

城市更新中的财务问题

Financial Issues on Urban Renewal

赵燕菁
Zhao Yanjing

摘要：中国的城市更新是在城市化转型这个特定背景下展开的。为了“曝光”城市更新背后的财务机理，把城市增长分为投资和运营两个阶段，然后“投映”到对应的会计报表，“显影”后我们就会发现，投资阶段实际上是构建资产负债表的过程，运营阶段则是维持利润表的过程。中国城市增长投资阶段的主要动力就是通过一套土地金融的特殊机制获得启动资本。一旦城市增长转型进入运营阶段，投资阶段依靠新增土地获取融资的模式就会遇到增长天花板。能否完成更新模式转型将决定一个城市的兴衰，中国城市也将因此出现改革开放后的第二次“大分流”。

Abstract: China's urban renewal is carried out in the context of rapid urbanization. In order to expose the financial mechanism behind urban renewal, we divide the process of urban growth into two stages: investment and operation. With the use of the financial statements of a developer, we could see the underlying logic of urban renewal in the two-stage model. The investment stage is actually the process of building balance sheet. The operation stage is the process of maintaining the income statement. The main driver of China's urban investment stage has been a special mechanism land-based financing. Once the urban transformation enters into the operation stage, financing from new land in the investment stage will hit a capital ceiling. Whether urban renewal can be completed or not will determine the rise and fall of a city. Chinese cities therefore will also see a second "great divergence" since the reform and opening up.

关键词：城市更新；资产负债表；利润表；容积率；城市经济；两阶段增长

Keywords: Urban Renewal; Statement of Assets and Liabilities; Income Statement; Floor Area Ratio; Urban Economy; Two-stage Growth

本文是中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司委托厦门大学规划设计研究院有限公司课题“城市更新案例”研究成果的一部分

过去40年，中国城市发展主要依靠土地金融（land finance，更通俗的说法是“卖地融资”）^[1-3]，城市政府在财富增长的大道上一路狂飙。但从2021年开始，房地产市场急剧萎缩，给以土地融资为基础的城市更新模式画上了休止符。由于缺少类似的历史经历，人们很难察觉这条财富之路已经抵达它的尽端。如果不能从更高的维度俯瞰整个城市增长路径，就会对前方地平线的断崖视而不见。为了升维思考城市更新问题，我们在会计学基础上提出了一个针对城市更新的规范分析框架。

1 财务^①分析工具：两阶段增长模型

1.1 增长的阶段与会计报表

任何商业模式都可以用“收入减去支出等于剩余”来描述，其约束条件是剩余大于等于零。如果将政府提供公共服务视为一组商业模式，也必须符合这一约束条件。进一步地，商业模式可分解为投资和运营两个阶段。

在投资阶段，经济主体要筹集到启动商业模式的一次性投资并形成相应的“资本”^②，因此这一阶段也可以称之为资本型（增长）阶段，其约束条件是获取的融资要大于等于投资，即：

$$R_0 - C_0 = S_0 \quad (S_0 \geq 0) \quad (1)$$

其中 R_0 表示资本收入， C_0 表示资本性支出， S_0 表示资本性剩余。

作者：赵燕菁，博士，厦门大学建筑与土木工程学院 / 经济学院，教授。zhaoyanjing999@sina.com

① 城市的财务平衡涉及众多市场主体，尽管其主要的构成是市政府的财政，但城市财务问题并不完全等同于政府财政问题。为了讨论方便，本文假设城市公共服务提供者只有政府一个主体，如此城市财务可以近似等于政府财政。

② 比如家庭需要购房、装修；工厂需要建设厂房，购买设备；政府需要建设“七通一平”等基础设施等。

在运营阶段，经济主体的主要工作是维持商业模式的运转，创造持续的收益，以覆盖日常性的一般支出^①。因此这一阶段也可以称之为运营型（增长）阶段，其约束条件是运营收入必须大于等于运营性支出，即：

$$R_i C_i = S_i (S_i \geq 0) \quad (2)$$

其中 R_i 表示运营收入， C_i 表示运营性支出， S_i 表示运营性剩余。

与传统的增长模式不同，在现代增长模式中，获取启动资本不是依赖过去剩余的积累，而是预支未来的收益（俗称“贴现”），从外部融资获取^②。用一个简单的等式可表示为：

$$R_0 = k S_i \quad (3)$$

其中 k 表示贴现倍数。

借助会计理论作为“显影剂”把两阶段城市财务“曝光”在会计报表这张“底片”上，就可以发现：投资阶段的等式（1）是资产负债表（balance sheet）的映射；运营阶段的等式（2）是利润表（profit and loss statement）的映射^③。

1.1.1 资产负债表与资本型增长

所谓“创业”本质上就是建立资产负债表。资产负债表中的“负债”（liability）和所有者权益（equity）对应的是等式（1）中的资本收入 R_0 ^④，显示的是资本是从哪里来的。资产负债表中的“资产”（asset）对应的是等式（1）中的资本性支出 C_0 （计入“资产”项中的“固定资产”）和资本性剩余 S_0 （计入“资产”项中的“流动资产”），显示的是资本到哪里去了。通过移项，就可以得到一个“资产负债表”表达式：资产 = 负债 + 所有者权益（图1）^⑤。

1.1.2 利润表和运营型增长

所谓“运营”，本质上就是维持利润表的过程。与利润表对应的就是两阶段增长模型中运营阶段的等式（2）： $R_i C_i = S_i$ 。利润的正负决定了资产负债表的扩张与收缩。另一

个会计报表——现金流表，其实就是等式（1）的资本性剩余 S_0 和等式（2）中的现金流剩余 S_i 的加总^⑥，用来显示即时的兑付能力（图2）。

1.1.3 资产负债表与利润表

两阶段模型中的等式（3） $R_0 = k S_i$ 的经济学含义是，现代增长的资本 R_0 来源于未来收益 S_i 的贴现， k 为贴现的倍数。传统理论中，资产负债表和利润表是分开使用的，但等式（3）意味着这两个表存在着密切的依存关系。从资产负债表建立伊始，资产端就开始以还贷、折旧、运维支出的形式不断减少。只有当利润表的收益大于资产流失的速度，才能抵销资产负债表的不断衰退。等式（3）将资产负债表和利润表联系起来，建立了一个封闭的财务循环，这意味着投入的资产必须产生大于费用的收入流（revenue）。只要利润表中的收入大于费用，按照等式（2），资产负债表两端就会同步扩张；同理，一旦收入小于费用，资产负债表两侧就会同步收缩，直到所有者权益归零，最终资不抵债，破产退出经济活动^⑦（图3）。

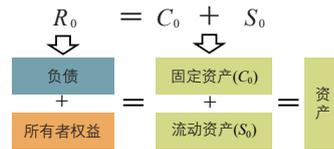


图1 投资等式与资产负债表的对应关系



注：在会计利润表中，“支出”标准的说法为“费用”，但其实两种表达意思相同，相当于经济学中的可变成本（variable cost）或会计学中的运营性支出（OPEX 或 operating expense），与资本性支出（CAPEX 或 capital expenditure）相对应。

图2 运营阶段的等式与利润表的对应关系

① 比如家庭的水电费、工人的工资以及城市的养护费用等，还包括相应的资产折旧。
 ② 这意味着就现代增长模式而言，既无需压缩消费，也不依赖其他商业模式的剩余转移，每个商业模式都可以预支自己未来的收益，通过从外部融资来获取自己所需的资本。一旦经济增长从传统模式转为现代模式，就进入了高速增长状态，能在极短的时间内完成投资阶段的增长。
 ③ 等式（1）右侧的资本性剩余 S_0 和等式（2）右侧的运营性剩余 S_i ，映射的是会计三大基本报表之一——现金流表，主要反映资产负债表中各个项目对现金流量的影响，并根据用途划分为经营、投资和融资三个活动分类。现金流表可用于分析一家机构在短期内有没有足够现金去应付开销。
 ④ 相当于公司金融理论中的债权融资（debt financing）和股权融资（equity financing）。负债是用所有者权益抵押获得的外部资金，根源依然是净利润估值构成的所有者权益。
 ⑤ 由上可见，增长，尤其是资本型增长，从会计学角度来看，就是构建资产负债表的过程。
 ⑥ 虽然这两个性质不同的现金流不能加总，但由于会计准则缺少不可替代规则，结果经常会导致两种现金“互借”。现金流表“并表”的后果之一就是“预算软约束”^[4]。
 ⑦ 这个“土地财政”和财务报表的映射模型，是笔者学生邱爽博士、曾毓琳、沈洁根据笔者提出的两阶段与会计报表之间的对应关系于2022年在集体讨论中完善形成。

1.2 城市政府的资产负债表

城市经济就是城市地域内所有商业模式的集合。城市政府作为公共服务的提供者，一定有自己的资产负债表和利润表，也一定服从两阶段模型中给定的约束条件。只有在城市政府的资产负债表和利润表的大框架里，才能理解不同城市更新模式背后的财务机制。为此，我们首先需要理解什么是公共服务。

启动不同的商业模式所需的生产要素不同，但其中某些生产要素是多数商业模式所共需的^①。如果这些要素依靠每一个市场主体自己提供，其启动资本就会非常高昂。如果由一个第三方以共享的方式提供，就可以大幅降低每一个商业模式的初始资本，原本需要大量重资产的模式可以以轻资产模式运行^②。这个“共享的要素”就是所谓的“公共产品”，“城市”就是公共产品的集合，“政府”则是专门提供公共产品的企业^[5]。

“城市是一组公共产品的集合”，“城市政府是专门提供公共产品的企业”。这两个定义意味着我们可以将公共服务在财务上视作一系列资产负债表，并像对普通企业那样对政府的“财政”进行“财务”分析。想象一个由一条道路组成的城市，该条道路的造价9亿元，政府融资10亿元，其中一半来自贷款，进而形成负债；一半来自自筹，形成所有者权益。建设支出9亿元后，形成一个由9亿元固定资产和1亿元现金资本构成的流动资产，二者共同构成了这个城市地方政府的资产负债表（表1）。

如果收益（即道路收费）每年是0.5亿元，而费用包括折旧每年0.3亿元（固定资产按30年直线折旧）、财务费用每年0.05亿元（流动资产按5%计算利息）和运维费用每年0.05亿元（管理、维护），每年总支出为0.4亿元；收入（0.5亿元）和费用（0.4亿元）的差额就是这条路的利润，每年0.1

亿元。这些共同构成了这个城市政府的利润表（表2）。

在这个例子里，“路”只是用来简单地代表基础设施，进一步用“公共服务”代替“路”，我们就可以对城市政府的行为进行财务分析。城市是一个法定行政区内公共服务的集合。在这个行政区内，政府作为垄断的公共服务提供者，其收益主要来自税收。税收就相当于上述例子中道路收费带来的收益，其定价主要是根据公共服务运营的支出决定的——税收要足以覆盖折旧、财务和运维成本，这就是所谓的平衡预算。如果税收低于公共服务带来的真实收益，这部分“价值漏失”就会转移到公共服务覆盖的土地上。还是以上面的道路为例，如果针对道路不是按照消费者（居民和企业）的效用评价（0.5亿元）收费，而是按照生产者（政府）的实际支出（0.4亿元）收费，道路两侧的土地就会承接剩余的公共服务价值外溢（0.1亿元）。如果存在土地市场，那么土地所有者就可以交易这部分外溢，而地价就是市场对这部分公共服务外溢或漏失利润的估值^③。

至此可以得出一个非常重要的结论：土地的价值来源于城市政府利润表上由于平衡预算规则不完善所漏失的利润，

表1 城市政府的资产负债表（单位：亿元）

资产		负债和所有者权益	
10		10	
固定资产	流动资产	贷款（负债）	自筹（所有者权益）
9	1	5	5

表2 城市政府（公共产品）的利润表（单位：亿元/年）

收益	费用			利润
0.5	0.4			0.1
	折旧	财务费用	运维费用	
	0.3	0.05	0.05	

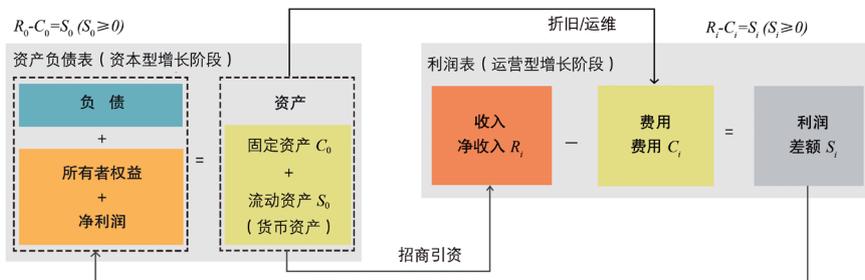


图3 两阶段模型与财务报表的对应关系

- ① 比如，每个企业都需要电力、道路、港口、机场……；每个家庭都需要学校、医院、治安、绿化……。
- ② 由于固定成本降低，整个经济就可以孵化出更多新的商业模式，经济也就可以实现高速扩张。
- ③ 这就是为什么随着城市公共服务水平的提高，城市物业的市场价格会不断上升，同等的公共服务，税收越低，地价就越高。在中国，由于税收的标准是全国统一的，因此地价较高的城市必定是公共服务更好的城市。

地价是这部分利润的贴现，属于政府（公共服务提供者）资产负债表中的资产，卖地收入要计入城市政府资产负债表中的所有者权益^①。这个结论非常重要，也是亨利·乔治（Henry George）、孙中山等提出“涨价归公”的主要依据。

1.3 公共服务的商业模式

按照上述分析，同样是“政府”，由于财税制度不同，提供公共服务的定价模式也并不相同。

(1) 对于采用税收财政的政府来说，在常见的土地私有的情况下，公共服务的提供者要想回收外溢的公共服务价值，只有两个办法：第一是对公共服务的使用者收费，比如个人所得税。但这种收费办法只适用于受益比较平均的公共服务，比如国防、外交；第二是对公共服务覆盖的不同空间实施差异化收费，比如财产税（property tax）。这种收费办法适用于价值外溢在空间上不均等的公共服务。显然，中央政府提供的服务大部分属于第一种，而城市政府提供的服务大部分属于第二种。税收财政的特点是政府在投资阶段很难构筑资产负债表，特别是土地的获取成本极高^②。而一旦建立起资产负债表，要维持运营阶段的利润表则相对比较容易，对企业税收的依赖较轻。在这种财政模式下，土地所有者完成投资阶段的建设后，政府主要负责运营阶段（也就是所谓的服务型政府）（图4）。

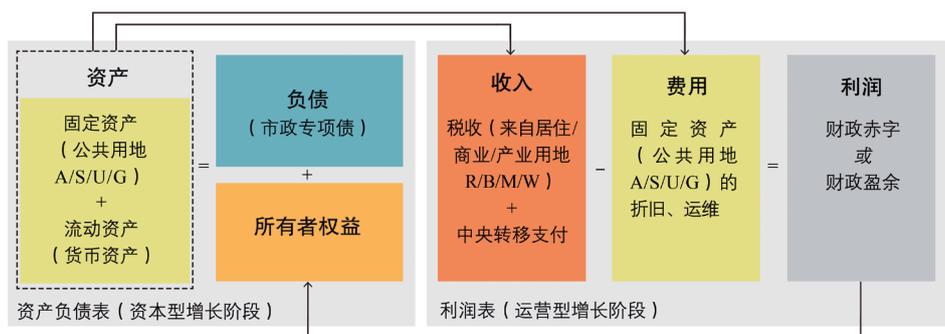
(2) 对于采用土地财政的政府而言，在土地公有的前提下，公共服务的提供者可以通过出让土地为投资融资，进而形成资产负债表。融资除了要形成基础设施（fixed asset），还要招商引资，通过对产业收费进而覆盖公共服务在利润表里形成的各种支出。在土地财政里，完成公共服务配套后的

土地可进一步分为两类：一类是住宅用地，可视为政府通过将自己的所有者权益让渡给愿意参与公共服务投资的居民后获得的融资；一类是产业用地，可视为政府通过招商引资获得的税收，也就是政府通过提供公共服务在利润表中实现的营收（图5）。这个模式的特点是，政府无须依赖外部资本输入即可完成资产负债表的构筑，但同时却会高度依赖产业税收——由于针对居民的公共服务收费已经提前贴现，政府不仅无法对同为城市股东的居民征税，还要与居民分享公共服务带来的增值，这就要求政府在运营阶段必须获得足够多的产业税收，才能支持运营阶段的利润表。在土地金融这个模式里，政府既是城市公共服务的开发者，也是公共服务的运营者（也即所谓的发展型政府），政府与企业的利益高度绑定。

对比这两种不同的公共服务定价模式可以看出，税收制度与土地制度是密切相关的：(1) 如果是税收财政，就应当采取直接税，向附着了外溢公共服务的土地及其上的财产征税；如果是土地金融，就只能采用间接税，向产业征税而不是向土地及其上的财产征税。相应地，城市化的初始土地所有制也必须与税收制度相匹配。(2) 税收财政在投资阶段对外部资本高度依赖，但在运营阶段却可以自主循环；土地财政却相反，第一阶段可以自主启动，但维持运转则需要借助产业，持续从外部“输血”。

1.4 土地金融与土地财政

众所周知，中国的城市化采用的是土地金融的模式。这是因为中华人民共和国的建国理念决定了我们不可能像西方国家那样从外部掠夺获得资本，而城市土地公有是新中国土



注：图中的A/S/U/G以及R/B/M/W代表用地分类，分别为：A—公共管理与公共服务用地，S—道路与交通设施用地，U—公用设施用地，G—绿地与广场用地，R—居住用地，B—商业服务业设施用地，M—工业用地，W—物流仓储用地。

图4 税收财政下的城市财务结构

① 明白了地价的本质，也就理解土地所有制在建立地方政府资产负债表时的重要作用——如果土地私有，漏失的利润就会落进私人口袋里；反之，若土地公有，这部分利润就会转化为所有者权益。

② 往往需要极端的途径才能跨越产权重置的成本，比如通过战争从其他经济体攫取原始资本（欧洲），或通过殖民压低土地产权重置成本（北美）。

地公有这一基本国策的核心内容之一。城市政府通过卖地融资（土地金融）建设了大量高标准的基础设施。尽管这一模式遭到了很多人的批评，但从前文对资产负债表的分析中可以看出，卖地不过是一个融资工具，其本身是中性的，无所谓好坏，关键要看卖地所获融资的具体用途——如果将相关资金用于公共服务的投资建设，并通过招商引资带来企业税收，且税收能覆盖公共服务的折旧和运维成本，从而形成完整的资产负债表和可持续的利润表，这就意味着土地金融升级为土地财政^①，那么这种卖地就是好的融资；反之，如果相关投资没有创造收入，或者新增收入不足以覆盖新增的支出，就无法实现利润表的平衡，在这种情况下，卖地就是坏的融资。

在实践中，人们很难理解为什么卖地所得不是“收入”而是“融资”，但只要建立起土地金融下的政府资产负债表，马上就可以看清楚，卖地收入其实属于政府通过转让“所有者权益”的方式出资。如果说市政债是债权融资，卖地则相当于股权融资。一旦土地卖出（使用权转让），政府也就从此失去了未来公共服务外溢到土地上的收益。

中国与发达国家城市化最大的不同，在于针对公共服务定价的方式。在西方国家，政府提供的公共服务通过征收财产税向居民收费，因此公共服务体现在政府利润表的“收入”项下；而中国的城市政府缺少征收财产税的权限，但却拥有城市土地的所有权。政府出让的是未来因免税而外溢到土地上的公共服务残值。公共服务主要体现在资产负债表的“所有者权益”项下。因此，在西方国家城市政府的资产负

债表右侧主要是债权融资，而在中国城市政府的资产负债表右侧，则是以股权融资（即卖地）为主（图6）。

中国和西方国家土地制度的差异，决定了各自城市政府会计报表的不同。土地收益在西方国家城市政府的财政收入中并不重要，因为土地私有，政府不能通过卖地获得收益，容积率多少也因此并不重要，重要的是作为税收标的的不动产的价值，因为所有政府的公共服务最终都会外溢并体现在不同地段不动产的价格里，而政府通过对财产收税回收了公共服务运营的成本。中国则不同，由于没有财产税，所有公共服务的价值都体现在地价里，如果不出让土地，公共服务的成本就无法回收^②。正是这种差异决定了中国和其他国家的城市政府具有不同的资产负债表，其经营逻辑和市场行为也会大相径庭^③。

2 增长转型下的城市更新

2.1 转型阶段政府的财务特征

从人口的角度判读资本型增长和运营型增长的分界，就是著名的刘易斯拐点（The Lewis Turning Point）。当农业人

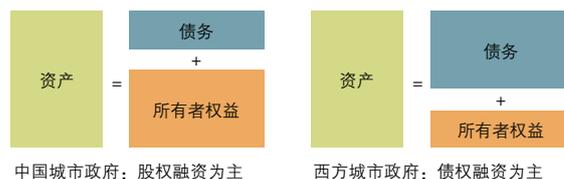
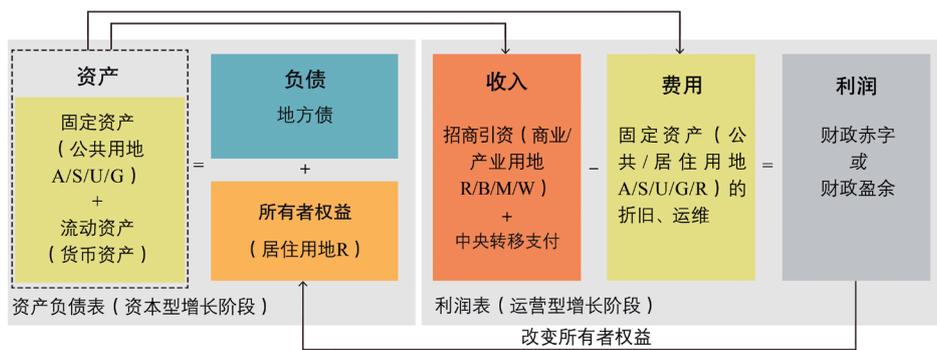


图6 中国与西方城市政府资产负债表结构的比较



注：图中的A/S/U/G以及R/B/M/W代表用地分类，分别为：A—公共管理与公共服务用地，S—道路与交通设施用地，U—公用设施用地，G—绿地与广场用地，R—居住用地，B—商业服务业设施用地，M—工业用地，W—物流仓储用地。

图5 土地财政下的城市财务结构

- ① 这个被称为“土地财政”的增长路径是中国城市化建设阶段得以高速完成的财务密码。准确地讲，现在人们批评的其实不是土地“财政”而是土地“金融”^[3]。
- ② 近年来，中央政府抑制地价（房价）的政策不断加码，这一政策导致了城市所有者权益（居民财富）的贬值。由于“史上最严”的房地产调控措施降低了不动产的流动性，导致包括政府所有者权益在内的全部资产净值的巨大收缩，使中国地方政府深陷资产负债表衰退。
- ③ 例如地方政府间存在激励的竞争，参见张五常和周黎安的相关研究^[6-7]。

口停止向城市人口转变，城市化就要从 1.0 转向 2.0，增长也就要从高速度转向高质量。当城市进入运营型增长阶段，增量的人口迅速减少，新增的基础设施和公共服务需求会逐渐消失，对土地的需求也将随之放缓。在投资阶段，看上去可以获取无穷无尽融资的土地市场的需求开始变得饱和。继续增加的土地供给不是导致房价和地价的剧烈下跌，就是带来不动产销售“去化周期”的显著加长，烂尾项目频频出现，房地产企业债务接连爆雷，断贷楼盘四处蔓延……，所有这一切意味着以前屡试不爽的“房地产+”模式不再有效。

从两阶段增长模型来看，中国目前城市更新所面对的既不是完全的资本型增长阶段，也不是完全的运营型增长阶段，而是处于两个增长阶段的转换点上。只有把城市更新放到城市化转型这个大的“坐标”里，才能理解为什么依靠增容和大拆大建的城市更新模式必须转型——因为这一模式所依赖的融资渠道“卖地”已经不复存在。如果忽视转型阶段的财务特征，选择了错误的城市更新模式，就会延长转型的痛苦，甚至导致转型失败，城市从而陷入长期的经济衰退^①。

要选择正确的城市更新模式，首先要理解处于转型期的城市政府的财务与其他阶段相比有哪些不同的特征，概括来看，主要特征有如下两方面。

首先，进入城市发展转型期，城市政府的卖地收入会显著下降，可卖的土地和市场对土地的需求急速减少，但同时投资需求也会显著下降。由于城市的核心基础设施——“七通一平”，乃至其他公共产品（如学校、医院、机场、码头、地铁等）的投资建设已经基本完成，一次性固定资产投资在 GDP 增长中的占比会急速下降。大部分固定资产投资不仅不能带来税收等“收入”项的增加进而支持利润表，反而会通过折旧、利息等“支出”项的增加来侵蚀利润表^②。资本型投资的减少，意味着资产负债表扩张的放缓，进而使增长减弱。城市开始从“起飞”转入“巡航”。

其次，从进入转型期开始，政府针对城市发展的一般性的运维支出会迅速增加。在投资阶段政府提供的城市公共产品和服务越多，到运营阶段维持这些公共产品和服务运转的支出也就越多（图 7）。按照不可替代原则^③，运维支出和投

资支出存在本质的区别，前者只能通过一般性的收入去覆盖，而不能用一次性的资本收入加以覆盖。城市化转型就意味着政府的工作从原来以扩张资产负债表为核心转向以提升利润表为重点，要将怎样从存量资产中捕获收益作为进入运营阶段后城市发展更主要的目标。利润取代“融资”（卖地、负债）成为维持城市“巡航”的主要动力。

2.2 “容积率幻觉”

容积率^④是城市规划中需要确定的最主要的指标，长期以来，规划师们并不理解其经济含义。只有在资产负债表里，我们才能明白卖地是出让政府的所有者权益，才能理解容积率的本质。在资本型增长阶段，大量人口和经济活动涌入城市，城市公共服务处于供不应求状态，这会给城市政府造成一种错觉，似乎居民和企业对公共服务的需求是无限的，市场对土地的需求也是无限的——只要政府供给土地，就一定有需求。随着城市进入运营型增长阶段，居民和企业的资产和土地需求的上界开始“硬化”^⑤，投资阶段最主要的融资渠道开始枯竭。

从城市规划学对容积率的定义来看，容积率不过是一个工程性，甚至美学性的“技术性指标”。城市规划对容积率的误解，严重误导了城市政府对容积率的认识。在城市政府看来，容积率是免费得来的，可以为城市任意支出“买单”的技术指标^⑥。一旦我们把容积率放到两阶段模型里就会发现，容积率从一开始就不是“技术指标”，卖地所得也不是什么可以予取予求的自由现金流，而是城市公共服务提供者

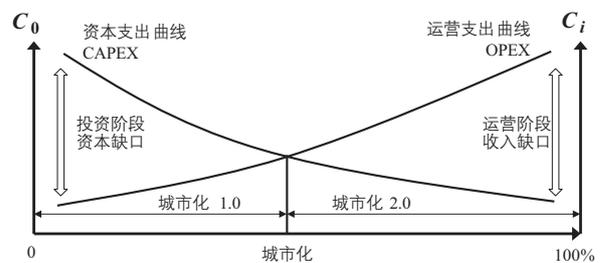


图 7 城市发展两个阶段政府的财政特征

① 许多曾经风光一时的城市因转型失败而陷入长期萧条，这种案例在世界上屡见不鲜，比如美国的锈带城市、中国的工矿城市等。

② 继续加大固投拉动 GDP 增长，就会像企业完成固投后还一味建设厂房，购买设备。折旧、利息和其他运维成本必然会恶化运营阶段的利润表。任何融资都必须创造相应的收入，城市更新也不例外。第一个阶段无论是通过发行市政债（债权融资）还是通过卖地（股权融资）获得的融资都是未来收益的贴现，都需要在第二阶段用现金流来偿还。

③ 所谓不可替代原则是指在两阶段增长模型中，资本性剩余和运营性剩余不能相互替代，也就是现金流量表中的不同科目的货币资产不可混用^[8-11]。

④ 容积率是规划许可建筑面积与用地面积之比，体现了土地可利用的强度。容积率增加相当于新增供地。

⑤ 一个具体表现就是土地频繁流拍。

⑥ 正因如此，几乎所有的规划局长都会遇到市长要求提高容积率的情景——如果市长想干什么没有钱，就去卖一块地，如果钱还不够，就增加容积率。

(政府) 创造出的所有者权益^①，卖地相当于股权融资。

理解了卖地就是出让政府的所有者权益来获取融资，增容的本质也就一目了然了。在土地出让前，如果政府增容，公共服务价值外溢的是国有土地，公共服务投资形成的所有者权益最终都会归政府所有；但如果土地已经出让，政府要征地再出让，此时政府就要先补偿私人土地上已经私有化的所有者权益（相当于以市场价格回购城市股权），只有重置产权后才能卖掉容积率增加部分的权益。正是土地权属的差异，决定了城市更新与新区开发之间存在关键性的差别^②。

就像股票代表企业的所有者权益一样，城市政府的所有者权益与其提供的公共服务也是严格对应的——政府提供的公共服务数量和水平，决定了它能以什么样的价格出让多少容积率。正如前文所述，土地财政不是简单的卖地——卖地仅仅是土地金融，只有通过招商带来税收，才算真正完成土地财政的完整循环^③。通过城市政府的资产负债表一眼就可以看出，如果政府卖地融资后没有提供对应的公共服务，现有的城市投资人（已经买房的居民）的所有者权益就会被稀释，城市房价就会下跌；而如果政府卖地后提供了新增的公共服务（比如地铁、学校），但获得新增的收益却不能覆盖折旧和运维费用，负的利润同样会导致所有者权益减少，进而造成资产负债表收缩——城市陷入持续的收缩^④。

因此，衡量一个城市更新项目是否平衡最直接的一个标准，就是要看更新后的卖地收入是否能带来足够的现金流^⑤。中国的城市政府一直没有建立起规范的财务评估与审计制度^⑥，其中一个重要原因就是缺少对容积率与卖地收入正确的财务解释。这一点对于以债权融资为主的西方国家的城市政府而言并不是致命的问题，但对于采用以“股权”（卖

地）融资为主的中国城市政府来说，容积率的财务解释就变得非常重要^⑦。

正如前文所述，公共服务的价值外溢都会投影到土地的价值上。公共服务的水平越高，土地的价值也就越高。而容积率的价值来源于公共服务的市场价值与公共服务提供者（政府）收费之间的差值，其本质就是公共服务价值漏失的部分。在征收财产税的国家，这部分公共服务的价值大部分会被政府的财产税所捕获，漏失到不动产中的相对较少。而在中国，由于缺少财产税，外溢到土地上的价值十分巨大，这直接赋予了城市容积率巨大的价值。

随着政府公共服务水平的不断提高，容积率的价值也会不断增加，不动产就成为推动居民财富保值、增值的重要工具。拥有一个城市的不动产，也就拥有了参与分享城市公共服务升值的所有者权益^⑧。卖出城市容积率，就相当于城市政府在进行“增资扩股”^⑨。由于容积率是城市政府在收取的税收之外漏失的公共服务价值，其价值没有进入政府的资产负债表，因此容积率无法被登记为政府的权益，正是这一会计遗漏，使政府误以为卖出容积率获得的收益是免费的，形成所谓的“容积率幻觉”^⑩。

在现实中，城市的容积率也的确是由城市规划部门“任意”决定的。由于城市规划局在政府里被视作一个单纯的“技术部门”，“发行”容积率时几乎没有任何财政约束，从而进一步强化了政府的“容积率幻觉”。正因如此，能够“制造”容积率的技术标准和控制性详细规划，往往会面对政府提高容积率的强大压力。在政府看来，所有的财政缺口都能靠卖一块地来解决。

土地收益很像是资源收益，把它计入城市财务报表的哪一项里，对于城市经济的可持续性至关重要^⑪。现实中，凡

- ① 对于实行平衡预算的政府，任何资产的形成都要依靠融资，如果不能股权融资，就必须债权融资。由于中国地方政府举债受到严格限制，卖地就成为最主要的融资工具。城市规划局的权力之所以这么大，就是因为规划局能够看似无成本地“发行”容积率。现实中，规划局频发的渎职、贪腐，几乎都与容积率直接或间接相关。这跟财政部门权力更大的西方国家城市政府形成鲜明对比。
- ② 如果一个城市更新项目不能带来新增税收，甚至反而还要消耗未来的税收，这个更新项目就不仅没实现财务平衡，甚至是破坏了财务平衡。也正因此，中国的城市更新与通过财产税定价的国家相比对产权重置的成本更加敏感。
- ③ 企业不可能依靠出让股票来维持资产负债表，政府也不可能靠卖地为其运营的公共服务买单。一旦公共服务难以维持，所有者权益归零，土地不再具有任何价值，土地就会流拍，住房就会有人断供，发展到最后，政府就会像资不抵债的企业一样破产。
- ④ 用这个规则对当前的城市更新项目加以衡量，可以发现我们目前正在推进的大多数城市更新项目都是不合格的。投资阶段资产负债表的规模越大，进入运营阶段后，利润表（财政收支）就越难以平衡。
- ⑤ 很多人都已经意识到用 GDP 这样简单的指标来判定城市的增长绩效是有问题的，但还没有能力建立起全新的资产负债表，进而用其来评估一个城市的运行状态。
- ⑥ 如果所有者权益存在缺失，地方政府就无法建立起完整的资产负债表，当然也就谈不上对政府的决策后果和城市的运行质量进行正确的评估。
- ⑦ 这是中国城市普遍存在违章建筑以及全民炒房现象背后的市场动力。
- ⑧ 拍卖容积率所得在资产负债表里应当记在所有者权益项下的“资本公积”，其本质就是城市政府通过股权转让获得的融资。
- ⑨ 这个概念由笔者的学生邱爽和曾毓琳提出。参见《“容积率幻觉”：谬误与修正》，微信公众号“存量规划前沿”，2022-09-12。https://mp.weixin.qq.com/s/NtuBQSWUZvp9nFr1ZFvoNg。
- ⑩ 参见：邱爽、曾毓琳、沈洁，《融资 or 收入：土地出让金的财务性质》，微信公众号“存量规划前沿”，2020-09-12。https://mp.weixin.qq.com/s/i1bQL8uibLm5DwCvzowaOw。

是把资源性收入当作自由现金流的城市无不落入收缩城市的悲惨下场。可以类推，一旦我们把“增容”收入当作自由现金流，城市就一定会遭遇到和“资源诅咒”类似的“容积率诅咒”^①。容积率就好比是城市的石油。大量城市都在把增加容积率获得的卖地收入当作财政的自由现金流，城市政府用卖地收入建设了大量不能带来利润的“大白象”工程^②，这些投资不仅不能给利润表带来正的收益，反而生成大量折旧和运维费用。负利润的财务后果就是诱发城市资产负债表收缩，“收缩的城市”就是其必然归宿。

2.3 产权重置成本

产权重置指的是在城市化过程之中对原有资产进行征用和拆除以实现产权转移。在城市化 1.0 的高速度增长阶段，一级土地市场的土地来源主要是征用农村的耕地和住房。由于这些土地缺少公共服务配套，按照其实际用途，土地的估值较低，与配套基础设施后可以出让的土地价值相比，产权重置成本极低。特别是中国特有的“农地村有、城地国有”的制度，使得城市政府能够垄断一级土地市场——由于农民不是城市的“股东”，只能按照农地的市场溢价把城市建设需要的土地卖给城市政府，从而极大地压低了城市化产权重置成本，为城市政府通过国有土地权益出让融资创造了可能^③。可以说垄断一级市场是“土地财政”得以完成的前提。正是借助这一独特的土地制度，中国成功压低了城市化 1.0 阶段难度最大的产权重置（非城市土地征拆）成本^④。

但当城市发展进入转型阶段，产权重置成本就会急剧增加。因为此时征拆对象的身份已经不是农民，而是城市的“股东”，政府征拆的经济含义类似于股票市场上赎回“散户”的股权。在增量投资阶段，城市政府获取融资依靠的是配套公共服务前后的土地价格差异；在存量运营阶段，如果城市

政府获取的融资仍是来自公共服务改善后物业的升值，而与前一阶段不同，此时城市政府要按照市场价格溢价首先赎回其售出的“股份”，然后再溢价出售融资。可以说，巨大的产权重置成本差异乃是划分增量开发与存量更新的分水岭。任何一项城市更新项目，首先要解决的就是产权重置所需的巨大成本；城市更新的成败，很大程度上也取决于能否获得足够的“净资本”以完成产权重置^⑤。

土地财政在城市化第一阶段的巨大成功，很容易让城市政府产生路径依赖——继续通过土地融资以完成城市更新，在它们看来，只要更新后的建设面积能增加，总是可以覆盖产权重置所需的成本，这就是所谓的“增容”。如前所述，增容所得并非“无偿”获得，而是需要对应新增的公共服务。如果在公共服务数量不变的条件下，提高了改造后的容积率，就意味着原来业主的所有者权益被稀释了，同样的学校、医院、公园、道路等要容纳更多的消费者，导致公共服务“拥挤”和效用下降。

如果新增公共服务，则必定需要出让更多的容积率。由于容积率本质上是融资，为了维持资产负债表，就需要有足够多的新增收益来“养”这些新增的资产。通过增容股权融资形成的资产，马上就会通过折旧、运营和财务等成本进入图 2 中的费用项。在中国这样一个以间接税为主的国家，大部分的城市更新项目都不能给城市政府带来新增现金流（税收或其他收费）。利润表中的收益项一旦小于费用项，就会使得城市政府的债务变得越来越重。如果未来公共财政一直是赤字运行，城市政府资产负债表就会不断收缩，直至走向破产^⑥。

2.4 城市更新的规则

通过以上分析，可以得出城市更新应当遵循的两个主要财务规则。

- ① 这就是所谓“收缩城市”的经济解释。可以同样用来解释煤矿、石油等资源型城市的扩张与收缩。由于“天然”矿产没有被计入政府的资本项，卖矿的收入也被计入收入而不是所有者权益。结果导致“家中”有矿的原住民和煤老板一夜暴富。进一步，由于采矿权没有被政府视作所有者权益，一次性卖矿所得往往被政府用于修建奢侈的公共产品。一旦卖矿难以为继，就会出现所谓的“资源诅咒”。矿产的价值是发现其用途的投资所创造的，一次性卖矿收入必须进行再投资进而将其转化为可持续的现金流入（如挪威和中东国家把石油收入投入主权基金而不是像苏联那样用作财政支出），才能避免“资源诅咒”的发生。
- ② 所谓“大白象”，通常是指毫无用处却又十分昂贵的事物，特别是用来形容种种浪费资源却无实际用途的政府投资的门面工程和项目。比如豪华的办公和文化设施（音乐厅、博物馆），无效益的大广场、大马路，昂贵的地铁，以及城中村改造等。
- ③ 对比原住民国家，大多完成城市化的国家（欧洲国家和日本）都是通过海外殖民和战争获得产权重置的成本，而中国则与非原住民国家和地区（美国、加拿大、澳大利亚、新西兰、新加坡、中国香港的港岛和九龙）类似，依靠低价获取土地和高价出让土地获得启动城市化的原始资本。其他没有殖民地的非原住民国家（印度、非洲国家），到目前为止仍无一跨越城市化 1.0 的门槛。
- ④ 公共服务分摊了企业部门和家庭部门所需支付的重资产成本，才使得中国价格低廉的劳动力获得相对于劳动力同样廉价的其他发展中国家（比如印度和越南）的竞争优势，中国城市才能成为全球化中劳动力供给和企业运营的成本洼地，这也是中国和其他发展中国家最大的不同。
- ⑤ 为此，陶然提出让不同城中村竞争改造资格的办法来降低拆迁成本，参见《陶然 | 旧区更新：破解三大博弈困局有三策》，微信公众号“中国社科院城市与竞争力研究中心”，2020-09-14。https://mp.weixin.qq.com/s/iNNuzqJArpIev6wj0T7AUA。
- ⑥ 判断一个城市更新方案的好坏，一个简单的标准就是看其是否需要新增容积率，增加得越多，代价就越高，这个方案就是坏方案；而降低容积率的不二法门，就是尽量避免产权重置。

规则一：不能导致政府出现负的现金流。要将土地出让对现金流表的成本项和收益项的影响纳入评估。在中国，住房交易完成后城市政府不仅再无相关收入，相反，还要开始按照之前的约定“免费”为居民提供70年的公共服务。如此一来，出让的土地越多，未来政府的预算支出也就相应越大——房地产在中国虽然能给城市政府带来正的资本收入，却也同时带来负的现金流。

规则二：不能导致不动产价格暴跌。土地是城市公共服务的载体，居民和企业获得土地的目的，是为了获得使用公共服务的便利，地价的本质就是市场对公共服务未来能带来的价值的贴现。运营阶段的公共服务需求基本稳定，这就意味着，在资本型增长阶段那种靠无节制“增容”来平衡重置和建安成本的模式不再可行。在政府、居民、企业各自的资产负债表中，不动产都是最主要的所有者权益。如果不顾需求减少而继续无节制地卖地（增容），就会导致不动产供过于求，房价下跌。房价螺旋下跌的结果，很容易使不动产失去流动性，导致所有市场主体同步陷入资产负债表萎缩，也就是所谓的“大萧条”^① [12]。

3 结语

在城市增量扩张阶段，城市规划要解决的主要是工程问题，而一旦城市进入存量发展阶段，城市规划要解决的问题就转变为财务问题。可以说，财务解决方案不仅决定了城市更新模式的选择，还决定了城市更新最终的成败。之所以强调“最终”，乃是因为局部看似成功的财务解决方案，从长远看却可能是失败的——错误的改造模式，将会给政府未来的财务埋下巨大隐患。特别是在城市发展位于从增量扩张向存量提升转型的关键节点上，“卖地”已经难以为继，一个城市如果不能同步完成城市更新模式的转变，轻则丧失发展机遇，被竞争城市赶上并超越，重则深陷债务陷阱，在未来的城市竞争中残酷淘汰出局。

展望中国城市的发展，存量运营阶段的更新将会像城市增量投资阶段的建设那样，成为城市升级的最主要方式。能否找到正确的城市更新财务模式，将在很大程度上决定一个城市的兴衰。要做到这一点，政府必须像企业一样，建立起一个复式记账的现代会计报表。没有正确的资产负债表，诸如“容积率幻觉”这样的错误就会不断出现。城市运营者从小到对城市更新项目方案的制定，大到对城市经济绩效的评估，都将无法作出正确的选择。城市化从增量建设向存量运营转变的过程，一定会是一个非常艰难且陷阱重重的过程，未来中国城市会因此出现新一波“大分流”。在此过程

中，城市规划专业将要面对的是一个自己完全不熟悉的全新课题。城市建设的基本结束并不意味着城市规划行业的终结；恰恰相反，一旦学会了对城市更新进行财务分析，城市规划将再次站在转型大潮的巨浪之巅。UPI

注：本文图表均为作者绘制。

感谢厦门大学经济学院宋涛副教授为本文提出的建议、修订和补充材料。本文的很多思想来自课题组张力、邱爽、沈洁、李梅滢、曾馥琳、王盛强于2022年8月31日—9月2日在厦门顶上村的讨论。特别是邱爽博士的观点给了我很大启发，我的学生沈洁、曾馥琳对本文图片的辅助绘制和反复修缮，帮助我澄清了以前比较模糊的直觉。最后还要感谢北大林肯学院的刘志先生和《国际城市规划》孙志涛在本文撰写过程中的督促和推动。特别要感谢本文编辑张祎娴对本文付出的巨大努力。我对本文的观点负责。

参考文献

- [1] 赵燕菁. 为什么说“土地财政”是“伟大的制度创新”? [J]. 城市发展研究, 2019, 26(4): 6-16.
- [2] 赵燕菁. 土地财政: 历史、逻辑与抉择 [J]. 城市发展研究, 2014, 21(1): 1-13.
- [3] 赵燕菁, 宋涛. 从土地金融到土地财政 [J]. 财会月刊, 2019(8): 155-161.
- [4] 亚诺什·科尔内. 短缺经济学 [M]. 张晓光, 李振宁, 黄卫平, 译. 北京: 经济科学出版社, 1986.
- [5] 赵燕菁. 城市的制度原型 [J]. 城市规划, 2009, 33(10): 9-18.
- [6] 张五常. 中国的经济制度: 中国经济改革三十年 [M]. 北京: 中信出版社, 2009.
- [7] 周黎安. 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究 [J]. 经济研究, 2007(7): 36-50.
- [8] 赵燕菁, 邱爽, 宋涛. 城市化转型: 从高速增长到高质量 [J]. 学术月刊, 2019, 51(6): 32-44.
- [9] 宋涛, 赵燕菁. 供给侧结构性改革: 研究范式及政策选择 [J]. 社会科学战线, 2020(5): 75-84.
- [10] 赵燕菁, 宋涛. “百年未有之大变局”的历史逻辑——基于资本—劳动两阶段增长模型的分析 [J]. 厦门大学学报 (哲学社会科学版), 2020(3): 30-39.
- [11] 赵燕菁, 宋涛. 城市更新的财务平衡分析——模式与实践 [J]. 城市规划, 2021, 45(9): 53-61.
- [12] 辜朝明. 大衰退: 宏观经济学的圣杯 [M]. 北京: 东方出版社, 2016.

(本文编辑: 张祎娴)

① 这也就是为什么房地产调控一定要从控制供给规模开始, 而不能从控制需求价格开始。