



宏观研究

【粤开宏观】土地财政引发的挑战及应对

2024年02月19日

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

近期报告

《【粤开宏观】1949-2023年中国各省份财政收入排名变迁》2024-02-08

《【粤开宏观】2024年地方实现高质量发展：四大看点》2024-02-04

《【粤开宏观】2023年中国区域经济图景：格局与变化》2024-01-31

《【粤开宏观】2023年城投债回顾与2024年展望》2024-01-28

《【粤开宏观】意外的降准与落空的降息：原因、影响与展望》2024-01-24

摘要

近年来，伴随中国经济增速换挡以及企业面临内外部压力挑战，中国持续推出减税降费等积极财政政策，有力地促进了经济恢复发展、稳定就业、改善民生、推动科技创新、防范重大风险等。但是，与之相随的是中国宏观税负持续下行、债务攀升等，财政债务问题越发受到各方较大关注。2023年是疫情平稳转段后的第一年，经济总体在持续恢复，财政收入呈现恢复性增长；但是，房地产由于供需形势逆转，低迷的房地产市场引发房地产相关税收下行、土地出让收入锐减、以土地作抵押的土地融资受到冲击，西部和东北部分城市的土地出让收入与疫情前相比更是下降90%以上，直接导致了部分省份、部分城市可支配财力大幅下降，从而衍生出城投风险、金融风险等一系列问题。

这种背景下，地方财政采取短期应对措施包括处置资产、紧缩支出、突击罚没、拖欠账款、债务融资五种手段。地方政府主动作为纾解财政矛盾，力避地方财政流动性危机，同时部分手段如增加收费和罚款、压减公共服务支出可能产生弱化减税降费效果、破坏营商环境等后果，也要引起高度重视并探索新的根本解决之道。解决土地财政冲击既在于当前采取果断措施稳定宏观经济尤其是稳定房地产，更在于从体制机制推动一系列改革，包括明确政府与市场关系以界定政府职能和政府支出规模，上收事权和支出责任，稳定宏观税负等。

理性客观分析当前财政和债务形势，总结梳理地方政府五大自救行为的利弊，进而提出建议对策以应对目前局面，尤为必要。我们认为，在党中央国务院的坚强领导下，扎实推进中央经济工作会议提出的谋划新一轮财税体制改革，财政债务将更可持续，年年困难年年过，年年过年年好。

风险提示：经济恢复不及预期，房地产低迷持续超预期，地方财政预算执行数据披露不完整。



目 录

一、当前地方财政债务形势：土地财政冲击持续，地方政府债务风险仍待化解	3
（一）土地相关的地方税收收入减少，土地出让收入补充地方财力的作用下降	3
（二）地方财政非民生支出受限，政府性基金支出负增长	6
（三）地方财政收支矛盾加剧，对中央转移支付的依赖度提高	6
（四）地方政府显性债务压力可控，但城投平台等主体形成的隐性债务风险集中	7
（五）经济社会风险财政化，加大地方财政压力和债务风险	8
二、地方政府采取的应对行动：处置资产、紧缩支出、突击罚没、拖欠账款、债务融资五种手段	8
（一）处置国有产权：多为一次性收入，收入不稳定	8
（二）“紧缩”支出：主动压减一般性支出，保障基本民生	10
（三）乱罚款乱收费：规模不定，弱化减税降费效果，破坏营商环境	11
（四）设置账期：形成拖欠账款，不利于营商环境改善	11
（五）债务融资：警惕债务风险	12
三、未来要推动中长期体制机制改革：统筹财政政策与非财政政策促进经济发展，稳定宏观税负，明确政府职能并界定政府支出规模	12
（一）稳定宏观经济，尤其要稳定房地产形势，推动房地产软着陆	13
（二）稳定宏观税负，增强财政资源统筹能力	13
（三）优化支出结构，强化债务管理	13
（四）中长期推动体制机制的联动改革，清晰界定政府职能和支出规模	14

图表目录

图表 1： 31 省份 2023 年地方财政税收收入占比	4
图表 2： 31 省份 2023 年政府性基金收入及土地出让收入同比增速	5
图表 3： 31 省份 2023 年土地财政依赖度程度	6
图表 4： 31 省份 2023 年地方财政自给率	7
图表 5： 31 省份 2023 年地方政府负债率	8
图表 6： 2013 至 2022 年地方财政国有资源（资产）有偿使用收入及其占比变化趋势	9
图表 7： 2023 年各省份国有资源（资产）有偿使用收入占一般公共预算收入的比重	10
图表 8： 2013 至 2022 年地方财政收入中罚没收入及其占比变化趋势	11
图表 9： 2015 至 2023 年地方政府债券发行规模变化趋势	12



一、当前地方财政债务形势：土地财政冲击持续，地方政府债务风险仍待化解

2023 年，地方财政在紧平衡下负重前行。收入端受到土地和房地产市场低迷拖累，支出端民生类等刚性支出压力增加，地方财政自给率下降，收支矛盾依然突出。而政府债务作为弥补收支缺口的重要手段，地方政府债务余额持续攀升，债务还本付息压力不断累积，对地方财政运转和基层财力保障带来新的挑战。

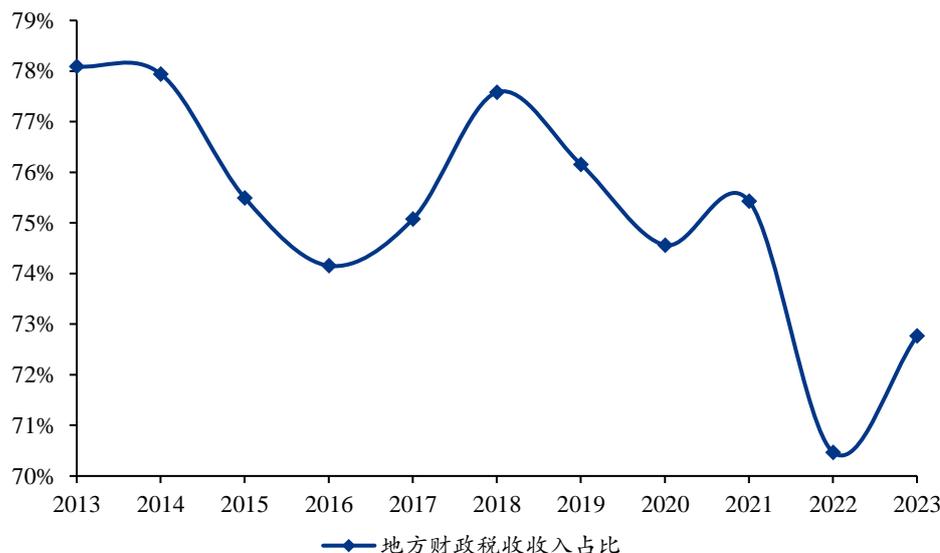
（一）土地相关的地方税收收入减少，土地出让收入补充地方财力的作用下降

从税收收入来看，地方税收增长动能不足，土地相关地方税收收入减少。2023 年，31 个省份地方财政收入同比均实现正增长，地方一般公共预算本级收入合计 117218 亿元，同比增长 7.8%，增速较高主要是 2022 年大规模留抵退税、缓税形成低基数，以及经济增长带动税收恢复性增长。尽管整体恢复性增长，地方财政收入也面临结构性压力，收入稳步增长的基础不牢固。受工业企业利润下滑影响，江苏、浙江等多数省份企业所得税收入负增长；受大宗商品价格回调影响，陕西、山西等资源税收入下降；受房地产市场拖累，多个省份土地增值税、契税等地方税收收入仍在下滑。房地产与土地开发周期较长，融资、土地取得、拆迁安置、工程建设、预售销售、出租等各环节都会涉及到税费征缴。2022 年以来，随着房地产销售和投资转弱，房价下跌引起契税、土地增值税下降，开发面积下降引起耕地占用税、城镇土地使用税下降，房企经营困难、盈利能力下滑，引起企业所得税、增值税大幅减少。根据《中国税务年鉴》，2022 年房地产业创造税收收入 17158 亿元，占全国税收收入的 9.5%，税收贡献率较 2020 年的 15.1% 大幅下降。2023 年，全国土地和房地产相关的五大地方税收收入合计 18538 亿元，同比下降 3.5%。其中，土地增值税 5294 亿元，同比下降 16.6%；耕地占用税 1127 亿元，同比下降 10.4%。分省份看，2023 年，江苏、福建、浙江、广东、山东土地增值税同比分别为 -49.2%、-40.4%、-20.5%、-16.9%、-12.8%。

从收入质量看，地方税收收入占比有所提升，但仍处于近十年的较低水平。一般公共预算收入由税收收入与非税收入构成，其中税收占比越高，一般公共预算收入的稳定性越强，可认为财政收入的质量越高。近年来，积极财政发挥逆周期调节作用，地方落实大规模减税降费和留抵退税，叠加营改增等税制改革，地方税收收入占本级一般公共预算收入的比重从 2018 年的 77.6% 降至 2022 年的 70.5%。2023 年，地方税收收入达 8.53 万亿元，呈现恢复性增长，占地方级一般公共预算收入的 72.8%，较 2022 年有所上升，但仍处于 2013 年以来的次低水平。分省份看，2023 年，全国有 25 个省份一般公共预算中税收收入占比较 2022 年上升，吉林、湖北等 6 个省份税收收入占比下降。北京、上海、浙江的财政收入质量最高，2023 年税收收入占比分别为 86.7%、85.5%、82.8%；贵州、河北、重庆、广西财政收入质量相对较低，2023 年税收收入占比均处于 60% 左右。



图表1：31 省份 2023 年地方财政税收收入占比

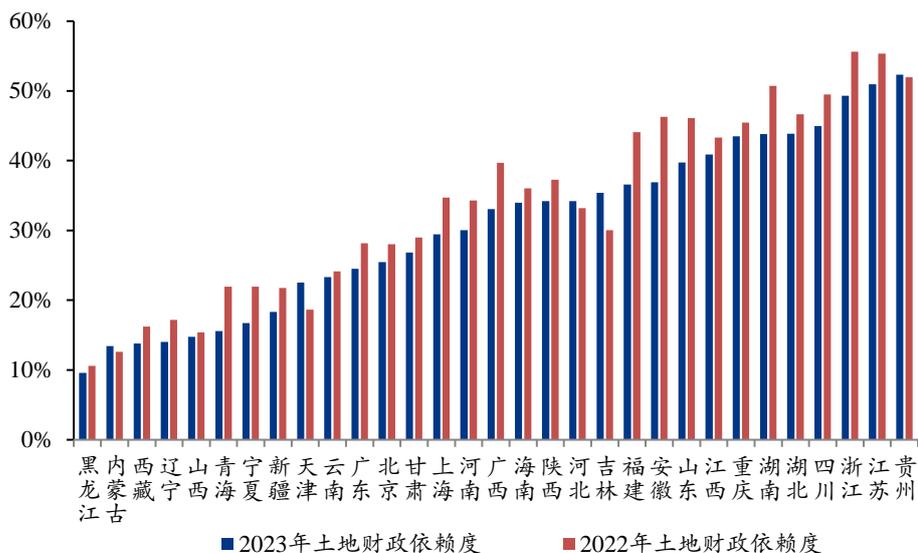


资料来源：财政部，各地财政厅（局），粤开证券研究院

从土地收入看，土地出让收入补充地方财力的作用下降。房地产企业的盈利能力偏弱、现金流偏差，房地产企业拿地的意愿不高，直接影响了地方政府的土地出让收入。2023 年，全国土地出让收入同比增速为-13.2%，在 2022 年同比-23.3%的基础上进一步下滑。分省份看，中东部地区土地出让收入下行压力凸显。2023 年，东南沿海经济大省土地市场疲软，福建（-23.0%）、浙江（-22.4%）、广东（-18.2%）土地出让收入同比跌幅较大。中部省份土地市场表现不佳，安徽（-26.1%）、湖南（-22.7%）、河南（-16.0%）土地出让收入同比降幅高于全国水平。土地出让收入大幅萎缩，直接导致地方政府性基金收入负增长，相应地补充地方一般公共预算的作用下降。2023 年，全国 21 个省份政府性基金收入同比负增长。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不断收窄。2023 年广东房地产市场低迷冲击土地财政，全年广东政府性基金调出资金 897.2 亿元，同比降幅超 50%；调出资金占政府性基金收入的比重为 19.9%，较 2022 年下降 21.7 个百分点。土地财政下行不仅会加大财政收支缺口；地方政府可用财力下降，还会导致隐性债务或城投债务在面临风险时，地方政府的救助能力下降。



图表3：31 省份 2023 年土地财政依赖度程度



资料来源：各地财政厅（局），粤开证券研究院

（二）地方财政非民生支出受限，政府性基金支出负增长

地方财政支出重点保民生，非民生支出受限。2023 年，地方一般公共预算支出达到 236355 亿元，同比增长 5.1%。这主要是由于地方政府增加财政支出扩大内需，既要扩大内需、助力经济筑底复苏，又要留出资金兜底民生，还要防范化解房地产、地方债务、中小银行等多领域风险。2023 年全国一般公共预算支出中，社会保障和就业、科学技术支出分别同比增长 8.9%、7.9%，快于整体支出增速。由于基本民生支出和债务还本付息支出相对刚性，基建等其他支出受限。其中，交通运输支出同比增 1.3%，文化旅游体育与传媒支出同比增 1.2%。增速大幅低于支出整体增速。

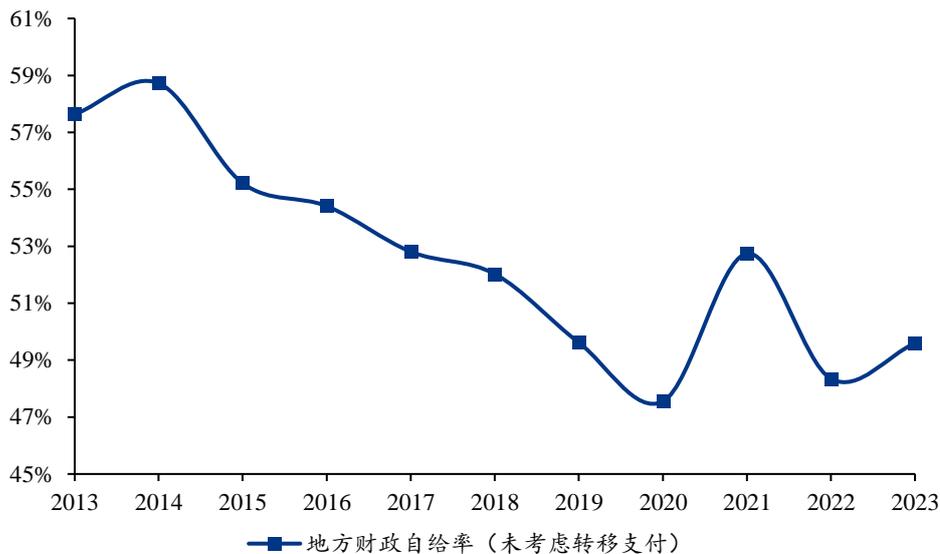
土地出让收入锐减，进一步限制了政府性基金支出力度。土地出让收入不仅用于安排相关项目支出，还可以按比例计提各项基金，支持城市建设、农业农村、保障性安居工程建设。当前地方政府土地财政收入下降，导致财政发力受限，2023 年，18 个省份政府性基金支出同比负增长，上海、浙江、山东、江苏、广东政府性基金支出同比分别为 -19.8%、-15.2%、-9.4%、-9.2%、-3.8%。同时，城投公司在设立之初往往以土地作价注资，之后从事基建和土地开发，带动地方招商、就业以及土地市场的繁荣，地方政府实现土地溢价后反哺城投公司，城投、地方政府通过土地实现深度绑定。土地财政冲击之下，城投企业投融资难度加大，并进一步拖累基建投资，2023 年基建投资（不含电力）同比投资增速 5.9%，增速逐月放缓。

（三）地方财政收支矛盾加剧，对中央转移支付的依赖度提高

近年来，地方政府落实高质量发展要求，地方财政收入端落实减税降费政策，支出端统筹多重考核目标，基层“三保”压力较大。收入和支出的一降一升，加大了地方财政支出缺口。以地方一般公共预算收入与支出的比值衡量地方财政自给率，不考虑转移支付，地方财政自给率从 2014 年的 58.7% 逐年下行至 2020 年的 47.6%，此后仍处于低位。西藏、青海、甘肃等财政经济实力偏弱地区财政自给率较低，高度依赖中央转移支付和税收返还。北京、上海、广东、江苏、浙江 2023 年财政自给率均高于 65%，对中央转移支付的依赖度相对较低。



图表4：31 省份 2023 年地方财政自给率



资料来源：财政部，各地财政厅（局），粤开证券研究院

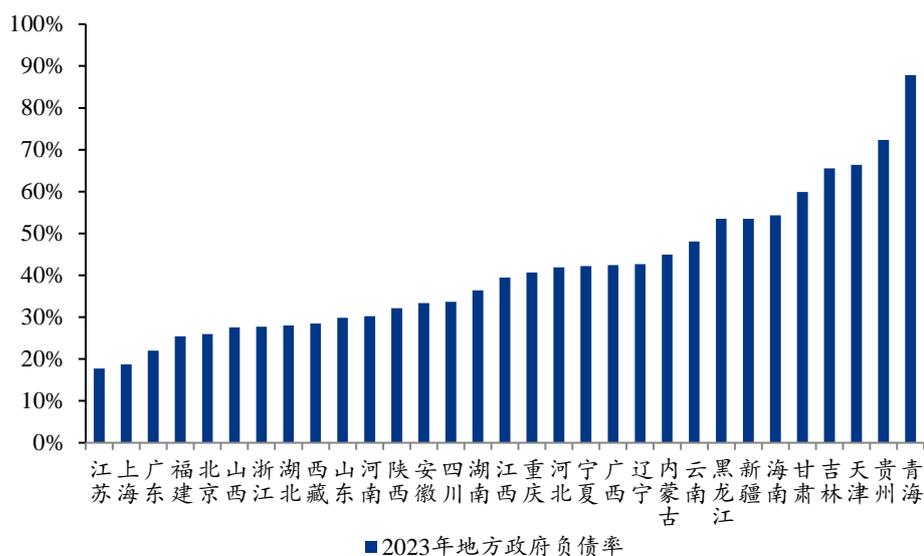
（四）地方政府显性债务压力可控，但城投平台等主体形成的隐性债务风险集中

我国地方政府债务总量大、增速快，这是经济增速下行、积极财政主动作为的结果，同时导致了负债率攀升。截至 2023 年底，全国地方债务余额为 40.74 万亿元，考虑 GDP 后，我国地方政府负债率为 32.3%，同比上升 3.3 个百分点，显性债务压力尚可控制。地方在实施一揽子化债方案的背景下，2023 年集中发行特殊再融资债券偿还部分存量隐性债务。分省份来看，天津、吉林、重庆、贵州等化债重点地区政府债务余额同比高增超过 20%。东北、西南、西北个别省份负债率较高。2023 年，青海、贵州、天津、吉林政府负债率超出 60% 的警戒线，分别达到 87.8%、72.3%、66.4%、65.6%。

考虑融资平台形成的有息债务后，整体偿债压力较大，尤其是中西部财政实力较弱的省份。除了纳入政府预算的显性债务外，地方政府债务还有很大一部分是通过城投平台等主体举借的隐性债务。截至 2022 年底，城投平台带息债务规模达到 55.0 万亿元。考虑城投平台有息债务后，我国地方政府广义债务率和广义负债率偏高，分别达到 320.4% 和 74.4%。



图表5：31 省份 2023 年地方政府负债率



资料来源：各地财政厅（局）、统计局，粤开证券研究院

（五）经济社会风险财政化，加大地方财政压力和债务风险

一是房地产风险引发的财政冲击。房地产相关税收及土地出让收入下滑的同时，房地产行业风险化解需要财政支持，增加地方政府救助责任。二是金融风险财政化。截至2022年末，全国村镇银行共有1645家。2022年四季度人民银行评级的高风险村镇银行112家，占全部高风险机构的32.4%，占村镇银行总数比例为6.8%。中小金融机构风险如处理不当，可能会对区域金融稳定形成威胁。大部分城商行以及部分农商行的第一大股东是地方财政，且由于区域经营和属地监管，业务与当地财政紧密相关，因此地方财政承担着一定的兜底或关联责任。三是城投风险与财政风险交织。部分高度依赖土地出让收入的地区土地出让收入大幅下降，而目前民营房企整体遇到现金流困难，部分城投参与拿地市场托底，但是城投也面临债务问题，这可能会导致城投与财政风险进一步捆绑。四是受国际大宗商品价格下行以及国内需求不足的影响，物价水平尤其是与财政关系度较大的PPI持续负增长，不利于财政增收。

二、地方政府采取的应对行动：处置资产、紧缩支出、突击罚没、拖欠账款、债务融资五种手段

应对土地财政收入下行冲击，地方政府千方百计纾解财政困难。从具体方式看，部分地方政府主要采取处置资产、紧缩支出、突击罚没、拖欠账款、债务融资五种手段来缓解财政收支压力。除处置国有产权、削减非必要支出外，其余方法往往有副作用。因此，应避免采用具有“涸泽而渔”或“劫贫济富”等特征的方法。

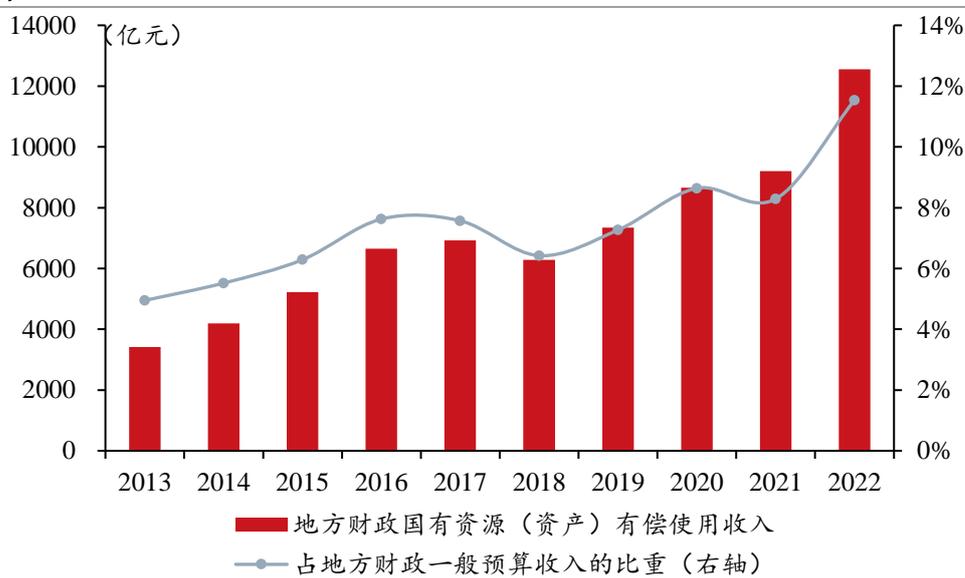
（一）处置国有产权：多为一次性收入，收入不稳定

国有资源资产有偿使用收入是一般公共预算非税收入中最大的一项，包括处置闲置房产、矿业权转让、经营权转让等。根据全国财政决算显示，2013年至2022年间，国有资源资产有偿使用收入占地方一般公共预算的比重为从4.9%大幅提升至11.5%。从已公布数据来看，2023年，国有资源（资产）有偿使用收入占地方一般公共预算收入比重最高前三名依次是重庆、黑龙江、新疆，均超过20%。从各地公布的信息看，各地盘活



国有资产（产权）的途径主要有处置安置房等闲置房产、矿业权、景区和车位等资产经营权等。资源型省份非税收入主要是依靠矿业权出让拉动。2023 年，山西受大宗商品价格影响资源税收入下降，但矿业权出让收益增加，国有资源（资产）有偿使用收入同比增长 26.1%，有力带动财政收入增长。2023 年，新疆实施新一轮找矿突破战略行动，加强能源矿产资源开发，把资源优势加速转化为财政收入，全自治区非税收入快速增长，巴音郭楞自治州、阿克苏、阿勒泰地区矿业权出让收益较高。其他省份需要另辟蹊径，主要是依靠盘活存量资源增收。2023 年吉林国有资源（资产）有偿使用收入 170.6 亿元，增长 1.5 倍，主要是由于各地加大资源资产盘活力度增加收入。黑龙江国有资源（资产）有偿使用收入同比增长 20.4%，主要是林地、土地特许经营权出让收入增加带动。还有部分市县将全城停车位经营权打包拍卖，标的额往往达到亿元数量级，时间跨度则有 10 年以上。在减税降费的大环境下，盘活资源是必然要求，但要防止罚没收入过快上涨导致对营商环境及减税降费效果的冲击。

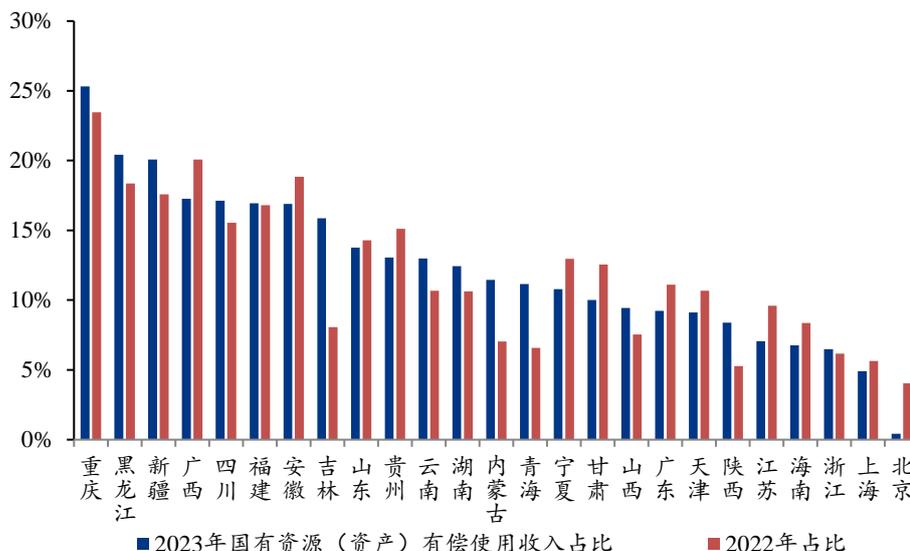
图表6：2013 至 2022 年地方财政国有资源（资产）有偿使用收入及其占比变化趋势



资料来源：财政部，粤开证券研究院



图表7：2023年各省份国有资源（资产）有偿使用收入占一般公共预算收入的比重



资料来源：各地财政厅（局），粤开证券研究院（注：河北、河南等6个省份2023年数据暂缺）

国有资源（资产）有偿使用收入类似于“土地财政”，存在不可持续风险。政府出让国有土地使用权获得资金，再将这笔资金调入一般公共预算，弥补财政收支差额，这种做法行之有年。而在土地市场遇冷、多个城市出现流拍的背景下，地方政府有意用国有资源资产有偿使用收入弥补收支差额。事实上，二者有一定相似性。从性质看，均属于政府转让或出租政府性资产获得的收益。从期限看，涉及的时间跨度均可达到10年以上，最高的住宅用地达到70年。该项收入的风险主要是缺乏可持续性。政府将未来数十年的产权收益一次性拍卖，不能成为获取经常性、稳定性财政收入的手段。部分地方政府过度逐利还可能加剧资源稀缺，催生泡沫、导致资金空转，不利于资本进入实体领域。

（二）“紧缩”支出：主动压减一般性支出，保障基本民生

“过紧日子”成为各级政府要坚持的长期方针。中央反复强调各级政府要坚持过紧日子，要求腾出资金优先保障基本民生。实际上，政府过紧日子不是短期的被动应对，而是我国政府的主动抉择，也是必须长期坚持的政策。党政机关特别是中央机关带头厉行节约，把钱省下来用于支持民生和市场主体。2020年以来，中央本级支出预算压减，其中2020年非急需、非刚性支出压减50%以上，大幅压减非刚性、非重点项目支出和“三公”等经费，“三保”资金则正常增长。

但是，当前部分地区的部分基本公共服务面临困难。疫情期间，河南、湖南、广东等地先后发生个别城市公交停运，其原因是企业严重亏损以及政府补贴不到位。西部某省公交企业通知“职工贷款给自己发工资”。财政对城市公交的保障，既关系到司机薪酬发放，更直接关系城市中低收入者出行便利，是重要民生工程。公交停运反映出部分地方政府在民生保障方面仍存在短板。地方财力不足，基层运转资金和工资也面临困难，多地公务员薪酬较前期有所下调、发放日期推迟，或者对不规范津补贴进行清理，能为腾挪地方财力发挥一定积极作用，但不利于提振消费。



（三）乱罚款乱收费：规模不定，弱化减税降费效果，破坏营商环境

突击罚款收费不仅弱化减税降费的效果，而且对营商环境产生负面影响。从规模来看，2022 年全国决算显示，罚没收入和行政事业性收费合计约 8500 亿元，占全国一般公共预算收入 4.2%，不足税收收入的二十分之一，看似微不足道。不过，罚款和收费主要是同级财政受益，而不同于税收往往由各级财政按比例分享，因而地方具有通过罚款和收费弥补收支缺口的激励。特别是地方罚没收入迅速膨胀，地方财政罚没收入从 2020 至 2022 年累计增长了 25.9%，远高于同期地方财政收入整体增速，罚没收入占地方一般公共预算收入的比重持续提升至 2022 年的 3.4%。分省份看，西南地区一些省份罚没收入增长较快，占一般公共预算收入的比重较高。广西 2023 年一般公共预算收入中，罚没收入占比达 7.7%，在非税收入整体压减的背景下，罚没收入仍然正增长 6.6%。2023 年，重庆、贵州、云南罚没收入同样增长较快，分别同比增长 22.4%、13.2%、9.0%。

图表8：2013 至 2022 年地方财政收入中罚没收入及其占比变化趋势



资料来源：财政部，粤开证券研究院

乱罚款乱收费破坏企业生态。需要警惕乱罚款乱收费对微观主体信心的冲击。其一，罚款的主观性较强、规模不定，对财政而言是一种不稳定的收入，对企业而言冲击经营预期。其二，乱罚款乱收费缺乏公平性，“关系户”少罚少收、一般企业多罚多收，严重扰乱市场公平竞争。中央多次要求坚决防止各种名目乱收费增加企业负担，推行罚缴分离、规范执法程序等改革举措，有效遏制乱收费乱罚款行为。据 2021 年国办督察室的通报，华北某县级市出现大面积乱收费乱罚款，相关责任单位和责任人后续受到了问责、撤职或降级等处理。2022 年 8 月《国务院办公厅关于进一步规范行政裁量权基准制定和管理工作的意见》明确提出“坚决避免乱罚款，严格禁止以罚款进行创收，严格禁止以罚款数额进行排名或者作为绩效考核的指标”。中央严厉查处若干地方政府对市场主体的乱作为行为，着力降低制度性交易成本，有利于当前稳经济扩内需。

（四）设置账期：形成拖欠账款，不利于营商环境改善

账期是财务概念，但账期过长将转为事实上的拖欠账款。账期付款相较于预付、货到付款，能够缓解财务收支压力、节省资金。因此，优势采购方往往会设置账期。地方政府“账期”操作重启，拖欠账款问题可能死灰复燃，虽然短期有助于缓解财政资金运转

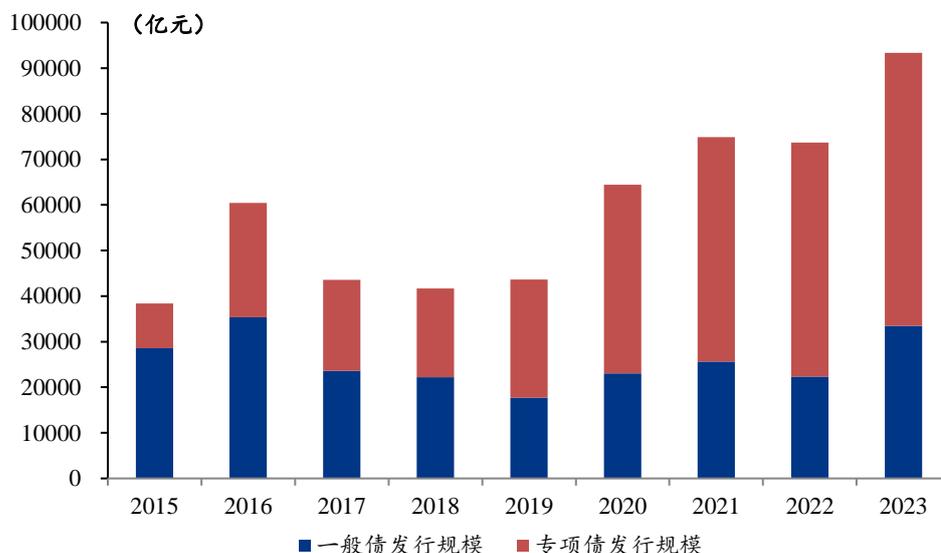


压力，但长期看会损伤营商环境和企业信心。根据我们对地方财政的情况了解，某地区库款保障水平从以往的 0.3 以上（即能够保障 $0.3 \times 30 = 9$ 天的支出）降至 0.15 左右，另一地区则推迟了财政发薪日期，以缓解库款紧张压力。

（五）债务融资：警惕债务风险

地方财政发行债券，可填补收支缺口。2020 年以来，为积极对冲经济风险，我国财政赤字和地方债限额扩大，地方政府债券特别是专项债发行量大幅扩张。2023 年地方政府专项债发行规模接近 6 万亿元，创历史新高，较 2019 年发行规模翻番。2023 年末，地方政府债务余额 40.74 万亿元，较 2022 年末增加 5.6 万亿元。其中，一般债务 15.87 万亿元，专项债务 24.87 万亿元，均控制在全国人大批准的限额之内。

图表9：2015 至 2023 年地方政府债券发行规模变化趋势



资料来源：财政部，粤开证券研究院

债务到期高峰将至，尤需警惕地方政府债务付息压力和城投偿债风险提升。一是地方政府债务规模扩大，直接导致当前债务付息支出激增，加大了地方财政收支矛盾。2023 年地方政府债券支付利息 1.23 万亿元，较 2019 年的付息规模接近翻番，政府债务利息支出占地方财政支出的比重提升。二是地方城投债务偿债压力较大。此外，2024-2025 年城投债到期金额较高，一旦出现城投公司无法偿付到期债券，地方财政将面临两难。若出手，将加剧财政紧张；若不出手，可能影响当地政府信用，并波及相关融资市场。

三、未来要推动中长期体制机制改革：统筹财政政策与非财政政策促进经济发展，稳定宏观税负，明确政府职能并界定政府支出规模

由上文可知，宏观经济恢复基础不牢以及房地产供需形势逆转导致地方财政收入增速下行，地方政府为应对此种局面采取的部分短期举措不具备可持续性，反而产生了副作用。因此，有必要采取更具根本性的举措大幅缓解或者彻底解决内外部形势的财政冲击，这既包括稳定宏观经济尤其是稳定房地产形势，又包括财税体制改革。



（一）稳定宏观经济，尤其要稳定房地产形势，推动房地产软着陆

一是继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策以扩大总需求。大幅提高财政赤字率，专项债规模与 2023 年大体持平或略增加，对外释放积极信号。降准降息均有空间，该降准降准，该降息降息，不要受到多政策目标的过多限制。要更好满足居民刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，结构性货币政策工具继续向科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业倾斜。加强货币政策与财政政策之间的协调配合，例如，中央政府增发国债和地方政府发行特殊再融资债，会收紧银行间市场的流动性，央行应通过降准、MLF、公开市场操作等方式保持流动性合理充裕；保交楼、城中村改造、保障性住房建设等虽然要由地方政府承担主体责任，但金融机构也要提供足够的金融支持。

二是房地产政策在构建新发展模式的基础上，有三大核心任务：**保供给、促需求和稳房价，放开限制性措施，推动相关住房需求释放**。其一是供给端保交楼，落实金融机构对房企支持的“三个不低于”，适当调整对金融机构的考核指标，避免房地产暴雷的硬着陆；其二，鼓励房地产行业内部并购重组、化解风险，避免烂尾对信心与预期的冲击；其三，需求端，降低各环节购房成本，例如提高房贷利息抵扣个税幅度、降低交易环节税费等，促进市场活跃，稳定房价预期；其四，取消限购或者增加有购房需求人群的名额资格，例如根据一定的社保缴纳年限，释放有需求但无购房资格人群的刚需；其五，一线城市要尽快推出优质地段建设高品质住房，如此才能稳住房地产价格并激发居民购房热情，稳定房地产信心和热度；其六，一线城市加快开发建设保障房，对于低能级城市则由财政收储部分商品房转化为保障房；其七，从长期看要构建以人口为中心的土地供应模式。

三是加强经济政策与非经济政策的协同配合，**建立非经济政策的事前审查和事后追责机制**。非经济政策在提振信心和预期上可以发挥更大作用，为经济政策的发挥创造更好的外部环境。当前市场主体的信心仍不足，财政与其他政策要进一步从激发微观主体活力、提振信心与预期入手。

（二）稳定宏观税负，增强财政资源统筹能力

一是稳定宏观税负，以支出政策为主、收入政策为辅。近年来我国宏观税负快速下行，导致政府财政汲取能力下降。2022 年一般公共预算收入占 GDP 比重下降至 16.8%，比 2015 年的高点下降 5.3 个百分点。在微观主体预期低迷情况下，企业和居民不愿意扩大投资和消费，减税降费的收入政策促进经济增长的作用有限，支出政策能直接带来需求扩大，从而促进经济循环。需要尽快稳定宏观税负，不宜再出台大规模减税降费，推动减税降费从数量规模型转向效率效果型。对老百姓影响不大但有利于推进高质量发展的税种适当进行结构性加税，包括消费税、环保税、资源税等，同时探索数据财政。

二是统筹财政资源，盘活存量资金，进一步发挥公有制经济的优势。灵活运用金融工具盘活存量资产。鼓励持有大量基础设施资产、负债率较高的国有企业，整合优质资产项目通过发行基础设施 REITS 进行证券化，拓宽投融资来源。

（三）优化支出结构，强化债务管理

一是优化支出结构，提高支出效率。坚持有保有压地调整结构，将有限的资金用于高质量发展的刀刃上，促进科技创新、改善民生福利提高和加强基础设施建设投资等方面，减少一般性支出，进一步提高绩效管理水平。

二是加强债务管理，促进地方政府隐性债务风险逐步缓释。进一步加强问责，硬化



预算约束，杜绝新增隐性债务；对于存量债务，总体上通过与金融机构合理分担风险，通过市场化谈判降低成本、优化期限结构，以时间换空间，避免集中到期引发资金链断裂问题。

（四）中长期推动体制机制的联动改革，清晰界定政府职能和支出规模

一是厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模，解决无限责任政府职能过大、支出责任过大的问题是根本。深化行政事业单位改革，强化绩效管理。如果政府长期大包大揽，家长制的大政府必然收支庞大。对人口流出地区的区县实施合并，减少财政供养人员，但是裁减冗员精兵简政，必须配合市场化的改革，比如放开市场准入、改善营商环境，提高就业的吸纳能力，否则改革将导致新的社会群体性问题。

二是建立适应多元目标治理体系下的政绩考核激励约束制度和财政评估制度，避免多元目标造成支出责任过快扩张。

三是加快推进中央和地方、省以下财政体制改革，上收部分事权和支出责任，缓解地方财政运行中的收支矛盾和流动性支付风险。探索下划消费税给地方以增加地方财力，逐步上收事权和支出责任至中央和省级政府，如区域均衡发展、调节收入分配和促进共同富裕、社会保障等职能，减轻地方和市县财政支出责任。

四是优化债务结构，发行长期建设国债用于全国性和跨区域的基础设施建设，顺从项目边际收益率递减趋势逐步减少专项债的使用，实现长期建设国债、地方一般债、地方专项债三者并行的格局，资金来源与资金投向从期限、外部性、收益性上匹配，分别对应跨区域重大建设、地方基本公共服务提供、地方有一定收益项目，从而提高国债和一般债比重，降低地方债和专项债比重。

五是引导城投平台向国有企业转型，建立规范的公司治理架构，探索新的业务模式，最核心是要剥离政府融资功能，形成政府与转型城投的清晰界限，真正按照国有资本投资公司和运营公司实施管理，一方面转型城投不再背负政府投融资的包袱，另一方面又按照市场化激励约束自负盈亏。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

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“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。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，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com