宏观研究

【粤开宏观】土地市场降温，土地财政的未来

2021 年 11 月 02 日

投资要点

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

研究助理：贺晨

研究助理：牛琴

近期报告

《【粤开宏观】出口的梗阻：集装箱引发的蝴蝶效应》2021-10-14

《滞胀风险上升 亟待供需两侧联动发力：9 月经济数据解读》2021-10-18

《【粤开宏观】几家欢喜几家愁：从住宿餐饮业看当前经济的非对称修复》2021-10-19

《【粤开证券】房地产税试点落地：原因、影响及可能方向》2021-10-23

《【粤开宏观】本轮全球能源短缺：表现、原因、影响与展望》2021-10-28

导读

我们曾在前期报告《澄清土地财政的五个认知》中提出，应理性客观认识土地财政，土地财政在我国经济发展过程中有利有弊，它作为地方政府财政收入的重要来源之一，在推动我国城镇化进程、房地产市场发展、形成大量基建工程的同时，也部分推升了房价、间接推动了融资平台和政府债务等问题。

伴随我国坚持“房住不炒”、推动房地产市场平稳健康发展，今年三季度以来土地市场逐步降温，引发市场关注。本次土地市场降温与过去有何不同？将有何深远影响？土地财政未来将向何处去？

摘要

土地财政是分税制、房地产市场化改革、土地公有制、GDP 考核等一系列体制机制的产物，而不是单独某个制度的结果。在中国国情之下，GDP 政绩考核最为关键。激励机制决定行为，地方政府行为取决于考核机制。过去单一制的政绩考核机制引发了地方政府隐性债务和土地财政等连锁反应；即使没有分税制，只要存在 GDP 考核，仍会产生投资饥渴和资金不足

土地财政向何处去？要结合未来国家战略、经济产业结构转型及财税改革趋势综合判断。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，共同富裕和高质量发展要求房地产繁荣的时代转向科技和制造强国的时代，对应的财政收入、支出结构都将发生变化。未来，经济增速下行财政收入下行、政绩考核从单一到多元目标支出刚性压力加大，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应在财税体制改革、产业结构转型重塑税基和财政结构、优化债务和支出结构、政策协调四大维度上发力。

一、近期土地市场降温的三大表现与供需两方面原因

三季度以来土地市场降温，总体呈现量价齐跌，具体表现在三方面。

第一，地方土地出让收入大跌，与重点城市土拍遇冷有关，三季度全国 300 城住宅用地土地出让金同比降幅达到 36.6%，全国土地出让收入同比下降 9.6%。

第二，土地流拍撤牌率升高。除尚未公布数据的宁波和郑州外，20 个重点城市第二批集中供地流拍撤牌率高达 31.8%，较首批提高 25.3 个百分点。其中北京、广州流拍率分别达到 60.5%和 52.1%。

第三，土地溢价率快速走低，9 月全国 300 城住宅用地平均溢价率为 4.1%，较去年同期下降 10.8 个百分点。同时，20 个重点城市第二批集中供地平均溢价率为 4.2%，较首批下降 10.3 个百分点。

三季度以来土地市场降温，部分受到重点城市供地节奏后移、供地规则调整的供给端冲击，但土地市场量价齐跌的根本原因在于需求端的萎缩，在房地产金融收紧、监管趋严的时代变局下，房企的购地能力和购地意愿在趋势性下降。

二、全国、区域和不同城市土地财政基本形势：一个趋势，三个层次

总体上，我国近年来土地财政收入趋势性上升，占 GDP 的比重快速上升。一定程度上对冲了企业减税降费的获得感；房地产贡献了全国财政收入的35.2%。2020 年土地出让收入规模达到 8.4 万亿元，相当于 GDP 的 8.3%，较 2009 年提高 4.2 个百分点。2019 年房地产行业税收为 2.6 万亿元，全国土地出让收入为 7.1 万亿，两者合计相当于一般公共预算和政府性基金预算之和的 35.2%。

分区域来看，东部地区经济发达、人口流入、土地市场供需旺盛，土地出让收入在地方综合财力中的占比较高；而西部和东北地区更加依赖中央对地方转移支付及税收返还。2020 年江苏、浙江、广东 3 省土地出让收入均超过 8000 亿，浙江、江苏、福建、山东、广东、重庆 6 个省市对土地财政较为依赖，土地出让收入占综合财力比重分别为 51.9%、46.9%、40.3%、38.7%、33.8%和 32.0%。

分地市来看，70 个大中城市中，杭州、上海、广州等城市政府性基金收入均超过 2000 亿，**居全国前列。温州、南充、金华、福州、杭州等城市对土地财政的依赖度高**，2020 年政府性基金收入与一般公共预算收入的比值分别为 2.2 倍、2.0 倍、2.0 倍、1.9 和 1.8 倍；牡丹江、深圳、锦州等地对土地出让金收入依赖度相对偏低，其政府性基金收入与一般公共预算收入的比值分别为 0.3 倍、0.3 倍和 0.4 倍。

三、土地市场降温对各省市财政形势影响：四大类型，分化的世界

我们将 2020 年土地出让收入依赖度高于 24%（中位数）定义为高土地依赖度，将债务率高于 100%（国际警戒线）定义为高债务率。根据土地财政依赖度和债务率高低，2020 年各省市可以大体分为四类。

一是高土地依赖度、高债务率地区，以天津、贵州、湖南、广西、福建为代表。土地市场降温主要影响地方政府融资能力，财政压力、城投信用风险上升。土地财政收入不仅是地方政府举借债务的担保也是偿还地方政府债务的重要资金来源，对于高土地依赖度、高债务率的省份，土地市场降温的主要影响在于地方政府以及辖区内城投平台的融资能力下降，债务还本付息上升。。

二是高土地依赖度、低债务率地区，以浙江、江苏、山东、广东、上海等沿海省份为典型代表。土地财政来源于 GDP 考核下的地方政府投资冲动，土地出让收入减少对当地基建投资的影响更大。此类省市土地财政收入的用途更多是直接用于城市的基础设施建设，或者注资成立地方融资平台，为城市的基础设施建设向金融机构融资，因此土地市场降温对这些省份的影响更多的体现在投资端。

三是低土地依赖度、低债务率地区，以西藏、江西、甘肃、山西为典型代表，受土地市场降温的影响相对较小。

四是低土地依赖度、高债务率地区，以青海、宁夏、云南、辽宁、内蒙古等西部和东北省份为代表，人口流出、经济发展放缓，同时无法通过卖地为地方政府“输血”，只能通过发债缓解收支压力。

四、未来土地财政如何破局？

一是推动财税体制改革。其一，理清政府与市场边界，改革行政体制，划分中央和地方事权和支出责任，上收部分事权到中央，减轻地方政府事权和支出责任；其二，推动促进共同富裕和高质量发展的税制改革，增加消费税税目、上调资源税和环保税税率，尽快落地实施并全国推行房地产税，研究探索开征遗产税赠与税和碳税等；其三，减税降费政策从数量型转向效率效果型，减税降费重在科技制造和中小微企业。

二是地方政府需改善营商环境、推动当地产业转型、持续吸引人口流入来优化税基进而提高财政的可持续性。未来地方政府比拼的不再是土地多寡和政策优惠程度，而是地方政府统筹治理的能力、筑巢引凤的能力以及激活企业和高技能人口积极性的能力。

三是优化债务和支出结构，实事求是反映债务风险，提高支出效率。其一，优化债务结构，提高国债，降低地方债比重降低地方政府债务压力，提高一般债比重，降低专项债比重，实事求是地反映当前部分专项债项目收益偏低难以偿还债务的风险。其二，优化支出结构，压缩一般性支出。其三，实施绩效管理，提高效率，提质增效，实施全过程成本绩效管理。

四是立足国家治理的角度看财政，财政、金融、产业和区域等政策协同发力，避免一切风险集中于财政，摒弃财政税收万能论，避免铁路警察各管一段且同步加码导致新的风险和市场主体预期下降。要降低企业的综合性成本而非仅仅财税负担，更不能出现财税负担下降但其他成本上升对冲减税降费的效果。大宗商品上涨、劳动力短缺、房租成本上升等要通过综合施策解决。

风险提示：房地产调控持续升级、地产美元债违约事件频发

目 录

一、降温的土地市场：三大表现，两方面原因 5
二、全国、区域和不同城市土地财政基本形势 6
1、全国层面 7
2、区域层面 8
3、地市层面 9
三、土地市场降温对地方政府影响几何？四大类型 11
四、土地财政向何处去？四方面发力空间 12

图表目录

图表 1： 20 个重点城市第二批集中流拍撤牌情况 5
图表 2： 20 个重点城市第二批集中供地溢价率情况 6
图表 3： 房地产/土地财政有关指标及计算 7
图表 4： 2015 年以来，全国土地财政依赖度快速上升 7
图表 5： 近年来，土地出让收入占 GDP 比重快速上升 8
图表 6： 2020 年 31 省份土地财政收入及土地财政依赖度 8
图表 7： 2020 年 31 省份土地财政依赖度 9
图表 8： 2020 年 70 个大中城市政府性基金收入 10
图表 9： 2020 年各省广义土地财政依赖度和债务率 12

一、降温的土地市场：三大表现，两方面原因

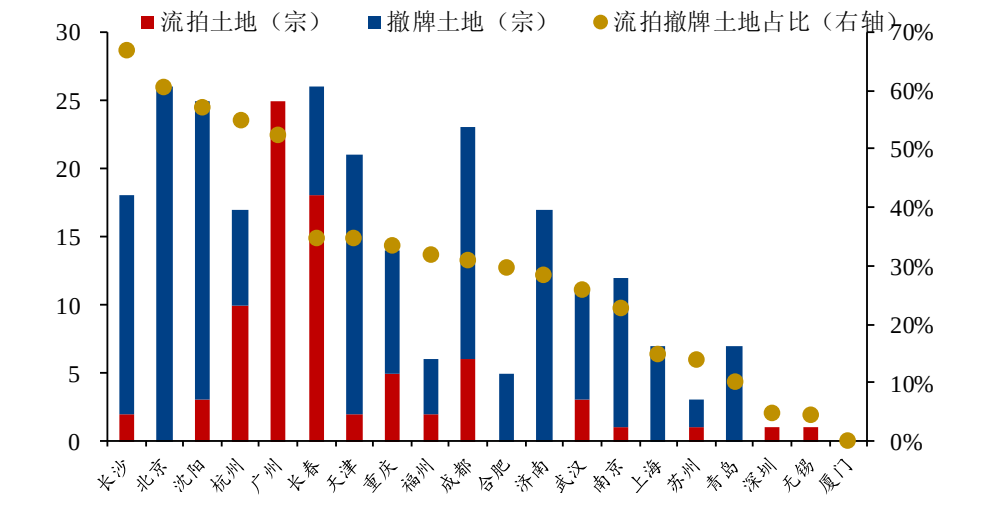
截至 2021 年 10 月底，除郑州和宁波外，其他 20 个实行“两集中”的重点城市已完成第二轮集中供地。**相较于首批集中供地的火热，土地市场降温明显，主要表现在土地出让金、流拍率、溢价率三个方面。**

一是土地出让金大幅下降。根据中指数据，2021 年 1-9 月全国 300 城住宅用地出让金同比下降 4.8%，其中三季度同比降幅达到 36.6%。三季度，全国土地出让收入同比下降 9.6%，其中 8 月、9 月单月同比分别下降 17.5%和 11.2%。全国土地出让金下降主要与重点城市土拍遇冷有关。其中，杭州第二批土地出让金仅有 257 亿元，较首批下降 78.2%；北京成交额为 513.5 亿元，不到首批的一半。

二是流拍撤牌率升高。2021 年 1-9 月，共流拍地块 762 宗，流拍率为 12.1%，较去年同期增长 2.6 个百分点。在第二批集中供地中，20 个城市共有 265 宗地块遭到流拍或撤牌，占到推出地块数量的 31.8%，较首批提高 25.3 个百分点。其中，流拍撤牌率高于 50%的城市达到 5 个，不乏北京、广州等一线城市。北京第二批集中供地挂牌 43 宗地块，仅有 17 宗成交，流拍撤牌率高到 60.5%；广州共推出 48 宗地块，流拍 25 宗，流拍率达到 52.1%。

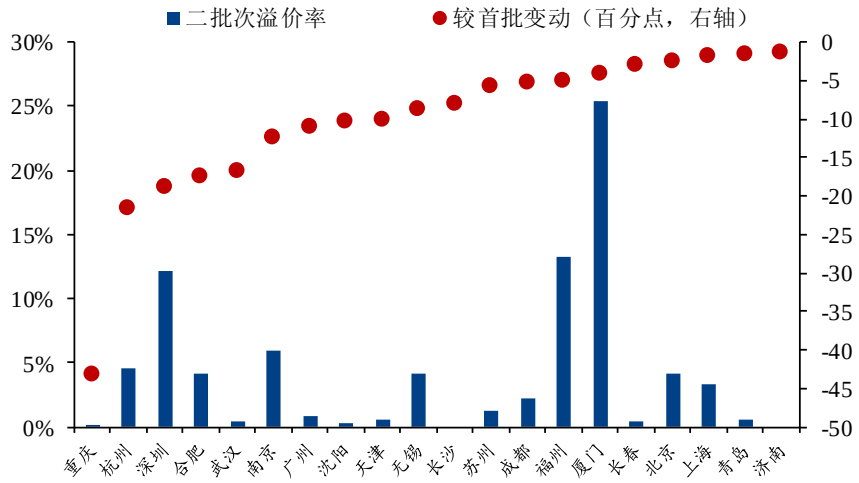
三是土地溢价率走低。2021 年 1-9 月，全国 300 城住宅用地平均溢价率为 14.8%，较去年同期下降 1.3 个百分点，其中 9 月平均溢价率为 4.1%，较去年同期下降 10.8 个百分点。长沙在首批集中供地中曾出现熔断、摇号托火热现象，但本次有 10 宗地块以底价成交，溢价为 0%；重庆在第二批集中供地中溢价率仅有 0.02%，但在首批集中供给中以 43%的溢价率高居榜首。

图表1：20 个重点城市第二批集中流拍撤牌情况



资料来源：中指数据 CREIS、粤开证券研究院

图表2：20 个重点城市第二批集中供地溢价率情况



资料来源：中指数据 CREIS、粤开证券研究院

三季度以来土地市场降温，部分受到重点城市供地节奏后移、供地规则调整的供给端冲击，但土地市场量价齐跌的根本原因在于需求端的萎缩，在房地产金融收紧、监管趋严的时代变局下，房企的购地能力和购地意愿在趋势性下降。

供给端：重点城市优化土拍规则，延迟供地，整体供地节奏后移。一是针对首轮集中供地出现的热点城市地价高企、房企恐慌性抢地等问题，8 月 10 日，自然资源部门召开闭门会议，要求集中供地城市优化第二批次土地出让政策。重点城市积极响应，通过调整溢价率上限至 15%、严查资金来源、限马甲等措施优化土拍规则。

二是按照年初计划，22 个重点城市第二批集中供地集中在 7-8 月份，但实际上北京、上海、杭州、深圳等多个城市推迟第二批集中供地时间，7 月为 22 城集中供地的真空期，8 月仅有长春、厦门、无锡 3 座城市完成土地供应，其他 17 个城市在 9-10 月份完成土地供应，拖累全国土地供应。2021 年 1-9 月，全国 300 城共推出住宅用地面积 7.9 亿㎡，同比下降 11.4%。

需求端：房企的购地能力和购地意愿下降。银行贷款和房企销售回款下降，限制了房企的购地能力。房地产调控政策持续，叠加房企违约事件频发导致金融机构对房企惜贷。2021 年三季度末，人民币房地产贷款余额同比增长 7.6%，低于各项贷款增速 4.3 个百分点。商品房销售面积持续下滑，8 月和 9 月房地产销售面积两年平均同比分别下降 2.0%和 3.5%。在第二批集中供地中，资金相对宽裕的国企、央企，如首开、中海、中铁置业成为拿地主力。另一方面，房地产调控政策持续，房企逐渐意识到时代变局的力量，高负债高杠杆经营的激进经营模式已成过去式，拿地意愿下降。

二、全国、区域和不同城市土地财政基本形势

本文将地方政府性基金预算中的土地出让金界定为狭义的土地财政收入，在此基础上加上房地产相关税收得到广义土地财政收入（房产+地产贡献财政收入）。房地产贡献的财政收入包括土地出让收入和房地产相关税收。其中，相关税收包括开发环节的耕地占用税、城镇土地使用税、土地增值税、企业所得税，交易环节的增值税、契税、印花税以及居民转让环节的增值税和个人所得税等，同时还包括经营性房地产的房产税等。

以土地财政收入在财政收入中的比重来度量政府对土地财政的依赖度。相应地，土

地财政依赖度也有狭义和广义两种度量。

图表3：房地产/土地财政有关指标及计算

指标	细项	计算方法	
土地财政收入	狭义土地财政收入	=土地出让收入	
	广义土地财政收入	=狭义土地财政收入+房地产业税收收入	
土地财政依赖度	狭义土地财政依赖度	全国	=狭义土地财政收入/(一般公共财政预算收入+政府性基金预算收入)
		省、市	=狭义土地财政收入/地方综合财力
	广义土地财政依赖度	全国	=广义土地财政收入/(一般公共财政预算收入+政府性基金预算收入)
		省、市	=广义土地财政收入/地方综合财力

资料来源：粤开证券研究院

注：地方综合财力=一般公共预算收入+中央对地方一般公共预算转移支付-地方一般公共预算上解+政府性基金预算收入+中央对地方政府性基金预算转移支付-地方政府性基金预算上解

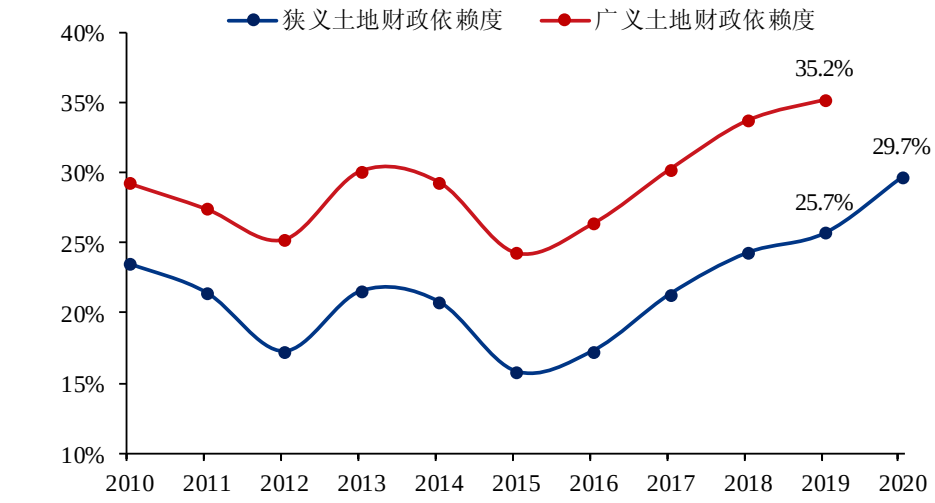
由于地方预算上解体量较小，本文在实际计算时忽略不计。

1、全国层面

我国房地产相关税种较多，贡献财税收入占全国财税收入的 35.2%。2015 年以来，随着我国城镇化推进，房地产市场的快速发展，土地财政收入持续上升。根据财政部以及《中国税务年鉴》数据，2019 土地出让收入为 7.1 万亿，房地产行业税收为 2.6 万亿元，狭义和广义土地财政依赖度分别达到 25.7%和 35.2%。2020 年，土地财政收入达到 8.2 万亿，狭义土地财政依赖度进一步攀升至 29.7%。由于 2020 年尚未公布房地产行业税收，导致广义土地财政依赖度不可得，但大概率高于 35.2%。

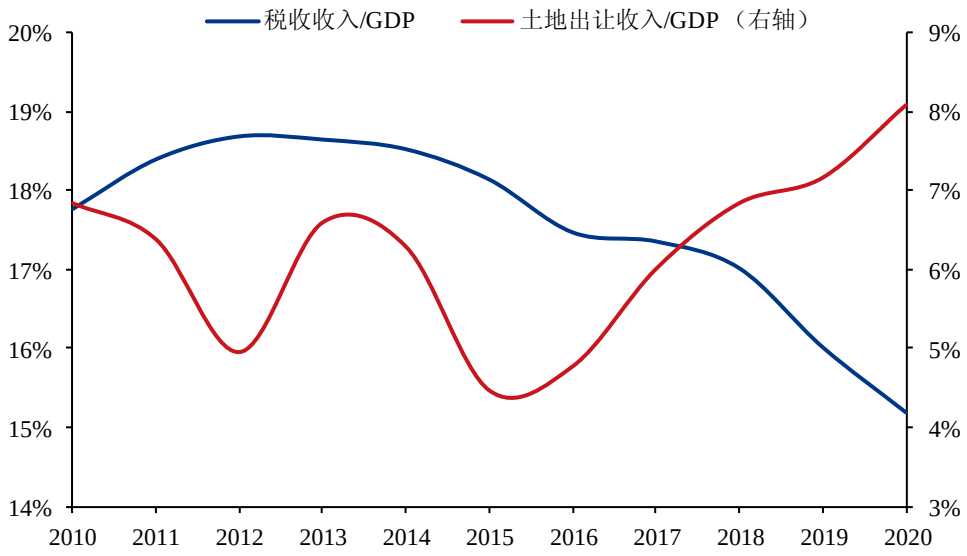
近年来我国减税降费取得了较大成绩，税收收入占 GDP 的比重快速下滑，但是土地财政收入快速上升使得广义宏观税负下滑速度较缓，一定程度上对冲了企业的获得感。

图表4：2015 年以来，全国土地财政依赖度快速上升



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表5：近年来，土地出让收入占 GDP 比重快速上升



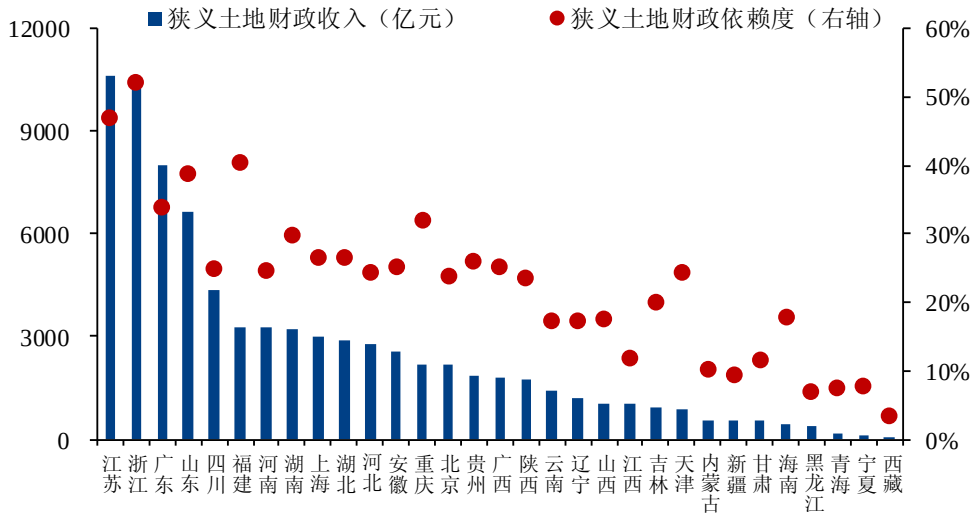
资料来源：wind、粤开证券研究院

2、区域层面

整体来看，东部地区经济发达、人口持续流入、土地市场需求旺盛，土地出让收入在地方综合财力中的占比较高；而西部和东北地区土地市场不够活跃，土地出让收入相对较低，更依赖中央转移支付。

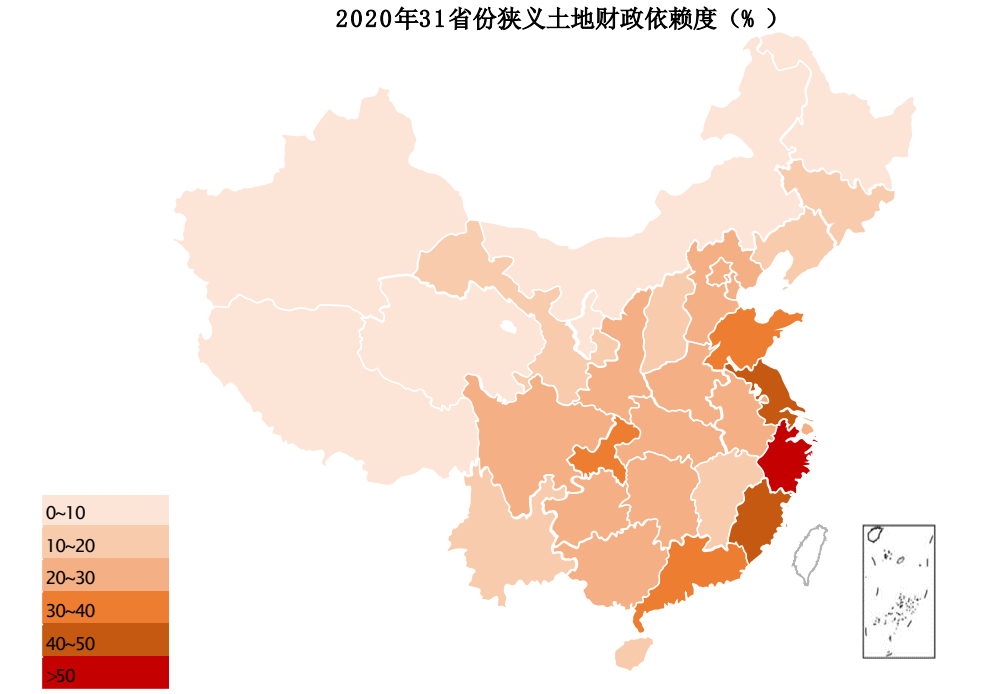
江苏、浙江、广东 3 省土地出让收入均超过 8000 亿，6 省对土地财政的狭义依赖度超过 30%。从分省数据来看，2020 年江苏、浙江、广东土地出让收入分别为 10618 亿元、10274 亿元和 8032 亿元，位居前三甲，贡献了地方土地出让总收入的 35.2%。从对土地财政收入的依赖度看，浙江、江苏、福建、山东、广东、重庆 6 个省市的狭义土地财政依赖度高于 30%，分别达到 51.9%、46.9%、40.3%、38.7%、33.8%和 32.0%。相对而言，新疆、宁夏、青海、黑龙江、西藏 5 个省份对土地财政的依赖度偏低，狭义土地财政依赖度均低于 10%。

图表6：2020 年 31 省份土地财政收入及土地财政依赖度



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表7：2020 年 31 省份土地财政依赖度



资料来源：wind、粤开证券研究院

3、地市层面

2020 年较多城市未公布国有土地使用权出让收入、各项土地有关的税收收入以及中央转移支付。由于政府性基金收入的 90%以上来自于土地出让收入，所以对地市层面的分析采用政府性基金收入近似代表土地财政收入，政府性基金收入/一般公共预算收入表征各城市对土地财政的依赖度。

一线城市中，深圳政府性基金收入最少、广州对土地财政的依赖度最大。一线城市由于土地市场交投活跃、土地溢价率相对较高，土地出让收入较高。2020 年除深圳外，北京（2317 亿元）、上海（3175 亿元）、广州（2514 亿元）政府性基金收入均超过 2000 亿元，分别在 70 个中城市中排第 2 名、第 3 名和第 5 名。广东省内经济发展不均衡，财权财力分配向省级政府倾斜，导致省会广州一般公共预算收入相对较低，政府性基金收入与一般公共预算收入的比值达到 1.5 倍，是一线城市中最高的。其他 3 座城市，上海（0.5 倍）、北京（0.4 倍）、深圳（0.3 倍）则相对较低。

二线城市中，政府性基金收入超过 1000 亿元的多为东部经济发达省份的城市或中西部省会城市，对土地财政的依赖度也高。二线城市都是省会城市和计划单列市，但由于各地经济实力和房地产市场的发展水平不同，政府性基金收入存在较大的差异。政府性基金收入超过 1000 亿元的 11 座城市可分为三类，一是东部经济发达省份的城市，包括杭州、南京、宁波、福州和青岛；二是中西部省会城市，包括成都、武汉、西安、长沙、郑州；三是直辖市重庆。这 11 座城市对土地财政的依赖度较高，其中福州、杭州、西安 3 座城市政府性基金收入与一般公共预算收入的比值高于 1.5 倍，分别为 1.9 倍、1.8 倍和 1.7 倍；最低的为郑州，也有 0.8 倍。

三线城市中，政府性基金收入高的集中于长三角地区；对土地依赖度高的多坐落在长三角地区或中部大省。政府性基金收入超过 800 亿元的 3 座城市分别为温州（1351

亿元）、无锡（988 亿元）、金华（844 亿元），均处于长三角地区，土地市场交投活跃。从政府性基金收入与一般公共预算收入的比值来看，高于 1.5 的城市有 7 座。其中，4 座位于长三角地区，分别为温州（2.2 倍）、金华（2.0 倍）、徐州（1.6 倍）和扬州（1.5 倍），其政府性基金收入也相对较高，均在 500 亿元以上；另外 3 座分别是四川的南充、湖南的岳阳和湖北的襄阳，政府性基金收入均分布在 250-280 亿元之间，但相对一般公共预算收入的比值较高，分别为 2.0 倍、1.7 倍和 1.6 倍。

图表8：2020 年 70 个大中城市政府性基金收入

城市能级	城市	政府性基金收入（亿元）	政府性基金收入/一般公共预算收入（倍）	城市能级	城市	政府性基金收入（亿元）	政府性基金收入/一般公共预算收入（倍）
一线	北京	2317.4	0.4	三线	唐山	498.5	1.0
	上海	3175.0	0.5		秦皇岛	143.3	0.8
	广州	2514.6	1.5		包头	79.4	0.5
	深圳	1287.2	0.3		丹东	46.1	0.6
二线	天津	911.9	0.5		锦州	41.5	0.4
	石家庄	588.2	1.0		吉林	/	/
	太原	455.6	1.2		牡丹江	17.0	0.3
	呼和浩特	184.2	0.8		无锡	988.0	0.9
	沈阳	583.0	0.8		徐州	779.6	1.6
	大连	308.9	0.4		扬州	505.4	1.5
	长春	756.4	1.7		温州	1350.6	2.2
	哈尔滨	303.7	0.9		金华	844.4	2.0
	南京	2208.4	1.3		蚌埠	176.8	1.1
	杭州	3690.5	1.8		安庆	203.6	1.4
	宁波	1836.8	1.2		泉州	337.7	0.7
	合肥	682.9	0.9		九江	197.1	0.7
	福州	1312.0	1.9		赣州	391.2	1.4
	厦门	821.6	1.0		烟台	363.0	0.6
	南昌	626.0	1.3		济宁	461.3	1.1
	济南	820.4	0.9		洛阳	323.0	0.8
	青岛	1169.9	0.9		平顶山	126.2	0.7
	郑州	1059.4	0.8		宜昌	/	/
	武汉	1529.0	1.2		襄阳	255.1	1.6
	长沙	1093.4	1.0		岳阳	256.7	1.7
	南宁	638.7	1.7		常德	253.9	1.4
	海口	274.1	1.5		韶关	78.6	0.7
	重庆	2458.0	1.2		湛江	169.3	1.2
	成都	1891.4	1.2		惠州	507.4	1.2
	贵阳	629.2	1.6		桂林	134.2	1.2
	昆明	737.1	1.1		北海	81.9	1.0
	西安	1207.3	1.7		三亚	110.2	1.0
	兰州	230.7	0.9		泸州	195.0	1.1
	西宁	114.4	0.9		南充	270.5	2.0
	银川	90.9	0.6		遵义	369.4	1.4
	乌鲁木齐	262.6	0.7		大理	49.9	0.5

资料来源：wind，粤开证券研究院

注：宜昌、吉林未公布 2020 年政府性基金预算收入数据

三、土地市场降温对地方政府影响几何？四大类型

在我国的发展历程中，土地财政有利有弊，应理性、客观认识。当前，土地市场降温或产生以下三方面的影响：

一是拖累整体经济表现。土地购置是房地产新开工、施工、竣工的前置环节，土地出让金领先于房地产开发投资，土地市场遇冷将导致未来经济面临一定的下行压力。

二是加剧地方财政紧张局势。土地出让金是地方政府财政收入的重要来源，在溢价率下降、流拍率上升的背景下，短期内土地出让收入减少将对地方政府可用财力带来负面冲击。

三是影响部分城投的偿债能力。地方政府对城投的救助能力下降，同时以土地整理和基础设施为主业的城投受影响相对较大，影响城投的偿债能力和市场信用等。

整体来看，土地财政依赖度高的地区受土地市场降温的影响较大，但由于各省债务率不同，土地市场降温对各省市的实际影响路径也有所不同。我们将 2020 年狭义土地依赖度高于 24%（中位数）的省市定义为高土地依赖度，反之则为低土地依赖度；债务率高于 100%（国际警戒线）定义为高债务率，反之则为低债务率，根据狭义土地财政依赖度和债务率高低，2020 年各省市可以大体分为四类：

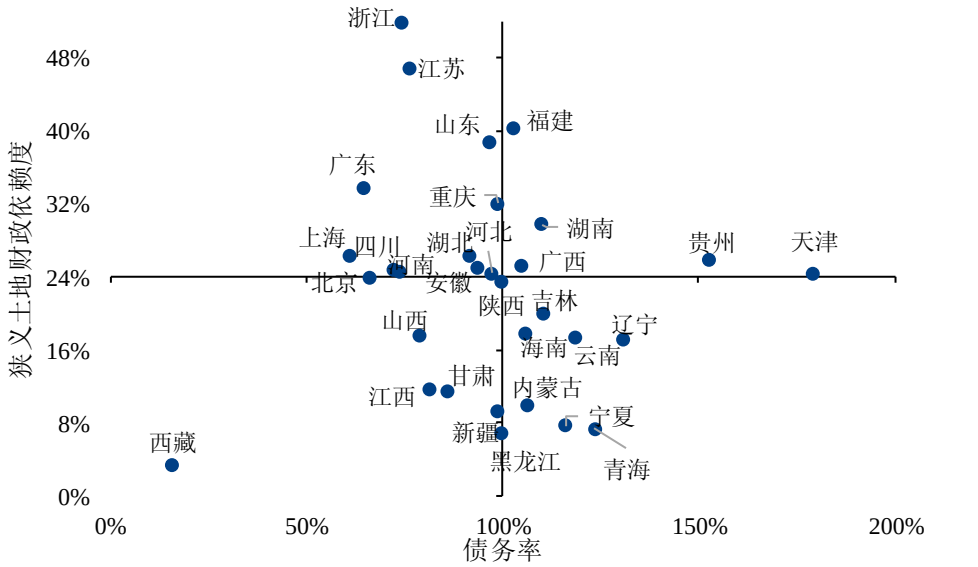
一是高土地依赖度、高债务率地区，包括天津、贵州、湖南、广西、福建 5 个省份。土地市场降温主要影响地方融资能力，财政压力上升。土地财政收入不仅是地方政府举借债务的担保也是偿还地方政府债务的重要资金来源，对于高土地依赖度、高债务率的省份，土地市场降温的主要影响在于地方政府以及辖区内城投平台的融资能力下降，债务还本付息上升，应关注相应地区的城投风险。

二是高土地依赖度、低债务率地区，以浙江、江苏、山东、广东、上海等沿海省份为典型代表。土地财政来源于 GDP 考核下的地方政府投资冲动，土地出让收入减少对当地基建投资的影响更大。此类省市土地财政收入的用途更多是直接用于城市的基础设施建设，或者注资成立地方融资平台，为城市的基础设施建设向金融机构融资，因此土地市场降温对这些省份的影响更多的体现在投资端。

三是低土地依赖度、低债务率地区，以西藏、江西、甘肃、山西为典型代表，受土地市场降温的影响相对较小。

四是低土地依赖度、高债务率地区，以青海、宁夏、云南、辽宁、内蒙古等西部和东北省份为代表，人口流出、经济发展放缓，同时无法通过卖地为地方政府“输血”，只能通过发债缓解收支压力。

图表9：2020 年各省广义土地财政依赖度和债务率



资料来源：wind、粤开证券研究院

四、土地财政向何处去？四方面发力空间

一是推动财税体制改革。其一，理清政府与市场边界，改革行政体制，划分中央和地方事权和支出责任，上收部分事权到中央，减轻地方政府事权和支出责任；其二，推动促进共同富裕和高质量发展的税制改革 ,增加消费税税目、上调资源税和环保税税率，尽快落地实施并全国推行房地产税，研究探索开征遗产税赠与税和碳税等；其三，减税降费政策从数量型转向效率效果型，减税降费重在科技制造和中小微企业。

二是地方政府需改善营商环境、推动当地产业转型、持续吸引人口流入来优化税基进而提高财政的可持续性。未来地方政府比拼的不再是土地多寡和政策优惠程度，而是地方政府统筹治理的能力、筑巢引凤的能力以及激活企业和高技能人口积极性的能力。

三是优化债务和支出结构，实事求是反映债务风险，提高支出效率。其一，优化债务结构，提高国债，降低地方债比重降低地方政府债务压力，提高一般债比重，降低专项债比重，实事求是地反映当前部分专项债项目收益偏低难以偿还债务的风险。其二，优化支出结构，压缩一般性支出。其三，实施绩效管理，提高效率，提质增效，实施全过程成本绩效管理。

四是立足国家治理的角度看财政，财政、金融、产业和区域等政策协同发力，避免一切风险集中于财政，摒弃财政税收万能论，避免铁路警察各管一段且同步加码导致新的风险和市场主体预期下降。要降低企业的综合性成本而非仅仅财税负担，更不能出现财税负担下降但其他成本上升对冲减税降费的效果。大宗商品上涨、劳动力短缺、房租成本上升等要通过综合施策解决。

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

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，旨为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

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com