2026 年 11 月 16 日

宏观专题分析报告

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组
分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） songxuetao@gjzq.com.cn
分析师：张馨月（执业 S1130525070016） zhangxinyue@gjzq.com.cn

土地财政谢幕之后

当前财政的矛盾不在收入，而在支出。2025 年以来，一般公共预算收支的同步关系被打破，2026 年前三季度收入较年初预算增加 4810 亿元，支出却较预算减少 7020 亿元，二者轧差接近 1.2 万亿元。同期中央本级支出同比增长 5.8%，地方支出仅增长 0.2%。收入不弱、支出偏弱，积极财政的约束主要集中在地方，而非中央。

土地出让收入下行，是地方“少花钱”的深层约束。土地收入属于第二本账，但可以通过跨账调入和结转结余影响第一本账。2025 年土地出让收入较年初预算减少 7130 亿元，调入和使用结转结余资金由预算的 20555 亿元收缩至 15754 亿元，成为一本账支出低于预算的重要原因。其传导链条是：土地出让金下行→二本账调入资金缺口→一本账支出收缩→投资承压。2022—2024 年地方尚有表外融资、结转结余和利润上缴等缓冲，2025 年以来化债约束与存量资源消耗使“腾挪”空间收窄，税收收入因而更多承担补缺口功能。

“8.28 新政”推动土地财政谢幕进入“倒计时”。预售门槛提高、现房销售有序推广、预售资金监管加强和自有资金购地，推动房企由高周转经营转向现金流经营。土地价款分期缴纳则使成交额与财政现金收入进一步分离：即使土地成交金额保持不变，地方当期可使用的现金收入仍可能减少，并转化为二本账调入缺口。2027 年土地出让金收入或延续下行，土地收入将由普遍、快速、可预期的现金流，转为分化、滞后且不确定性更强的收入。

真正需要关注的地区，未必是传统弱资质省份。衡量土地财政依赖度，更应看年初预算中第二本账调入资金占第一本账支出的比重。三类地区面临的压力相对较小：北京、上海等税源较强且调入依赖较低的地区；能够通过第三本账分摊压力的资源型和国有资本实力较强地区；以及主要依赖中央转移支付的东北和中西部省份。反而是过去最能够把土地变现为一本账支出的部分经济大省，预算敞口更大、投资责任更重，其支出调整对全国投资的影响也更值得关注。

税收财政接棒，本质是收入、债务与支出责任的重新匹配。2027 年财政安排可能面临两种情形：一是中央承担更多支出责任，通过适度加杠杆和转移支付弥补地方缺口，赤字率上限区间或在 4.5%左右，对应新增赤字规模在 1 万亿元左右；二是中央保持既有赤字安排，地方更多依靠强化征管、盘活资产、提高国有资本收益调入和压减低效支出维持平衡，但投资压力可能延续。更可持续的方向并非寻找另一项同等规模的收入，而是中央、地方、国有资本和存量债务空间组合接续。土地财政的终点，也是央地财政关系再平衡的起点。

风险提示

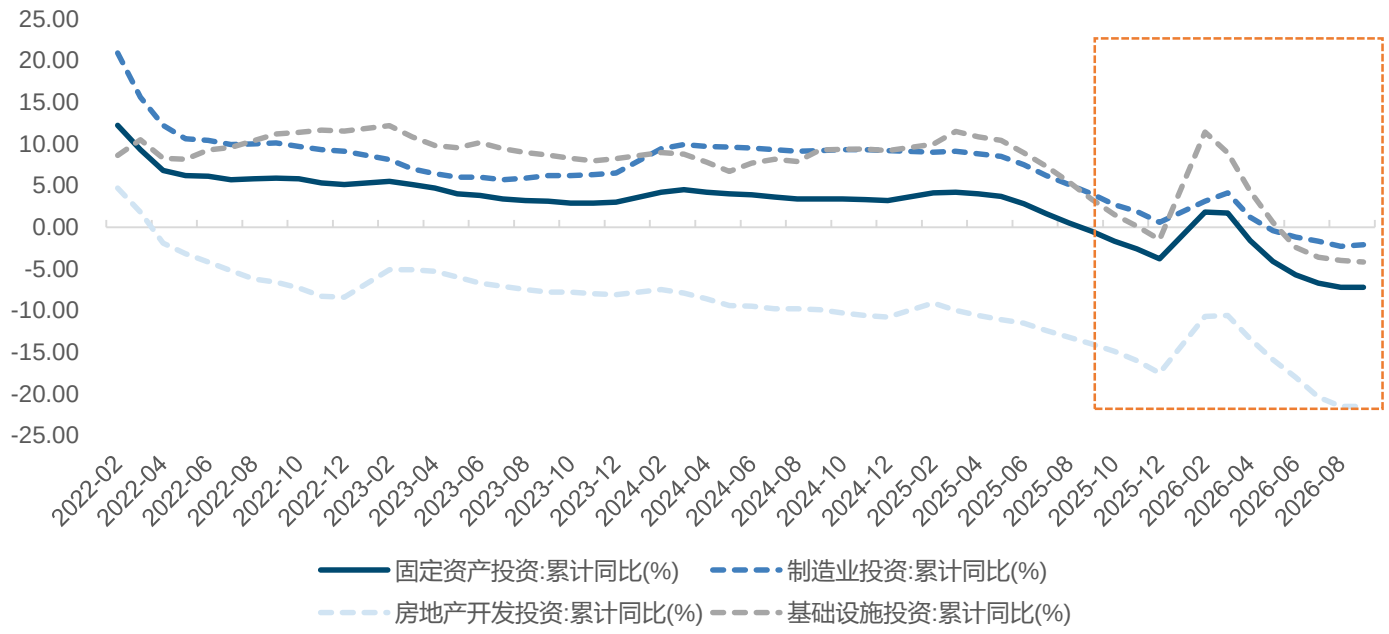
财政支出节奏不及预期，经济超预期承压。

一、财政的矛盾不在收入，而在支出

1、投资走弱与财政收支背离同时出现

2025 年三季度以来，投资端的压力逐渐显现，全年固定资产投资出现负增长。进入 2026 年，投资端先是阶段性修复、随后再度承压。2026 年一季度固定资产投资同比仍增长 1.7%，实现了温和开局；但二季度以来投资增速明显回落，前三季度累计同比下降 7.2%，其中房地产开发投资、基础设施投资和制造业投资同比分别-21.5%、-4.2%、-2.1%。与以往不同的是，当前投资的走弱并不仅仅受到房地产开发投资的拖累，基建和地方政府财政支出的放缓同样值得关注。

图表1：2025 年三季度以来投资端持续承压



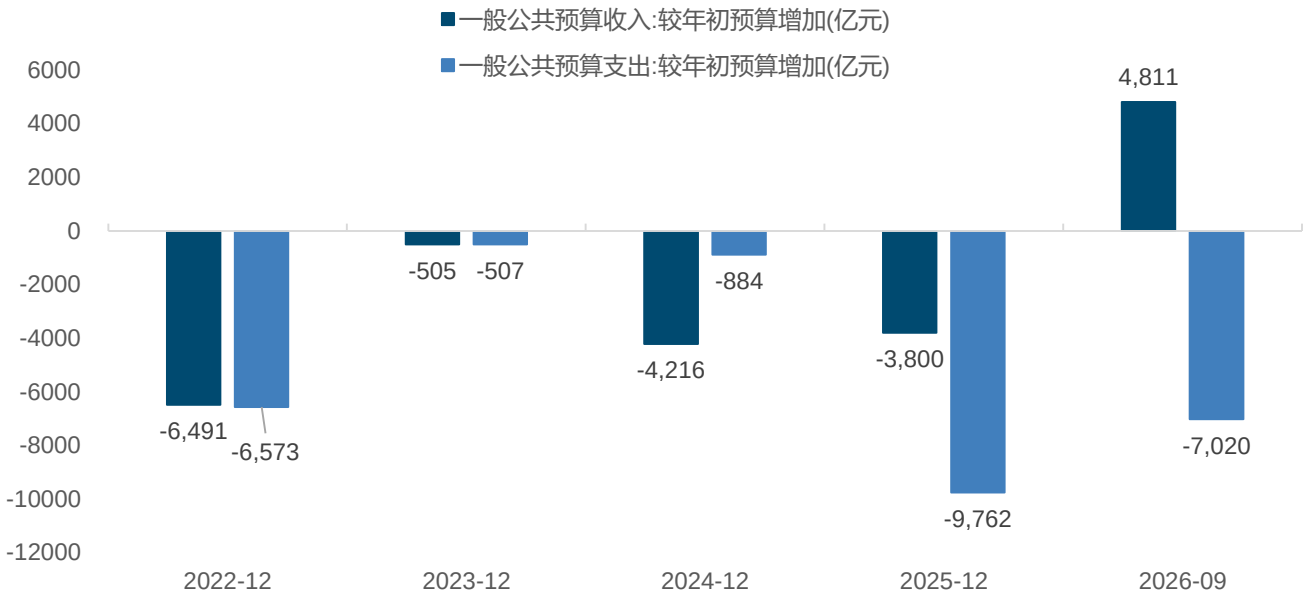
来源：ifind，国金证券研究所

与此同时，财政收支的特征也发生了显著变化。一本账（一般公共预算，下同）支出 = 一本账收入 + 赤字 + 调入和使用结转结余资金。通常情况下，年内的赤字、调入和使用结转结余资金的实际规模和年初预算较为接近。因此，财政收支的走势基本趋同，支出放缓主要源自收入缺口。其中，2022 年和 2023 年一本账支出较年初预算减少的规模，与一本账收入的缺口大致相当；2024 年一本账收入较年初预算较少 4215 亿元，通过超额调入和使用结转结余资金，支出仅较预算减少 884 亿元。

但 2025 年以来，这一同步关系被打破，财政收支出现明显背离，整体呈现出“超收”、“减支”并存的态势。2025 年一本账收入较预算仅减少 3800 亿元，但一本账支出较预算减少的规模达到了 9762 亿元，二者的轧差达到 6000 亿元，这也导致当年一本账支出的执行进度仅有 96.7%，为历史最低水平。2026 年一本账收入和支出的偏离加剧，前三季度一本账收入较预算增加 4810 亿元，但一本账支出较预算减少 7020 亿元，二者轧差接近 1.2 万亿元。

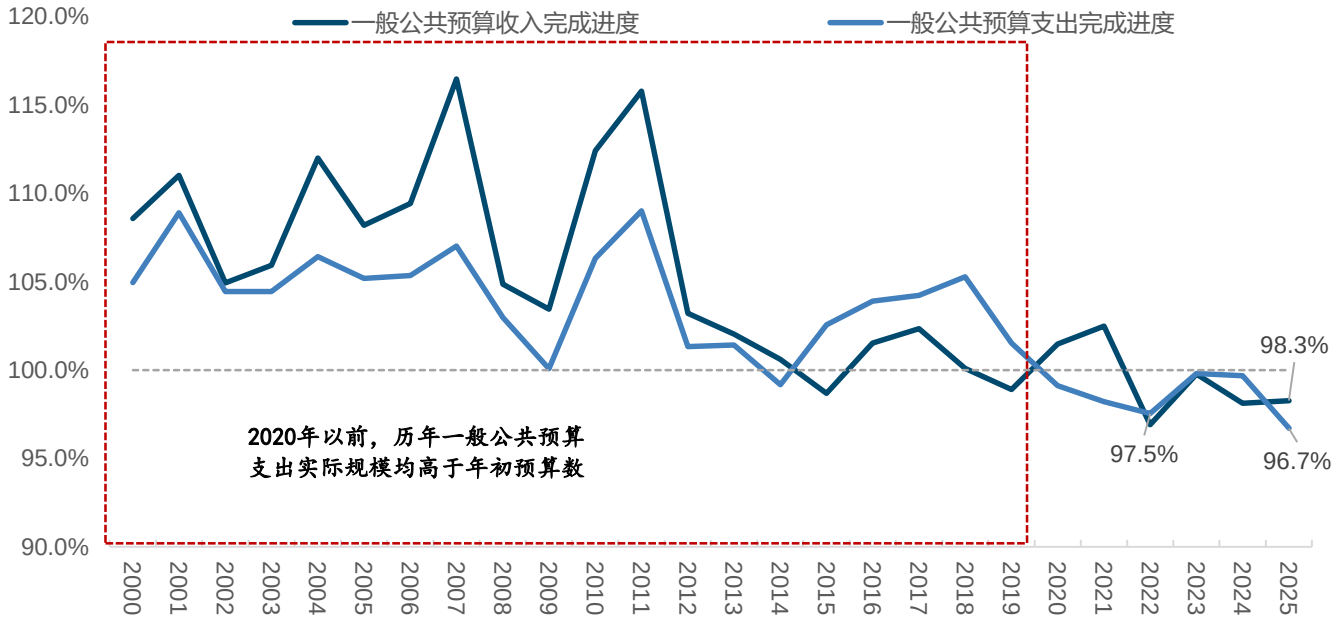
与此同时，中央与地方财政支出的分化更加明显。2026 年前三季度，中央一般公共预算本级支出同比增长 5.8%，地方一般公共预算支出仅增长 0.2%。这意味着中央财政的积极取向并未改变，约束主要集中在地方。

图表2：2025 年以来一般公共预算收支出现背离



来源：ifind，国金证券研究所

图表3：2025 年一般公共预算支出执行进度降至历史低位



来源：ifind，国金证券研究所

2、地方“少花钱”的根本原因

当前市场的共识是合格项目和支出意愿同时偏紧，导致了投资的走弱和财政收支的背离。在实体投资回报率下降、部分行业产能相对充裕的环境下，能够满足收益平衡和全生命周期绩效要求的项目减少。随着规范地方政府招商引资行为的持续深化，以及 4 月 15 日国办印发的《关于深化投资审批制度改革的意见》明确提出“政府投资项目决策终身负责制”，地方对低收益、弱现金流和重复建设项目更加审慎。

更深层的约束来自土地出让金的下行对地方财政空间的掣肘。

税收和非税收入决定第一本账的本级收入，但地方的财政支出支出并不只依赖当年本级收入。土地相关收入在过去既支持征地拆迁、基础设施和土地开发等第二本账（政府性基金预算，下同）支出，也通过跨账调入、结转结余影响第

一本账。

从预算科目看，土地出让收入属于第二本账，并不直接进入第一本账，由此容易形成一个错觉：卖地收入下降只影响第二本账，与第一本账的“三保”和公共支出关系不大。

但实际上，一本账支出 = 一本账收入 + 赤字 + 调入和使用结转结余资金。其中，调入资金的来源包括：从第二本账的政府性基金预算调入资金、从第三本账的国有资本经营预算调入资金、以及调入预算稳定调节基金。

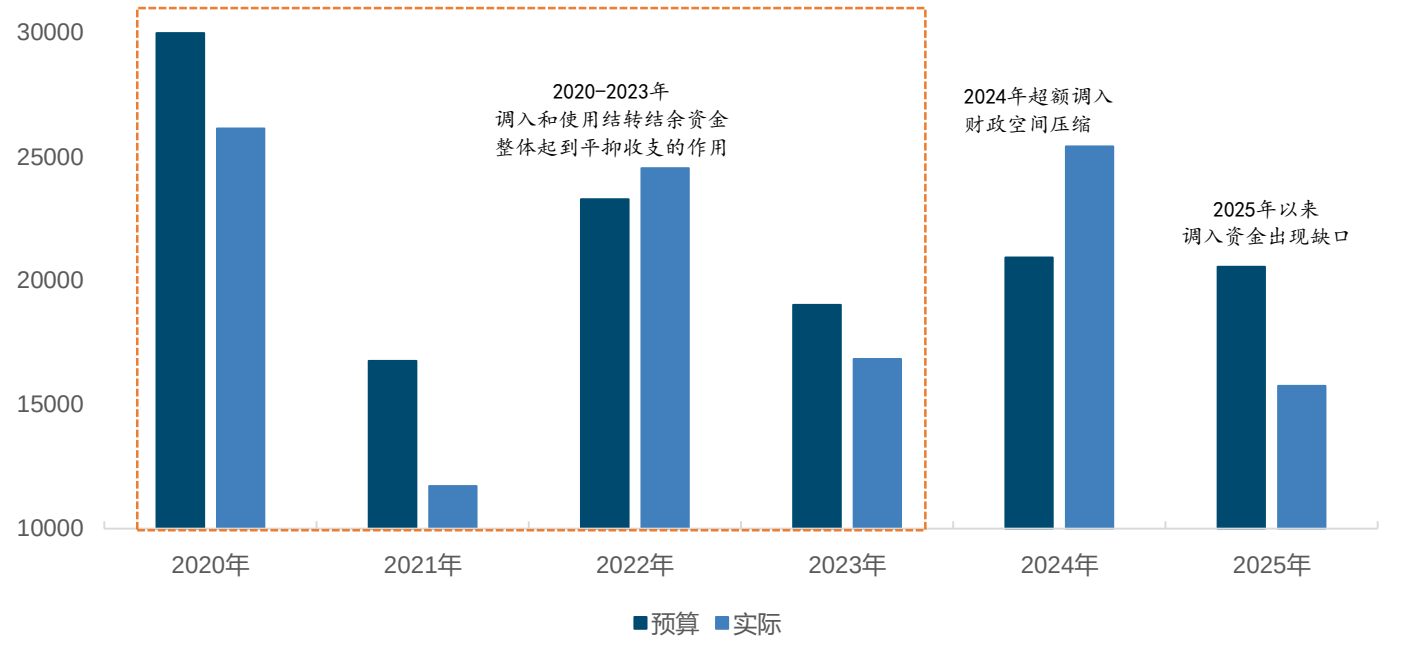
当土地出让金超预期下行，会导致来自二本账的调入资金存在缺口，从而影响一本账支出。以 2025 年为例，一本账支出较预算减少的 9762 亿元中，仅有 3800 亿由一本账收入缺口贡献，其余的 4800 亿缺口是因为卖地收入承压导致调入和使用结转结余资金由年初预算的 20555 亿元收缩至 15754 亿元，这才是一本账支出回落的主要原因。2025 年国有土地使用权出让收入同比下降 14.7%，较年初预算减少 7130 亿元。从时间节奏看，土地出让金自 2025 年 9 月起快速回落，而基建投资增速的下行和财政收支的背离也始于这一时点。

二、土地收入如何穿透“两本账”

由于土地成交、合同缴款和财政资金入库并不同步，土地收入下降还可能削弱地方国企和城投平台的资产扩张及融资能力。对地方而言，真正影响当期支出的不是某宗地在账面上成交了多少，而是扣除征拆等成本、按照规定用途安排并实际入库后，有多少资金能够跨账统筹、能够形成当期支付。

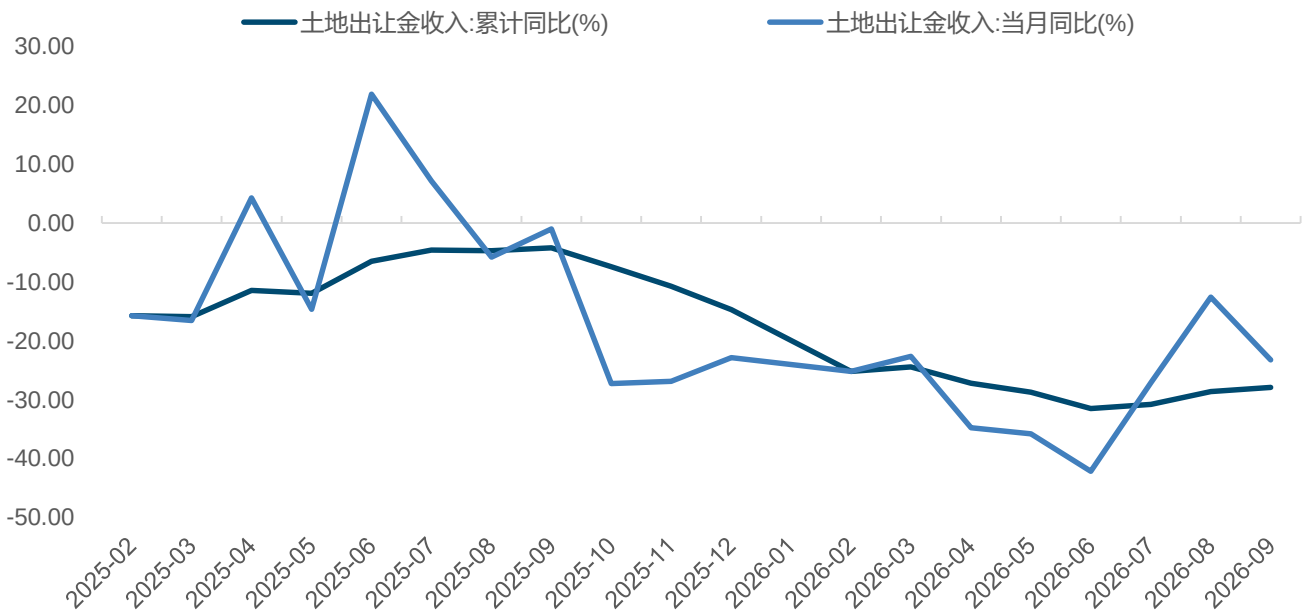
土地出让金下行带来的真实财政压力，并不仅仅取决于当年卖地收入的下降幅度。而是在年初编制预算时，一本账的支出在扣除收入和赤字后，有多少需要从二本账调入资金进行填补。一旦卖地收入下行，这部分的缺口将真实暴露出来，其背后的传导链条是：土地出让金下行➡二本账调入资金存在缺口➡一本账支出收缩➡投资承压。因此，2025 年下半年以来，土地出让金较预算的偏离、一本账财政收支的背离、固定资产投资增速基本保持同步变化。

图表4：历年一般公共预算调入和使用结转结余规模（亿元）



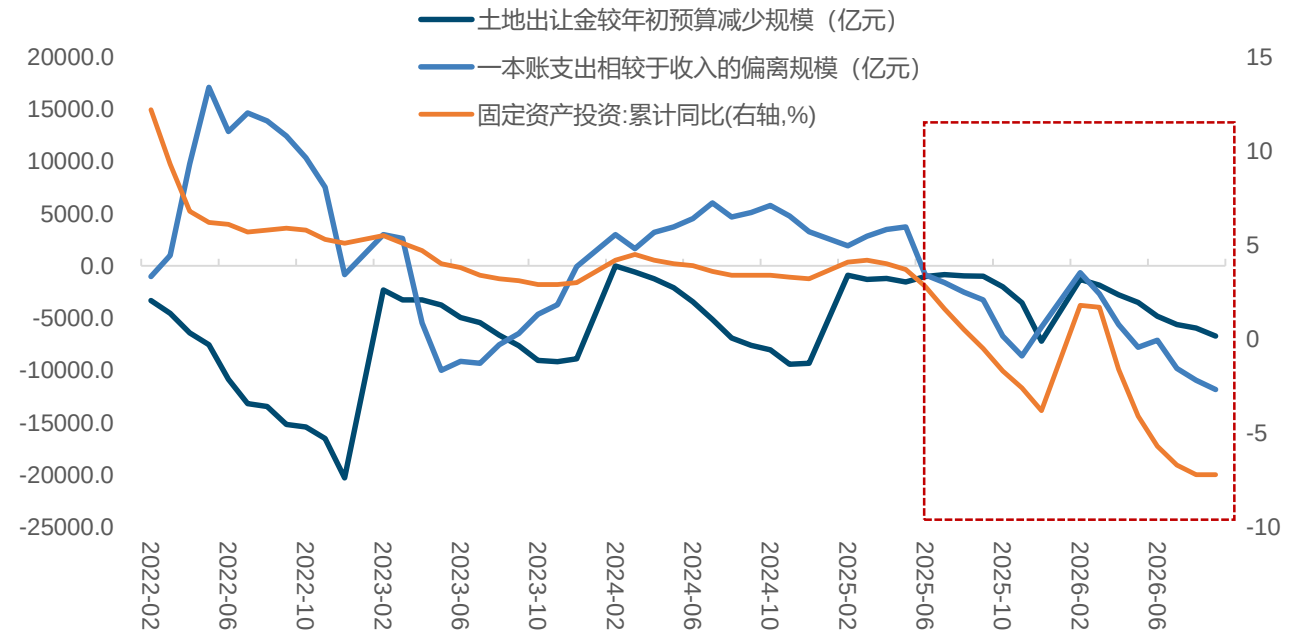
来源：Wind，历年财政预算报告，国金证券研究所

图表5：2025年土地出让金下行的压力从9月起集中显现



来源：ifind，国金证券研究所

图表6：2025年下半年以来，土地出让金、一本账收支背离和固定资产投资同步变化



来源：Wind，ifind，国金证券研究所（注：一本账支出相较于收入的偏离规模 = 一本账支出较年初预算的同比变化 – 一本账收入较年初预算的同比变化）

值得注意的是，土地出让金收入自2022年起进入下行区间，尽管2025、2026年的下降幅度并非历年最大，但其对财政收支和投资端的影响却高于此前的年份。**这背后的原因在于，2022-2024年面对土地出让金下行压力时，地方财政仍有较多“腾挪”空间，但2025年以来地方财政的“缓冲”能力有所减弱。**

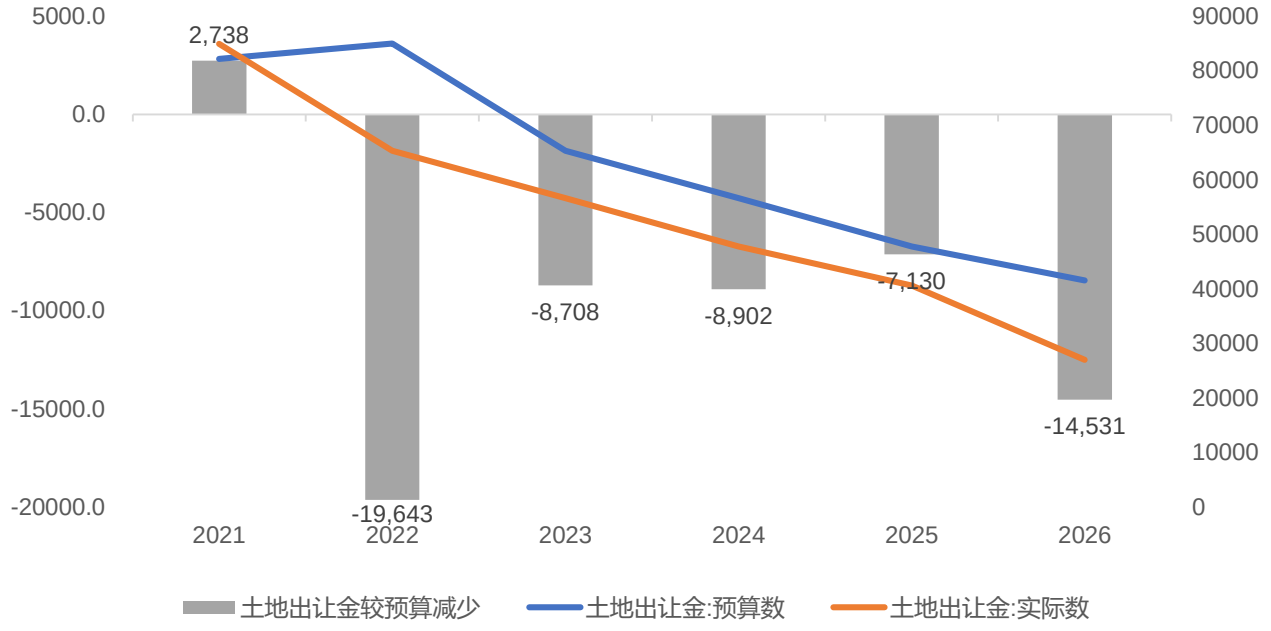
其中，2022年的应对举措包括通过地方融资平台进行表外融资，以及年内安排了特定国有金融机构和专营机构上缴利润1.65万亿，并将其中的9000亿调入中央一般公共预算，用于补充一般公共预算财力、加大对地方的转移支付。2023年则是在四季度增发了1万亿国债，将年内赤字率由预算的3.0%提高到3.8%左右。

2024年赤字率仍保持在3%左右，尽管当年发行了1万亿超长期特别国债，但这笔资金归属于二本账，不能通过调入的方式弥补一本账缺口，因此当年地方的“三保”压力有所增加，非税收入中的罚没收入增速也相对较快。但此时“调

入和使用结转结余资金”仍能发挥财政收支“缓冲垫”的作用，年内实际调入和使用的资金规模达到 25410.5 亿元，较年初预算增加 4470 亿元，从而在一本账收入较预算减少 4216 亿的前提下，仍带动一本账支出基本完成年初预算。

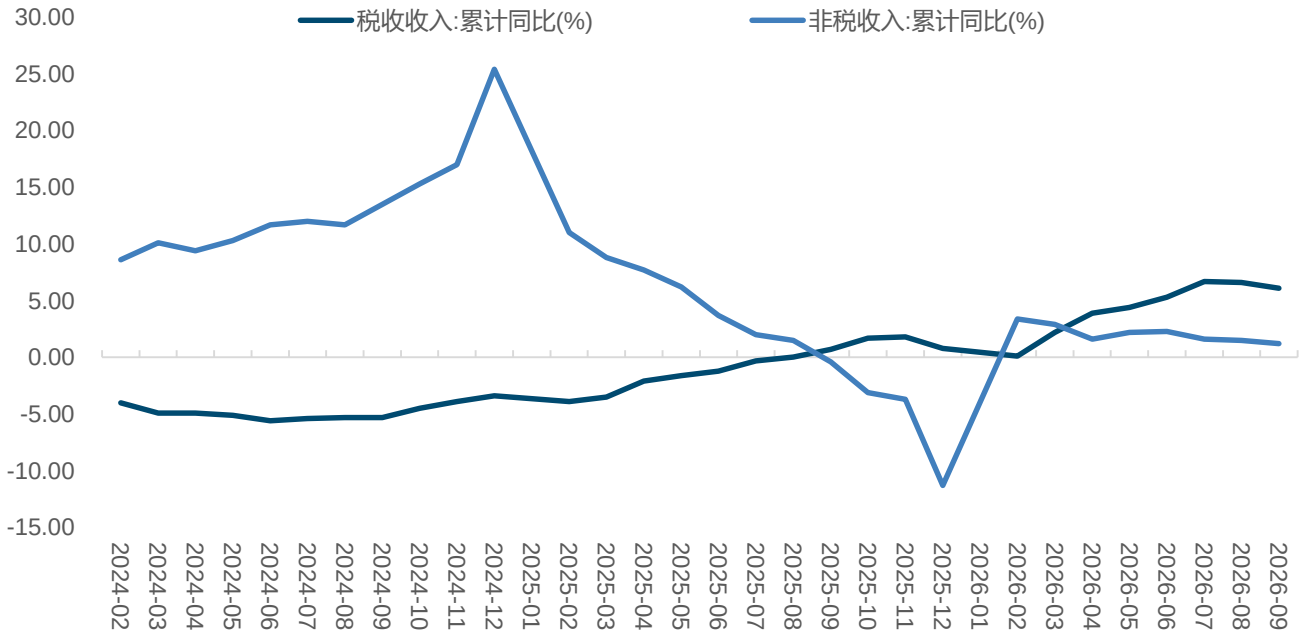
但 2025 年进入化债周期以来，地方财政资源更多被“固定”，可动用的存量资金、可盘活的优质资产以及表外融资空间都已不同程度消耗。拆分一般公共预算支出的来源，无非是由税收收入、非税收入、赤字、调入和使用结转结余资金这几项构成。其中，赤字的扩张受到财政可持续性的制约，而非税收入随着 2025 年统一大市场建设持续深化，增速也逐渐回落。因此，当 2025 年起调入收入存在缺口时，税收收入更多起到了“补缺口”的作用，这也是 2025 年下半年以来税收收入增速相对较快的原因之一。

图表7：历年土地出让金收入较年初预算变化情况



来源：ifind，国金证券研究所（注：2026 年为预测值）

图表8：2025 年下半年以来税收收入增速加快



来源：ifind，国金证券研究所

三、“8.28 新政”：土地财政谢幕进入“倒计时”

2026 年 8 月 28 日，商品住房销售制度及配套融资政策发生系统性变化。住房城乡建设部、自然资源部、金融监管总局发布的《关于完善商品住房销售制度的通知》明确，商品住房项目实行预售的，单体建筑应完成主体结构封顶；新出让土地以及已出让但未取得建设工程规划许可证的项目，优先选择现房销售，同时明确加强预售资金监管。

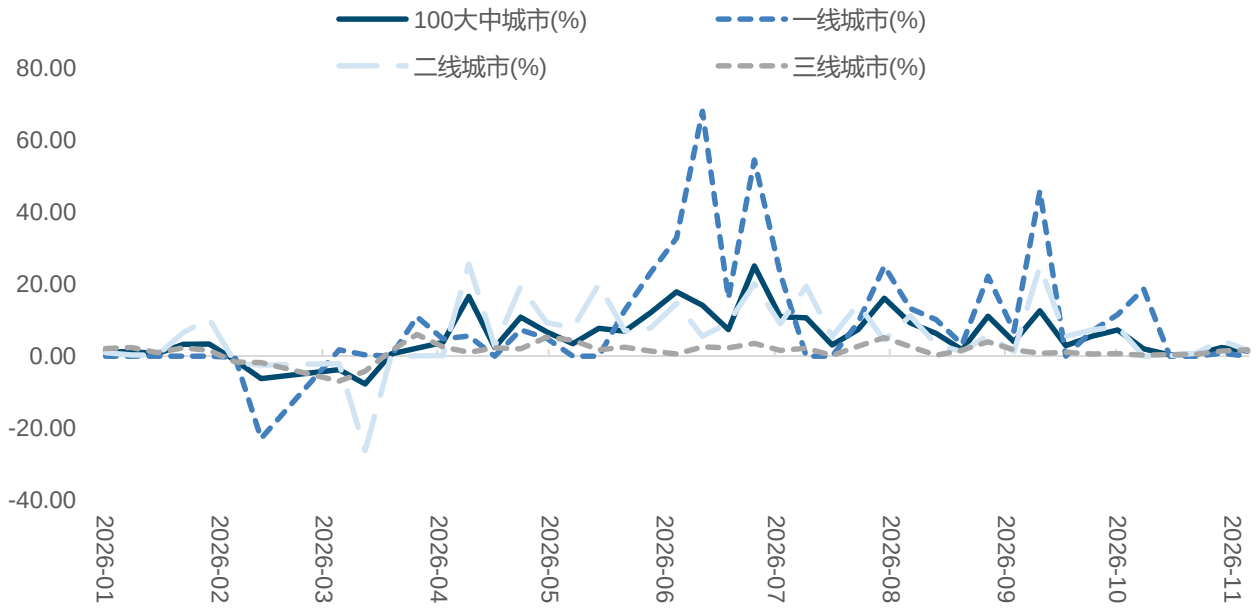
新政改变的不是某一个销售环节，而是整个开发链条的资金时间分布。过去高周转模式下，房企可以较早取得预售回款，再将同一项目或跨项目资金投入拿地，土地价格的形成依赖快速周转和持续上涨预期。预售门槛提高、按揭发放和项目回款后移、开发资金封闭管理后，房企需要先投入更多自有资金，并更长时间承担建设和融资成本。

土地价格由此更接近项目现金流的剩余价值。在房价、建安成本和去化速度给定的情况下，资金占用时间越长，房企可承受的土地报价越低。拿地的核心指标也会从规模、货值和周转速度，转向单项目峰值资金投入、现金流回正时点和压力情景下的安全边际。在此背景下，土地市场未必表现为所有地块同步降价，更可能呈现出普通地块底价化、核心地块仍有竞争的态势，但整体的卖地总收入仍面临下行压力。从土拍溢价率的变化看，多数城市自 10 月下旬以来基本保持底价成交。

土地价款分期缴纳是现房销售改革的配套安排，对房企是现金流缓冲，对地方财政则是收入时点后置。《关于完善商品住房销售制度的通知》提出，“房地产开发企业须用自有资金购地，可按国家规定分期缴纳土地出让价款，具体缴纳比例和时限由市县人民政府确定”。其中，北京的细则允许符合条件的住宅用地在合同签订后 30 个自然日内缴纳不低于 50%的首期款，剩余价款最长两年内缴清且不计利息；上海、广州则主要采用“1+1”的分期安排。不同城市、不同地块的执行条件仍有差异。对于地方财政而言，即使土地成交金额保持不变，但分期缴款仍将导致地方当期可使用的现金收入减少，从而带来二本账调入资金的缺口。

这意味着土地收入难以再像过去那样，依靠高房价、高周转和高杠杆持续扩张，也难以稳定承担地方财政增量资金来源的角色。土地仍然有价值，核心城市仍可能出现高价地块，但其对地方财政的意义将从普遍、快速、可预期的现金流，转为分化、滞后且不确定性更强的收入。

图表9：2026 年 10 月以来土拍溢价率整体回落



来源：ifind，国金证券研究所

整体看，受“8.28 新政”影响，2027 年土地出让金收入或延续下行趋势，从而导致一本账支出面临潜在的缺口。**但真正的预期差在于，调整压力较大的可能并非传统弱资质省份，经济大省的财政支出敞口反而更值得关注。**

要衡量地方土地财政的真实依赖度，合理的方法是测算各地二本账调入收入占一本账支出的比重，这对应着一本账的支出有多大比例仍暴露在卖地收入下滑的风险敞口之下。

从这个角度看，有三类地区的暴露度都相对较低：

第一类是税源基础较强、对第二本账调入依赖相对较低的地区。北京、上海等经济活力较强的地区，新兴产业、金融和服务业能够提供相对稳定的税源，一般公共预算自身收入对支出的覆盖能力较强。同时，直辖市财政层级和下辖区域结构与省份不同，需要承担的基层财政保障链条相对较短。

第二类是能够通过第三本账或其他国有资源收益分摊压力的地区。陕西、云南等资源型省份，可以通过国有资源资产

收益、国有资本经营预算等渠道补充可统筹财力；安徽等国有资本实力较强、第三本账调入比例较高的地区，也有机会分散第二本账的压力。根据 2026 年各省的财政预算安排，上述地区一本账从二本账和三本账调入的资金规模已较为接近。

第三类是本级财力较弱、但中央转移支付占比较高的地区。东北地区和中西部省份基本归属于这一范畴。由于其土地市场容量相对较小，一本账支出原本就更多依赖中央转移支付和一般性财力保障，“8.28 新政”带来的土地收入变化对其预算平衡的边际影响相对有限。

图表 10：2026 年各省财政预算安排中二、三本账调入收入规模和占比

地区	二本账调入资金（亿元）	三本账调入资金（亿元）	一本账支出（亿元）	二本账调入资金占一本账支出比重	三本账调入资金占一本账支出比重	中央转移支付占一本账支出比重
河南省	3772	67	14057	26.8%	0.5%	40.0%
重庆市	1061	88	6257	17.0%	1.4%	36.0%
天津市	400	8	3706	10.8%	0.2%	18.1%
浙江省	1244	164	12500	10.0%	1.3%	9.4%
福建省	572	72	6321	9.1%	1.1%	25.3%
江苏省	976	274	16467	5.9%	1.7%	11.1%
江西省	422	-	8387	5.0%	-	40.2%
广东省	891	123	18343	4.9%	0.7%	11.9%
河北省	450	45	10168	4.4%	0.4%	42.3%
山东省	498	208	13450	3.7%	1.5%	24.3%
湖南省	310	208	10831	2.9%	1.9%	42.6%
安徽省	260	200	9676	2.7%	2.1%	41.0%
北京市	190	23	9547	2.0%	0.2%	13.6%
内蒙古*	155	22	7800	2.0%	0.3%	40.5%
海南省*	40	2	2384	1.7%	0.1%	47.2%
陕西省	104	104	6791	1.5%	1.5%	44.9%
辽宁省	130	68	9010	1.4%	0.8%	36.1%
云南省	110	151	8741	1.3%	1.7%	45.5%
山西省	77	26	6395	1.2%	0.4%	35.7%
甘肃省	53	69	5020	1.1%	1.4%	64.5%
广西	64	57	6639	1.0%	0.9%	61.3%
湖北省*	91	-	9885	0.9%	-	44.3%
新疆	67	7	7533	0.9%	0.1%	48.2%
四川省	109	91	14137	0.8%	0.6%	45.5%
吉林省	9	28	4893	0.2%	0.6%	55.4%
黑龙江省	12	26	6565	0.2%	0.4%	62.3%
西藏	3	1	2950	0.1%	0.0%	67.1%
宁夏	1	4	1843	0.1%	0.2%	60.6%
青海省	1	0	2245	0.0%	0.0%	72.5%
上海市	0	41	10963	0.0%	0.4%	8.4%
贵州省	0	57	7149	0.0%	0.8%	49.8%
合计	12072	2234	260653	4.6%	0.9%	35.2%

来源：各省 2026 年财政预算草案，国金证券研究所

真正面临预算调整压力的，其实是过去最能够把土地变现为一般公共预算支出的地区。部分经济大省产业和人口基础较好，即使在全国房地产市场调整期间，核心城市土地仍能保持一定成交规模。过去第二本账相对充裕，地方在编制预算时也更有条件安排调入资金，用于民生、公共事务和项目建设。土地收入继续下降后，这种过去的优势会转化为较高的预算敞口。

经济大省的投资责任也更重。这些地区往往同时承担重大项目建设、城市更新、产业配套和基层公共服务等多重任务。土地相关财力收缩时，如果中央转移支付和地方新增财力不能补足，最容易被压减的仍是可延后的项目支出。因此，土地财政调整可能导致经济大省的投资增速放缓，从而对全国固定资产投资产生更明显的影响。

四、税收财政如何接棒？

面对明年土地出让金潜在的调整压力，全年的财政安排可能面临两种可能的情形：

第一种情形是，中央承担更多支出责任，通过转移支付弥补二本账调入资金收缩带来的财政支出缺口。这一方式能够避免地方在收入下行时被动压缩支出，通过中央适度加杠杆来稳定地方“三保”和有效投资。考虑到财政可持续性的约束，2027 年一般公共预算赤字率的上限区间或在 4.5%左右，对应新增赤字规模在 1 万亿元左右，基本可以弥补潜

在的收支缺口。值得注意的是，2027 年将召开中国共产党第二十一次全国代表大会。从历史经验看，党代会召开当年赤字率通常保持稳定，这也意味着中央加杠杆的空间仍面临潜在约束。

第二种情形是，中央财政保持既有赤字安排，更多依靠地方增收和支出调整消化缺口。在此情形下，税收收入的补位将成为财政的核心思路，地方层面或通过强化税收征管、盘活存量资产、提高国有资本收益调入和压减低效支出来维持平衡。这一方式更加符合“财政可持续”的思路，但如果税收增长无法覆盖土地收入下降，投资端压力就可能延续，且不同地区的调整程度会进一步分化。

土地财政谢幕之后，政策目标不是寻找另一项同等规模的收入，而是重新匹配收入、债务与支出责任。中央适度承担更多跨区域和基础性支出责任，地方培育稳定税源，国有资本收益按制度调入，存量债务空间用于缓解阶段性缺口，同时以零基预算和绩效管理压减低效支出，可能比单纯调整某一税率或扩大赤字更可持续。

从这一意义上说，土地财政的终点，也是央地财政关系再平衡的起点。过去依赖土地增值和房地产高周转支持地方扩张的模式正在退出，新的财政模式需要更多依靠稳定税收、合理债务和清晰的事权划分。转型过程中，财政对投资的支撑可能弱于过去，但只要中央与地方能够更合理地分担成本、支出结构能够减少对低效投资的依赖，土地收入下降带来的挑战仍能得到化解。

风险提示

财政支出节奏不及预期。若地方延续审慎的支出态度，财政支出节奏可能持续偏慢。

经济超预期承压。如果专项债加速用于化债清欠，挤出项目建设资金，可能导致经济修复情况不及预期。

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
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 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究