



## 宏观研究

## 【粤开宏观】土地市场供需低迷，土地财政何去何从？

2024年06月23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】5月分化的经济数据反映了什么？》2024-06-17

《【粤开宏观】如何正确看待M1增速为负？——5月金融数据点评》2024-06-17

《【粤开宏观】城投正在起变化：从3300家城投财报看转型进程及隐性债务测算》2024-06-12

《【粤开宏观】城投公司转型的分类处置》2024-06-10

《【粤开宏观】美国产能过剩：表现、原因及化解》2024-06-04

## 摘要

伴随房地产市场供需形势逆转，土地市场自2021年开始遭遇冲击，全国土地出让成交价款从2020年的8.04万亿元跌至2023年5.06万亿元，累计跌幅达37%；相应地，政府性基金中的土地出让收入从2021年的8.71万亿元跌至2023年的5.80万亿元。2023年下半年以来，中央和地方密集出台新一轮稳地产的组合政策，加快构建房地产新发展模式。在此背景下，土地市场总体形势和区域结构出现了哪些新变化？在房地产市场下行和地方债务化解任务的约束下，本轮地方财政困难又该如何化解？本文全面梳理2024年土地市场的新变化，分析当前土地市场下行对地方财政冲击，并立足长远探索土地财政脱困之道。

## 一、2024年土地市场运行特征：供需低迷、量价齐跌、区域集中、库存高企

1、从整体看，当前土地市场最突出的特征是库存去化困难，特别是住宅用地面临“供需交困”。需求端，2024年新一轮去库存政策对商品房销售的提振作用尚需一段时间生效，住宅用地市场需求依然相对低迷。2023年，全国土地出让面积较2020年的高点下降19.0%；其中，住宅用地出让成交面积之比从35%降至20.3%。2024年以来，尽管二手房市场活跃，但新建住宅销售仍未企稳回升，土地出让价款同比跌幅继续扩大。2024年1—5月，300城土地成交价款同比下降30.5%，住宅用地出让价款同比下降38.3%。供给端，“以房定地”要求下住宅用地供应收缩。一二线城市商品房库存去化周期拉长，存量住宅用地也不断累积，住宅用地供应放缓的城市增多。从各地公开披露的全年供地计划看，2024年，17个集中供地城市住宅用地计划供应面积合计下降16.2%，其中南京、苏州、宁波住宅用地供应面积较2023年计划下降超50%，广州住宅用地供应面积计划减少34%。

2、分量价看，2024年土地成交面积和均价双双下行，溢价率低位运行。一是住宅用地成交缩量，流拍率偏高。2024年1—5月，各类用地成交面积同比-18.7%，住宅用地缩量更加明显，成交土地面积合计同比-29.9%。2023年300城住宅用地流拍率高达17.2%，接近2021年19%的高点。二是土地成交价格下跌，平均溢价率一直处于底部。2024年以来，土地市场情绪依然低迷，5月各类用地平均溢价率1.8%，低于去年同期的5.9%。

3、分区域看，拿地区域范围更加集中，二线城市让位于一线。虽然一线城市土地出让价款增速逐年下降，但二线以下城市负向冲击程度更大。一线城市住宅用地土地出让价款占300城的比重从2019年的10.9%提升至2023年18.9%。2024年1—5月，35个大中城市各类用地土地出让价款同比下降30.1%，南京（-72.6%）、青岛（-69.0%）、天津（-52.5%）多数城市土地出让价款同比跌幅较大。

4、分拿地主体看，房地产企业拿地份额持续大幅萎缩。一是房企土地库存高企，限制新增土地购置意愿。2022年，根据国家统计局，房地产开发企业待开发土地面积达4.98亿平米，创历史新高；房地产开发企业当年土地成交价



款占各类用地成交价款的比重从上年的 23.0%降至 15.1%。二是**房企债务和现金流压力加大，限制拿地能力**。当前房地产销售低迷仍未根本解决，房企经营性现金流紧张。2024 年 1—5 月，TOP100 企业拿地金额同比下降 26.7%，头部房企拿地普遍大幅萎缩。三是**城投公司开发能力不如房企，已拿地开工率较低，城投托底难以持续**。

**5、土地市场低迷，预计 2024 年土地财政收入可能进一步下降**。由于房产传导到地产存在时滞，而土地成交价款分期缴纳，领先于财政入库的土地出让收入。根据前 4 个月土地出让收入缴库情况，预计 2024 年全国财政土地出让收入 4.70 万亿元，减少约 1.1 万亿元，同比下降 19.0%。

## 二、土地市场低迷对地方财政的影响：三大冲击

**2021 年以来土地收入下行持续时间长、跌幅深、区域冲击大，“土地财政”陷入困境，产生三大影响：加剧地方财政紧平衡的态势，地方债务风险指标被动上升，地方财政运行稳定性下降。**

**1、从财政收支看，房地产市场低迷造成地方可用财力减少，财政支出发力受限。**一是收入端，地方财政对土地财政依赖度下降，对上级转移支付依赖度上升，压力传导至中央。二是支出端，地方财政落实积极财政政策的难度加大，影响部分公共政策目标的实现。土地净收益直接计提教育资金、农田水利建设资金、住房保障支出等，支持相关重点民生类的能力有所弱化，土地出让收入对应的政府性基金支出受到限制。

**2、从地方债务看，债务风险指标被动抬升，有必要适当调整债务预警指标以及化债周期。**一是地方可用财力下行，显性债务率指标被动上升，容易超出风险预警线。2023 年，31 省份显性债务率均有上升，与隐性债务显性化有较大关系，但是土地市场低迷的地区其债务率上升幅度更大；二是政府性基金预算支出下滑，显性债务付息压力加大。2023 年，青海、天津、内蒙古等 9 个重点化债省份专项债务利息占政府性基金支出的比值超 10%。三是城投土地资产缩水，加大再融资难度。2023 年城投公司土地资产下降 34.5%，资产质量下降将导致城投负债率上升、信用下降。

**3、从基层运转看，总体运行平稳和风险可控的情况下，部分地区的基层财力保障可能面临一定困难。**一是土地出让收入在县级财政的留存比例较高，土地财政下行对基层政府财力的影响程度相对更大些。二是市县土地出让收入下滑，可能造成库款保障水平下降。三是土地出让收入下行导致部分地区出现了通过“乱收费”等弥补收入不足的现象，可能破坏营商环境，要予以坚决制止。

## 三、未来土地财政何去何从？五大建议

未来土地财政的转型，要从“固本、开源、提效、改革、化债”五个方面发力，打造财政、金融、土地、国资、社保等政策组合拳。

**1、“经济固本”：**短期要稳住房地产经济，缓释对地方财政的冲击，房地产政策继续做好保供给、促需求、稳房价。中长期要发挥财政支持科技创新的作用，推动产业结构转型，培育新税源，促进我国经济由债务和投资驱动转化为产业科技驱动。

**2、“收入开源”：**稳定宏观税负，重点解决如何弥补土地收入万亿元级别的缺口问题，包括优化减税降费，推动减税降费从重规模到重效率，扩大消费税



的征收范围并逐步下沉到地方，探索数字税并适应数字经济时代下税源发展的需要。

**3、“节流提效”：**重点增加对民生保障和消费的支持力度，发挥公共服务支出对扩大内需的乘数效应，根据经济发展状况动态优化各类财政补贴标准和资质筛选机制，清理超前民生承诺、理顺准公共服务的定价机制。加强支出效率绩效考核，提高财政支出效率。

**4、“化债转型”：**合理平衡短期化债与长期发展。对于当前部分地方政府化债压力较大，可以考虑采取中央发行国债转贷地方、政策性金融机构给地方政府发放贷款、继续发行特殊再融资债券等三个方式缓解地方压力，避免出现流动性风险。坚持“注销一批、整合一批、转型一批”的思路，持续推动城投平台转型，进一步化解隐性债务风险。

**5、“联动改革”：**完善政府绩效考核制度，推动新一轮财税体制改革，进一步理清政府与市场、中央与地方的关系，通过建立规范的资本预算、债务预算，解决地方财政支出约束问题，从根本上保障地方财政稳定运行。

**风险提示：**新房销售恶化、房企现金流紧张加剧土地市场下行压力；年初以来土地市场运行情况难以预测全年走势；部分城市不代表全国总体情况。



## 目 录

一、2024 年土地市场有哪些新变化？	1
（一）供需双弱：需求仍偏低迷，供应限制扩面	1
（二）量价齐跌：成交面积和均价双双下行、溢价率低位运行	1
（三）城市分化：拿地区域范围更加集中，一线城市拿地金额占比提升	1
（四）拿地企业：房企待开发土地库存创新高、压缩新增拿地	1
二、土地财政困境对地方政府造成哪些影响？	1
（一）地方收支：财政紧平衡	1
（二）地方债务：部分债务风险衡量指标被动上升	1
（三）财政运行：部分地区的基层财政有一定困难，“乱收费”等现象出现	1
三、未来土地财政如何脱困？	1
（一）“经济固本”：经济平稳增长是财政可持续发展的基础	2
（二）“收入开源”：稳定宏观税负，优化落实减税降费、推动税制改革	2
（三）“节流提效”：重点增加民生保障和消费支持，提高财政支出效率和财政乘数	2
（四）“化债转型”：要统筹化债和稳定发展，推动城投平台转型	2
（五）“联动改革”：推动新一轮财税体制改革，建立规范的资本预算、债务预算	2

## 图表目录

图表 1： 1998—2023 年全国成交土地出让价款及土地出让面积	1
图表 2： 全国住宅用地出让面积及占比的变化趋势	1
图表 3： 300 城成交土地出让价款及全国土地出让收入同比增速	1
图表 4： 各城市 2024 年住宅用地计划供应面积及其同比增速	1
图表 5： 根据房地产市场运行情况调控土地供应的政策	1
图表 6： 300 城土地成交平均溢价率的变化趋势	1
图表 7： 2019—2023 年各类建设用地与住宅用地流拍率的变化趋势	1
图表 8： 不同能级城市住宅用地土地出让价款同比增速对比	1
图表 9： 300 城住宅用地土地出让价款中不同能级城市占比变化趋势	1
图表 10： 2024 年 1—5 月 35 个大中城市土地出让成交数据	1
图表 11： 房地产开发企业土地出让价款及其占比	1
图表 12： 房地产开发企业待开发土地面积达历史新高	1
图表 13： TOP100 企业拿地金额累计同比增速	1
图表 14： 2024 年 1—5 月部分房企拿地金额及增速情况	1
图表 15： 31 省份 2024 年前 4 月财政收入同比增速	1
图表 16： 各省份 2024 年 1—5 月土地出让价款累计同比增速	1
图表 17： 2008—2023 年全国和地方土地财政依赖度的变化趋势	1
图表 18： 各省份 2023 年土地出让收入相对于历史高点的累计降幅	1
图表 19： 重点化债省份 2023 年专项债利息支出率负担较高	1
图表 20： 城投公司 2023 年土地资产大幅缩水	1
图表 21： 部分省份 2023 年罚没收入快速增长	1





## 一、2024 年土地市场有哪些新变化？

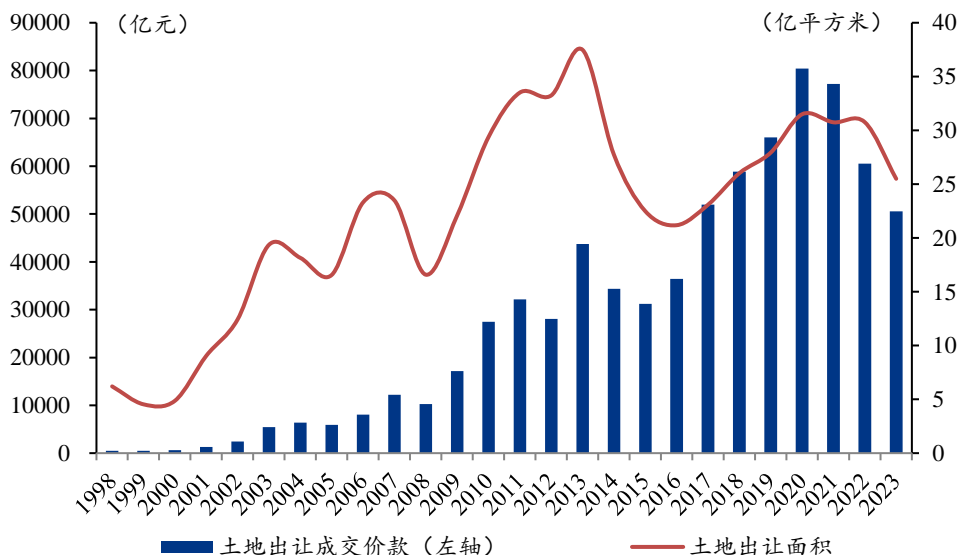
房地产库存去化困难，土地市场特别是住宅用地面临供需两端的收缩压力。2021 年以来，商品房市场和土地市场趋势性下行。为应对房地产的冲击，中央提出加快构建房地产发展新模式，形成“人、房、地、钱”四位一体的联动新机制。近一年中央和地方优化房地产政策，保交房和去库存举措密集出台，但商品房市场和土地市场仍在底部运行。一方面，尽管房地产政策对需求的限制措施减少，但居民购房信心和企业拿地意愿未能根本性好转；另一方面，土地供应结构变化反映经济发展模式的变革，工业用地和基建用地支持制造业升级和民生保障，住宅用地供应计划面临缩减。

为避免混淆，本文中“土地成交价款”指的是土地出让成交的金额，区别于政府性基金预算中的“国有土地使用权出让收入”（又称“土地出让收入”），该部分是按照收付实现制核算进入财政国库的金额。一般而言，自然资源部门统计的“土地成交价款”相对于财政部统计的“土地出让收入”具有一定的领先性。一是“土地成交价款”口径略小，仅包括土地招拍挂和协议出让收入，而“土地出让收入”还包括补缴土地价款、划拨土地收入和其他收入。二是“土地成交价款”实行分期缴纳，根据各地集中土地出让要求，商品住房用地的土地出让价款允许分期缴纳，在合同签订后 1 个月内缴纳总价款的 50%，剩余价款在 3 至 6 月内缴齐。12 月是土地集中出让成交大月，部分土地出让合同价款会在下一年缴库，可能导致年初的土地收入高于合同价款。

### （一）供需双弱：需求仍偏低迷，供应限制扩面

需求端，新一轮去库存政策对商品房销售的提振作用尚未体现，住宅用地市场需求依然低迷。2021 年以来，住宅用地成交面积萎缩，拖累土地出让价款增长。根据自然资源部统计，2023 年，全国土地出让成交价款 50593 亿元，较 2020 年的高点下降 37.1%；土地出让面积 25.5 亿平方米，较 2020 年累计下降 19.0%。其中，住宅用地（含综合用地）成交面积 4.51 亿平方米，较 2020 年累计下降 56.3%，住宅用地占全部土地成交面积之比从 35%降至 20.3%。2024 年房地产市场下行压力不减，1—5 月全国商品房销售面积、销售额累计同比跌幅均超 20%；70 个大中城市新建商品住宅、二手住宅价格环比分别下跌 0.7%、1.0%，跌幅均为 2015 年来新高；新建商品住宅库存去化周期高达 22.1 个月，也超过 2015 年的高点。商品房销售拖累住宅用地需求，土地出让价款同比跌幅继续扩大。2024 年 1—5 月，300 城土地成交价款同比下降 30.5%，住宅用地出让价款同比下降 38.3%。

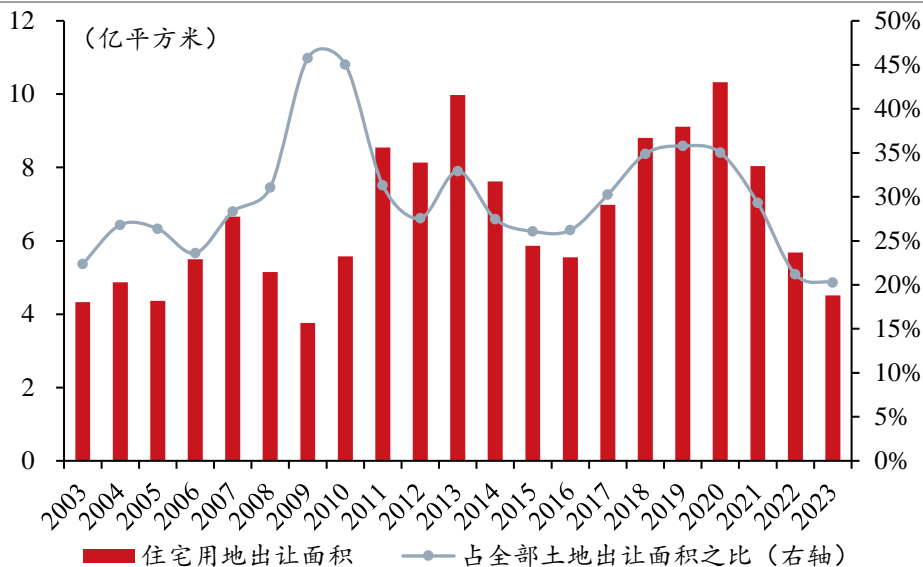
图表1：1998—2023 年全国成交土地出让价款及土地出让面积





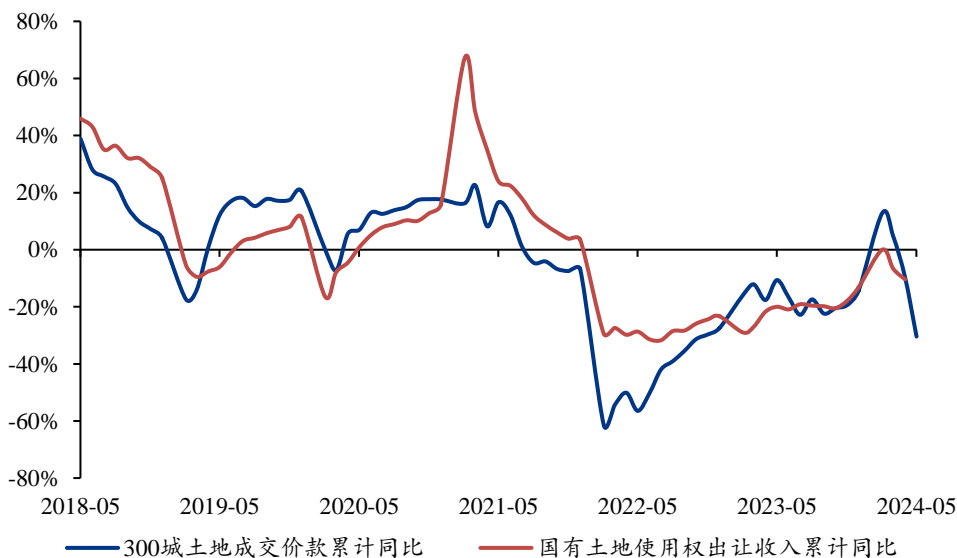
资料来源：自然资源部、粤开证券研究院

图表2：全国住宅用地出让面积及占比的变化趋势



资料来源：自然资源部、中指研究院、粤开证券研究院

图表3：300城成交土地出让价款及全国土地出让收入同比增速



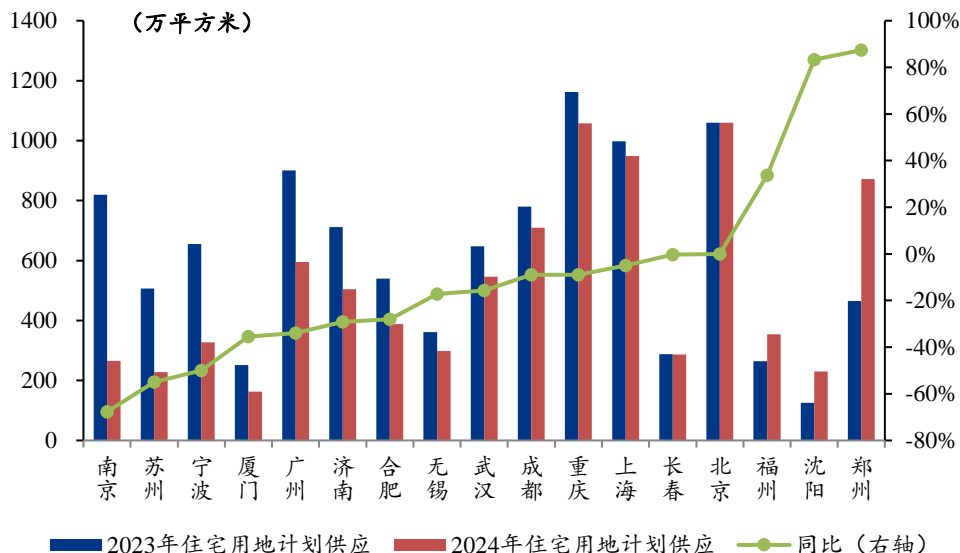
资料来源：财政部、中指研究院、粤开证券研究院

供给端，“以房定地”要求下，多个一二线城市 2024 年住宅用地供给大幅下降。早在 2017 至 2019 年，住宅用地供应要求与商品住房库存消化周期挂钩，实施五类调控目标，部分商品房供过于求的三四线城市受到限制。2021 年 22 个重点城市实施“两集中”制度，全年住宅土地供应批次限制在不超过 3 次。2022 年末，各地按“以人定房”、“以房定地”的原则，供地计划与土地市场运行情况挂钩，需参考近三年住宅用地成交量。2023 年“预供地清单”制度实施，各地供地节奏可根据市场需求灵活调整。当时包括广州、深圳在内的多个一二线城市存量住宅用地不断累积，库存去化周期拉长，住宅用地



供应放缓的区域开始扩大。2024 年，根据各地土地规划主管部门公开披露的全年供地计划，17 个集中供地城市计划供应住宅用地面积合计下降 16.2%。其中，南京、苏州、宁波供应住宅用地面积较 2023 年下降超 50%；广州住宅用地供应面积同比减少 34.0%，系近 5 年以来首次下降。

图表4：各城市 2024 年住宅用地计划供应面积及其同比增速



资料来源：wind、粤开证券研究院（注：南京、重庆数据口径为全市，其他城市数据包括全部市辖区、不含县或县级市）

图表5：根据房地产市场运行情况调控土地供应的政策

时间	文件或会议	政策内容
2017/04	《住房城乡建设部国土资源部关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房〔2017〕80号）	各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36-18 个月的，要减少供地；12-6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。
2021/02	自然资源部 2021 年住宅用地供应分类调控工作视频会议	2021 年做好住宅用地分类调控工作，22 个重点城市实施“两集中”：一是集中发布出让公告，2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动。
2022/12	《自然资源部关于进一步规范住宅用地供应信息公开工作的通知》（自然资办函〔2022〕2728 号）	结合住宅用地近三年年平均完成交易量以及对应的住宅建筑面积，商品住房去化周期、土地流拍率、市场需求情况等，确定商品住房用地供应规模，对于已供应未竣工住宅用地面积超过近三年年平均完成交易量 5 倍的城市，明确应当从严压缩计划规模直至暂停供地。 建立拟出让地块清单公布制度。详细清单内的地块，在公开的拟出让时间段内可以一次或多次发布出让公告，有序出让，并在公开的拟出让时间段内全部推出。
2024/04	《自然资源部办公厅关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》（自然资办函〔2024〕918 号）	商品住宅去化周期超过 36 个月的，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降至 36 个月以下；商品住宅去化周期在 18 个月（不含）-36 个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，





时间	文件或会议	政策内容
		根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。

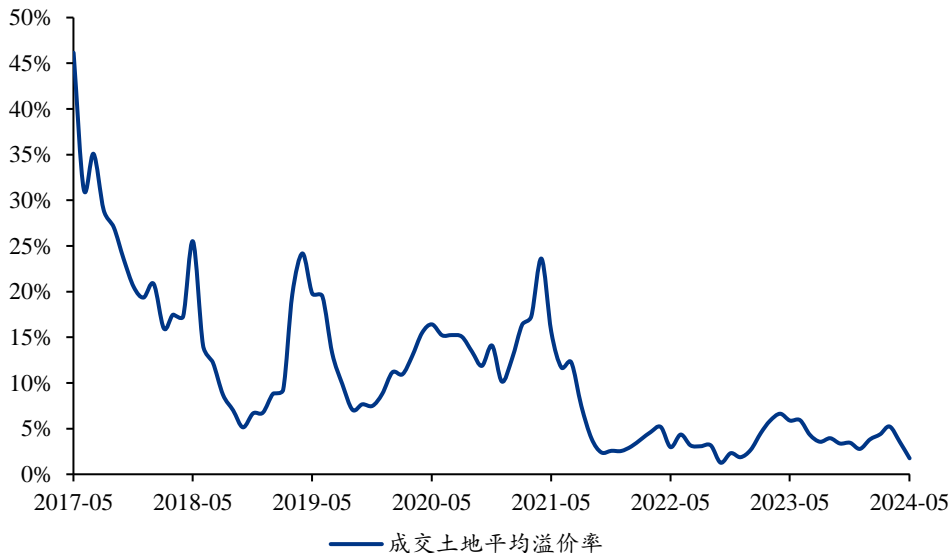
资料来源：中国政府网、粤开证券研究院

## （二）量价齐跌：成交面积和均价双双下行、溢价率低位运行

**2023 年土地成交“量减价升”，2024 年土地成交“量价齐跌”。**2023 年，22 个实行集中供地、集中公告的城市已有 18 个取消土地限价，恢复“价高者得”模式，加上核心区域优质地块成交占比提升影响，2023 年住宅用地成交地价同比上升 3.9%、楼面价同比上升 7.1%。2024 年政策因素消退，土地价格由升转降，市场重回“量价齐跌”。1—5 月各类用地成交面积同比-18.7%，土地均价同比-14.4%；各类用地成交规划建筑面积同比-21.5%，成交楼面价同比-11.6%。住宅用地缩量明显，成交土地面积合计同比-29.9%，住宅用地土地均价同比-12.0%。

**溢价率、流拍率等土地市场情绪指标显示土地市场依然低迷。一是土地成交平均溢价率在 2021 年 4 月触顶之后一直处于底部。**土地溢价率是土地竞拍成交价格相对于土地成本价高出的百分比。2023 年，集中供地城市纷纷取消土拍价格上限，溢价率暂时回升。但 2024 年以来，土拍整体依然冷清，5 月 300 城各类用地成交平均溢价率 1.8%，远低于去年同期的 5.9%。**二是住宅用地流拍率居高不下。**2023 年 300 城住宅用地流拍率高达 17.2%，仅次于 2021 年 19% 的高点。尽管預告制度调整提高了供地的灵活性，但是土地需求冷淡，二线以下城市流拍率较高。2024 年 1—5 月，一线、二线、三四线城市流拍率为 5.1%、10.7%、25.4%。

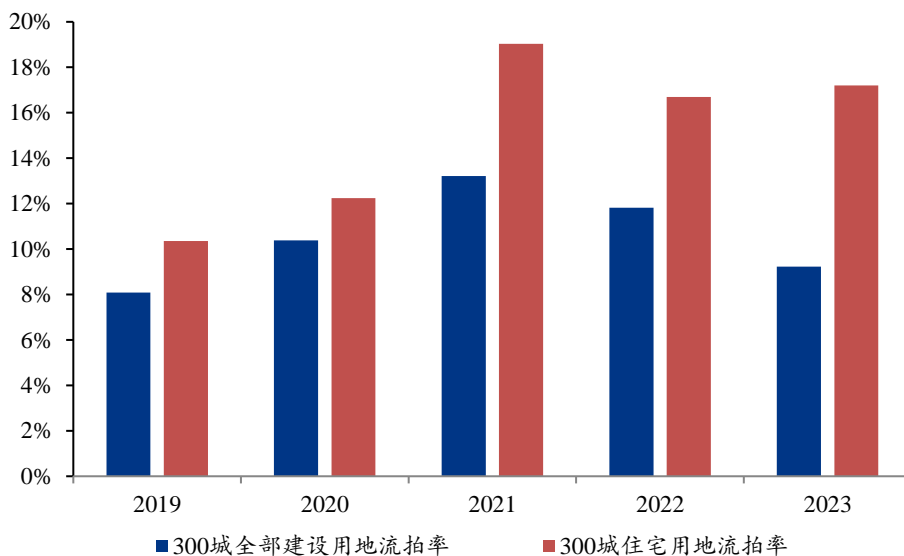
图表6：300 城土地成交平均溢价率的变化趋势



资料来源：财政部、粤开证券研究院



图表7：2019—2023 年各类建设用地与住宅用地流拍率的变化趋势



资料来源：中指研究院、粤开证券研究院

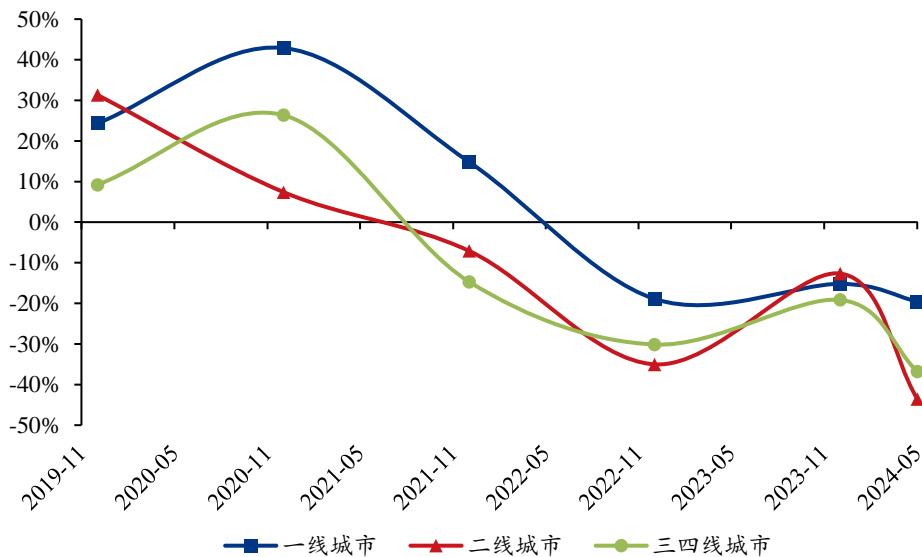
### （三）城市分化：拿地区域范围更加集中，一线城市拿地金额占比提升

分城市看，二线以下城市土地市场受冲击程度更大，一线城市土地出让价款占比逐年上升。2021年，二线以下城市土地出让价款增速率先转负，2022年，一线城市土地出让价款也转为负增长。但由于一线城市住宅土地出让价款跌幅相对较小，一线城市土地出让价款占比逐年上升，从2019年的10.9%提升至2023年18.9%。2024年1—5月，一线、二线、三线以下城市住宅用地土地出让价款分别下滑-19.6%、-43.6%、-36.8%。一线城市住宅用地土地出让价款占比达18.9%，较2023年提升了3.6个百分点。

当前土地市场下行压力从低能级传导至高能级城市。2024年1—5月，35个大中城市各类用地土地出让价款同比下降30.1%。具体来看，一线城市中，北京1—5月土地出让价款同比增长38.0%，广州、深圳1—5月土地出让价款同比-79.1%、-34.1%，分别仅有2宗、1宗住宅用地成交。二线城市中，除了武汉、济南正增长以外，南京（-72.6%）、青岛（-69.0%）、天津（-52.5%）多数城市土地出让价款同比跌幅较大。

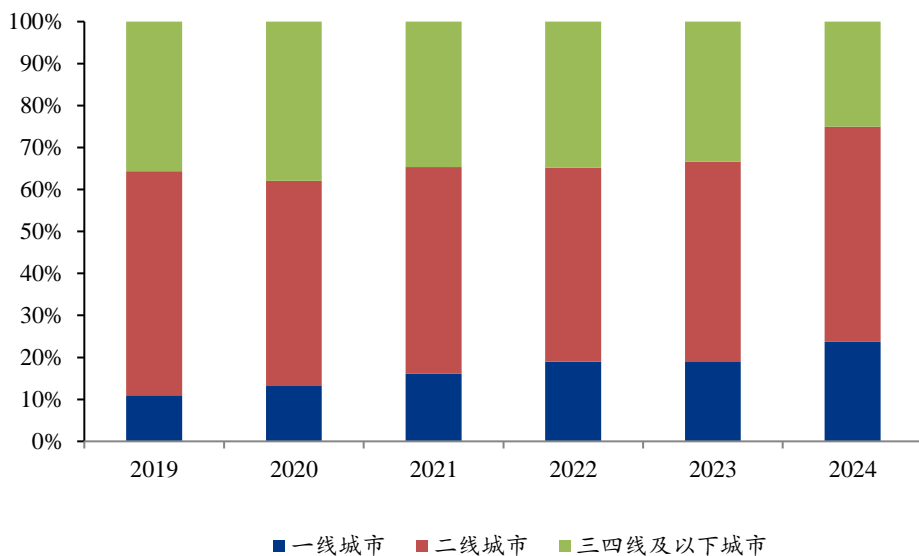


图表8：不同能级城市住宅用地土地出让价款同比增速对比



资料来源：中指研究院、粤开证券研究院

图表9：300城住宅用地土地出让价款中不同能级城市占比变化趋势



资料来源：中指研究院、粤开证券研究院 (注：图中为2024年1—5月数据)

图表10：2024年1—5月35个大中城市土地出让成交数据

序号	城市	成交土地价款 (亿元)	同比	成交土地面积 (万平米)	同比	城市类型
1	杭州	689.2	-15.8%	531.2	-17.7%	副省级城市
2	北京	605.5	38.0%	151.6	-36.5%	直辖市
3	上海	474.9	-18.3%	244.1	-13.3%	直辖市
4	西安	321.4	-30.3%	438.2	-56.1%	副省级城市
5	成都	174.8	-51.6%	281.5	-63.9%	副省级城市



序号	城市	成交土地价款 (亿元)	同比	成交土地面积 (万平方米)	同比	城市类型
6	宁波	163.3	-21.6%	452.5	-9.7%	副省级城市
7	石家庄	159.2	-14.4%	566.9	-14.6%	地级市
8	福州	150.6	152.8%	203.1	11.7%	地级市
9	长沙	149.4	-22.3%	309.3	-4.1%	地级市
10	济南	140.4	195.8%	431.2	89.8%	副省级城市
11	重庆	120.8	-27.0%	852.9	-29.8%	直辖市
12	广州	102.3	-79.1%	315.0	-28.2%	副省级城市
13	南京	101.5	-72.6%	337.9	-23.1%	副省级城市
14	郑州	91.0	-9.8%	282.2	-45.1%	地级市
15	合肥	89.5	-71.8%	410.7	-56.9%	地级市
16	深圳	88.4	-34.1%	85.4	-59.3%	副省级城市
17	天津	76.3	-52.5%	200.1	-45.9%	直辖市
18	厦门	56.5	-49.3%	201.9	151.7%	副省级城市
19	武汉	51.5	18.1%	185.4	-21.3%	副省级城市
20	青岛	39.5	-69.0%	260.4	-0.1%	副省级城市
21	海口	30.4	-14.1%	74.9	1.2%	地级市
22	沈阳	26.9	87.7%	243.7	-15.2%	副省级城市
23	大连	20.5	-49.0%	190.4	-22.1%	副省级城市
24	哈尔滨	19.5	-1.5%	178.3	20.1%	副省级城市
25	昆明	18.0	-54.9%	155.6	-46.0%	地级市
26	南宁	17.1	-35.3%	229.7	-42.9%	地级市
27	南昌	15.8	-75.0%	201.7	5.9%	地级市
28	乌鲁木齐	15.5	-54.3%	60.5	-71.2%	地级市
29	呼和浩特	13.6	-10.2%	292.5	36.4%	地级市
30	长春	13.1	-79.6%	138.6	-60.0%	副省级城市
31	太原	10.9	-70.9%	69.0	-69.5%	地级市
32	银川	6.9	-73.6%	178.9	-55.9%	地级市
33	贵阳	5.4	-77.3%	78.6	-71.3%	地级市
34	兰州	5.4	-13.5%	172.1	-25.9%	地级市
35	西宁	2.4	677.2%	72.1	1585.6%	地级市

资料来源：中指研究院、粤开证券研究院（注：厦门2024年增加了工业用地出让，济南2024年增加了热点地段住宅用地出让，西宁2023年基数较低导致增速较高）

#### （四）拿地企业：房企待开发土地库存创新高、压缩新增拿地

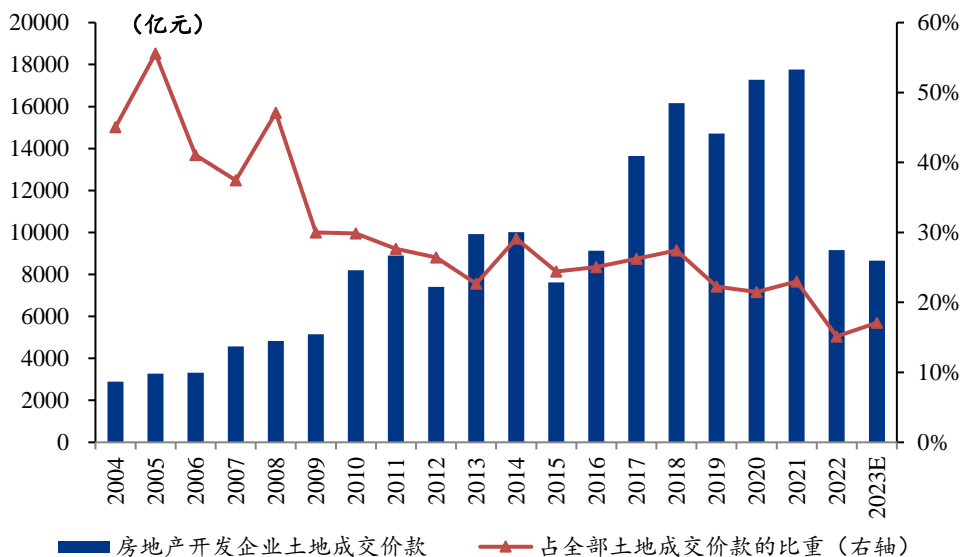
商品房销售持续大幅负增长，库存去化困难影响房地产企业拿地意愿。根据国家统计局，2022年，房地产开发企业待开发土地面积4.98亿平方米，创历史新高，房企存量土地去化难度加大。受此影响，房地产开发企业新增土地购置面积大幅萎缩，2022年土地成交价款腰斩至9164亿元，占全部成交价款的比重从上年的23.0%降至15.1%。TOP100房企2022年拿地金额同比下降48.9%，尽管2023年降幅有所收窄，但房地产销售低迷仍未根本解决。2024年初以来，不论是央企、国企、民企，参与土拍拿地热情都明显不



足。2024年1—5月，TOP100企业拿地金额同比下降26.7%，头部房企拿地普遍大幅萎缩，如保利发展、华润置地、招商蛇口拿地金额较上年同期分别下降72.0%、64.7%、59.7%。

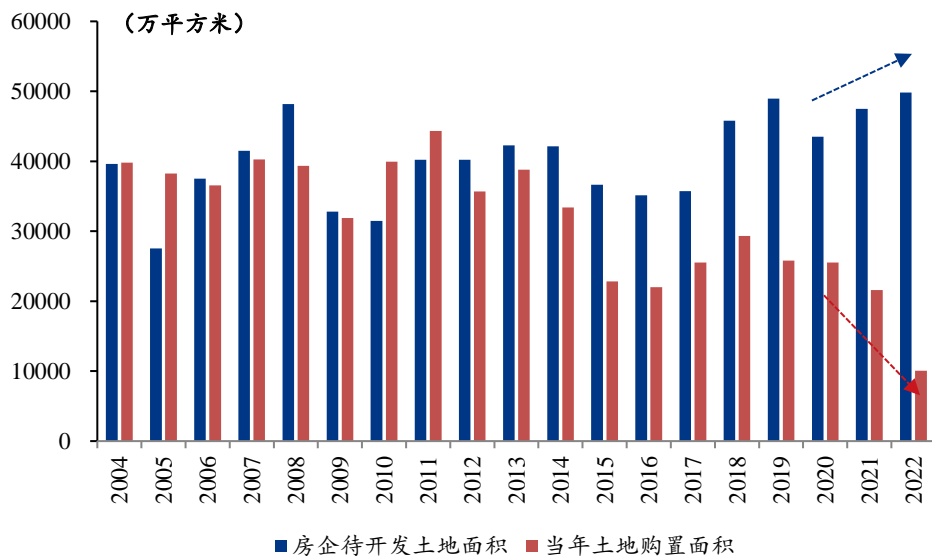
**房地产企业拿地规模大降，地方城投托底“独木难支”。**过去两年，地方城投企业频繁出手拿地托底市场，但由于城投公司的运营、开发能力不如房企，多数土地仍处于未开发状态，且地方化债要求下城投急需盘活存量资产，能否继续托底存在变数。2024年1—5月，22个集中供地城市住宅用地中，地方国资拿地金额占比20%，低于2023年的26%。由于缺乏意向企业托底，各地第一轮土拍的住宅用地挂牌宗数和面积都偏少，北京、上海、广州1—5月推出住宅用地面积仅占全年计划的9.7%、5.5%、6.5%。

图表11：房地产开发企业土地出让价款及其占比



资料来源：国家统计局、自然资源部、粤开证券研究院（统计局尚未公布2023年数据，图中2023年估计值按2022年房地产开发企业土地成交价款占土地购置费的比重与2023年土地购置费乘积计算）

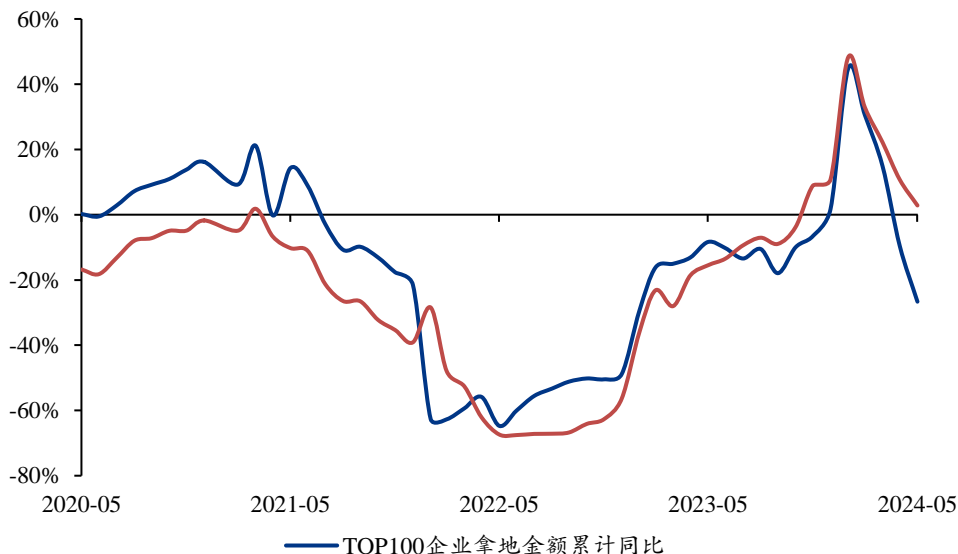
图表12：房地产开发企业待开发土地面积达历史新高



资料来源：国家统计局、粤开证券研究院



图表13: TOP100 企业拿地金额累计同比增速



资料来源: 中指研究院、粤开证券研究院

图表14: 2024 年 1—5 月部分房企拿地金额及增速情况

序号	房企简称	拿地金额(亿元)	同比变化	2021 年同期拿地金额	较 2021 年同期变化	企业性质
1	建发房产	201	-4.5%	531	-62.1%	地方国企
2	绿城中国	157	8.3%	565	-72.2%	民企
3	滨江集团	144	22.3%	242	-40.4%	民企
4	华润置地	143	-64.7%	600	-76.1%	央企
5	中国铁建	95	0.7%	178	-46.8%	央企
6	中海地产	73	-4.6%	246	-70.1%	央企
7	招商蛇口	67	-59.7%	638	-89.5%	央企
8	龙湖集团	56	-44.9%	334	-83.2%	民企
9	保利发展	55	-72.0%	623	-91.1%	央企
10	中国中铁	48	20.3%	84	-42.7%	央企
11	越秀地产	38	-66.5%	269	-85.9%	地方国企
12	大华集团	37	68.5%	91	-59.3%	民企
13	象屿地产	27	-33.3%	33	-17.2%	地方国企
14	华发股份	24	-41.1%	36	-32.9%	地方国企
15	中国金茂	23	-66.5%	162	-85.5%	央企

资料来源: 中指研究院、粤开证券研究院

## 二、土地财政困境对地方政府造成哪些影响？

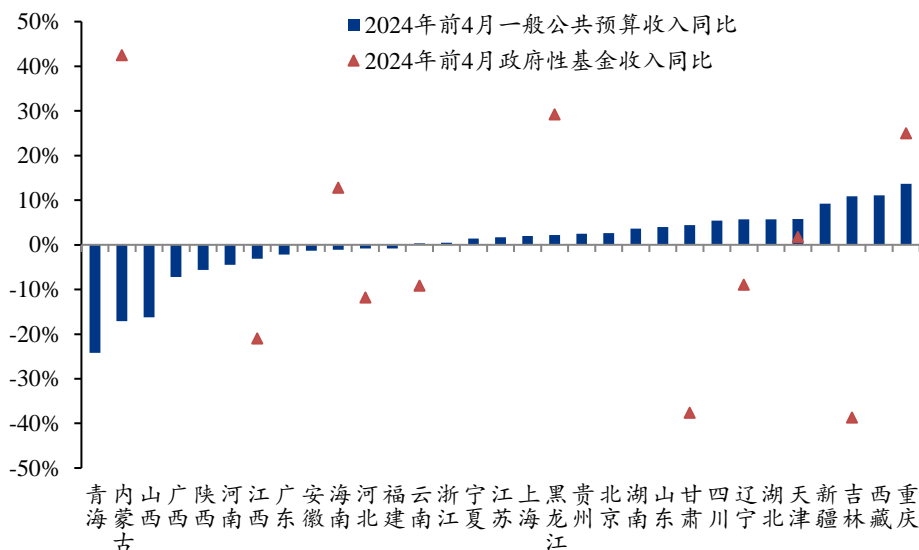
从全国看,2024 年,财政部披露的 1-4 月国有土地使用权出让收入同比下降 10.4%。由于土地成交价款相对于财政入库的土地出让收入有一定的领先意义,预计 2024 年全国



财政土地出让收入达到 4.70 万亿元，减少 1.1 万亿元，同比下降 19.0%。

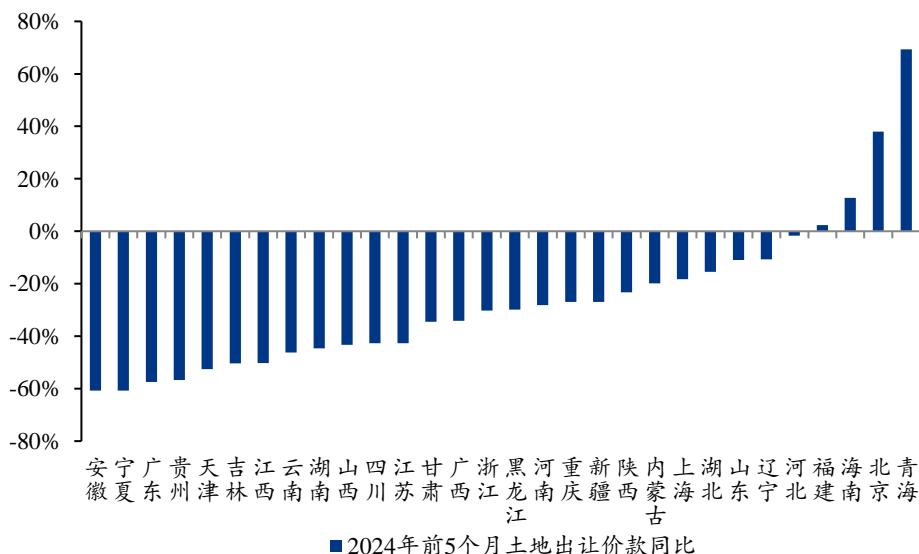
从地方看，2024 年 1—4 月，31 省份中有 12 个省份一般公共预算收入同比下降。河南（-4.5%）、广东（-2.2%）、福建（-0.8%）三个经济大省一般公共预算收入同比负增长，浙江（0.5%）、江苏（1.7%）、上海（2.0%）同比增长缓慢。在已公布政府性基金收入进度数的省份中，吉林（-38.7%）、甘肃（-37.6%）、江西（-21.0%）政府性基金收入同比跌幅较大。根据各地的土地出让成交数据，2024 年 1—5 月 27 个省份土地出让价款同比负增长，负增长省份数量较去年全年增加 4 个，15 个省份成交土地出让价款同比下降超 30%，安徽（-60.7%）、广东（-57.5%）、贵州（-56.7%）、四川（-42.7%）、江苏（-42.6%）跌幅较大。土地市场持续低迷，“土地财政”陷入困境，将导致地方财政紧平衡加剧，地方债务风险被动上升，地方财政运行稳定性下降。

图表15: 31 省份 2024 年前 4 月财政收入同比增速



资料来源: 各省份财政厅(局)、粤开证券研究院(注: 多数省份未公布政府性基金收入数据)

图表16: 各省份 2024 年 1—5 月土地出让价款累计同比增速

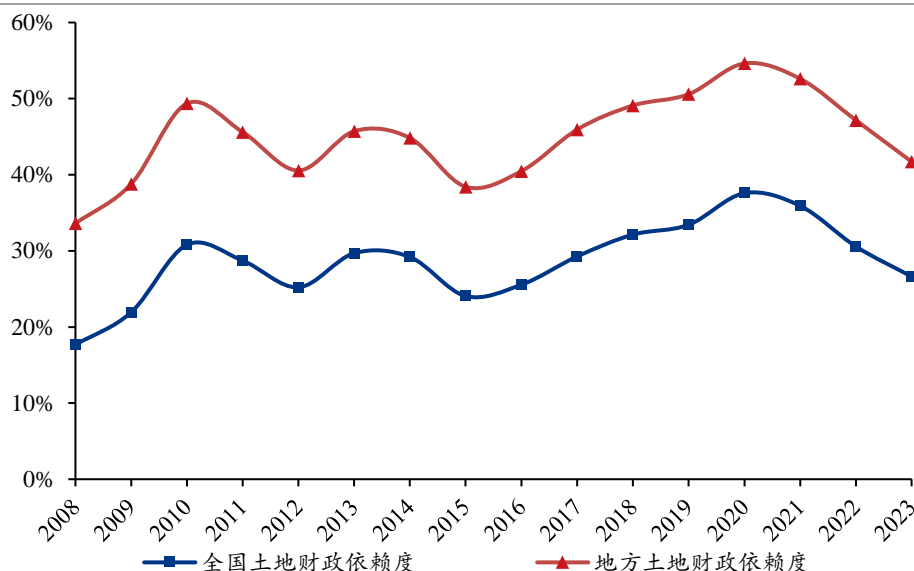




## （一）地方收支：财政紧平衡

从收入看，房地产市场低迷导致地方政府土地财政收入下降，地方可用财力减少，地方对中央转移支付的依赖程度上升。土地出让收入与房地产市场的波动顺周期，土地收入依赖程度越高，财政收入的波动性越大。2022年全国土地出让收入同比下降23.2%，2023年继续下降13.2%。尽管土地市场已历经超3年的深度调整，土地财政对地方政府仍举足轻重。全国土地财政依赖度<sup>1</sup>从2020年的37.6%降至2023年26.6%，同时期地方土地财政依赖度从54.6%降至41.7%，地方本级财政收入中四成仍与土地直接相关。西部个别省份土地财政收入规模不高，但各级财政对土地财政的依赖程度较高。例如，贵州省2023年土地出让收入相当于其GDP的9.2%，比值位居全国第一；贵阳市土地出让收入占两本预算收入的56.6%，位居全国各省会之首。如果地方政府过度依赖“土地财政”，而忽视新的税源培育，地方财政缺乏稳定增长的根基，不利于公共财政系统的稳定。

图表17：2008—2023年全国和地方土地财政依赖度的变化趋势



资料来源：财政部、粤开证券研究院

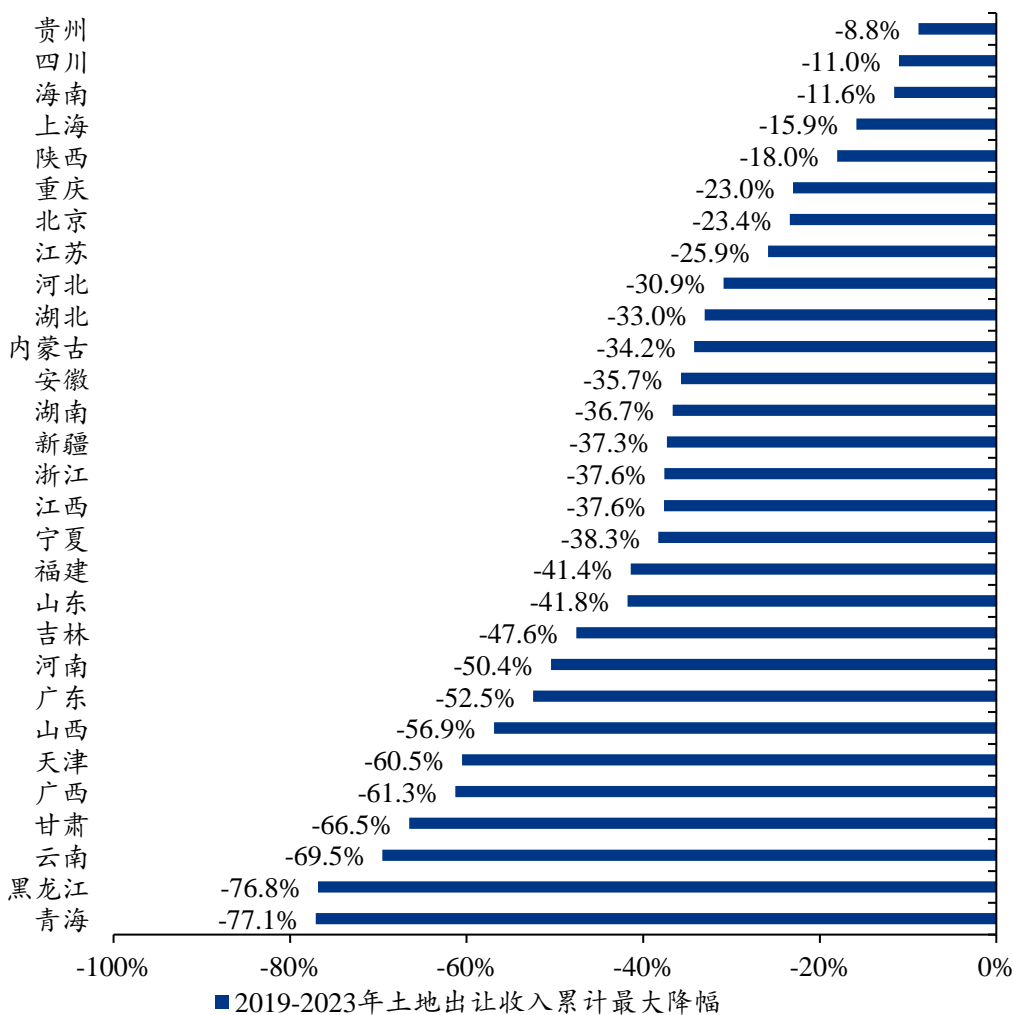
分区域看，土地财政收入下行“先北后南”，北方尾部省份先下跌先修复，南方经济大省仍处于探底阶段。土地市场整体下滑的背景下，各省份土地出让收入见顶、探底的运行节奏也存在差异。北方省份特别是尾部地区土地市场普遍下跌早，天津、山西、河南、青海土地出让收入早在2019年就见顶，河北、内蒙古、黑龙江、辽宁、吉林土地出让收入与2020年见顶，经历多年下跌之后2023年出现边际企稳或降幅收窄。南方省份后下跌，江苏、浙江、安徽、湖北、湖南、福建、广东等南方省份土地出让收入普遍在2021年见顶，2022、2023年仍处于探底阶段。2019年以来，31个省份土地出让收入都出现不同程度下跌，贵州（-8.8%）、四川（-11.0%）土地出让收入累计降幅相对不大，而云南、黑龙江、青海累计降幅达七成。2023年经济大省的土地出让收入跌幅较深，广东（-52.5%）、河南（-50.4%）、山东（-41.8%）、福建（-41.4%）、浙江（-37.6%）经济大省的土地出让收入较近年来的高点累计降幅已超过30%。

<sup>1</sup> 计算公式为：全国土地财政依赖度=（全国国有土地出让收入+土地相关五项税收收入）/（全国一般公共预算收入+全国政府性基金收入）；地方土地财政依赖度=（地方国有土地出让收入+土地相关五项税收收入）/（地方一般公共预算收入+地方政府性基金收入）。其中：国有土地出让收入=国有土地使用权出让金+国有土地收益基金+农业土地开发资金土地出让收入+新增建设用地土地有偿使用费收入；土地相关五项税收收入=房产税+城镇土地使用税+土地增值税+契税+耕地占用税。





图表18：各省份 2023 年土地出让收入相对于历史高点的累计降幅



资料来源：各省份财政厅（局）、粤开证券研究院（注：辽宁、西藏 2023 年土地收入数据暂缺）

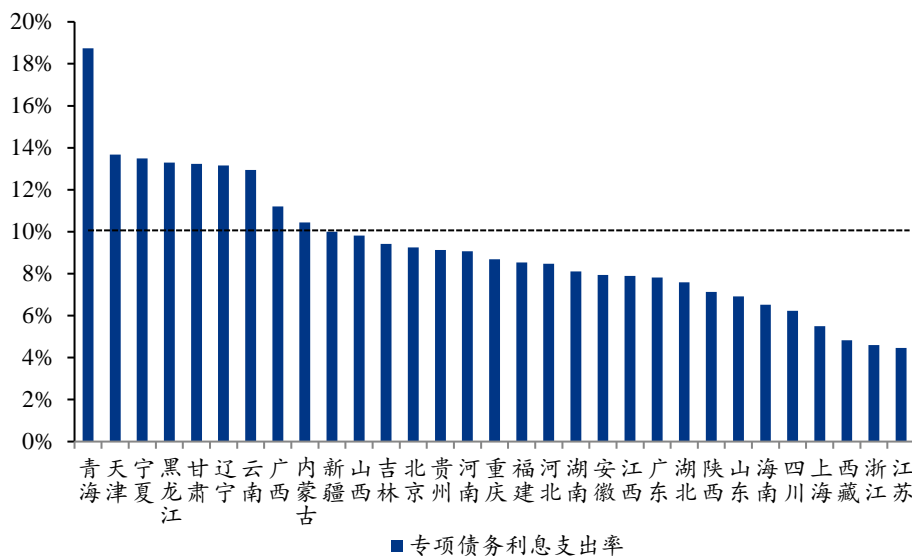
从支出看，过去依赖土地出让收入安排的相关支出可能受到影响。随着土地价格下跌，土地出让盈利性下降，导致地方政府支出被迫收紧，相关民生性、建设性支出可能减少。一是土地净收益直接计提教育资金、农田水利建设资金、住房保障支出等，相关重点民生类支持能力有所弱化。二是土地出让收入是政府性基金预算收入的重要科目，其大幅下降引起政府性基金预算收入压缩，调出到一般公共预算的资金下降。2023 年，广东、上海、山东政府性基金调出资金规模分别同比-53.8%、-28.2%、-17.9%。

## （二）地方债务：部分债务风险衡量指标被动上升

一是地方政府债务率被动抬升，容易超出风险预警线。2023 年，31 省份显性债务率均有上升，土地市场低迷的地区其债务率上升幅度较大，天津是显性债务率超 300% 的唯一省份，进入红色预警区间。二是政府性基金预算支出下滑而债务付息相对刚性，政府债务利息支出率攀升。2023 年，青海、天津、内蒙古等 9 个重点化债省份专项债务利息占政府性基金支出的比值超 10%。三是土地资产缩水，加大城投债务再融资难度。土地往往是城投平台的核心资产，土地价值下降以及未来土地预期收益减少，资产质量下降将导致城投企业负债率抬升。2023 年城投公司土地资产较上年下降 34.5%，2022 年城投公司土地资产增速还高达 8.0%。2023 年城投公司土地资产占总资产的比重为 2.2%，较上年下降 1.3 个百分点。

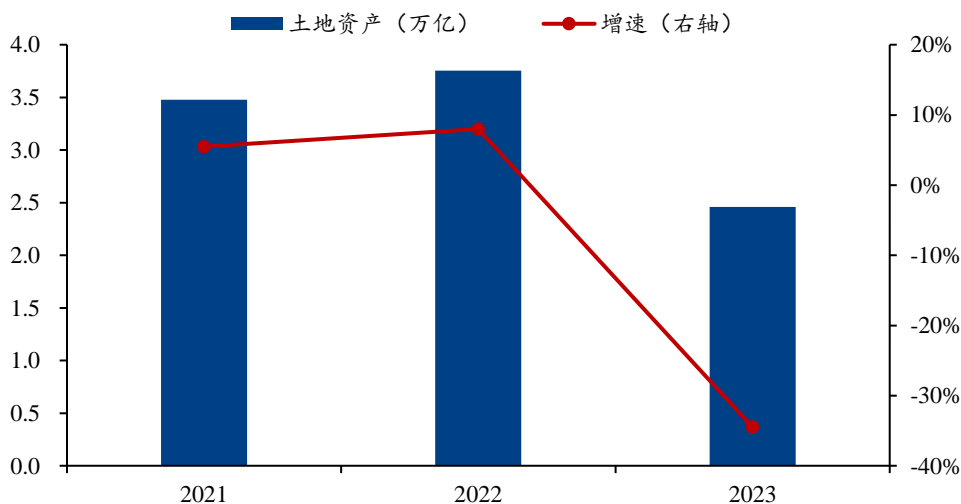


图表19：重点化债省份 2023 年专项债利息支出率负担较高



资料来源：各省份财政厅（局）、粤开证券研究院

图表20：城投公司 2023 年土地资产大幅缩水



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

### （三）财政运行：部分地区的基层财政有一定困难，“乱收费”等现象出现

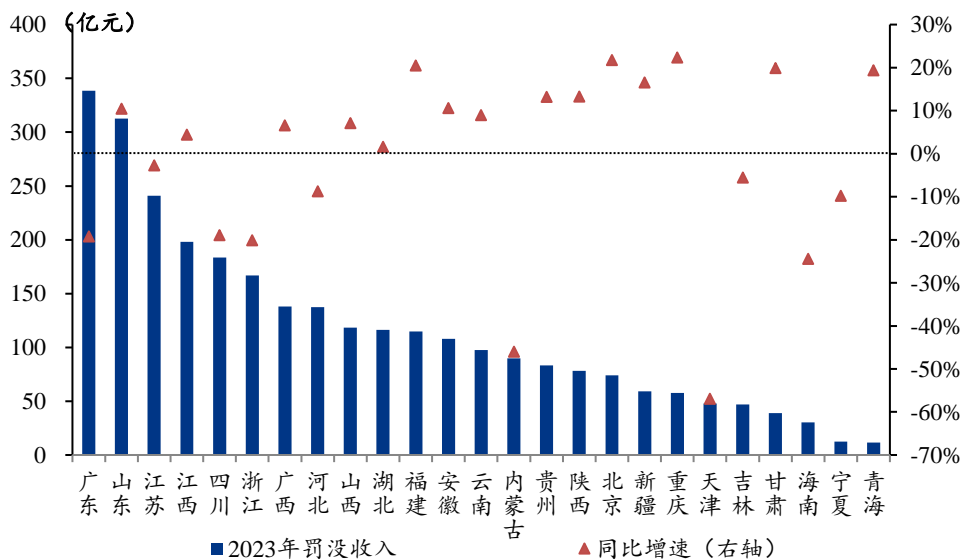
从静态看，“土地财政”困境影响基层财政平稳运行。一是土地出让收入在县级财政的留存比例较高，土地财政困境对基层政府财力的冲击程度更大，基层财政运行面临较大压力。以山东为例，2023 年省级、市级、县级的国有土地出让收入占比为 0.8%、34.8%、64.4%。而西部省份区县级土地财政收入集中度更高，以贵州为例，2023 年省级、市级、县级的国有土地出让收入占比为 0.0%、20.5%、79.5%。二是市县土地出让收入下滑，可



能造成库款保障水平下降。土地出让收入是市县财政可预期的大额收入，对于维持库款流动性十分关键。

从动态看，土地出让收入下行导致部分地区出现了通过“乱收费”等弥补收入不足的现象，加大收入波动。为了应对“土地财政”下行，部分地方政府可能采取加大力度处置国有资产、突击罚没等手段缓解财政压力。2023年，广西、江西罚没收入分别占一般公共预算收入的7.7%、6.5%。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%。突击罚款收费不仅会弱化减税降费的效果、破坏营商环境，还会降低地方财政收入质量、影响财政运行稳定性。

图表21：部分省份2023年罚没收入快速增长



资料来源：各省份财政厅（局）、粤开证券研究院

### 三、未来土地财政如何脱困？

土地财政作为时代的产物也必将伴随时代的变迁而发生相应变化，过去“土地财政”和“土地金融”为推动地方经济发展做出积极贡献。而如今“土地财政”不可持续，不仅源于土地市场供求关系变化引发收入下降，还源于高质量发展要求我国经济发展模式的变革。

未来，经济增速继续换挡带来财政收入增速下行，支出刚性压力加大，且隐性筹资方式逐步被清理，地方财政收支形势更加紧张。未来土地财政的转型，要有大思路和全局视角：

一是不能仅考虑如何弥补减少的土地出让收入，还要考虑如何提高支出效率、界定支出范围、压降提标扩围的不合理支出，更要从理清政府与市场边界、明确政府职能、推动财税体制改革的视角出发。

二是不能仅考虑房地产的问题，更要考虑通过稳定短期经济形势来稳定财政、通过中长期推动经济发展方式转型来实现财政可持续。

三是区分短期问题和中长期问题，防止短期问题长期化，防止用解决长期问题的办法解决短期问题，经济下行期这个大背景导致诸多上行期可以采取的办法在下行期不可



用。当前地方政府面临土地财政下行、化债刚性、三保刚性等问题，导致发展经济的能力受到影响。不解决短期问题，短期问题就会长期化。对于当前部分地方政府化债压力较大，可以考虑采取中央发行国债转贷地方、政策性金融机构给地方政府发放贷款、继续发行特殊再融资债券等方式缓解地方压力，避免出现流动性风险，确保“三保”支出，以时间换空间，在发展中化债。

四是要防止地方政府因土地财政下行而采取一系列可能的收缩性举动，包括“乱罚款乱收费”等，在土地财政快速下行期通过中央国债转贷地方的方式解决短期问题。

具体而言，要从“固本、开源、提效、化债、改革”五个方面发力，打造财政、金融、土地、国资、社保等政策组合拳。

## （一）“经济固本”：经济平稳增长是财政可持续发展的基础

其一，短期要稳住房地产经济，缓释对地方财政的冲击。房地产政策继续做好保供给、促需求、稳房价。限购方面，一线城市有必要进一步放松，例如放开郊区限购、全市范围内增加购房指标等；房贷方面，各地在“因城施策”的基础上，及时调整首付比例和房贷利率，提振居民购房意愿和信心，避免挤牙膏式政策引发居民观望情绪；政府收储方面，加大中央财政对地方的支持力度，缓解地方财政压力，推进收储工作顺利进行；供给方面，出让优质地块、取消不合理的规划限制、将核心地段的部分商业用地修改为住宅用地，满足居民对好地段、高品质商品房的需求。

其二，中长期要构建房地产健康发展的新模式，同时发挥财政支持科技创新的作用，推动产业结构转型，培育新税源，促进我国经济由债务和投资驱动转化为产业科技驱动。

## （二）“收入开源”：稳定宏观税负，优化落实减税降费、推动税制改革

其一，稳定宏观税负，推进税制改革，为土地财政转型腾出战略缓冲空间和时间。要适度考虑中国大国的国情和现实约束，更加务实地构建基于共享税为主体的地方税收体系而非地方税种体系。更加注重减税降费的精准性和结构性，从数量规模型减税降费到效率效果型减税降费。逐步规范减税降费出台的依据，逐步清理阶段性减税降费形成的“补丁”，加快增值税、消费税、土地增值税等税种立法进度。

其二，消费税征收环节后移并逐步划转给地方，充实地方政府财力。征税范围从烟、酒、汽车为主拓展到高污染高耗能消费和高端服务业，征税环节从生产环节后移至消费环节。推动个人所得税改革。从分类与综合相结合的征收模式彻底走向综合征收，减轻工薪阶层负担的同时强化征管，宽税基、低税率、严征管。强化对直播等新经济活动和娱乐明星等畸高收入群体的征管力度。

其三，规范非税收入，合理划分国有资产及其相关收入。及时甄别和清除不合理的非税收入，进一步提升非税收入征收与管理效率，优化地方政府收入结构。应积极探索国有资产及其相关收入在中央与地方政府之间的划分机制，在清晰界定各类国有资产的所有权的基础上，通过合理划分产权和设置奖惩机制，抑制地方保护主义和土地市场畸形发展。

其四，稳妥探索研究数字资产税、数字服务税等新的税种。探索数据财政，改革税收制度，适应数字经济时代下税源发展。基于数据资产入表的方向，推进政务数据资产评估与授权运营，政府通过出让国有数据开发权培育新财源。构建全国统一的数据要素市场，鼓励国有企业利用数据资产进行融资。



### （三）“节流提效”：重点增加民生保障和消费支持，提高财政支出效率和财政乘数

其一，发挥公共服务支出的扩大内需的乘数效应，持续提高社会保障、教育、医疗等公共服务水平，对于增加困难群体收入、提高居民获得感和提振居民信心具有重要作用，财政支出结构应继续加大对民生领域的投入。

其二，注重对消费的引导和刺激，带动财政政策重点从重投资向消费与投资并重转变。财政支出政策应更加尤其是要关注低收入群体，由于其边际消费倾向较高，增加其收入具有较为明显的经济提振作用。具体而言，可对部分特定群体发放现金补贴推动消费尽快回升，采取中央和地方分地区按比例承担的方式实施。

其三，建立补贴群体的筛选机制和基础设施。可利用个税 APP 平台申报个人收入，即使不需缴纳个税也鼓励申报，作为直接补贴的依据，这样就可以根据收入分布及标准动态筛选出补贴群体。

其四，根据经济发展状况动态优化各类财政补贴标准和资质筛选机制，清理超前民生承诺、理顺准公共服务的定价机制。

其五，加强支出效率绩效考核。地方财政绩效考核指标设置上更多体现公共服务支出效率，激励地方政府提高公共服务支出效率。建立健全财政支出监督检查机制，对财政支出的各个环节进行全程监督，确保资金的合规性和有效性。

### （四）“化债转型”：要统筹化债和稳定发展，推动城投平台转型

其一，合理平衡短期化债与长期发展。当前部分地方政府债务风险、金融风险和社会风险交织，处置的力度和节奏尤为关键。在短期，要避免引发处置风险，对于当前部分地方政府化债压力较大，可以考虑采取中央发行国债转贷地方、政策性金融机构给地方政府发放贷款、继续发行特殊再融资债券等三个方式缓解地方压力，避免出现流动性风险，确保“三保”支出，以时间换空间。同时，要提高短期化债措施的精准度，从以省为单位改为以地市、区县为单位精准管控债务风险水平和确定新增政府投资，防止波及面积过大而引发区域系统性风险。

其二，推动城投平台转型，通过体制机制的联动改革抑制隐性债务产生的土壤。坚持“注销一批、整合一批、转型一批”的思路，有序推动区域内城投企业整合、重组。城投公司需要结合当地资源禀赋和产业基础重新谋划和布局业务方向，也要注意防范转型过程中的衍生新的风险。

### （五）“联动改革”：推动新一轮财税体制改革，建立规范的资本预算、债务预算

其一，厘清政府与市场关系，界定政府规模，避免支出责任无限扩张。上收部分事权和支出责任到中央和省级政府，减轻地方政府和市县政府的支出压力，详见《新一轮财税体制改革向何处去？》。当前，国防安全、外交、大江大河治理、收入分配等领域还存在事权和支出责任下移地方的情况，应避免以转移支付的形式将中央事权和共同事权转嫁给地方执行，切实减轻地方政府实际支出压力。未来要逐渐提高中央政府在事关全局性利益的领域的直接支出责任。

其二，建立规范的资本预算、债务预算，与现行的四本经常性预算并列，加强政府投融资的预算约束，提高政府投融资效率。将政府投资项目资金需求、举债计划、偿债



来源等统一纳入资本预算，加强资本预算与经常性预算的衔接，地方财政部门应根据本地财政收支状况、政府债务状况，合理估算和控制总体预算规模和资本预算上限，确保财政可持续性，对于超出资本预算上限、财务基础不稳健或未来偿债机制不可靠等的新增政府投资项目具有否决权。



## 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](http://www.ykzq.com)