



宏观研究

【粤开证券】当前土地市场形势及对财政的影响分析

2022年06月14日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：贺晨、牛琴**近期报告**

《【粤开宏观】更大力度的财政政策出台，力保经济大盘稳定》2022-05-30

《【粤开宏观】汽车消费，谁主沉浮？——影响中国汽车消费的长期因素》2022-05-30

《【粤开宏观】疫情下的北上广深财政：凉热不同》2022-06-06

《【粤开宏观】全球粮食危机：表现、成因及影响》2022-06-07

《【粤开宏观】资产负债表不是不想奋斗，只是被现金流量表束缚了手脚》2022-06-12

今年以来，我国经济下行压力持续加大，地产下行成为我国面临的重要风险之一。政策暖风频吹，自 429 政治局会议提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求……促进房地产市场平稳健康发展”后，中央和地方政府积极采取措施在房住不炒的基调下放松房地产调控，从放松融资、下调首付比例、放松限购限贷等方面支持房地产销售、缓解房企风险、恢复市场信心，促进房地产回暖带动经济发展和财政改善。时已入夏，重点城市集中供地如火如荼，较一季度供地明显增加，然而土拍市场中房企拿地热情仍未完全恢复、仍偏谨慎。1-5 月全国土地出让金（衡量土地成交金额，进入国库时间要延后）腰斩，31 省份及重点城市土地出让金负增长；1-4 月政府性基金预算收入中的国有土地使用权出让收入（衡量入库收入）同比为-29.8%。

当前土地市场低迷主要受到预期、需求、供给三方面影响：一是房地产市场风险暴露以及房价下行预期导致居民的观望态度浓厚，购房意愿不足；二是房企销售回款偏慢，加之融资紧张，拿地更偏谨慎；三是今年以来，全国疫情多地散发，土拍延期，供地节奏被打乱。房地产市场低迷对地方财政收入的冲击逐步显现，房地产相关税收及土地财政压力较大，地方综合财力下滑，财政紧平衡态势加剧。后续伴随调控政策边际放松、疫情逐步得到控制，下半年整体土地出让收入降幅可能收窄，但在区域分化加重的背景下，部分中西部地区土地财政下行压力可能进一步加大。

风险提示：房地产市场回暖不及预期

目 录

一、当前土地市场表现如何？	3
二、土地市场为何持续低温？	3
三、土地市场对地方财政产生的影响及未来走势？	4



一、当前土地市场表现如何？

第一，全国土地市场维持低温运行，土地出让金腰斩。去年12月，中央政治局会议和中央经济工作会议定调，“支持商品房市场更好满足购房者的合理性住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，房地产政策迎来“政策底”。今年以来，多地对楼市政策进行松绑，但从政策效果来看，当前房地产市场形势依旧严峻，土地市场持续低迷。根据中指研究院土地成交数据，2022年1-5月全国土地出让金1.3万亿元，同比下降54.6%；成交土地平均溢价率为3.96%，处于2016年以来的较低水平。

第二，所有省份土地出让金均呈负增长，超半数省份土地出让金降幅超过50%。从规模上看，1-5月土地出让金超过千亿元的省份有3个，浙江以2506亿元的规模遥遥领先，占全国的比重为19.3%，其次为江苏（1409亿元），再次为广东（1076亿元）；西藏尚未有土地成交，宁夏、黑龙江、青海土地出让金均在50亿元以内。从增速上看，1-5月31省份土地出让金同比增速均为负，其中，16个省土地出让金同比降幅超过50%。除西藏外，天津、重庆、黑龙江、吉林、辽宁、上海、青海土地出让金同比下滑幅度较大，分别为89.7%、85.8%、83.5%、80.7%、78.5%、76.1%和74.3%。

第三，262城土地出让金负增长、66城成交溢价率挂“零”。从同比增速看，除厦门、合肥、十堰等79城土地出让金较去年同期有所增长外，其余262城均为负增长。其中，固原、哈尔滨、西宁等42城土地出让金较去年同期下降幅度超过80%；庆阳、温州、绍兴等104城下降幅度在50%-80%之间；揭阳、广元、赣州等116城下降幅度小于50%。成交溢价率整体降低，高溢价城市大幅减少、66城溢价率挂“0”。2022年1-5月成交溢价率超过20%的城市仅有11个，占比为3.9%，较2021年同期下降21.1个百分点。相对而言，底价“搞地”现象突出，1-5月66城土地成交溢价率为0，占比为24.9%，较去年同期上升9.8个百分点。

二、土地市场为何持续低温？

2022年1-5月，受房地产市场下行及房企自身资金压力加大等因素，房企拿地偏谨慎，是土地市场降温的核心因素。同时，国内疫情多点散发也对土地交易活动产生一定的干扰，土地市场成交活力有所减弱。

一是地产销售尚未完成筑底，房企拿地“有心无力”。当前房地产市场低迷的主要原因在于居民购房意愿不足。居民收入增速放缓，预防性储蓄上升。购房贷款需要稳定的现金流作为还款保障，然而疫情以来居民收入增速与经济增速同步放缓，2021年全国居民人均可支配收入两年平均增长6.9%，低于2019年的8.9%。居民行为趋于避险化，平均消费倾向下降，预防性储蓄上升。2021年居民平均消费倾向回升至68.6%，但仍低于2019年的70.1%。相应地，居民的购房决策也会更加谨慎。此外，楼市价格下行预期和期房交付风险也使购房者保持观望态度。2022年1-4月商品房销售面积和销售额同比分别下降20.9%和29.5%，延续2021年7月以来的负增长态势。

二是房企融资紧张，同时又将迎来偿债高峰，现金流紧张情况加剧。一方面，房企融资紧张情况尚未缓解。5月房企发债规模561亿元，环比下降34.8%；其中境内发债466亿元，环比下降12.9%；境外发债95亿元，环比下降70.8%。另一方面，房企将迎来偿债高峰，尤其是境外债偿还压力较大。截至2022年5月31日，房企未来一年内到期的信用债余额4225亿元，海外债余额4626亿元（695亿美元），合计8851亿元。2022年6月、7月房企迎来阶段性偿债高峰，到期量分别为1357亿元和1012亿元。其中，境外债的偿还压力较大，未来一年到期余额占比达到52.3%。因此，对于债务压力较大的房企来说，当前拿地并不是首要大事，维持好流动性、应对债务压力，才是“活下去”



的重中之重。

三是疫情反复冲击地方政府供地节奏。今年以来，全国疫情多地散发，土拍延期，供地节奏被打乱。以此次受疫情影响较为严重的上海为例，1-5月上海土地出让金仅有260亿元，较去年同期下降76.1%。上海复工首日，被疫情阻断近两月的土地市场迎来首拍。截至6月8日，上海首轮土拍合计推地36宗，无地块流拍、撤牌，共获土地出让金834.7亿元，土拍热度有所回升。北京也因疫情防控需要延迟土拍一周。5月22日，北京市规划和自然资源委员会发布北京市第二轮集中供地延期出让公告。6月1日，北京2022年第二批集中供地收官，计划出让17宗地块，14宗成交，3宗流拍，共揽金499亿元。

三、土地市场对地方财政产生的影响及未来走势？

自去年下半年以来，低迷的房地产市场对地方财政收入的冲击逐步显现，房地产相关税收及土地财政压力较大，地方综合财力下滑，财政紧平衡态势加剧。2020年土地出让收入为8.2万亿，房地产行业税收为2.5万亿元，广义土地财政依赖度达到38.8%，较2019年提高3.5个百分点。受土地市场低迷的影响，土地出让收入和房地产相关的税收收入承压。2022年1-4月，契税、土地增值税同比增速分别为-27.4%和-1.7%，分别较去年同期下降78.8和42.3个百分点；国有土地使用权出让收入同比下降29.8%。

当前房地产市场总体仍未摆脱“房企风险暴露-居民预期下行-销售下行-拿地和投资下行”的恶性循环，但是从边际变化看有所缓解。伴随疫情形势缓解，经济逐步恢复，失业率下降、居民收入增长重回正常轨道，购买力在下半年将有所恢复；近期中央和地方出台的一系列放松调控的举措也将逐步生效；热点城市正陆续启动新一轮集中供地以解决可支配财力不足的问题。因此，下半年整体土地出让收入降幅可能收窄，但在区域分化加重以及人口持续向都市圈城市群流入的背景下，部分中西部地区土地财政下行压力可能进一步加大。

往更长期看，土地资源是有限的，贡献的土地出让收入不可能长期保持高速增长；地价驱动房价上升的逻辑影响了实体经济发展，这些都将促使政府收入来源从土地财政转型，推动财税体制改革尤其是税收制度与经济结构更加匹配。当前的经济已经呈现出数字化、金融化的趋势，但是税收制度和统计制度仍建立在工业经济时代的基础上，导致部分税收流失；同时，为了促进高质量发展和实现双碳转型，也有必要改革税制，促进产业和能源结构优化。总之，今年以来土地出让收入总体负增长，下半年将回暖，全年看大概率仍是负增长，这影响地方政府财力以及统筹经济社会发展和疫情防控。这种形势下，一方面将倒逼财税体制改革，另一方面地方政府也可主动作为，积极应对土地市场低迷和土地财政下行的挑战。具体而言，可从以下方面做出改革和调整。

一是推动财税体制改革。其一，理清政府与市场边界，改革行政体制，划分中央和地方事权和支出责任，上收部分事权到中央，减轻地方政府事权和支出责任；其二，推动促进共同富裕和高质量发展的税制改革，增加消费税税目、上调资源税和环保税税率，尽快落地实施并全国推行房地产税，研究探索开征遗产税赠与税和碳税等；其三，减税降费政策从数量型转向效率效果型，减税降费重在科技制造和中小微企业。

二是地方政府需改善营商环境、推动当地产业转型、持续吸引人口流入来优化税基进而提高财政的可持续性。未来地方政府比拼的不再是土地多寡和政策优惠程度，而是地方政府统筹治理的能力、筑巢引凤的能力以及激活企业和高技能人才积极性的能力。

三是中央财政需继续加大对地方转移支付力度，推动财力向市县基层下沉，避免地方因财力不足而在支出力度上打折，兜牢“三保”底线。



四是优化债务和支出结构，实事求是反映债务风险，提高支出效率。

五是立足国家治理的角度看财政，财政、金融、产业和区域等政策协同发力，避免一切风险集中于财政，摒弃财政税收万能论，避免铁路警察各管一段且同步加码导致新的风险和市场主体预期下降。要降低企业的综合性成本而非仅仅财税负担，更不能出现财税负担下降但其他成本上升对冲减税降费的效果。大宗商品上涨、劳动力短缺、房租成本上升等要通过综合施策解决。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com