



宏观研究

# 【粤开宏观】稳住房地产，解决财政和城投风险

2023年07月07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

**分析师：方堃**

执业编号：S0300521050001  
电话：010-83755575  
邮箱：fangkun@y kzq.com

**分析师：牛琴**

执业编号：S0300523050001  
电话：13681810367  
邮箱：

**近期报告**

《【粤开宏观】从土地财政到股权财政：实质、可行性与建议》2023-06-20

《【粤开宏观】广义货币 M2 高增与经济和通胀低迷并存的原因》2023-06-20

《CEPA 签署二十周年，进一步深化香港与内地合作》2023-06-29

《【粤开宏观】区分资产负债表衰退的三种情形》2023-07-06

《【粤开宏观】积极发挥财政在防范化解重大风险中的作用》2023-07-07

**导读**

今年中国的宏观经济形势严峻复杂，在内外部环境不确定性明显提高以及去年基数效应的共同作用下，今年中国经济的同比增速将大起大落，增加了研判经济形势和提出对策的难度。

一季度，中国宏观经济超预期，但是进入二季度以来主要经济指标持续下行，并逐步影响到了社会情绪，实体经济、金融市场的疲软表现与社会情绪的焦虑迷茫不断交织、互相影响。同时，一系列风险并存，如城投风险暴露、财政收支矛盾加剧、金融风险日益提高。诸多专家学者提出了各种观点和应对之道，我认为要从系统的思维去看待当前的形势，不能脚痛医脚、头痛医头，甚至病急乱投医。

总体上看，当前财政和城投风险的症结在于房地产，解决宏观经济、财政、城投问题的关键在于房地产，这既源于房地产对国民经济、政府收入、就业的重大贡献，又源于房地产市场的好坏、房地产价格的高低直接影响金融风险。

**风险提示：**土地出让收入持续下行、稳增长政策不及预期



## 目 录

一、当前的中国经济不能简单类比 1990 年代的日本.....	3
二、房地产不稳对经济、财政、城投和金融风险产生了关联性影响.....	3
三、如何稳住房地产？ .....	4



## 一、当前的中国经济不能简单类比 1990 年代的日本

当前主要经济指标持续下行：生产、消费、房地产投资、基建投资、制造业投资、出口等纷纷下行，CPI 和 PPI 持续下行，6 月制造业 PMI 连续第三个月处于收缩区间，而青年失业率持续创新高。这反映出中国经济面临宏观上的总需求不足、微观上的市场主体信心不振两个问题。

信心与预期不足引发社会对“低欲望社会”和日本“失去三十年”的讨论，以日本 1990 年代的情况类比中国的分析亦比比皆是，也有观点认为辜朝明提出的“资产负债表衰退”对当前的中国经济有极强的解释力。我认为，当前经济下行压力较大，但是并没有出现资产负债表衰退；中国经济与 1990 年代日本有相似之处，但不能简单类别，中国经济的今天也绝不是 1990 年代的日本。

其一，当前中国经济下行压力不是资产端大幅下挫、泡沫破裂引发的资产负债表衰退，而是外部逆全球化和脱钩断链冲击、内部前期部分行业政策不稳定等引发的信心不足。虽然目前部分城市的房地产价格有所下行，但并未出现大面积、大幅度的下跌，因为严格意义上居民和企业资产负债表并没有出现衰退，而只是扩张幅度放缓。同时，当前市场主体信心低迷有其他原因，消费者预期偏低主要是因为：疫情三年改变了消费者对风险和不确定性的认知，同时部分群体失业率上升、部分行业（如金融、互联网）实施薪酬优化等一定程度上影响了对未来收入的预期；企业预期偏低主要是外部地缘政治风险加大以及经济下行期的主动收缩。

其二，当前的经济结构和外部环境类似 1990 年代日本，但不同于日本，不宜简单类比。2022 年中国房地产和金融业增加值之和为 14%，略低于日本 80 年代末 90 年代初；当前中国面临中美贸易摩擦等，日本当年面临日美半导体贸易战等。但是，我们要看到：中国的市场规模更大，经济纵深空间大；日本面临长期存在的过剩产能和不良债权问题，而中国早在 2016 年就已实施供给侧结构性改革，包括去产能、去杠杆等举措；日本在 1990 年代初的城镇化率为 77% 的较高水平，而中国 2022 年城镇化率仅为 65%，户籍城镇化率更低，城镇化还将继续拉动中国经济增长；中国的利率、财政政策空间均较大。

## 二、房地产不稳对经济、财政、城投和金融风险产生了关联性影响

当下，我们必须回答的问题是在纷繁复杂的经济指标之中，到底哪个因素才是最主要以及非常核心的因素，我认为是房地产。

房地产是中国国民经济的重要支柱，2022 年房地产业增加值接近 7.4 万亿元，占 GDP 的比重达到 6.1%。同时，房地产业还间接带动了建材、家具、黑色金属、有色金属、水泥等制造业以及金融、商务服务等服务业。房地产不仅与投资、消费、就业等息息相关，还与财政、城投深度绑定。消费是经济活动的慢变量，是居民的理性选择；出口在全球经济下行背景下大概率要继续下行，而出口又将影响到制造业投资。因此，从需求端看主要是房地产投资和基建投资还有较大的主动作为空间。

事实上，房地产投资直接与房地产市场低迷和房地产企业的经营状态有关。今年 1 月~5 月中国房地产投资同比增速为-7.2%，房地产销售面积同比为-0.9%，但同时待售面积同比为 15.7%，为 2016 年 2 月以来新高；房地产企业的盈利能力、现金流偏弱，于是房地产企业的拿地的意愿不高，直接影响了地方政府的土地出让收入。今年 1 月~5 月全国土地出让收入累计同比增速为-20%，这还是建立在去年同期同比下降 28.7% 的基



础上。

这种局面进一步影响地方政府的可支配财力，导致财政发力受限，拖累基建投资，今年1月~5月基建投资（不含水电）同比投资增速为7.5%，增速总体呈下滑态势。同时，城投公司在设立之初往往通土地作价注资，之后从事基建和土地开发，带动地方招商、就业以及土地市场的繁荣，地方政府实现土地溢价后反哺城投公司，城投、土地、地方政府三者深度绑定。

地方政府可支配财力扩张有限，导致隐性债务集中的城投债务在面临风险时，地方政府的救助能力下降，城投资金缺口进一步加大、信用事件频发，昆明、潍坊等地城投信用评级接连遭负面展望。昆明在疫情前的土地出让收入为1000亿元数量级，去年下降到100亿元数量级。这就是为何财政、城投风险以前年度也有，但今年明显加大。

城投债对应着金融机构的资产，于是城投风险连接财政与金融，症结在于房地产，要以系统性思维看待和解决。

“土地财政”不仅仅指政府性基金预算中的土地出让收入，还包括房地产贡献的相关税收。据估算，2022年房地产行业贡献的相关税收超2.5亿元，加上土地出让收入后，土地财政贡献财政收入占全国财政收入（一般公共预算收入加政府性基金收入）超三成，达到32.9%，较2021年下降5个百分点。地方政府层面对土地财政的依赖度更高，2022年达到48.7%。

东北、西南地区首当其冲，土地出让收入大幅萎缩，政府性基金收入持续两位数负增长。分省份看，2022年，吉林（-65.7%）、天津（-65.1%）、黑龙江（-64.4%）、青海（-60.5%）、甘肃（-51.3%）、云南（-50.8%）的国有土地出让收入同比降幅超50%，除上海、海南，其余29个省份的政府性基金收入同比负增长。分城市看，2022年土地出让收入同比跌幅超50%的地市州有36个，接近八成的地市州政府性基金收入同比负增长。省会城市中，哈尔滨市（-81.0%）、沈阳市（-77.3%）、长春市（-77.2%）、昆明市（-70.4%）、西宁市（-68.2%）土地出让收入同比降幅最大。

相应的，地方政府性基金收入补充地方一般公共预算的作用下降。过去，地方政府通过政府性基金预算安排“调出资金”，用于平衡一般公共预算收支缺口，但地产下行周期中地方政府的腾挪空间正在不断收窄。2022年广西、云南房地产市场信心低迷，严重冲击土地财政；全年政府性基金调出资金分别为121.46亿元、101.04亿元，同比降幅超60%；调出资金占政府性基金收入的比重分别为10.9%、16.3%，较上一年度分别下降10.2个、8.7个百分点。地方政府可用财力下滑过快，会加速债务风险暴露，一旦引发舆情会加大处置难度。

### 三、如何稳住房地产？

当前，如何在“房住不炒”总基调下稳定房地产市场，是最关键的问题之一，建议：

一是，支持房地产企业合理融资需求，增强房企信心。当前房企资金困难、债务违约频繁，引发了土地市场遇冷、烂尾项目攀升等连环反应，当务之急在于稳定房地产企业信心。一方面，稳定房地产开发贷款以及建筑企业信贷投放，满足房地产项目合理融资需求，给建筑企业提供必要的贷款支持，增强房企和建筑业信心。特别是在信贷投放时，应该对国企和民企做到一视同仁。另一方面，积极拓展房地产企业融资渠道，支持优质房企发行债券融资，鼓励信托等资管产品支持房地产企业合理融资需求。



二是，下调存量房贷利率，减轻居民还贷压力，提升消费能力。当前社会上对于下调存量房贷利率的呼声较高：一方面，这有助于减轻居民还贷压力，节省下来的资金能够用于消费，从而提振内需；另一方面，部分居民的房贷利率处于高位，引发提前还贷的现象，资金或来源于存款，或来源于违规的消费贷和经营贷，都将加剧居民的资金链紧张程度，降低其风险承受能力，违规转贷还可能诱发金融和房地产市场风险。

但下调存量房贷利率也存在一些问题：其一，银行是自主经营的商业机构，央行主要通过货币政策来影响贷款利率，下调存量房贷的加点部分，明显超出了监管部门的正常职权范围；其二，住房贷款是银行的优质资源，且存量规模较大，若下调其利率，将对银行利润造成较大冲击，增大银行业风险，同时，许多银行都是上市公司，也将影响股民利益；其三，利率是资金的价格，购房和房贷都是市场行为，遵循契约精神，若经济低迷时期可以要求下调加点部分，经济强劲时期银行要求重新加回却面临较大困难。

三是，优化房地产调控政策，支持居民刚性和改善性购房需求。当前房地产市场低迷仍是拖累经济增长且蕴藏较高风险的领域，政府出台了多项稳地产政策，试图提振居民购房需求，但与此同时，部分合理的刚性和改善性需求却仍受到严格限制。因城市间迁徙产生的刚需或家庭的改善性住房需求，由于首套房和二套房的首付比例差别大、贷款利率高等原因，仍被抑制。

根据“房住不炒”的精神，政策既要抑制投机性需求，也要支持合理的刚性和改善性需求。若能进一步优化房地产调控政策，既能提振房地产市场，也能增进民生福祉。



## 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。

方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

牛琴，粤开证券研究院宏观分析师，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，证书编号：S0300523050001。

## 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

广州市黄埔区科学大道60号开发区控股中心19、21、22、23层

北京市西城区广安门外大街377号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)