



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

上海新金融研究院工作论文系列

房地产依赖症与危机时期的稳增长绩效

郭峰 洪占卿¹

2017年2月16日

摘要：对房地产的过于依赖，导致中国国民经济出现“产业空心化”的特征，进而影响了危机时期财政刺激政策的稳增长绩效。利用 2006-2011 年地级市面板数据，本文评估了 2008 年全球金融危机爆发后中国政府采取的备受争议的经济刺激计划的稳增长绩效，发现相对于非危机时期，危机时期政府财政支出确实对经济起到了稳定作用，但在高度依赖房地产投资的地区，稳增长绩效遭到削弱。并且，引入政治激励的进一步分析表明，地方经济对房地产投资的依赖还弱化了年轻官员利用地方资源稳定经济增长的激励效果。

关键词：金融危机，稳增长，房地产依赖症，政治激励

说明：中国金融四十人论坛（CF40）是非官方、非营利性的专业智库，专注于经济金融领域的政策研究。本工作论文是未曾公开发表的论文。文中观点仅代表作者本人，不代表本论坛及作者所在单位意见。未经许可，谢绝任何形式的转载和复制。

¹郭峰，上海新金融研究院、北京大学国家发展研究院，E-mail: guofengsfi@163.com；洪占卿，中国人民银行上海总部，E-mail: adam.zhanqing.hong@gmail.com。



房地产依赖症与危机时期的稳增长绩效²

郭峰 洪占卿

摘要：对房地产的过于依赖，导致中国国民经济出现“产业空心化”的特征，进而影响了危机时期财政刺激政策的稳增长绩效。利用 2006-2011 年地级市面板数据，本文评估了 2008 年全球金融危机爆发后中国政府采取的备受争议的经济刺激计划的稳增长绩效，发现相对于非危机时期，危机时期政府财政支出确实对经济起到了稳定作用，但在高度依赖房地产投资的地区，稳增长绩效遭到削弱。并且，引入政治激励的进一步分析表明，地方经济对房地产投资的依赖还弱化了年轻官员利用地方资源稳定经济增长的激励效果。

关键词：金融危机，稳增长，房地产依赖症，政治激励

一、引言

最近一些年，城镇化快速发展、城镇住房制度的改革及其深化，使房地产在推动中国国民经济发展，提高人民生活水平方面发挥了重要作用。作为固定资产投资重要组成部分的房地产开发投资，对 GDP 增长的贡献率呈逐年上升态势，房地产已经成为影响经济增长的重要因素。根据国家统计局副局长许宪春等(2015)的统计，2004-2013 年房地产开发投资对 GDP 增长的年平均贡献率达到 7.8%。同时，在不足十年内中国就遭遇 2008 前后和 2015 年前后两轮经济增长大幅下滑的局面，政府不得不采取一系列旨在稳定经济增长的财政刺激政策。2008 年后的稳增长绩效和后果都已显现，而 2015 年后的刺激政策才刚刚开始，效果还有待观察。前事不忘，后事之师，通过对 2008 年经济危机时期的稳增长政策绩效的考察，特别是考察房地产依赖症对危机时期稳增长绩效的影响，我们可以对未来国民经济的健康可持续发展，有更深刻的认识。

2008 年的全球金融危机对世界经济产生了深远影响，金融危机虽非爆发在中国，但同样给中国经济造成严重冲击。外需迅速崩溃，外贸出口由危机之前的每年增长 20%以上转变为同比下降 20%以上。为了稳定经济增长，中国政府推出了以“四万亿”为标志的一系列刺激计划。最终，在全球主要经济体当中，中国经济最快得到恢复，重新实现了平稳较快的增长速度。金融危机虽然已经渐行渐远，但是它给经济学和经济政策留下了很多争议，其中经济刺激计划就是争议最为激烈的领域之一。政府官员、学者和业界人士对此进行了诸多理论和实务上的探讨，但是对于稳增长的政策措施在中国克服经济危机，恢复经济增长的过程中究竟发挥了什么作用，各界并没有得出一致的结论。

刺激计划效果的科学评估必须建立在对中国经济运行的具体制度环境和经济结构的充分考量

²本研究得到国家社会科学基金青年项目(批准号:16CJY065)、中国博士后科学基金面上项目(批准号:2015M580901)的资助。本文即将发表于《经济学报》，感谢匿名审稿人的修改建议。文责自负。



上。一方面，中国上一轮经济增长的特征是房地产、金融等行业的领跑。地方政府由于土地财政的刺激，普遍大力推动房地产建设的发展。经济资源流向非实体经济，不仅推高房价和金融资产价格，而且造成实体经济的产业空心化，这一经济特征对政府稳增长政策的绩效必然产生重要影响。另一方面，中国的政治体制和经济体制决定了地方官员对地方经济具有十分重大的影响力(Xu, 2011)，而官员晋升是对官员行为的强大激励(Li and Zhou, 2005)。因此可以预期，政绩激励对稳增长政策的效果会产生显著影响，在不同的政治环境下，稳增长政策可能会发挥不同的作用，而在不同的房地产依赖程度等经济结构下，政治激励的稳增长绩效显然也会不同。

本文利用 2006 至 2011 年中国地级市面板数据，实证分析了地方政府针对金融危机采取的财政刺激计划的政策效果，以及地区经济对房地产的过度依赖对政府稳增长政策的影响，同时也考察了地方政府主要官员政绩激励对稳增长的影响，特别是不同的房地产依赖程度对政治激励的稳增长绩效的异质性影响。我们发现，政府财政支出在危机时期和非危机时期对经济增长具有不同性质的影响，总体而言以财政支出为代表的政府稳增长政策在危机时期是有效的，但地方经济对房地产行业的高度依赖，会削弱稳增长政策的效果。引入政治激励的进一步分析表明，房地产依赖还削弱了年轻官员在稳增长上的相对优势。总的来看，地方经济对房地产行业的依赖，不仅通过产业空心化削弱了稳增长的物质基础，而且还削弱了年轻官员利用地方资源稳定经济增长的激励效果。

目前关于金融危机中中国的表现众说纷纭，褒贬不一，但是鲜有利用危机前后的数据，基于地级市经济主体进行的实证分析，本文在这一方面研究具有一定的创新。其次，本文从地方政府稳增长政策的分析落脚于实际，充分考虑了中国政治经济体制的鲜明特色与上一轮经济繁荣形成的经济结构，在具体体制环境和经济环境下研究了地方政府稳增长政策的差异，为客观理解、分析和评估政府稳增长政策提供了新的思路。再次，本文利用了地级市层面的面板数据，可以捕捉更多经济结构、地方政府官员等方面的差异，为分析评估稳增长政策的绩效提供更加丰富的样本，奠定更为微观的研究基础。

本文余下部分安排为：第二部分是文献综述，对 2008 年全球金融危机之后，国内外对经济刺激计划效果反思的文献进行了批判性的评论；第三部分是研究设计，阐述主要的回归方程、主要变量和数据来源；第四部分是基本的实证结果，考察在危机时期政府财政支出的相对效果，特别是在不同的经济结构和政治激励下，这种效果是否有不同。第五部分就房地产依赖症对稳增长绩效的削弱作用进一步分析。第六部分总结全文。

二、文献综述

2007 年美国次贷危机爆发，并在 2008 年演变为全球金融危机。为了尽可能地降低金融危机对经济的负面影响，包括美国和中国在内的主要经济体都纷纷推出大规模的刺激计划。而在危机退潮之后，经济学界纷纷开始评估这些政策的效果和作用机制，但所得到的结论并不一致。以美国为例，Parker *et al.* (2013) 考察了美国 2008 年的《经济刺激法案》对居民消费的作用，发现该刺激方案总规模的 50%-90%转化为了居民消费，而且对耐用型消费品的消费影响较大。Wilson (2012) 考察了《美国复苏和再投资法案》刺激计划的总体效应，认为刺激计划对就业的影响主要是通过基础



设施等方面的投资来实现的。但 Cogan and Taylor (2010) 指出该法案引起的政府购买增加主要集中在联邦政府层面，而州和地方政府则削减债务并增加转移支付，因此认为刺激计划并没有起到实质性的作用。部分文献也分析了其他针对性刺激方案的效果。例如，Mian and Sufi (2012) 估计了美国 2009 年旧车换现金计划对汽车消费的影响，发现旧车保有量越高的城市，对该计划反应越强烈。但 Copeland and Kahn (2013) 指出该计划主要影响企业的已有库存，而对企业生产的影响短暂且有限。

在主要经济体的刺激计划中，以“四万亿”为标志的中国版刺激计划尤为令人瞩目，自然也成为学者们评估的焦点。中国版刺激计划以财政刺激为核心，主要通过影响政府支出、财政乘数或政府收入来发挥作用 (He *et al.*, 2009; Whalley and Zhao, 2012)。不少文献指出中国经济刺激计划实现了中国经济的迅速复苏 (de Haan, 2010; McKissack and Xu, 2011; Wong, 2011)，在短期内对 GDP 产生显著的直接影响 (Cova *et al.*, 2010; Diao *et al.*, 2012; Whalley and Zhao, 2012)，从中期效果看也有明显的乘数效应 (He *et al.*, 2009)。当然，也有文献认为中国刺激计划只有短期效应，有无刺激计划 2010 年之后经济增速都一样 (Ouyang and Peng, 2015)。罗英和聂鹏 (2011) 认为危机时期，政府支出对产出、消费、投资和就业都产生正效应，He *et al.* (2009)、黄干和马成 (2012)、何茵等 (2014) 等文献发现经济刺激计划对就业的促进作用显著，对企业出口、销售和利润也有积极作用，但也有文献认为中国经济刺激计划挤出私人消费，从而降低了家庭福利 (Jiang, 2014)。还有文献对政府大规模投资的效率和项目选择的合理性提出质疑 (Wong, 2011)，并指出长期而言经济刺激计划加剧了中国经济不平衡 (McKissack and Xu, 2011; Han, 2012)。在整体评估刺激计划的基础上，学术界也针对金融危机时经济刺激计划绩效的影响因素进行了研究。中国国有企业在经济增长中的作用虽然不被学者们肯定 (Song *et al.*, 2011)，但 Wen and Wu (2014) 发现国有企业比重越高的地区，金融危机后的复苏越为迅速。虽然国有企业历来因低效率而备受批评，但在危机时期却表现出稳增长的作用。马文杰和张世锋 (2011) 基于另外的视角，也发现大规模的财政刺激计划主要让国有大企业获益，民营中小企业几乎未能获益。此外，在对亚洲金融危机、全球次贷危机中的亚洲 11 个国家 (地区) 的考察中，梁琪和余峰燕 (2014) 也发现国有股权能够弱化金融危机对企业投资带来的冲击。而陈彦斌等 (2015) 通过数理模型分析认为房地产泡沫和地方政府债务是导致 2008 年金融危机之后中国货币数量论失效的重要因素。

在经济分权、政治集权的中国分权体制下，政治上服从于中央的地方政府掌握着大量经济和行政资源，是地方经济事务的直接责任人。这种分权式威权制 (Xu, 2011) 使得金融危机时期政府刺激计划的效果必然依赖于地方经济结构，以及地方政府的响应。尤其是在被概括为财政联邦主义的中国式财政分权体制下 (Qian and Weingast, 1996, 1997)，大规模的财政支出，特别是地方政府的财政支出就成为金融危机期间地方政府稳定经济增长的主要工具。财政政策对经济增长能否起到作用，主要要看财政政策对私人部门的消费和投资的挤出效应和挤入效应何者占优。这一点，无论国内外的研究，都存在大量争议，有些文献支持政府支出的挤入效应占优 (如 Erden and Holcombe, 2006; Afonso and Aubyn, 2009; 吴洪鹏和刘璐, 2007)；有些文献则支持挤出效应占优 (如 Bairam and Ward, 1993; Fuceri and Sousa, 2011; 张勇和古明明, 2011)。然而，考虑到在不同的经济波动环境中，由于财政支出规模、支出结构、融资来源可能不相同，财政支出对私人部门的投资和消费的影响就可能不一致，在某一时期可能是挤出效应，在另一时期就可能表现为挤入效应。例如



胡永刚和郭长林（2013）的研究发现，财政政策对经济的不同响应规则，会导致财政支出对消费的挤出挤入效应之间发生转换。帅雯君等（2013）则发现财政政策对私人投资的挤出效应主要发生在财政支出增速较快和经济过热、通胀压力较大的阶段，而在经济衰退时期，财政支出对私人投资的影响就主要表现为挤入效应，这为我们研究危机时期的财政支出与非危机时期不同的稳增长绩效，奠定了文献和逻辑基础。

对刺激计划的效果存在争议的一个原因是评论人往往采取一边倒、一刀切的态度：要么完全认同，要么完全否定。而实际上刺激计划效果的科学评估必须建立在对中国经济运行的具体制度环境以及上一轮经济增长所形成的具体经济结构的充分考量上。相似的总量经济刺激计划，在不同的经济结构和政治环境下，就可能产生不同的影响。本文主要聚焦于考察国民经济对房地产业的依赖加剧对危机时期的稳增长绩效的影响。2003 年以来，中国几乎所有的省地市地方政府（甚至许多县级政府）都把房地产业视为本地区的支柱产业。从房地产生产活动看，房地产业和房地产相关行业增加值占 GDP 的比重稳步提高，贡献率不断上升。许宪春等（2015）分析发现，到 2013 年，房地产生产活动创造的增加值为 87143 亿元，占 GDP 的比重为 15.3%，对 GDP 增长的贡献率为 29.4%。房地产业的壮大，可以促进经济增长，也可以通过土地出让金的方式增加地方政府收入，但其带来的负面影响同样不容忽视。有研究显示，房地产价格上涨虽然对经济增长有较大的带动效应，但相同幅度价格下跌的负面冲击更大（原鹏飞和魏巍贤，2012）。同时，房地产行业的高回报率吸引了大量其它社会资本流入房地产业（荣昭和王文春，2014）。有限的资源投入房地产业的同时，势必影响需要大量资金支持的研究开发项目，因此房价的上涨，抑制了企业的创新倾向（王文春和荣昭，2014）。不仅如此，陆铭等（2015）的研究还显示，地方高房价导致的生活成本高涨，也导致该地区的工资上涨，进而削弱该地区的竞争力。现有文献虽然讨论了经济对房地产的过度依赖会导致很多负面问题，但对于房地产依赖导致的经济脆弱性，尚无文献讨论。具体而言，对房地产业的过度依赖，可能不仅会影响经济结构的调整升级与创新动力，而且可能会使得国民经济在危机时期变得更加脆弱，从而影响到地方政府财政刺激计划的稳增长绩效，这也是本文要主要分析的对象。

此外，与研究经济增长时不得不考虑中国官员考核体制一样，在讨论危机时期的稳增长绩效，我们也应该分析地方政府主政者的作用。不同的主政者，对财政政策的稳增长绩效可能有不同影响。这是因为在民主集中制之下，地方政府的意愿和行为更多表现为地方政府主要官员的意愿和行为。自上世纪 80 年代以来，中国地方官员之间围绕 GDP 增长的“晋升锦标赛”使得政治激励成为重要的激励方式（周黎安，2004，Li and Zhou，2005），由此导致了地方官员“为增长而竞争”的格局（张军，2005）。基于此，考察地方主要官员的特征，我们就可以了解地方经济所面临的政治环境。我们用地方主要官员年龄来构造其面临的政绩激励，从而考察其对地方政府稳增长绩效的影响，并进一步考察房地产依赖症对这一稳增长政绩的影响。与本文研究主题相近的杨继东等（2014）一文发现，相对于保增长压力较小的城市，刺激计划导致增长压力较大的城市出让了更多的工业用地，并且这一影响随着书记任职年限增加而显著增加。

三、实证策略、变量构造与数据

(一) 实证策略

为了检验金融危机期间，中国政府经济刺激计划的绩效，我们采用以下方程：

$$pgdpg_{it} = \beta_0 + \beta_1 gov_{it} + \beta_2 crisis_t + \beta_3 gov_{it} \times crisis_t + \gamma \cdot X_{it} + \lambda pref_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， $pgdpg_{it}$ 表示人均实际 GDP 增长率，用来反映稳增长政策的效果。 gov_{it} 表示地方政府财政支出在 GDP 中的比重，用来度量地方政府经济刺激的强度。在经济刺激的多种手段中，财政手段无疑是地方政府最得心应手的工具。 $crisis_t$ 是一个哑变量，表示是否实施了经济刺激计划。关于稳增长时期的划分，美国次贷危机发生于 2007 年，并于 2008 年演变为全球金融危机，中国在 2008 年年末开始推出以“四万亿”为标志的经济刺激计划，但是由于刺激计划从中央政府制定到地方政府正式实施尚有一定的时滞，因此参考 Wen and Wu (2014) 等文献的做法，我们以 2009、2010 作为刺激计划实施的年份。 $gov_{it} \times crisis_t$ 是政府财政支出比重与是否实施经济刺激计划的交互项，交互项系数反映了地方政府干预对经济增长的影响在是否实施经济刺激计划上的区别。在危机中地方政府往往采用扩大财政支出的方式来稳定经济增长，因此，在经济刺激时期地方政府支出对经济增长的总体影响中剔除非经济刺激时期地方政府对经济增长的“基础性影响”，得到的净效应可以理解为地方政府针对经济危机所采取的财政政策的稳增长绩效。 X_{it} 是为排除其他因素干扰而设置的控制变量， $pref_i$ 则是地区固定效应，用于排除其他非时变地区特征对经济增长的影响， ε_{it} 为随机扰动项。

上述实证方程的设置类似于一种双重差分法识别策略，不过我们使用的政府支出的“处理强度”是连续变化的，这种识别策略在 Nunn and Qian (2012)、Mian and Sufi (2012)、左翔等 (2011)、汪伟等 (2013) 等文献中都有应用³。方程 (1) 的设置可以帮助我们识别政府支出对经济增长影响在危机与否时的差异，但尚不能区别某些经济和政治特征对地区稳增长政策效果的影响。为此，我们通过方程 (2) 来进一步评估危机时期政府稳增长政策的绩效：

$$pgdpg_{it} = \beta_0 + \beta_1 gov_{it} + \beta_2 crisis_t + \beta_3 \varphi_{it} + \beta_4 gov_{it} \times crisis_t + \beta_5 \varphi_{it} \times gov_{it} \times crisis_t + \theta \cdot OI_{it} + \gamma \cdot X_{it} + \lambda pref_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， φ_{it} 代表地方经济、政治特征， OI_{it} 为 gov_{it} 、 $crisis_t$ 和 φ_{it} 的其它交互项构成的向量。高阶交互项的存在，使得我们可以考察在不同的经济结构和政治环境下，金融危机时期的稳增长绩效是否会存在异质性。

³ Nunn and Qian (2012) 使用不同的地理条件作为新大陆引进土豆这一“处理”的强度；Mian and Sufi (2012) 使用美国城市旧车保有量衡量 2009 年美国金融危机期间“旧车换现金”计划对城市的影响；左翔等 (2011) 利用农业产值比重来衡量农村税费改革的影响程度；汪伟等 (2013) 利用不同年份农业税税额与基期年 2000 年的农业税税额之差作为农村税费改革程度指标。



(二) 变量与数据

进一步加入交互项之后，方程(2)中的系数 β_5 反映了经济特征 φ_{it} 在危机前后政府支出对经济增长作用差异上所产生的影响。如果 φ_{it} 是房地产依赖程度的度量，那么通过 β_5 就可以考察稳增长绩效在不同房地产依赖程度的地区中的表现差异。考虑到经济增长和房地产开发投资存在的相互影响和互为因果的关系，因此为了控制和缓解由此导致的内生性问题，我们以2005年房地产开发投资在全社会固定资产中的比重来衡量一个地区对房地产业的依赖程度(*realestate*)。而且，为了便于比较和得到更直观的结论，我们还将房地产依赖程度进行二元化处理，即以2005年房地产开发投资占比超过所有地市中位值的地市设为1，其他地市为0，由此构造出房地产依赖程度的哑变量(*realestate_dum*)。

此外，在中国现行政治体制下，地方官员会影响到地方经济增长，同样也会影响到危机时期的稳增长绩效，这是本文分析的另一个重点。在中国，官员年龄是影响其能否升迁的重要因素，对于不同层级的官员，如果在某一年龄之前无法得到升迁，则其再次升迁的可能性就会大幅下降。对于地市级主要官员，这一年龄界限约为54岁，如纪志宏等(2014)发现54岁之后，地级市官员进一步升迁的概率大幅下降。因此参考Li(2011)等文献的做法，我们构造地级市市委书记的剩余政治生命(Remaining Political Life, *rpl*)，来度量官员在参与危机救助时面临的激励。具体而言，剩余政治生命等于54减去该官员在下次本省党代会召开时的年龄。显然，如果在下次本省党代会召开时官员年龄仍小于54岁，则仍有升迁的机会，追求政绩的激励就会相对更大。如果下次党代会召开时，市委书记已经超过54岁，则升迁的机会就比较小，政绩激励就会大幅下降。进一步地，我们根据市委书记的政治剩余生命是否大于0，构造了官员是否年轻的二元变量(*young*)。关于官员任期的确认，我们沿用现有文献，若市委书记在1-5月份上任，则该年记为其任期的起始年份，若在6-12月上任，则下一年才记为其任期的起始年份。关于市委书记年龄和任期等特征数据来自人民网、新华网等公布的领导简历。

控制变量方面，我们选取实际人均GDP(*rpgdp*，滞后一期)、人口密度(*popden*)、实际人均固定资产投资(*prinv*)、第二产业比重(*second*)、人均公路里程(*highway*)、人均医疗机构床位数(*hospital*)等。根据数据的可得性和研究需要，本文使用《中国区域经济统计年鉴》2006-2011年的地市级数据⁴。我们剔除了管理体制不同的四个直辖市以及西藏自治区，最终保留共计26个省区的325个地市。表1是对主要变量的描述性统计。从表1中可以看出，各个变量在不同的地市之间存在较大的差异，如政府财政支出与GDP之比，从最小的0.171，到最大的3.581⁵，差异很大，其他变量也有类似的特征。不同地区变量之间的较大差异有助于提高回归结果的解释能力。

⁴ 由于部分变量滞后项的存在，我们实际上也使用了部分2005年的数据。

⁵ 3.581是玉树自治州(现玉树市)2010年的数据，当年4月份发生了玉树地震，GDP受损，但财政转移支付和财政支出大增，从而导致该州财政支出/GDP大增，该州随后几年的财政支出/GDP也一直较高。



表1 回归变量描述性统计

变量名	定义和单位	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
pgdpg	人均实际 GDP 增长率 (%)	2275	12.48	3.738	-43.85	57.49
gov	政府支出/GDP (比例)	2275	0.178	0.171	0.0201	3.581
crisis	是否实施了经济刺激计划 (虚拟变量)	2275	0.286	0.452	0	1
realestate	房地产开发投资占固定资产投资比重 (比例)	2275	0.117	0.0746	0.00396	0.403
young	市委书记剩余政治生命 (年)	2275	-0.170	3.807	-11	12
rpgdp	人均实际 GDP (万元)	2275	2.148	1.779	0.239	13.65
popden	人口密度 (人/平方公里)	2275	364.1	304.5	0.685	2454.5
priv	实际人均固定资产投资 (万元)	2275	1.288	1.214	0.0801	15.94
second	第二产业比重 (比例)	2275	0.479	0.127	0.135	1.430
highway	人均公路里程 (公里/万人)	2275	36.66	42.14	3.778	462.0
hospital	人均医疗机构床位数 (张/万人)	2275	32.90	14.17	9.154	123.5

四、实证结果分析

(一) 平常时期和危机时期财政支出对经济增长的影响

我们首先考察平常时期和危机时期财政支出对经济增长的不同影响。表 2 报告了相关回归结果。若不考虑危机与非危机时期的区别，使用混合面板 OLS 回归的表 2 第 (1) 列结果显示政府支出对经济增长有负向影响，但考虑到不同地区具有不同的地区固定效应之后，表 2 第 (2) 列的结果则显示政府支出对经济增长的影响不再显著。不同的回归方法出现显著差异，说明在政府支出对经济增长的影响中，危机与否可能是不可忽视的因素。为了对比分析经济危机时期和非危机时期政府支出对经济增长可能具有的不同效应，我们将样本根据非危机时期和危机时期进行分样本回归。表 2 第 (3) 和 (4) 列结果显示，非危机时期，更高的政府支出对经济增长是有害的，但危机时期，更高政府支出则有利于稳定经济增长。表 2 第 (5) 列交互项回归结果也进一步显示，相对于非危机时期，更高的政府支出有利于在经济危机时期稳定经济增长。具体而言，相对于非危机时期，政府支出占 GDP 的比重提高 10% 在危机时期能多带来 0.35 个百分点的经济增长。

就这一结果隐含的经济逻辑而言，在经济繁荣时期，资金需求旺盛，供给紧张，政府进行投资而产生的大量资金需求会进一步导致社会上的资金供需缺口增大，从而利率上升，投资成本上升，从而会抑制私人投资。此外，在繁荣阶段，政府投资对生产要素的争夺、税负增长以及通货膨胀等问题都导致了私人部门的生产成本上升，营业利润下降，从而使私人部门减少投资。而在萧条时期，私人部门投资和消费积极性都不高，对公共服务的需求增加，扩大财政支出规模用于基础设施、民生服务领域和金融体系、法律法规建设，在增加总需求的同时可以有效改善私人投资和消费的内外环境，对私人投资和消费具有积极的“溢出”，从而产生挤入效应，起到稳增长的功效。



表2 基本回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
gov	-3.170*** (0.607)	-0.151 (0.932)	-6.064*** (1.371)	5.540*** (2.324)	-2.668*** (1.108)
crisis					-0.687*** (0.231)
gov×crisis					3.511*** (0.833)
L.rpgdp	-1.183*** (0.114)	-2.194*** (0.232)	-2.067*** (0.279)	-3.964*** (1.017)	-2.142*** (0.231)
popden	-0.000520* (0.000)	-0.000150 (0.002)	-0.000403 (0.002)	0.0223* (0.012)	-0.0000972 (0.002)
priv	1.137*** (0.140)	0.793*** (0.202)	0.541** (0.254)	2.405*** (0.848)	0.841*** (0.204)
second	3.990*** (0.794)	19.89*** (2.101)	18.88*** (2.602)	56.63*** (8.155)	20.31*** (2.102)
highway	0.00237 (0.002)	-0.00272 (0.007)	0.0139* (0.009)	-0.0657* (0.036)	-0.00381 (0.007)
hospital	-0.0272*** (0.008)	0.0181 (0.022)	0.0502* (0.029)	0.0460 (0.062)	0.0204 (0.022)
常数项	12.95*** (0.468)	5.730*** (1.209)	5.589*** (1.465)	-18.85*** (5.653)	5.752*** (1.203)
样本数	1950	1950	1300	650	1950
R2	0.0958	0.114	0.128	0.210	0.124
面板设定F检验		2.824 [0.000]	1.959 [0.000]	2.351 [0.000]	2.813 [0.000]
Hausman检验		113.2 [0.000]	65.38 [0.000]	63.53 [0.000]	123.4 [0.000]

注：①()内数值为回归系数的异方差标准误，[]内数值为相应检验统计量的 p 值。②*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。③面板设定 F 检验的零假设是个体效应不显著，若拒绝零假设则说明应使用面板回归方法而非混合最小二乘法。 $Hausman$ 检验的零假设是随机效应回归是有效的，若拒绝零假设则说明随机效应回归非有效，应使用固定效应回归。④后续表格同此注。

对于控制变量而言，滞后一期的 GDP 对经济增长有负向影响，说明地市级经济增长存在收敛特征；人均固定资产投资和第二产业比重都对经济增长有正向影响，这与理论直觉相符；但人口密度、人均公路里程和人均医院床位数对经济增长的影响都不够显著，因此更严谨的结论有赖于对这些指标作进一步甄别。

(二) 房地产依赖症对稳增长绩效的影响

我们希望考察增长绩效是否会受到当地经济对房地产业依赖程度的影响。表 3 给出了此时的回归结果。表 3 第 (1)、(2) 列是以 2005 年房地产投资在全社会固定资产投资中的比重是否超过中位值作为标准进行的分样本回归，这样得到的结果更直观，结果表明在房地产业依赖程度相对高的



地区，政府支出对经济增长的影响在危机前后的差异并不显著，但在房地产依赖程度相对低的地区，危机发生时政府支出对经济增长的影响显著大于非危机时期。表3第(3)列中，我们在回归中加入房地产依赖程度的虚拟变量 (*realestate_dum*) 与 *gov*×*crisis* 的交互项 (以及其他交互项)。使用高阶交互项的回归结果也进一步证实了上述结果，地方经济对房地产依赖程度的提高显著降低了地方政府的稳增长绩效。具体而言，政府支出占 GDP 的比重提高 10% 所带来的稳增长绩效降低了 0.7 个百分点。

表3 房地产依赖程度与稳增长政策绩效

	(1)	(2)	(3)
<i>gov</i>	-	-0.239	-
	9.889*** (2.328)	(1.208)	9.947*** (1.851)
<i>crisis</i>	-	0.0191	-
	1.547*** (0.422)	(0.225)	1.532*** (0.339)
<i>gov</i> × <i>crisis</i>	7.750*** (1.514)	0.120 (0.812)	7.586*** (1.241)
<i>realestate_dum</i> × <i>crisis</i> × <i>gov</i>			- 7.014*** (1.647)
其他交互项			✓
控制变量及常数项	✓	✓	✓
样本数	960	990	1950
R2	0.148	0.180	0.140
面板设定F检验	2.619 [0.000]	4.006 [0.000]	2.934 [0.000]
Hausman检验	89.54 [0.000]	63.21 [0.000]	145.3 [0.000]

近年来，特别是 2003 年中央将房地产业列为中国经济重要支柱产业以来，国民经济对房地产业的依赖程度越来越高。部分地区房地产开发投资可以占到全社会固定资产投资的 40% 以上。对房地产业的过度依赖导致金融资本、人力资源等从其他实体经济流入房地产行业，使得危机时期政府的财政刺激计划失去了扶持、刺激实体经济增长的着力点，从而削弱了财政支出的挤入效应。我们的回归结果显示，对于严重依赖房地产行业，甚至出现产业空心化的地区，政府在危机时期的稳增长效果大幅下降。这是一个非常值得警惕的事情，房地产行业的繁荣，会促进地方政府财政收入的增长，而为了促进短期的经济增长和财政增收，很多地方政府都会过度依赖房地产，甚至变限制政策为鼓励政策，这在 2009 年和 2015 年各地对房地产调控政策的放松中可见一斑。然而，根据上文的实证结论，这种对房地产的进一步依赖，是以下一次金融和经济危机时，稳增长政策效果的被削弱为代价的。因此，对房地产的过度依赖，会导致金融危机时期稳增长政策的失效，而这又会导致地方政府对房地产的进一步依赖，进而导致再下一次危机时稳增长政策的进一步被削弱，从而形成了一种恶性循环，难以自拔。

(三) 房地产依赖症与地方官员稳增长政绩



在上文，我们分析了危机时期的稳增长绩效以及房地产依赖症对此的影响。地方经济对房地产依赖程度的提高显著降低了稳增长绩效，而房地产依赖症带来的产业空心化可能是导致这一效应的原因。另一方面，中国的基本国情决定了地方政府，特别是地方主要领导的政治激励，对于地区经济发展起到重要的作用。房地产依赖症在造成产业空心化从而削弱稳增长绩效的物质基础的同时，是否也对地方主要领导稳增长的相对激励效果产生了影响？这是本小节试图分析的问题。

作为分析的起点，我们首先考察地方官员的政治激励对稳增长绩效的影响。我们首先将样本按照市委书记在下一省级党代会召开时是否仍然年轻，划分为两部分（即 $young = 0$ 或 $young = 1$ ）。表 4 第（1）列我们加入市委书记是否年轻二元变量（ $young$ ）与 $gov \times crisis$ 的交互项，交互项系数可以反映稳增长绩效是否随着地市政环境的变化而变化。结果显示，市委书记相对年轻的地区，稳增长绩效更为强烈。具体而言，市委书记在下一次本省党代会召开时仍小于 54 岁的地区，政府支出占 GDP 的比重提高 10% 所带来的“基础性影响”之外的经济增长，相比于其他地区而言要多出 0.3 个百分点。根据上文文献综述中提到的现有研究，地方官员的政治激励是中国经济增长的重要体制性因素之一，而本部分我们的研究也显示，地方官员的政治激励也是危机时期稳增长政策发挥影响的重要保障。越是年轻的地方官员，政治前途越好，越有激励将有限的财政支出用于促进经济复苏上，从而稳增长绩效越显著。

表4 房地产依赖程度、地方官员政治激励与稳增长绩效

	(1)	(2)	(3)	(4)
gov	-2.122	-6.135**	-1.623	-
				6.248***
	(1.646)	(2.786)	(1.866)	(2.254)
crisis	-0.420	-0.356	-0.488	-0.428
	(0.339)	(0.569)	(0.358)	(0.465)
gov × crisis	1.447	1.464	2.385	1.350
	(1.459)	(2.244)	(1.692)	(1.857)
young	0.00253	1.247**	-0.520	1.205***
	(0.328)	(0.576)	(0.328)	(0.479)
young × crisis × gov	2.958*	11.29***	-2.983	11.11***
	(1.754)	(3.012)	(1.899)	(2.498)
realestate_dum × young × crisis × gov				-
				13.57***
				(3.600)
其他交互项	✓	✓	✓	✓
控制变量及常数项	✓	✓	✓	✓
样本数	1950	960	990	1950
R2	0.126	0.164	0.184	0.153
面板设定F检验	2.809	2.688	3.868	2.934
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
Hausman检验	119.9	95.81	65.83	153.5
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]

那么一个地区的房地产依赖症如何影响地方官员政治激励的稳增长绩效呢？通过将衡量房地产行业依赖程度的指标和衡量书记是否相对年轻的指标纳入同一个框架内，我们还可以进一步分析，



当拥有更高政绩激励的年轻官员面对地方经济对房地产的高度依赖时，稳增长绩效将会如何变化。首先，我们依据房地产依赖程度进行分样本回归。表4第(2)和(3)列的回归结果显示，在房地产行业依赖程度较高的地区，政绩激励对稳增长绩效的作用不再明显；而在房地产依赖程度较低的地区，政绩激励对稳增长绩效表现出显著的正向作用。表4第(4)列的交互项系数也验证了这一点：相对于房地产依赖程度低的地区，在房地产依赖程度高的地区年轻地方官员稳增长（以提升政府支出占比10个百分点来衡量）的相对绩效将下降1.3个百分点。也就是说，在房地产依赖程度高的地区，政治生命年轻的官员在通过财政支出稳增长上相对于政治生命年长的官员的比较优势受到削弱。结合此前关于房地产依赖对稳增长绩效的削弱可以表明，金融危机爆发后，地方经济对房地产行业的依赖不仅通过产业空心化削弱了稳增长的物质基础，而且还削弱了年轻官员利用财政支出来稳定经济增长的激励效果。

(四) 稳健性分析

我们使用政府支出在GDP中的比重作为政府对经济刺激程度的度量指标，符合现有文献的做法。然而危机时期，不仅GDP会下降，政府财政收入也会下降，进而也会影响政府支出水平。因此，我们使用地方政府财政收支缺口(*govgap*)，即(财政支出-财政收入)/财政收入，作为另一种地方政府在危机时期的财政投入的度量指标。显然，在金融危机期间，政府财政收支缺口上升程度更高。此时的回归结果见表5。表5第(1)列回归结果显示，以财政收支缺口来衡量的政府稳增长绩效依然显著⁶。表5第(2)列和第(3)列的结果则稳健地验证了房地产依赖症对财政收支缺口稳增长绩效的影响以及对政治激励于稳增长绩效之间关系的影响：对房地产行业依赖更大的地区，稳增长绩效更弱，而且不同政治激励的地方官员的稳增长绩效差异更小。这与上文的结论是一致的。

表5 刺激程度度量指标的稳健性检验

	(1)	(2)	(3)
<i>govgap</i>	-0.243*** (0.051)	-0.816*** (0.092)	-0.614*** (0.124)
<i>crisis</i>	-0.461*** (0.188)	-1.008*** (0.295)	-0.363 (0.403)
<i>crisis</i> × <i>govgap</i>	0.193*** (0.038)	0.392*** (0.067)	0.102 (0.104)
<i>realestate_dum</i> × <i>crisis</i> × <i>govgap</i>		-0.390*** (0.082)	-0.0423 (0.141)
<i>young</i>			0.757* (0.410)
<i>realestate_dum</i> × <i>young</i> × <i>crisis</i> × <i>govgap</i>			-0.576*** (0.177)
其他交互项		✓	✓
控制变量及常数项	✓	✓	✓
样本数	1950	1950	1950
R ²	0.129	0.161	0.169
面板设定F检验	2.840	3.094	3.061

⁶ 此外，为剔除“财政支出/GDP”异常值对回归结果的影响，我们对*govexp*做上下1%的缩尾处理。相关回归结果表明，我们关于稳增长绩效，房地产依赖弱化稳增长绩效，以及房地产依赖削弱地方官员利用财政工具稳增长的相对激励的结论对于*govexp*的极端值均是稳健的。



	[0.000]	[0.000]	[0.000]
Hausman检验	89.48	127.4	133.1
	[0.000]	[0.000]	[0.000]

在上文的基本回归中，对于房地产依赖症和政治激励等变量，为了求得更直观的结果，我们以其中位值进行二值化处理，但实际上还可以使用这些变量的连续值进行回归。表 6 第 (1) 与 (2) 列回归分别使用 2005 年房地产投资占比 (*realestate*) 作为房地产依赖程度的连续性指标；第 (3) 列使用连续变量“官员剩余政治生命 (*rpl*)”进行回归。这些回归结果都显示，房地产依赖会削弱财政刺激计划的稳增长绩效，也会削弱年轻官员稳增长的相对绩效，本文使用的这些指标具有较好的稳健性。

表6 经济结构度量指标的稳健性分析

	(1)	(2)	(3)
<i>govexp</i>	-10.85*** (2.159)	-6.204*** (2.564)	-10.38*** (1.872)
<i>crisis</i>	-2.034*** (0.414)	-0.762 (0.563)	-1.401*** (0.344)
<i>crisis</i> × <i>govexp</i>	9.000*** (1.440)	0.530 (2.120)	6.189*** (1.270)
<i>realestate</i> × <i>crisis</i> × <i>govexp</i>	-32.68* (18.329)	63.74** (30.796)	
<i>realestate</i> × <i>young</i> × <i>crisis</i> × <i>govexp</i>		-167.5*** (39.058)	
<i>realestate_dum</i> × <i>crisis</i> × <i>govexp</i>			-5.326*** (1.946)
<i>realestate_dum</i> × <i>rpl</i> × <i>crisis</i> × <i>govexp</i>			-2.451*** (0.515)
其他交互项	✓	✓	✓
控制变量及常数项	✓	✓	✓
样本数	1920	1920	1950
R2	0.140	0.158	0.158
面板设定F检验	2.766 [0.000]	2.797 [0.000]	2.974 [0.000]
Hausman检验	113.4 [0.000]	118.7 [0.000]	148.4 [0.000]

五、进一步分析

(一) 不同年份的稳增长效果比较

为了进一步考察金融危机的不同时期地方政府财政支出稳增长绩效的差异，我们把反映危机时期稳增长的虚拟变量替换为 2009、2010 年每一年份的虚拟变量 (*year2009* 与 *year2010*)，来考察稳增长政策在具体年份的不同效果。表 7 的回归结果显示，稳增长绩效在 2009 年表现得更强；而且，在 2009 年房地产行业依赖削弱稳增长绩效以及削弱年轻官员利用财政工具稳增长的激励效果



的程度均大于 2010 年。2009 年大水漫灌式的刺激，导致房地产等资产价格迅速上升，2010 年年初国务院实际上就开始抑制房价，发布了一系列的房价干预政策。因此危机前越是依赖房地产的地区，到 2010 年房地产得到抑制后，稳增长绩效就遭到削弱。

表7 稳增长绩效的分时段分析

	(1)	(2)	(3)
gov	-2.387** (1.124)	-9.794*** (1.834)	-6.032*** (2.233)
year2009	-1.506*** (0.308)	-2.586*** (0.426)	-1.312** (0.569)
year2010	0.259 (0.284)	-0.314 (0.427)	0.688 (0.593)
year2009 × gov	4.128*** (1.199)	8.838*** (1.540)	1.741 (2.228)
year2010 × gov	2.787*** (0.938)	6.043*** (1.477)	0.498 (2.262)
realestate_dum × year2009 × gov		-9.080*** (2.558)	0.673 (3.783)
realestate_dum × year2010 × gov		-5.624*** (1.887)	1.543 (3.528)
young			1.171*** (0.474)
realestate_dum × young × year2009 × gov			-18.43*** (5.277)
realestate_dum × young × year2010 × gov			-11.53*** (4.197)
其他交互项		✓	✓
控制变量及常数项	✓	✓	✓
样本数	1950	1950	1950
R2	0.144	0.161	0.175
面板设定F检验	2.867 [0.000]	2.976 [0.000]	2.972 [0.000]
Hausman检验	107.5 [0.000]	126.6 [0.000]	138.3 [0.000]

(二) 不同地区的稳增长绩效比较



中国地域经济发展不平衡的现象显著，各地的经济发展水平、产业结构、市场化程度均存在巨大差异，这可能对各地的稳增长绩效产生影响。为此，我们分别对东部地区和非东部地区进行分样本回归，考察稳增长绩效与房地产依赖对稳增长绩效削弱程度的地区差异⁷。相关回归结果见表 8，其中，第（1）、（2）列为东部地区子样本的回归结果，第（3）、（4）列为非东部地区子样本的回归结果。回归结果表明，稳增长绩效和房地产依赖对稳增长绩效的削弱主要显著存在于非东部地区。4 万亿支出计划大量投入中西部地区可能是非东部地区稳增长绩效更为显著的一个解释。此外，中西部地区的经济发展水平、产业结构均较之东部地区为落后，地方经济对房地产形成依赖后，所带来的产业空心化作用更为剧烈，因此形成对稳增长更显著的削弱作用。

表8 稳增长绩效的地区差异

	(1)	(2)	(3)	(4)
govexp	3.607 (9.373)	16.73 (14.822)	-3.136*** (1.207)	-9.777*** (2.015)
crisis	-0.00842 (0.645)	0.811 (1.006)	-0.667** (0.295)	-1.721*** (0.422)
crisis×govexp	-5.214 (5.685)	-12.87 (8.879)	3.782*** (0.938)	8.249*** (1.403)
realestate×crisis×govexp		12.24 (11.102)		-7.772*** (1.858)
其他交互项		✓		✓
控制变量及常数项	✓	✓	✓	✓
样本数	504	504	1446	1446
R2	0.350	0.354	0.133	0.151
面板设定F检验	4.204 [0.000]	4.118 [0.000]	2.946 [0.000]	3.078 [0.000]
Hausman检验	57.12 [0.000]	62.91 [0.000]	123.0 [0.000]	132.2 [0.000]

（三）信贷扩张的稳增长绩效

金融危机爆发后，除了利用财政手段来稳增长之外，大幅扩张信贷也是中国政府用来稳定经济增长的重要手段，特别是地方融资平台已经成为地方政府敲定银行信贷的重要手段。2009 年和 2010 年新增人民币信贷分别达到 9.6 万亿和 8 万亿，远超之前三年平均每年新增 3.6 万亿的规模。我们希望了解在稳增长绩效上信贷扩张是否也表现出财政支出类似的特征。我们以人民币信贷余额与 GDP 之比 (*loan*) 来度量地区信贷扩张水平。表 9 第（1）列的回归结果显示，信贷扩张在危机时期有显著的稳增长绩效。另一方面，表 9 第（2）的结果则显示对房地产行业的依赖同样削弱了信贷扩张在危机时期的稳增长绩效。这与上文关于财政政策稳增长绩效的结论是一致的。在区域经济对房

⁷ 感谢审稿人的宝贵意见。



地产过度依赖形成产业空心化之后，危机时期疲软的实体经济无利可图，因而信贷宽松释放的金融资源会大量流入房地产等行业。“脱实向虚”的经济结构，将使得信贷刺激的稳增长绩效得到大幅削弱。具体而言，根据央行《金融机构贷款投向统计报告》，2009年全国新增房地产贷款5764亿元，年末余额同比增长30.7%，增速比上年末加快20.4个百分点，而同年的工业中长期贷款仅加快6.9个百分点至26.0%。而且这些流入房地产的资金，会进一步加深房地产依赖症，进而导致区域经济抗风险能力的进一步弱化。例如，2015-2016年实体经济又一次出现疲软，2016年上半年，房地产贷款余额同比增长24%，增量占同期各项贷款增量的38.9%，而同期的工业中长期贷款余额同比增幅仅为区区的3%。与此相伴的是全国GDP连续19个季度低于8%，连续6个季度低于7%。

而表9第(3)列的结果则显示，政绩激励对信贷扩张的稳增长绩效无显著影响。对于这一现象，一个可能的解释是政府对地方金融的不完全控制。在地市层面，既有地方政府能够有效干预的城商行等地方性金融机构（钱先航等，2011；纪志宏等，2014），也有地方政府无法控制的其它大型商业银行（郭峰和胡军，2016）。年轻的地方主要官员并不能如影响财政支出一样影响地方层面的信贷水平，因此以信贷扩张程度衡量的稳增长绩效与政绩激励之间的关系并不密切。

表9 信贷扩张下的稳增长绩效分析

	(1)	(2)	(3)
loan	-1.610** (0.733)	-2.538* (1.380)	-1.462* (0.857)
crisis	-0.412 (0.308)	-1.771*** (0.541)	-0.517 (0.421)
crisisc×loan	0.666* (0.380)	2.912*** (0.867)	0.576 (0.505)
realestate_dum×crisis×loan		-2.926*** (0.979)	
young×crisis×loan			0.228 (0.785)
其他交互项		✓	✓
控制变量及常数项	✓	✓	✓
样本数	1950	1950	1950
R2	0.117	0.122	0.118
面板设定F检验	2.928 [0.000]	2.930 [0.000]	2.916 [0.000]
Hausman检验	101.5 [0.000]	117.8 [0.000]	97.68 [0.000]

六、结论

金融危机虽然已经渐行渐远，但是它给经济学和经济政策留下了很多争议，其中经济刺激计划就是争议最为激烈的领域之一。特别地，2012年政府换届之后，学术界对之前“四万亿”为标志的中国经济刺激计划，已呈“口诛笔伐”之势。然而评估刺激计划的稳增长效果需要的是严肃的实证分析，而不是先入为主的意识形态式的成见。特别是刺激计划效果的科学评估必须建立在对中国经济运行的具体制度环境以及上一轮经济增长所形成的具体经济环境的充分考量之上。



本文考察了金融危机期间中国财政刺激的绩效，发现相对于非危机时期，危机时期政府财政支出对经济起到了稳定作用。但对房地产过于依赖，甚至形成“产业空心化”的地区，危机时财政刺激政策的稳增长效果遭到削弱。并且，在房地产依赖程度高的地区，政治生命年轻的地方官员在通过财政支出稳增长上相对于政治生命年长的地方官员的比较优势受到削弱。因此，地方经济对房地产行业的依赖不仅通过产业空心化削弱了稳增长的物质基础，而且还削弱了年轻官员利用财政支出来稳定经济增长的激励效果。此外，房地产依赖症对信贷扩张的稳增长绩效也有削弱作用，但年轻官员对信贷扩张的经济刺激没有明显影响，这是因为地方政府对财政资源和金融资源的控制力不同所导致的。

当然，本文对中国金融危机期间的刺激计划效果的评估仍然是非常初步的。例如我们的实证结果显示，在金融危机期间，扩大财政支出具有较好的稳增长绩效。但这种绩效持续性如何，并没有在我们的评估范围内。此外，我们发现危机前越是依赖房地产的地区，危机时期财政支出的稳增长绩效就越差，但危机过后，地方政府对房地产的依赖有过之而无不及。为了避免房地产进一步绑架国民经济，根据中央要求，2010年开始，数十个大中城市开始行政性限购。到了2014-2015年，全国经济再次面临下滑时，除北上广深之外，大部分城市均取消了限购（2016年末，限购新政又陆续在各地回归）。在产业结构升级、经济发展模式转变等取得实质性成果前，房地产依赖症一时难解。加大对房地产的投资在短期虽然有助于帮助经济增长，但是我们的研究表明这是以牺牲地方经济的健康运行，特别是削弱其抵抗冲击的能力为代价的，其副作用应引起决策者的注意。



参考文献

陈彦斌、郭豫媚、陈伟泽，2015，《2008年金融危机后中国货币数量论失效研究》，《经济研究》第4期：21-35.

郭峰、胡军，2016：《地区金融扩张的竞争效应和溢出效应》，《经济学报》第2期：1-20.

何茵、田云华、徐忠、沈明高，2014，《金融危机时期宏观政策对企业出口、销售和盈利的影响》，《金融研究》第2期：72-83.

黄干、马成，2012：《“4万亿”的经济效应与财政投资结构优化——基于Cge建模的分析》，《经济学家》第10期：71-80.

纪志宏、周黎安、王鹏、赵鹰妍，2014，《地方官员晋升激励与银行信贷——来自中国城市商业银行的经验证据》，《金融研究》第1期：1-15.

梁琪、余峰燕，2014，《金融危机、国有股权与资本投资》，《经济研究》第4期：47-61.

陆铭、张航、梁文泉，2015，《偏向中西部的土地供应如何推升了东部的工资》，《中国社会科学》第5期：59-83.

罗英、聂鹏，2011，《后危机时代中国财政政策的动态效应分析-基于DSGE模型的数值模拟》，《经济学家》第4期：53-62.

马文杰、张世锋，2011，《金融危机背景下宏观政策的微观效果——基于中国企业股权结构的分析》，《经济管理》第7期：1-8.



帅雯君、董秀良、胡淳，2013，《我国财政支出挤出挤出效应的动态时间路径分析——基于MS—VECM的实证检验》，《财经研究》第9期：19-34.

荣昭、王文春，2014，《房价上涨和企业进入房地产——基于我国非房地产上市公司数据的研究》，《金融研究》第4期：158-173.

钱先航、曹廷求、李维安，2011，《晋升压力，官员任期与城市商业银行的贷款行为》，《经济研究》第12期：72-85.

王文春、荣昭，2014，《房价上涨对工业企业创新的抑制影响研究》，《经济学（季刊）》第13卷第2期：465-490.

汪伟、艾春荣、曹晖，2013，《税费改革对农村居民消费的影响研究》，《管理世界》第1期：89-100.

吴洪鹏、刘璐，2007，《挤出还是挤入：公共投资对民间投资的影响》，《世界经济》第2期：13-22.

许宪春、贾海、李皎，2015，《房地产经济对中国国民经济增长的作用研究》，《中国社会科学》第1期：84-101.

杨继东、卓品、杨其静，2014，《工业用地出让与引资质量底线竞争——基于2007~2011年中国地级市面板数据的经验研究》，《管理世界》第11期：24-34.

原鹏飞、魏巍贤，2012，《房地产价格波动经济影响的一般均衡研究》，《管理科学学报》第15卷第3期：30-43.

张军，2005：《中国经济发展：为增长而竞争》，《世界经济文汇》第4期：101-105.

张卫国、任燕燕、花小安，2011，《地方政府投资行为、地区性行政垄断与经济增长》，《经济研究》第8期：26-37.

张勇，古明明，2011，《公共投资能否带动私人投资：对中国公共投资政策的再评价》，《世界经济》第2期：119-134.

周黎安，2004，《晋升博弈中政府官员的激励与合作》，《经济研究》第6期：33-40.

左翔、殷醒民、潘孝挺，2011，《财政收入集权增加了基层政府公共服务支出吗》，《经济学（季刊）》第10卷第4期：1349-1374.

Afonso, A, and M. Aubyn, 2009, “Macroeconomic rates of return of public and private investment: Crowding-in and crowding-out effects”, *The Manchester School*, 2009, 77(S1): 21-39.

Bairam, E. and W. Bert, 1993, “The Externality Effect of Government Expenditure on Investment in OECD Countries”, *Applied Economics*, 25: 711-716.

Cogan, J.F. and J. B. Taylor, 2010, “What the Government Purchases Multiplier Actually Multiplied in the 2009 Stimulus Package”, NBER Working Paper No.16505.

Copeland, A. and J. Kahn, 2013, “The Production Impact of “Cash-for-Clunkers”: Implications for Stabilization Policy”, *Economic Inquiry*, 51(1): 288-303.

Cova, P., M. Pisani and A. Rabucci, 2010, “Macroeconomic Effects of China's Fiscal Stimulus”, IDB Working Paper Series No. IDB-WP-211.

de Haan, A., 2010, “A Defining Moment? China's Social Policy Response to the Financial Crisis”, *Journal of International Development*, 22(6): 758-771.

Diao, X., Y. Zhang and K. Z. Chen, 2012, “The Global Recession and China's Stimulus Package: A General Equilibrium Assessment of Country Level Impacts”, *China Economic Review*, 23(1): 1-17.

Erden, L. and H. G. Randall, 2006, “The Linkage between Public and Private Investment”, *Eastern Economic Journal*, 2006, 32(3) : 479-491.

Furceri, D and R. L. Sousa, 2011, “The impact of government spending on the private sector:

Crowding-out versus crowding in effects”, *Kyklos*, 64(4): 516-533.

Han, M., 2012, “The People's Bank of China During the Global Financial Crisis: Policy Responses and Beyond”, *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 10(4): 361-390.

He, D., Z. Zhang and W. Zhang, 2009, “How Large Will Be the Effect of China's Fiscal Stimulus Package on Output and Employment?”, *Pacific Economic Review*, 14(5): 730-744.

Jiang, Y., 2014, “Vulgarisation of Keynesianism in China's Response to the Global Financial Crisis”, *Review of International Political Economy*, 1:1-31.

Li, Y., 2011, “China's Political Business Cycle”, Working Paper.

Li, H. and L. Zhou, 2005, “Political Turnover and Economic Performance: The Incentive Role of Personnel Control in China”, *Journal of Public Economics*, 89: 1743-1762.

McKissack, A. and J. Y. Xu, 2011, “Chinese Macroeconomic Management through the Crisis and Beyond”, *Asian-Pacific Economic Literature*, 25(1): 43-55.

Mian, A. and A. Sufi, 2012, “The Effects of Fiscal Stimulus: Evidence from the 2009 Cash for Clunkers

Program”, *Quarterly Journal of Economics*, 127(3): 1107-1142.

Ouyang, M. and Y. Peng, 2015, “The Treatment Effects Estimation: A Case Study of the 2008 Economic Stimulus Plan of China”, *The Journal of Econometrics*, 188(2):545-557.

Nunn, N. and N. Qian, 2011, “The Impact of Potatoes on Old World Population and Urbanization”, *Quarterly Journal of Economics*, 126(2): 593-650.

Song, Z., K. Storesletten and F. Zilibotti, 2011, “Growing Like China”, *American Economic Review*, 101: 202-241.

Parker, J. A., N. S. Souleles, D. S. Johnson and R., McClelland, 2013, “Consumer Spending and the Economic Stimulus Payments of 2008”, *American Economic Review*, 103(6): 2530-2553.

Qian, Y. and B. Weingast, 1996, “China’s Transition to Markets: Market-Preserving Federalism, Chinese Style,” *Journal of Economic Policy Reform*, 1(1): 149-185.

Qian, Y. and B. Weingast, 1997, “Federalism as A Commitment to Preserving Market Incentives,” *Journal of Economic Perspectives*, 11(1): 83-92.

Wen, Y. and J. Wu, 2014, “Withstanding Great Recession like China”, Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 2014-007A.

Whalley, J. and X. Zhao, 2012, “The Relative Importance of the Chinese Stimulus Package and Tax Stabilization During the 2008 Financial Crisis”, *Applied Economics Letters*, 20(7): 682-686.

Wilson, D. J., 2012, “Fiscal Spending Jobs Multipliers: Evidence from the 2009 American Recovery and Reinvestment Act”, *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(3): 251-282.

Wong, C., 2011, “The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China”, *OECD Journal on Budgeting*, 2011(3): 1-21.

Xu, C, 2011, “The Fundamental institutions of China’s Reform and Development”, *Journal of Economic Literature*, 49: 1076-1151.



Real Estate Addiction and Growth Stabilization Effect during the Financial Crisis

Guo Feng Hong Zhan Qing

Abstract: China's economy depends its growth on real estate industry, leading to an industrial hollowing economy, which may weak the growth stabilization effect during the crisis. Based on the panel data of prefecture level cities during 2006-2011, this paper studies the growth stabilization effect of China's stimulus package after the recent global financial crisis. It finds that, comparing to non-crisis period, government expenditure has stabilization effect on local economic growth under crisis period. However, the more the local economy depends its growth on real estate industry, the more the growth stabilization effect would be weakened. Moreover, a relative young secretary of a municipal committee of the CPC has higher promotion incentives and hence the growth stabilization effect is stronger under his or her administration, which was also weakened by the real estate addiction.

Key words: Financial Crisis, Growth Stabilization, Real Estate Addiction

JEL Classification: E32, E62, P25