

► 2022 前三季度，各地土地市场表现如何？

2022 前三季度，全国土地市场表现同比去年前三季度下滑幅度较大，土地出让金降幅达 34%，仅有北京、上海、陕西、甘肃实现同比正增长；全国土地市场环比 Q2 回暖，土地出让金环比增长 15%。但同比环比会受各地土地出让节奏的影响，我们仅从目前各地土地出让的数据来侧面观察。

从省层面观察，我们分为五类区域：

(1) 江苏、浙江、福建、山东、北京、上海、广东：江苏、浙江、福建、广东土地出让金同比 2021 年前三季度下滑较多，降幅在 30% 以上，环比 Q2 均有较大提升。北京在 Q3 已完成集中供地，环比 Q2 增长不多。

(2) 湖北、安徽、江西、河南：湖北、河南两区域土地出让金同比 2021 年前三季度下滑幅度大，分别达 41%、44%；且预算完成比例较低，不足 30%。安徽、江西两区域下滑较少。

(3) 湖南、四川、重庆、陕西、新疆：湖南、四川、重庆土地出让金同比 2021 年前三季度降幅较大；而重庆 2022Q3 土地出让金环比 Q2 上升较多，达 225%。

(4) 天津、云南、广西：三区域土地出让收入同比 2021 前三季度均下滑较多，其中广西在 Q2 的基础上进一步下滑 16%。

(5) 其他尾部区域：仅甘肃同比正增长，宁夏、内蒙古、山西 2022 前三季度下滑幅度相对较小，其它区域降幅均接近或超过全国平均水平。

► 全年情况如何推演？

根据前三季度的政府性基金收入预算完成比例，我们可通过简单的线性外推对 2022 年全年的土地出让收入完成预算情况进行测算。简单测算下，浙江、北京、上海、江西、四川、陕西、甘肃等区域全年完成预算表现相对较好。

再观察下半年土地出让金测算数对年内城投债到期规模的覆盖倍数，重庆、天津、广西、云南以及尾部的吉林等区域压力较大。土地市场收入下滑对经济财政水平差距较大的区域城投偿债压力的影响需区分看待。

► 更长视角下如何看待？

2022 年财政压力依然不小，关键在于房地产约束之下的土地出让收入持续走弱，当前地产微观约束仍存，明年土地市场走强的预期仍较弱，首先是财政压力如何弥合，其次是往城投偿债压力上传导如何考虑？

政策应对上，预算收支差的刚性弥合一方面依靠财政“余粮”，另一方面通过进一步扩赤字，增发专项债以平衡，或是继续城投拿地，但这并非长远之计。政策目标很多，关键在于平衡与取舍；但于市场而言，央行保持流动性充裕的前提之下，财政的压力往城投偿债传导的链条或被拉长，底线风险仍为可控，但估值和分化压力或会加大。

► 风险提示：1) 房地产政策不及预期；2) 疫情防控政策变化；3) 宏观经济、地方政府债务压力、城投信用风险事件超预期。



分析师 谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

1. 可转债打新系列：麦米转 2：电气控制和节能领域杰出的方案提供者-2022/10/12
2. 利率专题：地产政策的暖风会吹到哪？-2022/10/12
3. 可转债打新系列：广大转债：服务于高端装备制造的特钢供应商-2022/10/12
4. 城投随笔系列：不同城投口径划分下的债务率有何启示？-2022/10/11
5. 可转债打新系列：永和转债：氟化工领军企业-2022/10/10

目录

1 2022 前三季度，各地土地市场表现如何？	3
1.1 2022 前三季度，各省层面土地市场表现如何？	3
1.2 2022 前三季度，各地市土地市场表现如何？	4
2 2022Q3，第三批集中供地市场表现如何？	8
3 全年情况如何推演？	9
4 风险提示	11
插图目录	12

城投与地产，一体两面，从来就分割不开，今年以来房地产市场持续疲弱，土地出让收入持续下滑，至今前三季度土地市场表现如何，节奏上季节性表现如何，未来怎么看？本文聚焦于以下几点：

- (1) 2022 前三季度，全国各地市土地市场表现如何？
- (2) 22 个集中供地的城市中，第三轮集中供地表现如何？
- (3) 全年情况如何推演？

1 2022 前三季度，各地土地市场表现如何？

1.1 2022 前三季度，各省层面土地市场表现如何？

2022 前三季度，全国土地市场表现同比去年前三季度下滑幅度较大，土地出让金降幅达 34%，仅有北京、上海、陕西、甘肃分别实现 12%、47%、18%、106%的同比正增长，而这当中还存在一些基数影响；

而从节奏上来看，Q3 全国土地市场环比 Q2 回暖，土地出让金环比增长 15%。但同比环比会受各地土地出让节奏的影响，我们仅从目前各地土地出让的数据来侧面观察。

首先从省层面来看，我们按照以下划分为 5 类区域，来对应重点观察土地市场的变化：

(1) **江苏、浙江、福建、山东、北京、上海、广东**：江苏、浙江、福建、广东土地出让金同比 2021 年前三季度下滑较多，降幅在 30%以上，环比 Q2 均有较大提升。北京在 Q3 已完成集中供地，环比 Q2 增长不多。从土地出让收入占基金收入预算数的完成比例来看，江苏、山东、广东 2022 前三季度的预算完成比例不足 40%且较上年下降较多。

(2) **湖北、安徽、江西、河南**：湖北、河南两区域土地出让金同比 2021 年前三季度下滑幅度大，分别达 41%、44%；且预算完成比例较低，不足 30%。安徽、江西两区域下滑较少。

(3) **湖南、四川、重庆、陕西、新疆**：湖南、四川、重庆土地出让金同比 2021 年前三季度降幅较大；而重庆 2022Q3 土地出让金环比 Q2 上升较多，达 225%。原因或与集中供地节奏有关，今年重庆首轮集中供地在 Q1，第二批集中供地在 Q3。陕西 2022 前三季度同比实现 18%的逆势增长，其土地出让集中在 Q1 和 Q3，因此环比大幅上升。预算完成比例来看，湖南、重庆两区域 2022 前三季度预算完成比例较低，重庆仅 20%。

(4) **天津、云南、广西**：三区域土地出让收入同比 2021 前三季度均下滑较

多，其中广西在 Q2 的基础上进一步下滑 16%。三区域预算完成比例均较低，其中天津、云南前三季度预算完成比例不足 15%。

(5) 其他尾部区域：仅甘肃同比正增长，宁夏、内蒙古、山西 2022 前三季度下滑幅度相对较小，其它区域降幅均接近或超过全国平均水平。黑龙江、吉林、贵州上半年预算完成比例不足 15%。

图1：2022 年前三季度各省土地市场表现一览（亿元）

省份	2021 GDP	2021年土地出让金	2021政府性基金收入预算数	2022年累计土地出让金	2022政府性基金收入预算数	2021预算累计完成比例	2022预算累计完成比例	2022年土地出让金累计同比	22Q3土地出让金环比Q2	2022年内到期规模	年内到期/存量	2021年债务率	2021年广义债务率	2018-2022土地出让金同比增速
江苏	116364	8118	9664	3959	11148	84%	36%	-51%	48%	1975	6%	69%	336%	
浙江	73516	7882	9663	5474	9067	82%	60%	-31%	-41%	849	4%	74%	290%	
福建	48810	1720	3649	1388	3443	47%	40%	-19%	-30%	367	7%	108%	231%	
山东	83096	3407	6915	2313	7500	49%	31%	-32%	29%	706	5%	93%	249%	
北京	83096	1433	2072	1603	2198	69%	73%	12%	-3%	644	12%	85%	367%	
上海	43215	2058	3003	3025	3014	69%	100%	47%	115%	273	7%	61%	139%	
广东	124370	5416	8642	2584	8490	63%	30%	-52%	19%	718	7%	73%	182%	
湖北	50013	1609	3274	949	3681	49%	26%	-41%	82%	262	4%	107%	239%	
安徽	42959	1947	3064	1569	3654	64%	43%	-19%	-24%	334	6%	94%	211%	
江西	29620	1273	1779	1019	1875	72%	54%	-20%	-30%	470	8%	87%	210%	
河南	58887	1865	3784	1048	3633	49%	29%	-44%	-1%	331	6%	84%	169%	
湖南	46063	1521	3226	1100	3687	47%	30%	-28%	33%	502	6%	106%	256%	
四川	53851	2083	2934	1457	2424	71%	60%	-30%	52%	442	4%	90%	270%	
重庆	27894	1367	2020	407	2037	68%	20%	-70%	225%	229	3%	111%	296%	
陕西	29801	945	2280	1111	2127	41%	52%	18%	115%	273	7%	98%	265%	
新疆	15984	271	449	204	-	60%	-	-24%	29%	138	8%	100%	178%	
天津	15695	1029	1536	173	1635	67%	11%	-83%	44%	500	12%	166%	432%	
广西	24741	626	2002	351	1552	31%	23%	-44%	-16%	247	8%	108%	238%	
云南	27147	214	1598	155	1194	13%	13%	-28%	90%	299	11%	125%	164%	
宁夏	4522	66	154	47	208	43%	23%	-28%	-45%	12	6%	124%	165%	
甘肃	10243	268	595	551	679	45%	81%	106%	1195%	108	12%	93%	199%	
黑龙江	14879	189	388	45	412	49%	11%	-76%	57%	5	2%	112%	118%	
吉林	13236	664	931	121	788	71%	15%	-82%	100%	99	8%	135%	180%	
青海	3347	125	138	51	158	91%	32%	-60%	-84%	34	17%	132%	161%	
辽宁	27584	838	1243	246	1360	67%	18%	-71%	14%	27	7%	142%	170%	
内蒙古	20514	204	529	167	580	39%	29%	-18%	88%	17	17%	149%	150%	
河北	40391	1393	3281	962	3093	42%	31%	-31%	-18%	134	6%	105%	142%	
山西	22590	444	1087	314	1068	41%	29%	-29%	-1%	127	8%	85%	137%	
贵州	19586	713	2113	268	2224	34%	12%	-62%	-19%	184	7%	144%	300%	

资料来源：中指数据库，wind，民生证券研究院

注：土地出让金规模及增速均为前三季度累计值

债务率=地方政府债券/（一般公共预算支出+政府性基金预算支出）

广义债务率=（地方政府债券+城投有息债务）/（一般公共预算支出+政府性基金预算支出）

土地出让金同比增速中，灰色表示正增长，红色表示负增长。

1.2 2022 前三季度，各地市土地市场表现如何？

进一步具体来看，各省内哪些地级市的土地出让下滑压力更大？

(1) 江苏、浙江、福建、山东、广东区域内：

第三轮集中供地尚未开始的城市有南京、广州，均是在 Q3 完成的第二轮集中供地，在 Q2 完成的首轮集中供地，但南京环比 Q2 增幅大，高达 258%，而广州 2022 年前三季度土地出让金同比下滑较多。

第二轮集中供地已完成的城市中：无锡、苏州、厦门、青岛 2022 前三季度土地出让金同比下滑幅度仍较大，超 25%；宁波、杭州同比下滑幅度较小，深圳、福州同比有所增加。

其他重点地市中，扬州、徐州（江苏），绍兴、金华、温州（浙江），佛山、东莞（广东）今年前三季度土地市场表现下滑较多。

图2：江苏、浙江、福建、山东、广东重点地市 2022 前三季度土地市场表现（亿元）

省份	城市	2021 土地出让金	2022 土地出让金	2022 累计同比	2022 Q3比Q2	2019-2022 土地出让金规模	2020年 债务率	2020年 广义债务率	2022年内 到期规模	年内 到期/存量
广东	广州市	1989.3	688.8	-65%	-37%	—	71%	394%	142	4%
浙江	金华市	1163.6	419.5	-64%	-30%	—	73%	287%	71	67%
江苏	徐州市	492.9	179.6	-64%	204%	—	62%	240%	104	6%
广东	佛山市	841.8	342.4	-59%	156%	—	77%	446%	8	4%
山东	济南市	554.3	237.9	-57%	-16%	—	73%	93%	65	4%
浙江	绍兴市	688.4	300.3	-56%	39%	—	61%	319%	125	37%
江苏	扬州市	254.1	114.5	-55%	179%	—	64%	218%	69	6%
浙江	温州市	963.7	456.9	-53%	-24%	—	62%	361%	30	21%
江苏	南京市	1769.9	963.7	-46%	258%	—	67%	189%	284	5%
广东	东莞市	608.5	342.2	-44%	-20%	—	33%	142%	0	0%
江苏	无锡市	837.5	529.5	-37%	213%	—	58%	284%	243	8%
广东	珠海市	139.9	91.0	-35%	-69%	—	35%	269%	153	14%
江苏	苏州市	1396.5	913.1	-35%	-45%	—	48%	65%	252	5%
福建	厦门市	551.5	395.0	-28%	-89%	—	54%	98%	78	11%
山东	青岛市	590.0	430.5	-27%	69%	—	55%	229%	234	6%
浙江	湖州市	427.8	313.2	-27%	36%	—	80%	490%	85	34%
浙江	宁波市	937.4	898.0	-4%	-71%	—	60%	274%	138	53%
浙江	杭州市	2143.0	2092.3	-2%	-62%	—	66%	306%	183	43%
广东	深圳市	704.1	730.7	4%	119%	—	63%	235%	213	8%
福建	福州市	515.9	550.2	7%	87%	—	16%	122%	24	4%

资料来源：中指数据库，wind，民生证券研究院

注：土地出让金规模及增速均为前三季度累计值

标红城市为已完成第二轮集中供地城市；标蓝城市为尚未开始第二轮集中供地城市。

债务率=地方政府债券/（一般公共预算支出+政府性基金预算支出）

广义债务率=（地方政府债券+城投有息债务）/（一般公共预算支出+政府性基金预算支出）

土地出让金规模中，灰色表示历年前三季度数据，红色表示 2022 前三季度数据。（下同）

(2) 湖北、安徽、江西、河南区域内：

武汉、合肥第三轮集中供地已在 Q3 完成，合肥 2022 前三季度土地出让金同比去年实现 28%的正增长；武汉的土地出让数据尚未体现，或与签约计入数据有一定滞后有关。此外，尚未开始第二轮土拍的郑州市，同比下滑较多。

其他重点地市中，河南洛阳、江西赣州同比下滑较多，超 45%。

图3：湖北、安徽、江西、河南重点地市 2022 前三季度土地市场表现（亿元）

省份	城市	2021 土地出让金	2022 土地出让金	2022 累计同比	2022 Q3比Q2	2019-2022 土地出让金规模	2020年 债务率	2020年 广义债务率	2022年内 到期规模	年内 到期/存量
河南	洛阳市	168.4	60.5	-64%	-19%		97%	275%	9	1%
河南	郑州市	733.8	335.0	-54%	-10%		58%	136%	74	5%
湖北	武汉市	1078.6	555.0	-49%	182%		80%	193%	53	3%
江西	赣州市	225.4	124.7	-45%	-31%		59%	216%	113	12%
江西	抚州市	160.4	126.8	-21%	-37%		54%	114%	1	1%
江西	上饶市	190.4	170.7	-10%	-26%		54%	202%	48	5%
江西	南昌市	194.8	181.6	-7%	-69%		56%	118%	18	6%
安徽	合肥市	712.2	911.3	28%	-21%		78%	239%	18	3%

资料来源：中指数据库，wind，民生证券研究院

(3) 湖南、四川、陕西、新疆区域内：

成都第三批集中供地尚未开始，根据长沙供地云¹，长沙今后不再按年度批次推介土地，更改为年度常态化持续更新推介。

其他重点地市中，湖南省的常德、岳阳以及新疆乌鲁木齐 2022 前三季度土地出让收入与去年同比下滑较多，超过 30%，但乌鲁木齐其 Q3 环比增幅达 195%。湖南省的株洲和陕西西安 2022 前三季度土地出让金增长较多。

图4：湖南、四川、陕西、新疆重点地市 2022 前三季度土地市场表现（亿元）

省份	城市	2021 土地出让金	2022 土地出让金	2022 累计同比	2022 Q3比Q2	2019-2022 土地出让金规模	2020年 债务率	2020年 广义债务率	2022年内 到期规模	年内 到期/存量
湖南	常德市	102.8	50.0	-51%	-15%		79%	254%	56	6%
湖南	岳阳市	156.5	86.9	-44%	-19%		139%	569%	39	7%
新疆	乌鲁木齐市	104.8	68.7	-34%	195%		85%	262%	39	5%
湖南	长沙市	794.5	534.5	-33%	32%		79%	224%	137	5%
四川	成都市	1254.2	936.4	-25%	53%		78%	370%	208	4%
湖南	湘潭市	74.0	67.7	-9%	-37%		85%	393%	18	8%
陕西	西安市	636.9	758.1	19%	245%		134%	293%	108	5%
湖南	株洲市	50.8	98.0	93%	26%		101%	341%	54	5%

资料来源：中指数据库，wind，民生证券研究院

(4) 广西、云南区域内：

广西、云南两区域无集中供地城市。柳州、昆明、南宁今年前三季度土地出让情况下滑较多；北海市实现正增长。

图5：云南、广西重点地市 2022 前三季度土地市场表现（亿元）

省份	城市	2021 土地出让金	2022 土地出让金	2022 累计同比	2022 Q3比Q2	2019-2022 土地出让金规模	2020年 债务率	2020年 广义债务率	2022年内 到期规模	年内 到期/存量
广西	柳州市	133.6	17.1	-87%	19%		103%	419%	25	3%
云南	昆明市	136.2	58.3	-57%	161%		119%	274%	95	10%
广西	南宁市	274.8	124.4	-55%	-45%		87%	178%	4	2%
广西	北海市	15.0	24.7	65%	-48%		76%	85%	4	41%

资料来源：中指数据库，wind，民生证券研究院

¹ <https://www.csgongdiyun.com/>

(4) 其他尾部区域

长春、沈阳两市第二轮集中供地尚未开始。

其他重点地市中，哈尔滨、贵阳、西宁、大连、保定、唐山 2022 前三季度土地出让金下滑幅度超全国平均水平；兰州市较去年前三季度有所增长，同比增速高达 273%。

图6：其他尾部区域主要地市 2022 前三季度土地市场表现（亿元）

省份	城市	2021 土地出让金	2022 土地出让金	2022 累计同比	2022 Q3比Q2	2019-2022 土地出让金规模	2020年 债务率	2020年 广义债务率	2022年内 到期规模	年内 到期/存量
吉林	长春市	101.6	3.4	-92%	79%		145%	184%	30	5%
黑龙江	哈尔滨市	528.3	20.1	-92%	231%		78%	170%	2	2%
贵州	贵阳市	257.6	26.1	-89%	-8%		111%	144%	43	5%
辽宁	沈阳市	318.7	37.6	-80%	168%		164%	413%	2	3%
青海	西宁市	85.0	25.1	-76%	-97%		84%	165%	2	2%
辽宁	大连市	114.4	41.4	-72%	-65%		123%	192%	0	0%
河北	保定市	232.4	89.0	-54%	48%		61%	61%	6	17%
河北	唐山市	114.8	49.9	-46%	44%		150%	224%	22	6%
宁夏	银川市	68.8	40.3	-32%	-58%		86%	321%	6	4%
河北	廊坊市	112.6	79.3	-30%	-48%		54%	65%	0	0%
河北	沧州市	127.2	92.6	-19%	-52%		43%	46%	6	4%
河北	邢台市	36.5	27.2	-18%	-54%				3	4%
贵州	遵义市	151.3	119.6	-15%	-40%		79%	137%	13	2%
河北	邯郸市	74.4	60.0	-14%	-29%		67%	96%	20	7%
山西	太原市	101.2	86.0	-14%	-9%		138%	331%	5	1%
河北	石家庄市	86.3	84.1	-2%	-12%		74%	107%	7	3%
甘肃	兰州市	60.6	67.0	273%	1987%		61%	125%	21	14%

资料来源：中指数据库，wind，民生证券研究院

观察 2022 三季度中指土地出让金的数据，可见各地土地市场虽较 Q2 有所回暖，但较往年仍下滑不少（尽管部分受集中供地节奏的影响）。

三季度结束，第三轮集中供地进程过半。我们进一步观察 22 城集中供地的城市，有何变化？

2 2022Q3，第三批集中供地市场表现如何？

2021年，“两集中”供地在22城开启。“两集中”即通过将城市可供住宅用地集中起来展示、出让；提高市场信息透明度，引导市场回归理性；可在社会上产生更大效应，体现出土地的充足保障。核心目的在于实现“稳房价、稳地价、稳预期”。

截至2022年10月8日，厦门、福州、北京、青岛、合肥、苏州、武汉、宁波、杭州、深圳、无锡、上海12个城市已完成2022年第三批集中供地。

图7：截至10月8日2022年第三批集中供地情况

城市	第三批推地时间	第二批推地时间	第三批推地时间	推出宗数	第二批推出面积(万㎡)	第三批推出面积(万㎡)	第二批推出楼面均价(元/㎡)	推出楼面均价(元/㎡)	成交宗数	成交面积(万㎡)	第二批成交楼面均价(元/㎡)	成交楼面均价(元/㎡)	第二批出让金(亿元)	第三批出让金(亿元)	第二批溢价率(%)	第三批溢价率(%)	第二批流拍率	第三批流拍率
厦门	8/9	5/5	8/31	6	84.74	111.88	23966.30	18457.44	5	95.20	23990.34	18813.82	198.77	179.10	1.43	0.17	2.2%	14.9%
福州	9/8	4/30	9/28-9/29	21	107.20	214.96	12687.65	7433.20	18	160.91	10790.60	104.34	125.81	7818.96	3.26	0.60	9.8%	25.1%
北京	8/23	4/19	9/7-9/22	18	174.63	147.50	32050.79	31978.99	18	147.50	29748.39	33917.60	501.38	500.30	5.33	6.06	3.5%	0.0%
青岛	8/24	5/27	9/15-9/16	33	211.27	243.06	6014.35	8353.45	30	211.00	5404.60	8231.00	104.91	164.56	1.89	1.14	8.2%	13.2%
合肥	8/24	5/23	9/13-9/22	28	324.69	458.65	6719.84	6048.12	21	367.74	6722.91	5555.04	174.36	204.50	4.99	7.06	20.1%	19.8%
苏州	8/30	5/25	9/19-9/26	9	215.10	69.15	13591.60	17868.38	9	69.15	11460.70	18404.92	271.31	127.27	3.13	2.15	0.0%	0.0%
武汉	8/27	5/31	9/16-9/26	43	144.65	504.55	8247.20	7021.70	41	452.36	8785.93	6984.38	113.11	315.95	1.27	0.10	11.0%	10.3%
宁波	9/8	6/8	9/29	10	204.02	83.89	7595.09	11175.35	10	83.89	7900.95	12134.94	161.20	101.80	4.02	8.60	0.0%	0.0%
杭州	8/16	5/31	9/5-9/14	19	343.57	207.63	15412.03	19727.97	19	207.63	16217.55	20740.54	657.19	430.63	5.23	5.13	0.0%	0.0%
深圳	8/30	7/5	9/28	7	179.85	122.10	19450.78	9661.63	6	111.09	21473.37	9576.10	339.32	106.38	9.33	3.94	12.5%	9.0%
无锡	7/29	6/24	8/30	11	180.98	97.00	10934.91	12375.01	11	97.00	11087.41	12375.01	200.66	120.04	1.37	0.00	0.0%	0.0%
上海	8/25	6/27	9/23	35	234.76	357.71	31796.69	28806.84	35	357.71	33224.51	29460.46	779.98	1053.83	4.49	2.27	0.0%	0.0%
成都	9/22	6/10	10/26-10/27	48	437.96	350.39	9001.33	10454.13										
长沙	9/5	6/14	-	42	524.20													
南京	9/19	6/11	10/19	46	452.36	345.74	16707.93	13391.57										
天津	9/16	6/30	10/17	17	150.31	150.31	6896.92	6896.92										
广州	9/9	6/16	10/10	20	146.57	208.50	17264.66	17264.66										
济南	9/30	6/30	10/28	16		66.80												
重庆																		
郑州																		
沈阳																		
长春																		

截至10/8，未公布供地计划

资料来源：中指数据库，民生证券研究院

注：推出面积、成交面积均指规划建筑面积。

从供地规模来看，部分城市第三批集中供地规模较第二批供地上升，其中武汉、福州、合肥的上升幅度最明显，分别达249%、101%、41%。部分城市供地规模较第二批供地下降，苏州、成都、宁波、无锡供地面积下滑较多。此外，各地推出楼面均价多数呈下滑趋势。

从成交结果来看，第二轮集中供地已完成的12个城市中：溢价率来看，各市溢价率在第二批供地溢价率已较低的基础上，进一步下降。厦门、福州、青岛、武汉、无锡的溢价率处于0.10%-1.14%之间。第二批供地中溢价率较高的武汉市，在第三批供地中溢价率为3.94%。流拍率来看，得益于供地规则的放宽和拿地门槛的降低，部分市流拍率较第二批土拍有所下降，说明土地市场较上半年略有回暖，但厦门、福州、合肥、深圳的流拍率仍高居不下。苏州、宁波、杭州继续维持低流拍率或零流拍。

整体而言，尽管规则放宽、地价下降，溢价率走低，但流拍率有所上升，或说明企业拿地意愿有所下降，土地市场后续修复稍显缓慢。

3 全年情况如何推演？

根据前三季度的政府性基金收入预算完成比例，我们可通过简单的线性外推对 2022 年全年的土地出让收入完成预算情况进行测算。简单测算下，浙江、北京、上海、江西、四川、陕西、甘肃等区域全年完成预算表现相对较好，重庆、天津、广西、云南及大部分尾部区域达到本年的基金收入预算或有难度。

图8：各省 2022 年土地出让金测算情况及年内到期覆盖倍数（亿元）

省份	2021年H1+Q3土地出让金	2021年土地出让金	2021政府性基金收入预算数	2021H1+Q3预算完成比例	2021全年预算完成比例	2022年H1+Q3土地出让金	2022政府性基金收入预算数	2022H1+Q3预算完成比例	2022全年预算完成比例测算数	2022全年土地出让金测算数	2022年内到期规模	年内到期/存量	22Q3土地出让金测算数/年内到期
江苏	8118	11857	9664	84%	123%	3959	11148	36%	52%	5782	1975	6%	0.92
浙江	7882	9898	9663	82%	102%	5474	9067	60%	76%	6874	849	4%	1.65
福建	1720	2558	3649	47%	70%	1388	3443	40%	60%	2063	367	7%	1.84
山东	3407	5856	6915	49%	85%	2313	7500	31%	53%	3976	706	5%	2.36
北京	1433	2343	2072	69%	113%	1603	2198	73%	119%	2621	644	12%	1.58
上海	2058	3323	3003	69%	111%	3025	3014	100%	162%	4882	273	7%	6.80
广东	5416	7047	8642	63%	82%	2584	8490	30%	40%	3362	718	7%	1.08
湖北	1609	2873	3274	49%	88%	949	3681	26%	46%	1694	262	4%	2.84
安徽	1947	2774	3064	64%	91%	1569	3654	43%	61%	2236	334	6%	1.99
江西	1273	2085	1779	72%	117%	1019	1875	54%	89%	1669	470	8%	1.39
河南	1865	2580	3784	49%	68%	1048	3633	29%	40%	1450	331	6%	1.21
湖南	1521	2715	3226	47%	84%	1100	3687	30%	53%	1964	502	6%	1.72
四川	2083	3206	2934	71%	109%	1457	2424	60%	93%	2243	442	4%	1.78
重庆	1367	1826	2020	68%	90%	407	2037	20%	27%	544	229	3%	0.60
陕西	945	1647	2280	41%	72%	1111	2127	52%	91%	1937	273	7%	3.02
新疆	271	317	449	60%	70%	204	-	-	-	-	138	8%	-
天津	1029	1131	1536	67%	74%	173	1635	11%	12%	191	500	12%	0.03
广西	626	882	2002	31%	44%	351	1552	23%	32%	495	247	8%	0.58
云南	214	300	1598	13%	19%	155	1194	13%	18%	217	299	11%	0.21
宁夏	66	79	154	43%	51%	47	208	23%	27%	57	12	6%	0.83
甘肃	268	336	595	45%	56%	551	679	81%	102%	692	108	12%	1.30
黑龙江	189	227	388	49%	59%	45	412	11%	13%	54	5	2%	1.73
吉林	664	740	931	71%	80%	121	788	15%	17%	135	99	8%	0.14
青海	125	141	138	91%	102%	51	158	32%	36%	57	34	17%	0.19
辽宁	838	1011	1243	67%	81%	246	1360	18%	22%	297	27	7%	1.87
内蒙古	204	261	529	39%	49%	167	580	29%	37%	213	17	17%	2.75
河北	1393	1948	3281	42%	59%	962	3093	31%	43%	1345	134	6%	2.85
山西	444	672	1087	41%	62%	314	1068	29%	44%	474	127	8%	1.27
贵州	713	1374	2113	34%	65%	268	2224	12%	23%	517	184	7%	1.35

资料来源：中指数据库，民生证券研究院

注：2022 全年预算完成比例测算数=2022H1+Q3 预算完成比例/2021H1+Q3 预算完成比例*2021 全年预算完成比例

2022 全年土地出让金测算数=2022 全年预算完成比例测算数*2022 政府性基金收入预算数

2022Q4 土地出让金测算数=2022 全年土地出让金测算数-2022H1+Q3 土地出让金。(以上为简单测算)

再观察 2022Q4 土地出让金测算数对年内城投债到期规模的覆盖倍数，重庆、天津、广西、云南以及尾部的吉林等区域压力较大。土地市场收入下滑对区域城投偿债压力的影响需区分看待，对经济财政实力较强的区域而言，尽管土地出让收入的下滑幅度亦不小，但从覆盖倍数的测算结果来看，总体压力尚可，且尚能依靠存量的经济实力；对实力较弱或债务负担重的区域而言，土地市场遇冷对地方财政的影响更大，或为城投偿付债务带来一定压力。

更长视角下，明年怎么看？

2022 年财政压力依然不小，关键在于房地产约束之下的土地出让收入持续走弱，当前地产微观约束仍存，明年土地市场走强的预期算不得强，首先是财政压力如何弥合，其次是往城投偿债压力上传导如何考虑？

政策应对上，预算收支差的刚性弥合一方面依靠财政“余粮”，另一方面通

过进一步扩赤字，增发专项债以平衡，但这并非长远之计。政策目标很多，关键在于平衡与取舍；但于市场而言，央行保持流动性充裕的前提之下，财政的压力往城投偿债传导的链条或被拉长，底线风险仍为可控。

4 风险提示

- 1) **房地产政策不及预期。**年内房地产政策有边际放松，后续如若不及预期或对土地市场产生影响。
- 2) **疫情防控政策变化。**疫情以及防控政策的演变影响土地市场景气度。
- 3) **宏观经济、地方政府债务压力、城投信用风险事件超预期。**债务风险与经济发展紧密相关，宏观经济下行或导致各地偿债压力超预期抬升。

插图目录

图 1: 2022 年前三季度各省土地市场表现一览 (亿元)	4
图 2: 江苏、浙江、福建、山东、广东重点地市 2022 前三季度土地市场表现 (亿元)	5
图 3: 湖北、安徽、江西、河南重点地市 2022 前三季度土地市场表现 (亿元)	6
图 4: 湖南、四川、陕西、新疆重点地市 2022 前三季度土地市场表现 (亿元)	6
图 5: 云南、广西重点地市 2022 前三季度土地市场表现 (亿元)	6
图 6: 其他尾部区域主要地市 2022 前三季度土地市场表现 (亿元)	7
图 7: 截至 10 月 8 日 2022 年第三批集中供地情况	8
图 8: 各省 2022 年土地出让金测算情况及年内到期覆盖倍数 (亿元)	9

分析师承诺

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。	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。

本报告仅供本公司境内客户使用。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。

本报告的版权仅归本公司所有，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。

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 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026