没有风险的交易。

吊诡的相似之处是，最近十年，全球最硬的两个泡沫：中房和美股，两者都有一个看跌期权保护。前者是财政看跌期权，后者是美联储看跌期权。一切都是有形之手的作为。而另一个角度来看，在流动性洪荒的时代，政府给我们造了两艘“诺亚方舟”，只有在资产组合中有中房美股，你辛苦积攒的财富才不会洪水肆虐。可惜，大部分人很难有资格上船。

房地产税征收的两难

当前，中国的房地产税面临的“债”、“税”如何平衡的“李嘉图难题”，实际上也是国家资产负

债表和现金流量表再平衡的问题。一方面以房地产为抵押品的信用扩张,是中国近二十年来金融周期的主导力量。中国200多万亿的广义货币,大部分与房地产有着直接或间接的关系。可以说房地产是中国广义货币的“发行锚”。这个货币锚具有重要的意义,它在一定程度上通过债务锁定了超发的货币,防止了传统货币数量论警告的通胀问题,而只是在房地产自身的金融领域引发资产价格泡沫。

另一方面,房地产是国家资产负债表的“定海神针”,是中国最近二十年最重要的抵押资产。如果把中国看成一家公司,这个公司的固定资产可以分为三部分,制造业、房地产和基础设施。在这三大资产中,能保持较高资产收益率的资产恐怕就属房地产。制造业正处于转型升级的“后工业化时代”,很多落后产能资产在加速折旧,而高端制造、智能制造和工业服务化等新兴产业的固定资产非常轻,无法补充重工业产能过剩资产核销后造成的总量缺口。由地方政府发起的基础设施建设运动,形成了天量的

国家资产和社会资本,但是由于没有市场化的ROA,导致这些国有资产很难形成公允价值。最终的结果就是,只能依靠房地产在边际上补充和维护国家资产负债表。

房地产成为中国的核心资产代表,是因为它不仅是一种投资品,还是一种信用品;不仅是一种资产,还是一种负债;不仅是市场要素,还是一种财政工具。尤其是在经济下行的时候,房地产往往成为维护经济稳定增长的重要手段,因为它可以带动高达50多个行业,具有较高的投资乘数。而更重要的是,它作为住房消费、投资品、抵押品三重属性,可以合成一个强大的正反馈系统。即房价上涨—房地产公允价值提高—抵押能力增强—获取更多的贷款—形成广义货币投放—房地产购买力变强—房价上涨……这个自我强化过程具体体现在政府、居民和银行的资产负债表上,三者有着紧密的联系。注意,这个过程一旦反转,就会形成另一种“反身性”。房地产价格的下跌会直接导致国家名义资产的大幅缩水和银行坏账剧增。这时银

行信用在不良率和经济资本的压力下很难再推动新一轮货币周期,当货币供给出现问题,整个经济很容易陷入货币—债务紧缩的困境。如果房价下调太快,很可能直接引发资产负债表的衰退甚至崩溃。

然而当前面临的问题是,在过去轰轰烈烈的城镇化浪潮中,地方政府在一定程度上患上了“土地财政依赖症”。我们粗略估算地方政府依靠土地转让金和土地抵押贷款形成的预算外收入,几乎占总财政收入的一半。如前面所述,如果将城市当做一个公司,这个公司的营业收入已经超过一半依靠营业外收入(税收可以看做是主营收入)。在当前地方债和房价风险过大,财政纪律趋严的情况下,再依靠土地信用加杠杆和卖地创造现金流,可能将无法持续。而且,中央地方财权和事权之间的不匹配一直饱受诟病。随着累积的存量债务越来越高,地方政府的付息成本也越来越沉重。拿当前含隐性债务在内的广义地方债务来说,加起来差不多超过50万亿,每年的利息差不多就三万亿,几乎占地方一般公共预算



性本级收入的30%。尤其让人警醒的是,2018年土地使用权出让收入65096亿元,土地出让收入相关支出69941亿元,第一次出现土地转让相关支出超过收入的情形!加上减税费的短期冲击,中国地方政府2018年财政收支缺口从2017年的8.7%扩大至11%左右。这说明地方政府过去主要依赖的土地财政模式也进入了一个困境,地方政府的压力正在从资产负债表负债率过高的风险,转向现金流量表入不敷出的风险。这个变化迫切需要政府开辟新的税种。而房地产税,就是一个重要的选择。

但是,如何在依靠房地产税维系现金流量表的前提下,不刺破房地产泡沫而引起资产负债表塌缩,这是一个艰难的抉择,也是近十年了房地产税推不出来的重要原因。

当然,相对于个人收入所得或劳动力税费,房地产税在技术上也是一个非常复杂的税种,它考验的是一个国家财税体系的现代化程度。

如何实现现代财政体系的“软着陆”


在庞大的债务泡沫上征税,作为一种巨大的外生冲击,很有可能引发货币债务紧缩,从而将财政冲击演化成一种国家资产负债表的崩溃。但问题的另一端,如果一直拖下去,不断膨胀的泡沫风险和不断拉大的贫富差距暂且不说,单说一个大国的现代财政中竟然没有房地产税这个税种,也是说不过去的事情。房地产税,征还是不征?这无疑是一次泡沫之上的“针尖对麦芒”。

现代财政的标志之一,是能够设计一套复杂但又精致和完善的资本资产征税体系。国家生产函数中的两大要素:劳动力和资本。相对于向劳动力征收所得税,向资本和资产或财产征税无论是征税对象的范围,税基、税率的设定,资产市值的评估,成本的扣除等,异常的复杂。就中国的房地产来说,从第几套开征,税率和税基的确定,扣减项目,是按人均面积还是套数,家庭的实际负担,比如很多拥有高价房产但低收入的家庭,征房产税后工资可能都不覆盖不了税。这会导致低收入

人群抛售房产,富人则想办法通过资产腾挪避税,贫富分化可能会进一步加剧;如果对第一套房产或唯一住房免税,很有可能会引发离婚潮等社会问题。这就是当前这个阶段征房地产税可能引发的诸多障碍,也是每年房地产税都“雷声大雨点小”的主要原因。在上海、重庆的房地产税实验,也被宣布基本失败。

然而问题再多,在一个现代税收体系建设过程中,在中国当前的“后发展时代”,房产税以及其它一些财产和资本利得税,也应该成为一个重要的税源,这是一个基本规律。一个现代化的科学征税体系,一方面在纵向时间轴上,能够有效发挥逆周期调节作用;而我们的税收却是顺周期的,财政收入增长率即使在经济下行期,仍然大幅高于经济增长率;另一方面在横向分配结构上,能够有效抑制贫富分化,实现再分配的有效性,以保证市场经济这个游戏能一直高效率的玩下去(当贫富分化极度大,有效需求将严重不足,生产过剩和市场失灵就会经常出现)。

可以说,能否有效平稳地征收房地产税,是检验一个国家税收体制现代化程度的主要标准之一!

从政治经济学的层面看,征税能力,则是一个重要的国家能力,尤其是中国这样特色体制的国家,可持续的财政收入至关重要。从这个意义上,房地产税,迫切需要从制度根源——主要包括产权制度、财产登记制度、立法机制等,以及从技术层面——税务和财务精算技术、财产评估方法,尤其是大数据、区块链等技术的应用入手,从系统论的框架内进行架构,同时可能会借助市场的力量,鼓励出现一系列围绕房产税的代征、规划、精算、合理避税的中介公司和政府购买服务。而对于我们这些学者来说,我们更希望看到的是,因为房地产税这一复杂税种的立法、设计与征收,中国的财税现代化,甚至是政治体制改革,又向前迈进一大步! 

(作者系西泽金融研究院院长、济南大学商学院教授)