

土地财政低迷，对稳增长影响有多大？

土地市场低迷，对稳增长影响几何？刺激地产，能否“破局”地方稳增长？本文系统梳理，供参考。

■ 一问：土地财政，对地方有多重要？不只是土地出让，土地也可以抵押融资

土地出让收入是地方财政的重要收入来源，土地也是城投平台融资扩张的重要“帮手”。广义土地财政由土地出让相关税收、非税收入及土地抵押融资构成。2020年，地方土地出让相关税收近2万亿元，占地方一般财政的20%，而土地出让收入规模近8.4万亿元，对地方本级政府性基金收入贡献高达93%。土地资产亦常作为贷款抵押物，帮助地方城投平台贷款融资，支持地方基础设施建设。

当前土地市场低迷，或加大地方财政收支压力、约束城投平台杠杆。2021年四季度以来，土地流拍增多、成交土地溢价率明显回落；2022年前5月，土地成交面积比例下滑至74%、为近年最低。土地市场低迷，加大地方政府性基金收支平衡压力，前5个月地方政府性基金收入同比-27%、而支出同比29%，地方广义收支缺口创历史同期新高的5.8万亿元；也可能影响城投平台土地抵押融资。

■ 二问：土地财政低迷，对稳增长的影响？对基建拖累或弱于总体、地区分化

考虑征地成本等因素，土地财政低迷对基建的直接拖累或弱于出让收入下滑。土地出让支出中，征地和拆迁补偿等拿地成本占比在八成左右；2014年土地出让支出明细显示，基建类支出占比仅12%，虽近年有所提升、支持或仍相对有限。这意味着，当前土地财政低迷对基建的直接拖累，或弱于土地出让收入下滑；同时，专项债对基建支持加大、前4个月投向基建比例超六成，或可部分对冲。

土地市场表现和支出结构不同，或使土地财政低迷对不同地区基建影响不同。据不完全统计，2020年一线城市土地出让支出投向基建平均比例达50%；而部分三线城市投向基建比例仅13%。而不同城市土地市场景气分化，一、二线城市土地市场表现相对较好，前5个月土地成交总价占全国比重提升5个百分点；同时，新增专项债额度向经济发达地区倾斜，或使得基建投资地区表现不同以往。

■ 三问：刺激地产，“破局”地方稳增长？土地财政弱化，地方或需更多支持

地产和土地财政结构差异，或使得刺激地产，带来土地财政收入改善相对有限。去年底以来，三、四线城市陆续出台稳地产政策、但效果不明显，三线城市5月土地成交面积为近年同期最低，截至6月下旬商品房销售亦持续低迷。即使后续土地出让收入出现边际改善，考虑到三线城市的土地出让收入，近九成投向征地和拆迁补偿等成本性支出，剩余收入也可能较难明显缓解地方财政收支压力。

破解地方财政收入的难题，当务之急或是加大转移支付、省统筹基建投资等。2022年，中央对地方转移支付达9.8万亿元、直达资金达4万亿元，转移支付力度加大与财力下沉或可减轻地方财政收支压力。同时，省以下财政改革推进，省内转移支付制度完善等或亦可缓解欠发达地区财政收支难题。长期来看，土地财政或不可持续，未来财政改革核心或在于完善地方税收体系、财权事权匹配等。

风险提示：土地财政恶化超预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1.1、一问：土地财政，对地方有多重要？	3
1.2、二问：土地财政低迷，对本轮稳增长的影响？	4
1.3、三问：刺激地产，“破局”地方稳增长？	7
风险提示：	9

图表目录

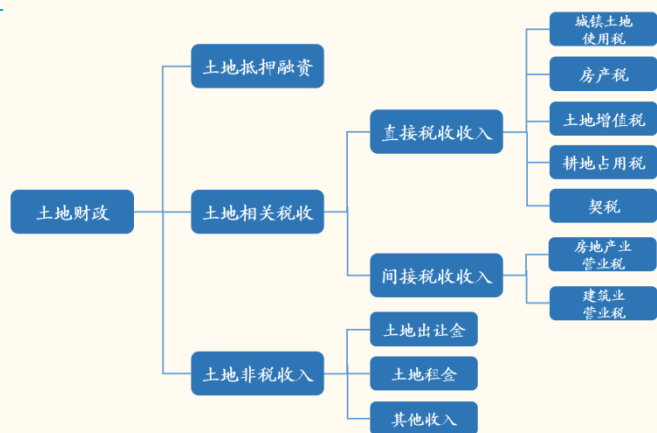
图表 1：广义土地财政构成	3
图表 2：近年来，土地出让收入占比超九成	3
图表 3：土地抵押贷款是重要的融资手段之一	3
图表 4：基建投资资金来源	3
图表 5：2021 年四季度以来，土地流拍增多	4
图表 6：2022 年，土地成交比例下滑明显	4
图表 7：2022 年，地方政府性基金收支增速明显背离	4
图表 8：2022 年前 5 月，地方广义财政收支差创新高	4
图表 9：土地出让支出中，成本性支出占比近八成	5
图表 10：14 年，土地出让收入投向基建占比近 12%	5
图表 11：专项债投向基建项目占比逐年抬升	5
图表 12：土地出让收入对基建支持逐渐弱于专项债	5
图表 13：一线城市土地出让投向基建近平均超两成	6
图表 14：部分三线城市土地支出基建占比较低	6
图表 15：三线城市土地成交土地面积占比不断提升	6
图表 16：一线城市土地成交总价占比逐年提升	6
图表 17：2022 年，东部地区专项债发行节奏较快	7
图表 18：近期，东部地区基建类专项债项目增多	7
图表 19：2022 年前 4 月，多省供地收入大幅下滑	7
图表 20：三、四线城市稳地产更为积极	7
图表 21：5 月，三线城市土地成交面积处于同期最低	8
图表 22：6 月，三线城市商品房成交量未有明显回升	8
图表 23：部分三线城市土地出让支出中，征地补偿占比超八成	8
图表 24：2022 年，转移支付力度规模创新高	9
图表 25：2022 年，省以下财政改革加快推进	9
图表 26：征收面积逐年降低，土地财政或不可持续	9
图表 27：新增城镇人口与地产购置土地面积持续下滑	9

土地市场低迷，对稳增长影响几何？刺激地产，能否“破局”地方稳增长？本文系统梳理，供参考。

1.1、一问：土地财政，对地方有多重要？

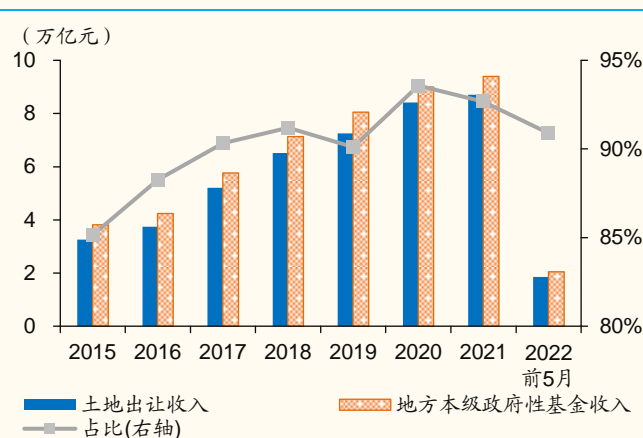
土地出让收入是地方财政的重要收入来源，贡献了地方政府性基金约九成收入。广义土地财政由土地出让相关税收、土地非税收入及土地抵押融资构成；2020年地方财政决算报告显示，地方土地出让相关税收近2万亿，占地方一般财政收入比例近20%，相较之下，土地出让相关收入规模更大、近8.4万亿元，对地方本级政府性基金收入贡献高达93%。近两年，土地市场降温下，土地出让收入占地方本级政府性基金收入比重虽有降低，但仍超九成。

图表 1：广义土地财政构成



来源：政府网站、国金证券研究所

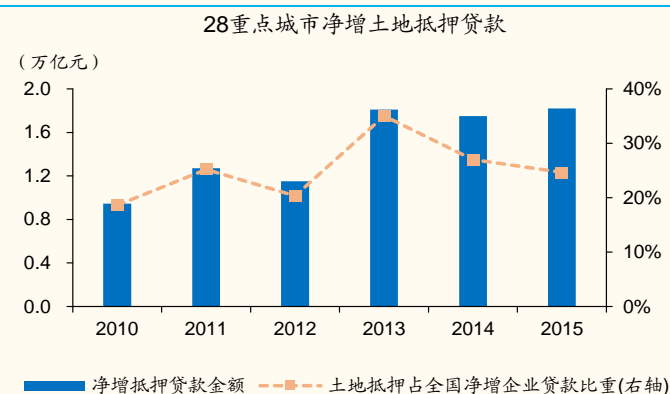
图表 2：近年来，土地出让收入占比超九成



来源：Wind、国金证券研究所

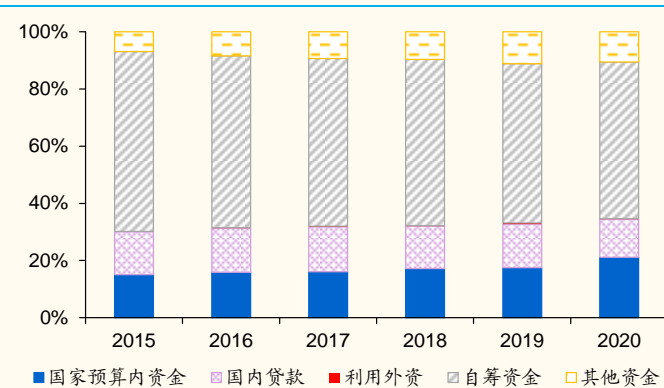
土地资产亦常作为贷款抵押物，是城投平台融资扩张的重要“帮手”。国土资源年鉴显示，28个重点城市2015年净增土地抵押贷款1.8万亿元，占全国净增企业贷款的25%，或指向土地抵押贷款是地方重要的融资手段之一。地方城投平台正是借助土地资产得以融资扩张，并助力地方基础设施建设。2020年基建投资资金结构显示，国内贷款是基建资金的重要来源之一，占比达13%。

图表 3：土地抵押贷款是重要的融资手段之一



来源：国土资源年鉴、国金证券研究所

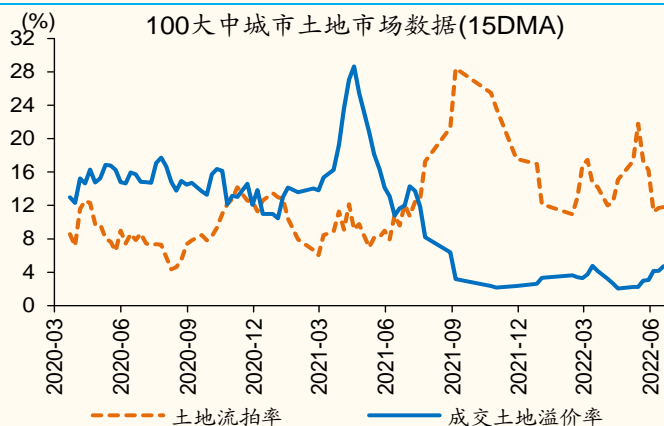
图表 4：基建投资资金来源



来源：Wind、国金证券研究所

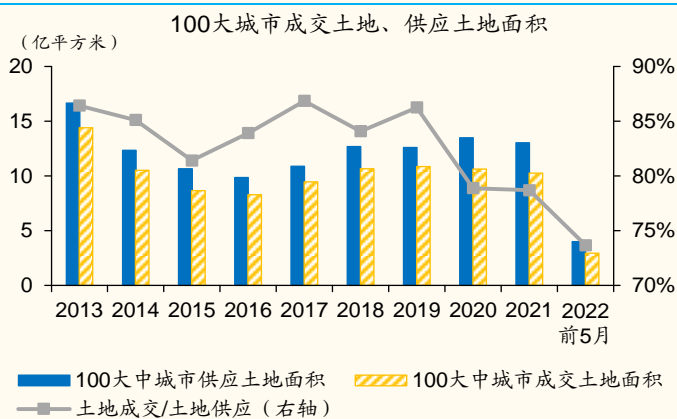
当前土地市场低迷，或加大地方财政收支压力，约束城投平台杠杆。2021年四季度以来，土地流拍增多、成交土地溢价率回落；2022年前5月，土地成交面积比例下滑至74%、为近年最低。土地市场低迷，加大地方政府性基金收支压力，前5月地方政府性基金收入同比-27%、而支出同比29%，地方广义收支缺口创历史同期新高的5.8万亿元；也可能影响城投平台土地抵押融资。

图表 5: 2021 年四季度以来，土地流拍增多



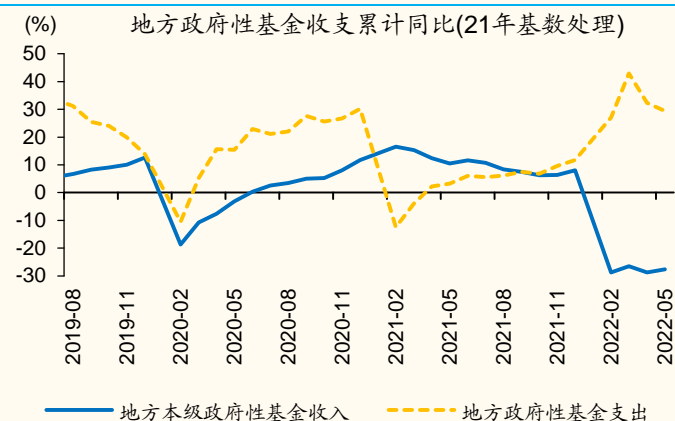
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 2022 年，土地成交比例下滑明显



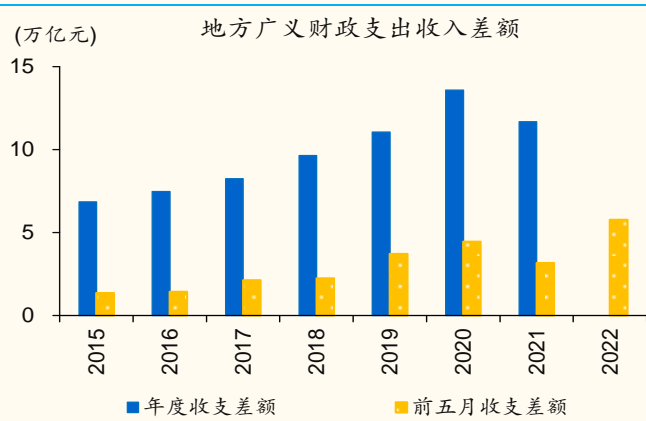
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 2022 年，地方政府性基金收支增速明显背离



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 2022 年前 5 月，地方广义财政收支差创新高



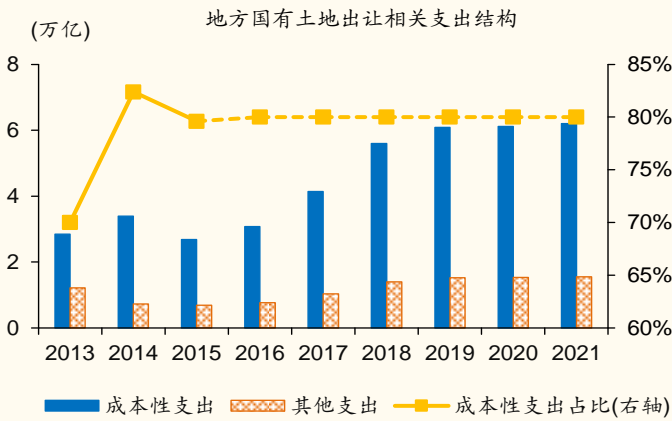
来源: Wind、国金证券研究所

1.2、二问：土地财政低迷，对本轮稳增长的影响？

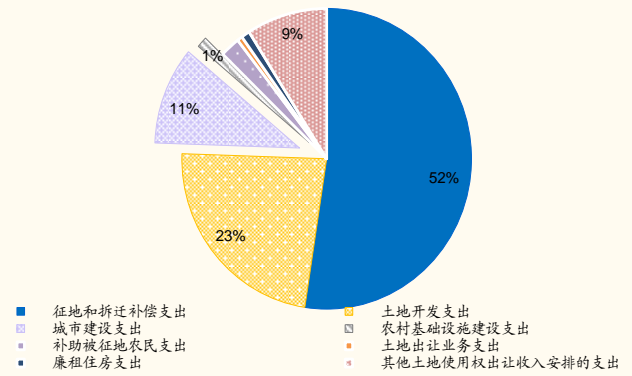
考虑征地成本等因素，土地财政低迷对基建的直接拖累或弱于收入下滑。土地出让支出中，征地和拆迁补偿等拿地成本占比在八成左右；2014年土地出让支出明细显示，基建类支出占比12%，虽近年有所提升、支持或仍相对有限。这意味着，当前土地财政低迷对基建的直接拖累，或弱于土地出让收入下滑；同时，专项债对基建支持加大、前4个月投向基建比例超六成，或可部分对冲。

图表 9: 土地出让支出中, 成本性支出占比近八成

图表 10: 14 年, 土地出让收入投向基建占比近 12%



2014年国有土地使用权出让金收入安排的支出明细

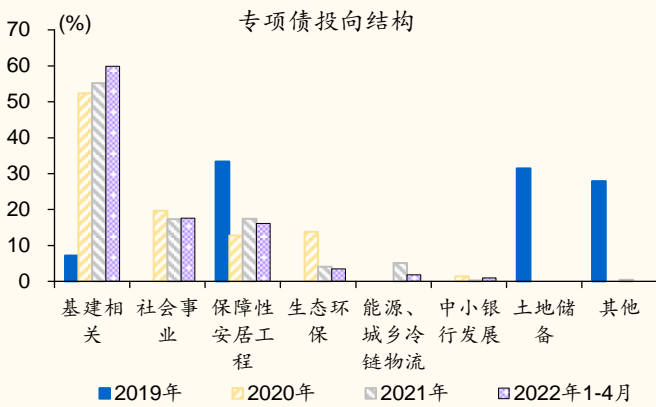


来源: 国土资源统计年鉴、财政部、国金证券研究所(2016年后为估计值)

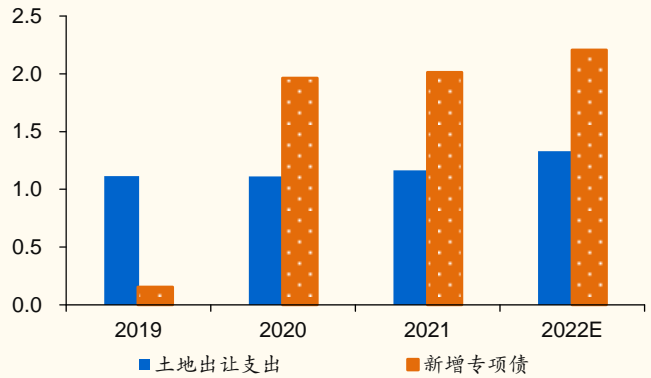
来源: 财政部、国金证券研究所

图表 11: 专项债投向基建项目占比逐年抬升

图表 12: 土地出让收入对基建支持逐渐弱于专项债



投向基建资金

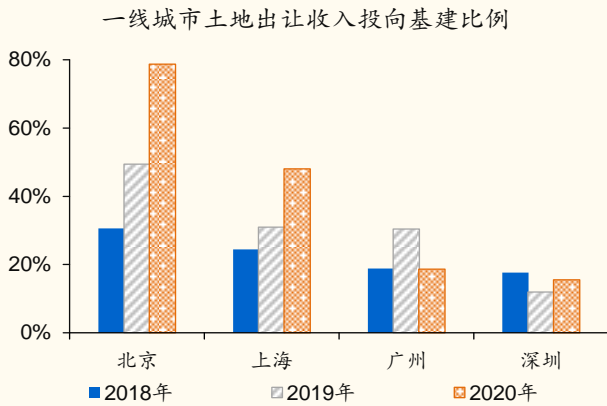


来源: 财政部、国金证券研究所

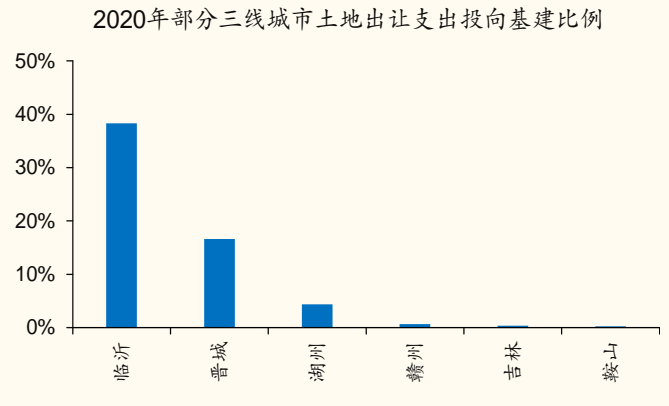
来源: 财政部、Wind、国金证券研究所测算

不同地区土地财政支出结构明显不同, 经济发达地区土地出让用于基建比例较高、而欠发达地区较低。不完全统计下, 部分一线城市财政决算报告显示, 近年来, 其土地使用权出让支出投向基建比例均近两成及以上, 2020年平均投向基建比例达 50%; 相较之下, 欠发达的三线城市土地出让投向基建比例则明显较低, 2020年部分三线城市土地出让支出投向基建平均比例仅为 13%。

图表 13: 一线城市土地出让投向基建近平均超两成



图表 14: 部分三线城市土地支出基建占比较低

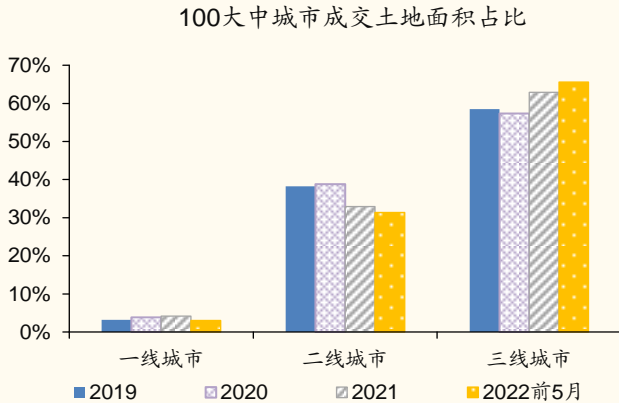


来源: 各市财政局网站、国金证券研究所

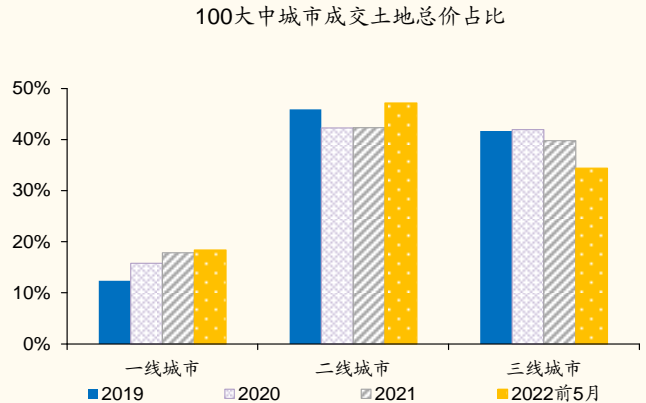
来源: 各市财政局网站、国金证券研究所

同时, 经济发达地区土地市场景气相对较好, 新增专项债额度向其倾斜, 或使土地财政低迷对其基建拖累较低。年前 5 月, 一、二线城市土地成交面积占比虽较去年回落, 但土地成交总价占比却提升近 5 个百分点, 或指向经济发达地区土地市场相对景气、土地财政拖累程度相对较低。同时, 新增专项债额度向经济发达地区倾斜, 专项债助力下, 东部地区 3-5 月基建类项目增多、占比较前两月提升近 10 个百分点。

图表 15: 三线城市土地成交土地面积占比不断提升



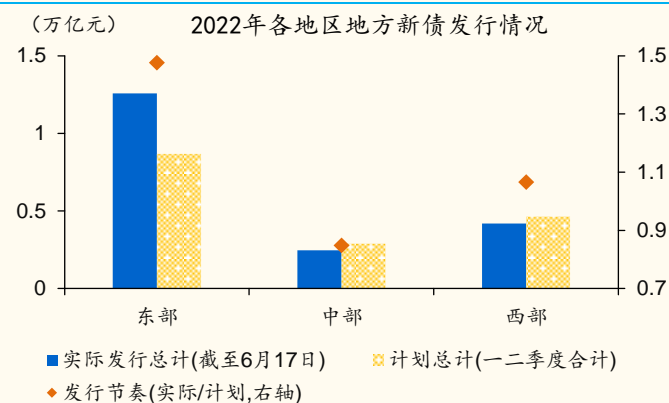
图表 16: 一线城市土地成交总价占比逐年提升



来源: Wind、国金证券研究所

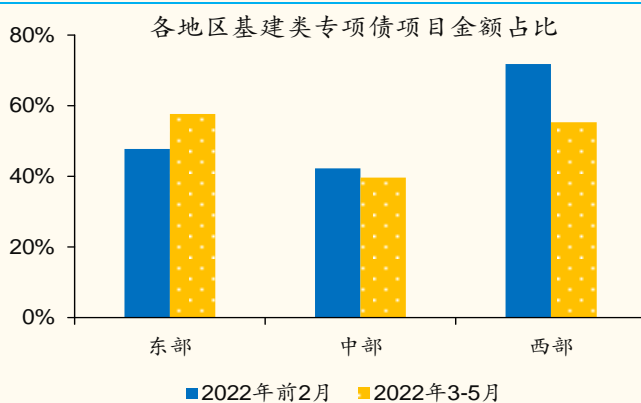
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 2022 年, 东部地区专项债发行节奏较快



来源: 中国债券信息网站、国金证券研究所

图表 18: 近期, 东部地区基建类专项债项目增多

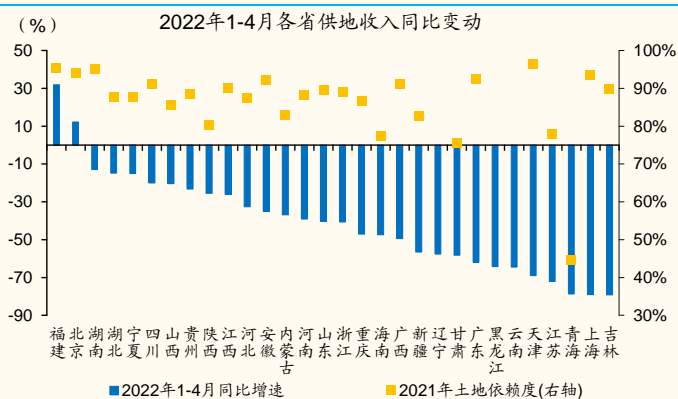


来源: 中国债券信息网站、国金证券研究所

1.3、三问：刺激地产，“破局”地方稳增长？

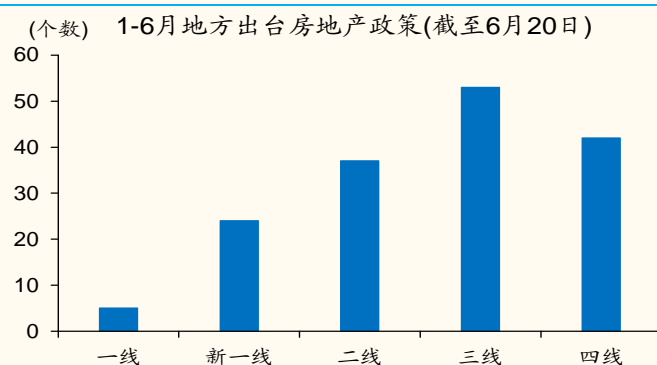
土地财政承压下，各地陆续出台稳地产措施，三、四线城市稳地产更加积极。2022年前四月，多省市供地收入均较去年同期明显下滑，新疆、辽宁、甘肃等 11 省市供地收入下降幅度超五成。较高的土地依赖度也使各地财政收入承压，陆续推出稳地产相关政策；据不完全统计，截至 6 月下旬，各线城市出台 160 余条稳地产政策，三、四线城市稳地产更为积极，政策占比近六成。

图表 19: 2022 年前 4 月, 多省供地收入大幅下滑



来源: 中国土地市场网、Wind、国金证券研究所

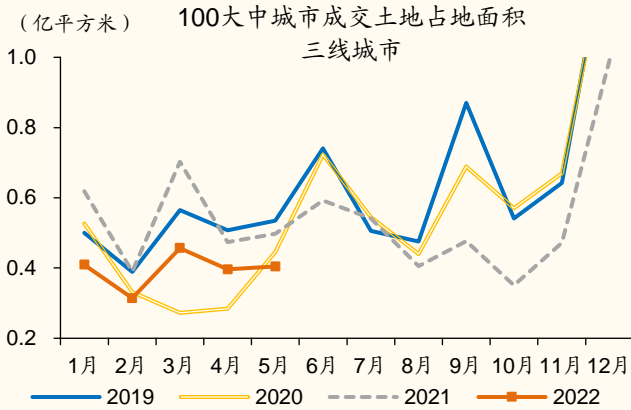
图表 20: 三、四线城市稳地产更为积极



来源: 各地政府网站、国金证券研究所

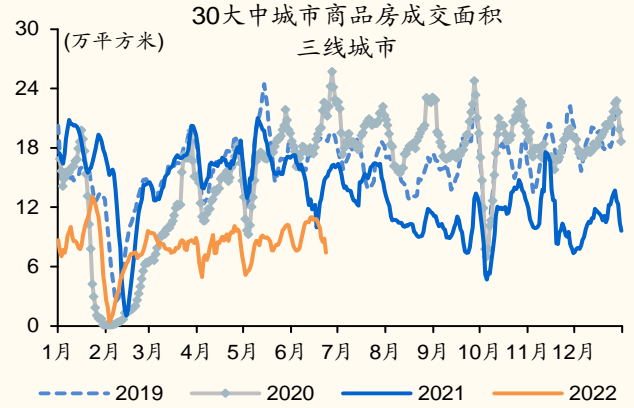
地产和土地财政结构差异，或使刺激地产带来土地财政收入改善相对有限。去年底以来，三、四线城市陆续出台稳地产政策，但效果不明显，三线城市 5 月土地成交面积为近年同期最低，截至 6 月下旬商品房销售亦持续低迷。即使后续土地出让收入边际改善，考虑到三线城市的土地出让收入，近九成投向征地和拆迁补偿等成本性支出，剩余收入也可能较难明显缓解地方财政收支压力。

图表 21: 5月, 三线城市土地成交面积处于同期最低



来源: Wind、国金证券研究所

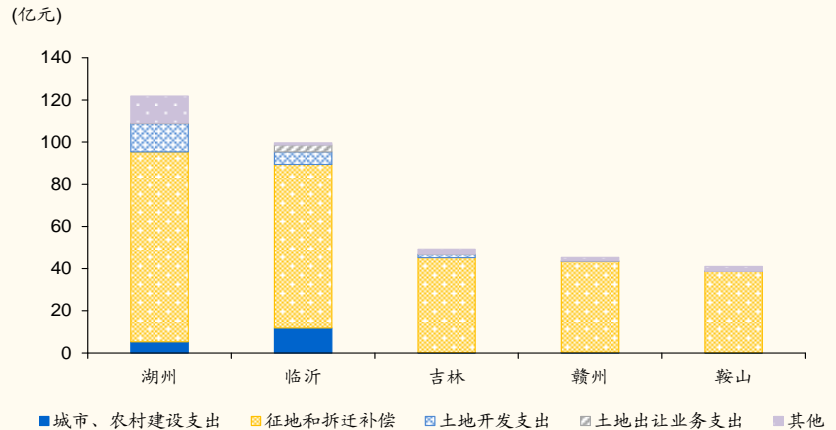
图表 22: 6月, 三线城市商品房成交量未有明显回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 23: 部分三线城市土地出让支出中, 征地补偿占比超八成

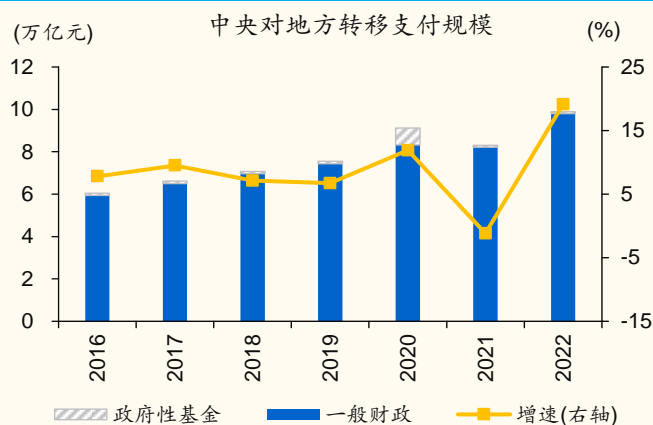
2020年部分三线城市土地出让金支出结构



来源: 各市财政局网站、国金证券研究所

破解地方财政收入难题, 当务之急或是加大转移支付、省统筹基建投资等。2022年, 中央对地方转移支付达9.8万亿元、直达资金达4万亿元, 转移支付力度加大与财力下沉或可减轻地方财政收支压力。同时, 省以下财政改革推进, 省内转移支付制度完善等或可缓解欠发达地区财政收支难题。长期来看, 土地财政或不可持续, 未来财政改革核心或在完善地方税收体系、财权事权匹配等。

图表 24: 2022 年, 转移支付力度规模创新高



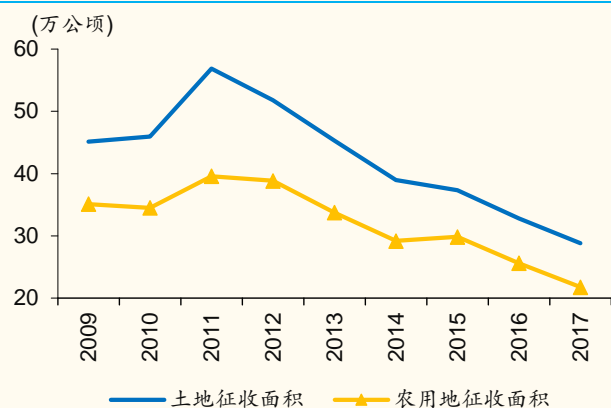
来源: 财政部、国金证券研究所

图表 25: 2022 年, 省以下财政改革加快推进

时间	文件/会议	主要内容
2022/2/28	刘昆部长人民日报发文《准确把握积极财政政策的内涵要求》	深化财税体制改革, 继续推进后移消费税征收环节改革, 推动实施省以下财政体制改革。
2022/3/5	《2022 年政府工作报告》	推进财税金融体制改革。深化预算绩效管理改革。推进省以下财政体制改革。
2022/3/14	《关于 2021 年中央和地方预算执行情况与 2022 年中央和地方预算草案的报告》	2021 年工作总结: 研究完善省以下财政体制。2022 年工作计划: 推进省以下财政体制改革, 健全省以下转移支付制度。
2022/4/19	中央全面深化改革委员会第二十五次会议	清晰界定省以下财政事权和支出责任, 理顺省以下政府间收入关系, 完善省以下转移支付制度, 建立健全省以下财政体制调整机制, 规范省以下财政管理。
2022/6/13	《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》	进一步完善省以下财政体制改革, 强调合理划分、明晰省级以下各级财政事权, 进一步理顺收入关系, 完善转移支付制度、规范财政管理

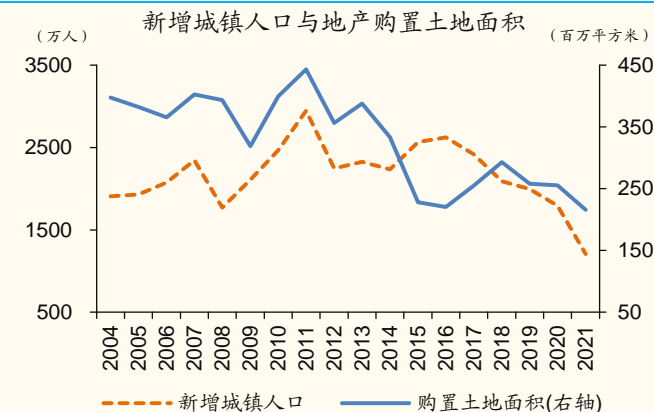
来源: 政府网站、国金证券研究所

图表 26: 征收面积逐年降低, 土地财政或不可持续



来源: 国土资源统计年鉴、国金证券研究所

图表 27: 新增城镇人口与地产购置土地面积持续下滑



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- (1) 土地财政不仅是地方财政的重要收入来源, 土地资产亦是城投融资的重要“帮手”; 土地市场低迷, 或加大地方财政收支压力、约束城投平台杠杆。
- (2) 考虑征地成本等因素, 土地财政低迷对基建的直接拖累或弱于收入下滑; 而土地市场表现和支出结构不同, 或使土地财政低迷对不同地区基建影响不同。
- (3) 地产和土地财政结构差异, 或使欠发达地区刺激地产带来财政改善有限。破解地方财政收入的难题, 当务之急或是加大转移支付、省统筹基建投资等。

风险提示:

- 1、土地财政恶化超预期。政策效果不及预期、地产销售持续低迷等, 使地方土地财政恶化超预期。
- 2、疫情反复。变异毒株加大防控难度, 不排除疫情局部反复的可能。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402