

透过财政看地产： 基建空间和土地出让金

分析师：周君芝
执业证号：S0100521100008

- 9月以来地产行业各项指标跌出历史正常区间，10月这些指标读数进一步走弱。虽然10月以来金融端口已有不同幅度政策对冲，然而地产行业向来具备较强惯性，预计今年四季度地产各项读数均不会立即有大幅反弹。
- 面对确定性疲软的地产数据，目前市场有两点疑问：
 - 第一，四季度基建投资可以放量多少，从而对冲多大力度的地产投资下滑？
 - 第二，今年10月土地流拍率上升到28.8%，为2010年来新高。若四季度土地成交仍以此节奏延续，全年土地出让金会受多大幅度冲击？
- 本文利用今年1-10月财政数据，尝试测算四季度基建扩张空间，并判断土地成交降温对土地出让金的规模影响，最终回应上述两点市场问题。

- **年末基建投资发力空间预判。**
 - 我们重点追踪财政两个账本对基建的支持力度。
 - 今年账本一（一般公共预算）1-10月支出缓慢，后续为赶进度，预计今年11-12月将同比多增**4829亿元**基建投资（传统口径）。按照政策要求，未来账本二（政府性基金）将加大前期闲置专项债资金运用，预计11-12月基建投资（传统口径）将同比多增**1868亿元**。
 - 两者合计，为年内基建投资增速打开**1.8个百分点**的上行空间（两年复合同比）。要知道，这一测算还未考虑房地产下行对土地出让金的负面影响，考虑到土地出让金影响，实际上的基建投资空间远低于测算值。可见四季度基建投资增量空间有限，不够抵消地产投资下滑幅度。
- **地产降温对土地出让收入影响幅度测算。**
 - 今年8月以来，百城土地成交/供地及溢价率双双下行，国有土地出让收入同比连月为负，收入进度（收入/预算）与往年差距持续拉大，1-10月收入进度低于往年水平近10个百分点。
 - 对照往年土地出让收入进度，我们发现8月以后土地成交趋冷，土地收入进度明显落后往年同期，月均落后约3个百分点。以这一落后进度推演未来土地出让收入萎缩状态，**测算得到全年土地出让收入将少收8101亿元。即为8月以来土地市场降温，大概拖累全年土地出让收入约1万亿。**若明年土地成交市场还如当前一样冷淡，即便保守估计（暂且不考虑房地产销售端变化），明年土地出让金收入下滑幅度也将大于2万亿。
 - 可见地产对中国经济的重要性难以用其他板块经济完全替代。一则土地降温影响土地出让金，拖累地方政府财政收入，进而影响地方财政平衡；二则今年9月以来房地产投资增速下滑，无法用基建投资加以对冲。看到这一点后，我们认为未来或将有更多地产对冲政策，目前房地产政策底已经显现。
- **风险提示：**国内政策调控超预期；疫情发展超预期。



01

年末基建投资发力空间预判

02

地产降温对土地出让金的影响幅度

03

风险提示

CONTENTS

目录



01. 年末基建投资发力空间预判

➤ 目前提高专项债使用效率的政策意图非常明显

- 近期财政政策密集发布，基建项目储备较之前明显改善，专项债资金使用提速，支撑今年底明年初基建项目开工。
- 财政部于9月8日印发《地方政府专项债券用途调整操作指引》，**今年10月前部分被闲置专项债资金，已经调整至前期准备充分、可尽早形成实物工作量项目上，后续将尽快形成实际支出。**
- 财政部目前正在研究并做好2022年地方政府新增债务限额提前下达工作（11月19日中证网）。一般而言，在**今年限额即将用尽且有项目可支时，财政部才会提前下达下一年专项债额度，或意味今年剩余专项债额度对应项目已经储备充分，只等发行并形成支出。**

表1：《地方政府专项债券用途调整操作指引》主要内容

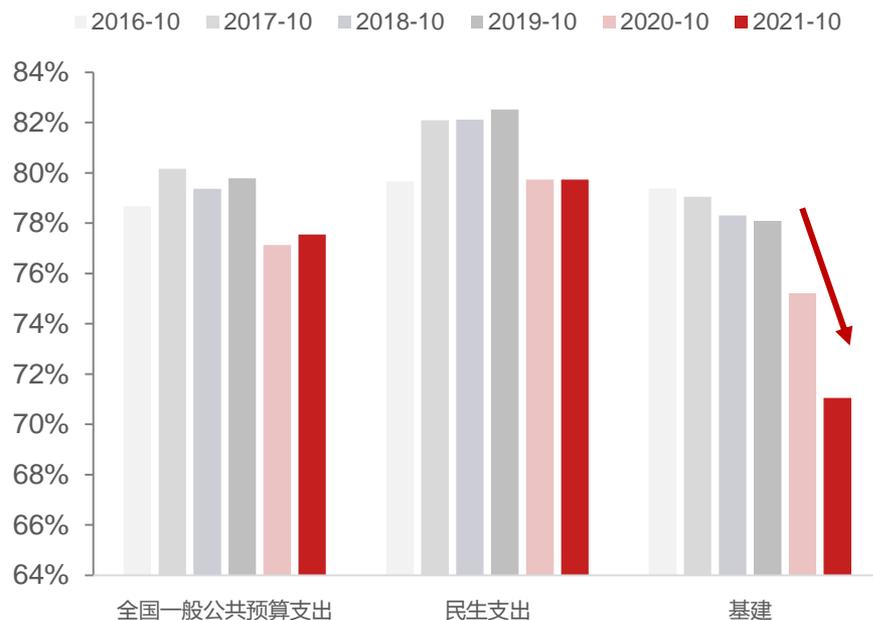
六个问题	回答
什么项目用途可以调整？	<ul style="list-style-type: none"> ①项目实施过程中发生重大变化，确无专项债券资金需求或需求少于预期的； ②项目竣工后，专项债券资金发生结余的； ③财政、审计等发现专项债券使用存在违规问题，按照监督检查意见或审计等意见确需调整的； ④其他需要调整的。
新项目的特殊要求？	<p>特殊要求：</p> <ul style="list-style-type: none"> ①【可快速形成支出】项目前期准备充分、可尽早形成实物工作量。 ②【期限匹配】项目周期应当与申请调整的债券剩余期限相匹配。 ③【中央国务院项目优先】调整安排的专项债券资金，优先支持党中央、国务院明确的重点领域符合条件的重大项目。 ④【同类型项目优先】调整安排的专项债券资金，优先选择与原已安排的项目属于相同类型和领域的项目。
专项债用途调整可以跨区域进行吗？	<ul style="list-style-type: none"> ·省级财政部门统筹专项债用途调整； ·意味省级以下政府年度限额可跨区域平调，省级专项债额度无法平调。
用途调整是否影响预算设定的新增专项债限额？	<ul style="list-style-type: none"> ·原项目调减的金额应等于调整安排的项目调增的金额，因此原则上不涉及总预算限额增减，省级以下区域年度限额面临调整。
用途调整在什么时间进行？	<ul style="list-style-type: none"> ·省级财政部门原则上每年9月底前可集中组织实施1到2次项目调整工作。 ·省级财政部门负责汇总各地调整申请，统筹研究提出包括专项债务限额和专项债券项目在内的调整方案，于10月底前按程序报省级政府批准后，报财政部备案。
调整用途的不利影响？	<ul style="list-style-type: none"> ·专项债券资金已安排的项目调整规模大、频次多的地区或部门，省级财政部门可适当扣减下一年度新增专项债额度。

资料来源：财政部，民生证券研究院

➤ 账本一年末赶进度，可为基建投资增加0.5万亿投资额

- 我们从基建资金来源角度预测今年基建四季度基建扩张空间。
- 先看账本一（一般公共预算）。**
- 今年1-10月基建领域支出进度不及往年水平（2019，78%；2020，75%；2021，71%），而历史经验表明基建领域支出每年都能完成预算。
- 若今年全年基建投资表现如同往年一样，最终能够顺利完成全年预算，则今年1-10月基建支出偏慢，意味着年末公共财政基建领域支出将赶进度。
- 经计算，今年11-12月账本一支向基建的资金将同比多增1207亿元。**最多能够撬动基建投资（传统口径）多增4829亿元。**（按杠杆1:4测算，即“1元”预算内资金，可撬动“3元”预算外配套资金）

图1：一般公共预算1-10月基建支出进度不及往年

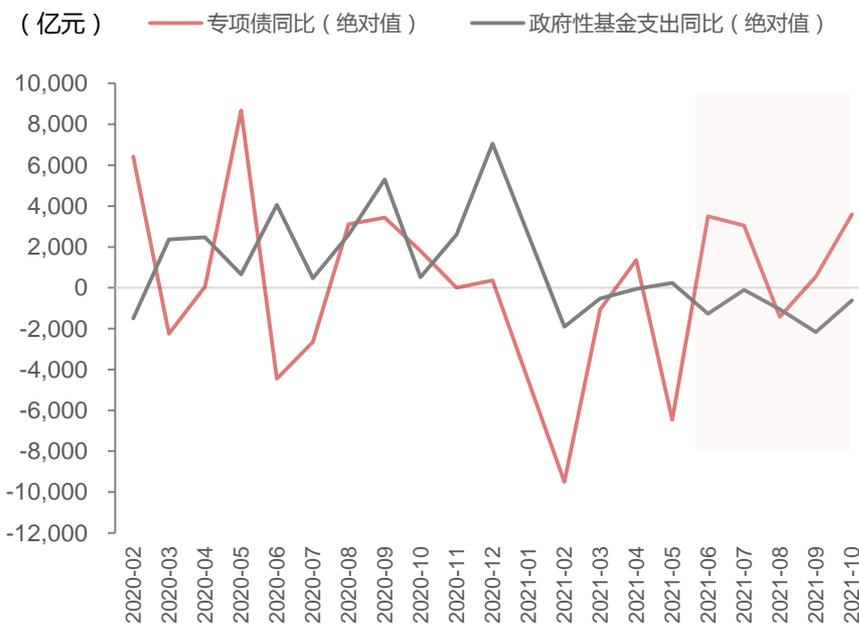


资料来源：财政部，民生证券研究院

➤ 年内基建增速或有1.8%上行空间

- 再看账本二（政府性基金预算）。
 - 专项债在今年5月以后才开始密集发行，然而财政支出节奏并未同步加快——**支出进度连续6个月低于往年水平。**
 - 专项债发行有所加快，然而账本二支出进度始终偏慢，指向一个问题，前期发行专项债存在闲置、使用效率不高。
 - **《指引》出台后，这部分闲置资金将在11-12月形成支出，预计年末基建投资增量资金将有扩容。**
 - 假设8-10月发行专项债中的淤积部分，将在11-12月形成实际支出。所谓淤积部分，可将今年8-10月同比多增专项债融资量做近似处理。
 - 假设淤积部分形成项目在年末11-12月发力，则今年年末两个月将同比多增2721亿元增量资金。
- **经测算，前期专项债资金将带动基建投资（传统口径）多增1868亿元。**（按专项债有69%投向基建项目、杠杆1:1测算）
- **加总账本一和账本二，年末财政资金可带来基建全年同比1.8个百分点的上行空间（复合同比增速）。四季度这样的基建投资扩量，远不够抵抗地产投资下滑幅度。**

图2：2021专项债增量迟迟未反映在支出端



资料来源：财政部，民生证券研究院



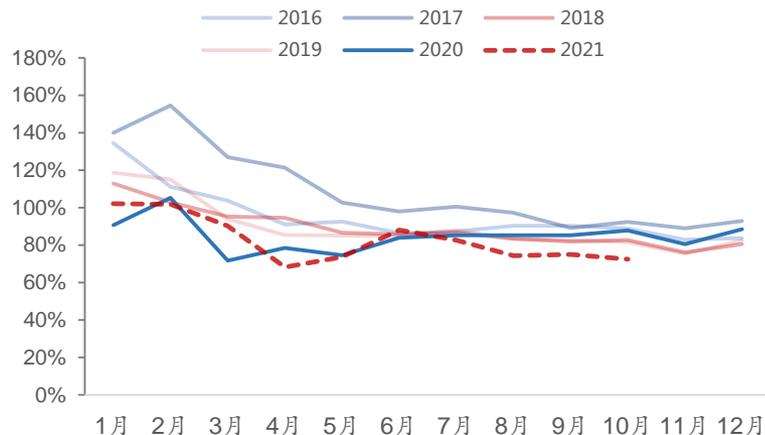
02. 地产降温对土地出让金的影响幅度

地产降温对土地出让金的影响幅度

➤ 8月以来地产市场明显降温，拖累国有土地出让收入

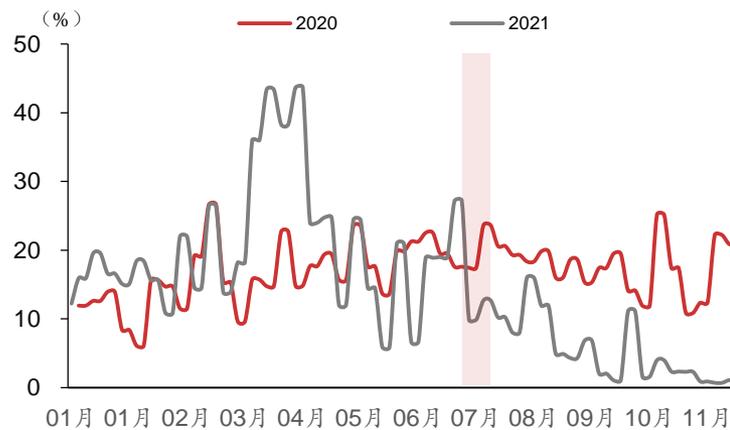
- 8月开始百城住宅类用地成交比（成交建面/供地建面）大幅下降，反映房企拿地意愿不足。同时第二轮集中供地严控地价，土地溢价率开始持续下行。
- 8月以来土地成交量价齐跌，国有土地出让收入节奏就此放缓。8月国有土地出让收入累计同比（同比2020）由8月的12%降至10月的6%。同时，8-10月收入节奏较2019-2020年平均进度减少2.9、2.4、2.7个百分点，1-10月国有土地出让收入累计进度已经低于2019-2020两年平均水平10个百分点。

图3：百城住宅类用地成交/供地建面



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：百城住宅用地溢价率于8月大幅下行



资料来源：wind，民生证券研究院

地产降温对土地出让金的影响幅度

地产降温对土地出让收入的影响幅度测算

- 本轮地产降温对土地出让收入进度（当月收入/预算）有明显拖累，8-10月土地出让收入进度较2019-2020年平均水平月均减少2.7个百分点。我们认为后续地产景气与否将以同样程度影响土地出让收入进度快慢。
- 为具体测算地产降温对土地影响，我们设立预测组与对照组。
- 预测组：假设后续月份土地溢价率以及房企拿地意愿仍未显著改善，则11-12月土地出让收入进度同样低于过去两年收入进度2.7个百分点。得到预测组全年土地出让收入达8.6万亿。
- 对照组：假设今年地产从未降温，则8-12月土地出让进度将低于2019-2020相应月份0.7个百分点（3-7月土地出让收入平均每个月低于2019-2020年两年进度0.7个百分点）。由此推算对照组全年土地出让收入9.4万亿。
- 最终我们得到，8-10月地产下行已经让土地出让收入减收4860亿元。若11-12月地产降温持续，全年土地出让收入将因地产影响减收8101亿元。

表2：土地出让收入进度影响幅度测算

月份	2019-2020 两年平均 进度	收入进度差 (预测组)	2021 (预测组)	收入进度差 (对照组)	2021 (对照组)
预算数	100%	—	100%	—	100%
2月合计	11%	↑ 2.3%	13%	↑ 2.2%	13%
3月	6%	→ -0.1%	6%	→ -0.1%	6%
4月	7%	↓ -1.1%	6%	↓ -1.1%	6%
5月	7%	↓ -1.5%	6%	↓ -1.5%	6%
6月	10%	→ 0.2%	10%	→ 0.3%	10%
7月	10%	↓ -1.3%	8%	↓ -1.3%	8%
8月	10%	↓ -2.9%	7%	↓ -0.7%	9%
9月	10%	↓ -2.4%	8%	↓ -0.7%	9%
10月	9%	↓ -2.7%	7%	↓ -0.7%	9%
11月	12%	↓ -2.7%	9%	↓ -0.7%	11%
12月	25%	↓ -2.7%	23%	↓ -0.7%	25%
全年合计	112%	-15%	103%	-5%	112%
8-10月收入总计（亿元）		17964		22824	
全年收入总计（亿元）		86367		94468	

资料来源：财政部，民生证券研究院

03. 风险提示

- 国内政策调控超预期；
- 疫情发展超预期。



THANKS 致谢

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上	

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。