

宏观深度报告 20250215

如何预期“土储专项债”发行规模？

2025 年 02 月 15 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 刘子博

执业证书：S0600524120014

liuzb@dwzq.com.cn

截至 2025 年 2 月 13 日，广东省已有至少 11 个地级市披露了拟收回收购存量闲置土地相关信息。涉及地块共 74 宗，其中 59 宗完整披露了土地面积、拟收购价格等信息，土地面积合计达 262.35 万平方米，拟收购价格合计达 192.46 亿元，拟收购单价平均为 7336.05 元/m²。广东省披露的闲置土地收购计划目前呈现出三大特征：

1.拟收购的土地使用权人约 85%为地方国企。据统计，59 宗数据完整的拟收回收购存量闲置土地共涉及 46 家土地使用权人，在剔除 3 家暂时无法确定实控人的企业后，剩余 43 家企业中仅有 2 家为民营企业，其他 41 家企业均为地方国企（39 家）或央企（2 家）。

从具体成因看，一方面，目前各地土储中心基本只接受尚未被用于融资的闲置净地收储，但许多民营房企融资难度、现金流压力相对较高，可能无力获得解除地块抵押的周转资金，最终难以满足收购要求。另一方面，在财预[2022]126 号文发布之前，部分地方政府可能存在协调本地国企托底拿地以稳定土地出让市场、满足政府性基金预算收入目标的行为。当前，部分地方政府可能也存在使用“土储专项债”帮助相关国企管控债务风险的倾向。

2.以拿地成本数据可得的 35 宗土地为样本测算，政府拟收购单价较拿地成本平均折价约 15.3%。在历史拿地成本数据可得的 37 宗土地中，梅州 2 宗土地为协议出让，剩余 35 宗土地为招拍挂出让。以后者 35 宗土地为样本测算，相关土地的面积合计达 145.33 万 m²，政府拟收购价格合计达 120.77 亿元，拟收购单价平均为 8310.30 元/m²，与相关土地的拿地成本平均为 9806.54 元/m²相比，拟收购单价平均折价约 15.3%。

3.过半拟收购土地在 2025 年可能面临地方政府有权无偿收回的风险。根据《闲置土地处置办法》，除政府行为等原因导致土地闲置外，未动工开发满 2 年的闲置土地由市、县国土资源主管部门依法报批后，地方政府可无偿收回国有建设用地使用权。在能够获取“约定开工时间”的 24 宗土地中，有 15 宗土地的“约定开工时间”早于 2023 年 12 月末，即如果相关地块继续闲置，那么上述地块在 2025 年可能面临地方政府有权无偿收回国有建设用地使用权的风险。

展望 2025，“土储专项债”实际发行规模可能相对有限。假设 2025 年“土储专项债”的发行地区集中于经济基础相对较好、债务水平相对较低的“地方债自审自发”试点省份，全国“土储专项债”发行规模可能约为 5707 亿元，占全年专项债务新增限额预期值的 13.3%。

■ **风险提示：**（1）本文仅就广东省下属各地级市自然资源部门披露的闲置土地收回收购计划进行了统计，并未统计区县级数据。（2）地方政府披露的拟收购价格可能隐含了拿地成本以外的建安费用，如此可能导致收购单价及溢价率的测算不够准确。（3）部分拟收购土地的拿地成本等数据缺失，样本偏差可能导致平均溢价率的测算不够准确。（4）测算实物财政支出、“土储专项债”发行规模时所采用的若干假设可能与未来实际值不符。

相关研究

《市场缩量上涨，科技板块维持强势》

2025-02-14

《市场弱势震荡，向消费、周期板块轮动》

2025-02-14

内容目录

1. 近期北京发行的土储类专项债并未用于收购闲置土地	4
2. 广东省近期披露的闲置土地收购计划呈现三大特征	5
2.1. 拟收购土地的使用权人以地方国企为主	5
2.2. 拟收购单价较拿地成本平均溢价率约 15.3%	7
2.3. 过半拟收购土地在 2025 年可能面临地方政府有权无偿收回的风险	11
3. 展望 2025，“土储专项债”实际发行规模可能相对有限	12
3.1. 一方面，财政资金可能应当更多向产业投资而非收储闲置土地倾斜	12
3.2. 另一方面，“土储专项债”发行规模受新增专项债限额的制约	14
4. 风险提示	15

图表目录

图 1: 次贷危机爆发后，加州财政一度陷入破产边缘.....13

图 2: 2014 年之后，加州财政加大力度从财政收入中预留预算平准资金.....13

图 3: 地方债“自审自发”试点省份基本囊括了 2023 年国内 GDP 排名靠前的地区.....14

表 1: 近期北京发行专项债支持的土地储备项目资质参差不齐.....4

表 2: 广东下属地级市披露拟收购的土地对应使用权人约 85%为地方国企6

表 3: 在相关数据可得的 35 宗拟收回土地中，地方政府拟收购价格的平均溢价率约为 15.3%.8

表 4: 过半拟收购闲置土地在 2025 年或将触及地方政府有权无偿收回的条件..... 11

近期，北京公告发行专项债用于土地储备，以广东为代表的部分省份加快推进专项债回收收购存量闲置土地工作。2025 年 2 月 11 日，北京市公告今年第三批政府债券发行计划。其中，2025 年北京市政府专项债券(七期)、(八期)、(九期)、(十期)4 笔债券的募集资金用途包含土地储备。此外，今年春节过后，广东省多地加快推进闲置土地收储工作，截至 2 月 13 日，广东省已有至少 11 个地级市的自然资源部门公告按照《自然资源部关于运用地方政府专项债券资金回收收购存量闲置土地的通知》、《关于土地储备领域申报地方政府专项债券工作指引（试行）》等文件要求，公示拟回收收购存量闲置土地信息，此举可能意味着广东近期将启动相关土储专项债的发行工作。

1. 近期北京发行的土储类专项债并未用于收购闲置土地

近期北京发行专项债所支持的土储项目仍为传统一级开发项目，但项目资质差异较大，不同项目的“债券存续期内总收益/总投资”从 7%到 374%不等。经统计，2025 年北京市政府专项债券(七期)、(八期)、(九期)、(十期)合计发行规模达 436.33 亿元，其中 116.87 亿元被用于 25 个土地储备项目。从项目类型看，上述土地储备项目均为传统土地一级开发项目，不涉及回收收购存量闲置土地。从项目资质看，在 25 个土地储备项目中，有 19 个项目的“债券存续期内总收益/总投资”超过 100%，但剩余 6 个项目预计债券存续期内的总收益无法完全覆盖总投资，特别是五里坨建设组团土地一级开发项目“债券存续期内总收益/总投资”仅为 7%。

表1：近期北京发行专项债支持的土地储备项目资质参差不齐

项目名称	本次使用专项债资金 (亿元)	本次融资期限 (年)	项目总投资 (亿元)	总收益 (亿元)	总收益/ 总投资	总收益/项目总债务 融资本息
轻轨 L2 线通州段次渠站、垡渠南站、亦庄火车站土地一级开发项目	34.36	5.00	633.61	426.28	67%	182%
核心区一级开发项目	12.27	7.00	184.48	293.86	159%	322%
房山区西潏街道北三村一期用地土地一级开发项目	8.71	5.00	45.70	36.17	79%	160%
平谷区二号地（二期）土地一级开发项目	8.50	5.00	33.77	29.60	88%	139%
会展一期及配套 H-01 至 H-05 组团土地整理项目	6.33	5.00	17.32	22.43	130%	120%
大兴区旧宫镇集贤地区旧村改造土地一级开发项目	5.60	5.00	99.67	104.03	104%	210%
大兴区西红门镇 1 号地及镇东区 B 组团土地一级开发项目	5.46	7.00	360.53	406.88	113%	148%
密云区水源路南侧 C-2 地块土地一级开发项目	5.31	5.00	7.70	8.85	115%	154%
旧宫镇绿隔地区环境整治土地一级开发项目	4.00	3.00	23.13	44.69	193%	1025%
房山区良乡大学城拓展东区土地一级开发项目	3.68	3.00	32.41	65.32	202%	344%
大兴新机场高速（邢各庄段）拆迁安置土地一级开发项目	3.07	7.00	37.84	46.94	124%	148%
中关村国家工程技术创新基地南部地区土地一级开发项目	2.70	3.00	46.10	57.07	124%	176%
大兴区安定镇东工业区一期及公用设施用地前期开发项目	2.67	7.00	9.31	5.85	63%	219%
房山区良乡高教园区北部生活区二号地土地一级开发项目	2.16	3.00	12.58	16.48	131%	729%

七街一级开发项目	2.05	7.00	63.16	64.04	101%	136%
2016 年世界月季洲际大会周边配套（国家新媒体产业基地 A-G 组团）土地一级开发项目	2.00	7.00	154.91	165.09	107%	135%
五里坨建设组团土地一级开发项目	2.00	3.00	160.34	10.69	7%	490%
房山区青龙湖 02 街区西侧一期地块土地一级开发项目	1.20	5.00	14.54	15.28	105%	1175%
昌平区沙河高教园区四期土地一级开发项目	1.03	3.00	32.84	81.85	249%	386%
延庆区延庆镇、八达岭镇和大榆树镇土地一级开发项目	1.00	10.00	11.92	44.55	374%	3743%
房山区山区人口迁移集中安置二期两限房一级开发项目	0.83	3.00	5.49	14.96	272%	1720%
平谷区马坊镇中心区南区（一、二期）土地一级开发项目	0.80	5.00	56.02	53.16	95%	250%
采育镇一级开发项目	0.50	7.00	93.59	120.16	128%	169%
平谷区白各庄新村（二期）土地一级开发项目	0.44	5.00	15.62	19.74	126%	205%
北京大兴新城西片区一期土地一级开发项目	0.20	7.00	46.75	108.65	232%	232%

数据来源：中国债券信息网，东吴证券研究所

2. 广东省近期披露的闲置土地收购计划呈现三大特征

截至 2025 年 2 月 13 日，在广东省下属 21 个地级市中，已有至少 11 个地级市披露了拟收购收购存量闲置土地信息，涉及地块共 74 宗，其中 59 宗完整披露了土地面积、拟收购价格等信息，土地面积合计达 262.35 万平方米，拟收购价格合计达 192.46 亿元，拟收购单价平均值约为 7336.05 元/m²。目前，广东省披露的闲置土地收购计划呈现三大特征：

2.1. 拟收购土地的使用权人以地方国企为主

广东下属地级市披露拟收购的土地使用权人约 85% 为地方国企，这可能与土储中心要求未被抵押的净地交付、部分地方政府计划使用“土储专项债”帮助当地国企管控债务风险等因素有关。据统计，59 宗数据完整的拟收购收购存量闲置土地共涉及 46 家土地使用权人，在剔除 3 家暂时无法确定实控人的企业后，剩余 43 家企业中仅有云浮市兆景房地产开发有限公司、中山榄菊艺术品投资有限公司 2 家为民营企业，其他 41 家企业均为地方国企（39 家）或央企（2 家）。从这一现象的具体成因看，一方面，目前各地土储中心基本只接受尚未被用于融资的闲置净地收储，但部分民营房企现金流压力与融资难度相对较高，可能无力获得解除地块抵押的周转资金，最终难以满足地方政府收回收购闲置土地的基本要求。另一方面，在 2022 年 9 月财预[2022]126 号文要求“严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入”之前，部分地方政府可能存在协调本地国企托底拿地以稳定土地出让市场，及满足当年政府性基金预算收入目标的行为。目前，部分地方政府可能也存在使用“土储专项债”帮助当地国企化解前期因“兜底拿地”而可能形成的债务风险的倾向。

表2: 广东下属地级市披露拟收购的土地对应使用权人约 85%为地方国企

城市	拟收购土地涉及的土地使用权人	公司是否地方国企	公司实控人
潮州市	潮州市韩岭文化旅游投资有限公司	是	潮州市国资委
潮州市	潮州韩水文化投资发展有限公司	是	潮州市国资委
惠州市	惠州交投金山湖置业有限公司	是	惠州市国资委
惠州市	惠州市荣昶置业有限公司	是	惠州市国资委
惠州市	惠州市城融房地产开发有限公司	是	惠州市国资委
惠州市	惠州市卓润置业有限公司	是	惠州市国资委
惠州市	惠州城投安嘉发展有限公司	是	惠州市国资委
惠州市	惠州交投交城置业有限公司	是	惠州市国资委
惠州市	惠州科教芯区发展有限公司	是	惠州市国资委
茂名市	-	-	(见注 1)
茂名市	茂名市云策房地产开发有限公司	是	茂名市国资委
茂名市	茂名市云盛房地产开发有限公司	是	茂名市国资委
茂名市	茂名市云悦房地产开发有限公司	是	茂名市国资委
梅州市	梅州市嘉应基础设施投资建设有限公司	是	梅州市国资委
云浮市	云浮市兆景房地产开发有限公司	否	何志强
肇庆市	肇庆保隆置业有限公司	否	国务院国资委
肇庆市	肇庆鑫荣房地产有限公司	否	国务院国资委
肇庆市	肇庆市高新区建设投资开发有限公司	是	肇庆高新区管委会
肇庆市	肇庆市盛和苑房地产开发有限公司	是	肇庆市鼎湖区国资局
肇庆市	肇庆市丰迎投资有限公司	是	肇庆市端州区三榕工业园管委会
肇庆市	肇庆市硕世投资发展有限公司	是	肇庆市端州区三榕工业园管委会
肇庆市	肇庆市端创投资发展有限公司	是	肇庆市端州区政府性资产管理中心
肇庆市	肇庆市端鹏投资发展有限公司	是	肇庆市端州区政府性资产管理中心
肇庆市	肇庆市金房置业投资有限公司	是	肇庆市高要区国资局
肇庆市	肇庆市金岸房地产开发有限公司	是	肇庆市高要区国资局
肇庆市	肇庆高要金恒房地产投资开发有限公司	是	肇庆市高要区国资局
肇庆市	肇庆高要金达房地产投资开发有限公司	是	肇庆市高要区国资局
肇庆市	肇庆高要金林房地产投资开发有限公司	是	肇庆市高要区国资局
肇庆市	肇庆高要金钊房地产投资开发有限公司	是	肇庆市高要区国资局
肇庆市	肇庆市城投置悦房地产发展有限公司	是	肇庆市国资委
肇庆市	肇庆市城投置盛房地产发展有限公司	是	肇庆市国资委
肇庆市	肇庆市新允咨询有限公司	是	肇庆新区管委会
肇庆市	肇庆新区城市开发有限公司	是	肇庆新区管委会
肇庆市	肇庆新区投资发展集团有限公司	是	肇庆新区管委会
中山市	中山市星月彩虹房地产有限公司	-	(见注 2)
中山市	庄严科技(广东)有限公司	-	(见注 3)
中山市	中山榄菊艺术品投资有限公司	否	骆建华
珠海市	珠海高新会同集文化旅游开发有限公司	是	珠海高新区国资办
珠海市	珠海华熠开发建设有限公司	是	珠海市国资委
珠海市	珠海华翰投资有限公司	是	珠海市国资委
珠海市	珠海九洲开发建设有限公司	是	珠海市国资委

珠海市	珠海华裕开发建设有限公司	是	珠海市国资委
珠海市	珠海斗门大横琴琴峰房地产开发有限公司	是	珠海市国资委
珠海市	珠海斗门大横琴琴雅房地产开发有限公司	是	珠海市国资委
珠海市	珠海市高新总部基地建设发展有限公司	是	珠海市国资委
珠海市	珠海华发海岛投资开发有限公司	是	珠海市国资委

数据来源：相关城市自然资源局官网，东吴证券研究所

注 1：该地块为“茂名市城区农村信用合作联社项目”，但茂名市城区农村信用合作联社目前已注销。

注 2：公司系华润置地、仁恒置地、某普通民企、中山市西区街道合资成立的企业，按照股权比例暂未确定实控人。

注 3：公司股东注册于香港，暂未获取实控人信息。

2.2. 拟收购单价较拿地成本平均溢价率约 15.3%

以拿地成本数据可得的 35 宗土地为样本测算，政府拟收购单价较拿地成本平均折价约 15.3%。在 59 宗完整披露了土地面积、拟收购价格等数据的拟收购地块中，共 37 宗土地可获取历史拿地成本数据，其中梅州 2 宗土地为协议出让，剩余 35 宗土地为招拍挂出让。以后者 35 宗土地为样本测算，相关土地的面积合计达 145.33 万 m²，政府拟收购价格合计达 120.77 亿元，拟收购单价平均为 8310.30 元/m²，与拿地成本平均为 9806.54 元/m²相比，拟收购单价平均折价约 15.3%。具体来看：

- 溢价收购最明显的地块为肇庆“肇庆新区 ZB09 区”，主要由于该地块拿地较早。肇庆新区投资发展集团有限公司拥有的“肇庆新区 ZB09 区”地块获取时间为 2016 年，但该商务金融用地迟迟未能动工开发建设，于 2024 年 11 月被肇庆市自然资源局认定为闲置土地。在本次政府收购过程中，当地政府拟收购单价约为 1818.96 元/m²，较企业 1181.49 元/m²的拿地成本大幅提高约 54%。
- 折价收购最明显的地块为“惠州市惠城区马安新群上寮 JD10-01、JD10-03”，主要由于该地块开发平衡收益的难度较大。该地块曾因“惠八条”出台而临时中止出让，随后“限地价、限房价”及摇号机制等补充出让条件陆续落地，按照该地块出让条款，摘地企业需配建九年一贯制学校、15 班幼儿园、4 条道路并在建成后无偿移交给当地政府。考虑到，该地块附近已开发了万科、华发、华润置地、金地等诸多房企楼盘，2021 年 8 月该地块出让时由当地城投平台底价摘得，因此该地块开发的收益平衡难度可能相对较高，如今政府收购闲置土地时不得不大幅折价。

表3: 在相关数据可得的 35 宗拟收回土地中, 地方政府拟收购价格的平均溢价率约为 15.3%

地块位置或地块名称	土地使用权人	土地性质	土地面积 (万㎡)	拟收购价格 (万元)	拟收购单价 (元/㎡)	拿地 时间	当年拿地面积 (万㎡)	拿地价格 (万元)	拿地成本 (元/㎡)	溢价率
BDGC-FJ-03-01	潮州韩水文化投资发展有限公司	住宅	6.89	37398.00	5424.59	2023/08	6.89	38322.91	5558.78	-2.4%
BDGC-FJ-03-02	潮州韩水文化投资发展有限公司	住宅	1.04	6168.00	5933.78	2023/12	1.04	5955.57	5729.45	3.6%
地块名称: BDGC-FJ-01	潮州市韩岭文化旅游投资有限公司	住宅	6.24	24755.00	3964.88	2021/12	6.24	23214.00	3718.08	6.6%
1. 潮州市小计			14.18	68321.00	4819.07		14.18	67492.48	4760.66	1.2%
惠州市惠城区马安新群上寮 JD10-01、JD10-03 地块	惠州城投安嘉发展有限公司	城镇住宅及商 服用地	9.67	126287.90	13066.34	2021/08	9.67	179460.00	18567.77	-29.6%
惠州市惠城区江北金鸡地区 JBX21-04 地块	惠州交投交城置业有限公司	-	4.16	54828.73	13178.45	2023/10	4.16	65000.00	15623.12	-15.6%
惠州市惠城区金山新城湖山片 区 JSH-B04-19 地块	惠州交投金山湖置业有限公司	城镇住宅及商 服用地	2.73	33003.86	12086.18	2022/02	2.73	38820.00	14216.08	-15.0%
惠州市惠城区金山湖片区 JSH- B04-20 地块	惠州交投金山湖置业有限公司	商住用地	3.06	38372.76	12535.20	2021/12	3.06	46600.00	15222.79	-17.7%
惠州市惠城区南四环沿线科教 片区 HQ02-16、HQ02-19 地块	惠州科教芯区发展有限公司	二类城镇住 宅、商服用地	4.74	约 90681 (注 1)	13889.16	2021/07	4.74	88150.00	18612.21	-25.4%
惠州市惠城区鹿江沥南岸 LJL- 47-26 地块	惠州市城融房地产开发有限公司	住宅、商服用 地	3.08	39001.45	12681.47	2022/01	3.08	54000.00	17558.30	-27.8%
惠州市金山新城湖山片区 JSH- B04-27-02 地块	惠州市荣昶置业有限公司	住宅、商服用 地	3.55	44505.25	12544.79	2021/12	3.55	53200.00	14995.63	-16.3%
惠州市惠城区鹿江沥南岸 LJL- 47-28 地块	惠州市卓润置业有限公司	住宅、商服用 地	3.72	47169.60	12689.68	2022/01	3.72	64400.00	17325.05	-26.8%
2. 惠州市小计			34.69	448950.55	12940.29		34.69	589630.00	16995.15	-23.9%
茂名市羊角片区 MNYJ07-03	茂名市云策房地产开发有限公司	商住	11.00	50148.58	4560.00	2023/02	11.00	50148.58	4560.00	0.0%
茂名市羊角片区 MNYJ07-10	茂名市云盛房地产开发有限公司	商住	10.94	52533.18	4800.00	2023/02	10.94	52533.18	4800.00	0.0%
茂名市羊角片区 MNYJ07-12	茂名市云悦房地产开发有限公司	商住	7.17	31502.00	4393.58	2023/12	7.00	31502.00	4500.07	-2.4%
3. 茂名市小计			29.11	134183.76	4609.24		28.94	134183.76	4636.26	-0.6%

市区杉冲洞地块 (御景蓝湾项目)	云浮市兆景房地产开发有限公司	二类居住用地 (兼容商业)	2.54	6343.57	2501.37	2020/12	2.54	8458.00	3335.12	-25.0%
4. 云浮市小计			2.54	6343.57	2501.37		2.54	8458.00	3335.12	-25.0%
高要区莲塘镇	肇庆高要金达房地产投资开发有限公司	住宅用地	1.27	4396.00	3449.82	2021/12	1.27	4396.00	3449.82	0.0%
高要区白土镇	肇庆高要金达房地产投资开发有限公司	住宅用地	1.36	4472.00	3300.34	2021/12	1.36	4472.00	3300.34	0.0%
高要区莲塘镇	肇庆高要金创房地产投资开发有限公司	住宅用地	0.82	2845.00	3449.82	2021/12	0.82	2845.00	3449.82	0.0%
端州区 72 区建设二路南侧、明珠路西侧	肇庆市端创投资发展有限公司	商住	1.16	7863.00	6806.61	2023/12	1.16	6850.00	5929.71	14.8%
端州区 69 区景德路西侧	肇庆市端鹏投资发展有限公司	商业	0.46	2885.00	6255.42	2023/12	0.46	2800.00	6071.12	3.0%
二桂路北、太和路西	肇庆市丰迎投资有限公司	商住	3.82	25489.00	6680.73	2022/12	3.82	21600.00	5661.42	18.0%
高要区金渡镇	肇庆市金房置业投资有限公司	住宅用地	2.60	13676.00	5250.11	2021/12	2.60	13676.00	5250.11	0.0%
肇庆新区 ZB09 区，西为长利大道、北为站前大道	肇庆新区投资发展集团有限公司	商务金融用地	5.35	9730.00	1818.96	2016/06	5.35	6320.00	1181.49	54.0%
5. 肇庆市小计			16.84	71356.00	4237.35		16.84	62959.00	3738.71	13.3%
中山市翠亨新区中山市南朗镇 (翠亨新区起步区) 西五围	中山榄菊艺术品投资有限公司	文化设施用地、商业用地	4.42	7557.30	1709.80	2020/08	4.43	9446.62	2134.00	-19.9%
中山市翠亨新区东片区东四围	庄严科技(广东)有限公司	商业用地(兼容商务用地)	14.92	95467.26	6399.56	2022/04	14.92	117522.27	7878.00	-18.8%
6. 中山市小计			19.34	103024.55	5327.63		19.34	126968.89	6563.57	-18.8%
斗门区白藤街道平华大道南侧、明月路西侧	珠海斗门大横琴琴峰房地产开发有限公司	二类住宅、商业	3.53	53847.21	15259.22	2022/11	3.53	66400.00	18816.43	-18.9%
斗门区白藤街道福安路西侧、望泽路北侧	珠海斗门大横琴琴峰房地产开发有限公司	二类居住、商业	1.58	24382.56	15469.14	2022/12	1.58	30800.00	19540.59	-20.8%
斗门区白藤街道腾逸路南侧、明月路西侧	珠海斗门大横琴琴峰房地产开发有限公司	二类住宅、商业	1.56	24358.10	15571.43	2022/12	1.56	31400.00	20073.11	-22.4%
斗门区白藤街道明月路东侧、望泽路北侧	珠海斗门大横琴琴峰房地产开发有限公司	二类住宅、商业	1.38	22010.30	15953.50	2022/12	1.38	27600.00	20005.03	-20.3%
斗门区腾逸路北侧、福安路西侧	珠海斗门大横琴琴峰房地产开发有限公司	二类住宅、商业	1.14	17013.89	14892.13	2023/08	1.14	21400.00	18731.26	-20.5%

高新区那洲片区会同南路南侧、北京师范大学西侧	珠海高新会同集文化旅游开发有限公司	旅游及配套设施	3.21	8477.15	2639.00	2023/07	4.09	10500.00	2570.22	2.7%
万山海洋开发试验区大万山岛锦塘湾	珠海华发海岛投资开发有限公司	旅馆	6.57	19053.18	2898.67	2020/07	6.57	19251.00	2928.76	-1.0%
金湾区联珠路东侧、恒星路南侧	珠海华裕开发建设有限公司	二类居住	3.56	79576.63	22339.01	2023/12	3.56	90000.00	25265.09	-11.6%
金湾区联珠路东侧、金腾路南侧	珠海华裕开发建设有限公司	二类居住	4.07	107154.41	26326.71	2023/12	4.07	120300.00	29556.45	-10.9%
香洲区吉大片区海愉路北侧	珠海九洲开发建设有限公司	(注2)	2.02	19680.80	9724.82	2020/12	2.02	24800.00	12254.35	-20.6%
7. 珠海市小计			28.63	375554.22	13116.15		29.51	442451.00	14995.31	-12.5%
上述7市合计			145.33	1207733.66	8310.30		146.04	1432143.13	9806.54	-15.3%

数据来源：中国土地市场网，上述地级市自然资源局官网，东吴证券研究所

注1：含土地前期开发投入约24900万元，在测算收购单价、溢价率时已进行了剔除。

注2：商业、商务、旅馆、娱乐康体、公园绿地、城市公共道路。

2.3. 过半拟收购土地在 2025 年可能面临地方政府有权无偿收回的风险

在“约定开工时间”数据可得的 24 宗土地中，15 宗土地若继续闲置或将于 2025 年面临地方政府有权无偿收回的风险。根据《闲置土地处置办法》，闲置土地指国有建设用地使用权人超过国有建设用地使用权有偿使用合同或者划拨决定书约定、规定的动工开发日期满 1 年未动工开发的国有建设用地。除政府行为等原因导致土地闲置外，未动工开发满 2 年的，由市、县国土资源主管部门依法报批后，地方政府可无偿收回国有建设用地使用权。据统计，在能够获取“约定开工时间”的 24 宗土地中，有 15 宗土地的“约定开工时间”早于 2023 年 12 月末，即 2025 年若相关地块继续闲置，则有可能面临地方政府有权无偿收回国有建设用地使用权的风险。

表4：过半拟收购闲置土地在 2025 年或将触及地方政府有权无偿收回的条件

城市	地块位置	拿地时间	约定交地时间	约定开工时间	约定竣工时间	合同签订日期
肇庆市	肇庆新区 ZB09 区，西为长利大道、北为站前大道	2016/06	2016-09-16	2018-08-24	2020-08-24	2016-06-24
中山市	中山市翠亨新区中山市南朗镇（翠亨新区起步区）西五围	2020/08	2020-10-07	2021-07-04	2024-07-03	2020-08-28
珠海市	万山海洋开发试验区大万山岛锦塘湾	2020/07	2020-08-07	2021-08-07	2024-08-07	2020-07-02
珠海市	香洲区吉大片区海榆路北侧	2020/12	2021-02-04	2022-02-04	2025-02-04	2020-12-31
潮州市	潮州东大道磷溪镇福聚村片区闲置存量土地回收收购项目	2021/12	2022-01-28	2023-01-28	2026-01-28	2021-12-28
云浮市	市区杉冲洞地块（御景蓝湾项目）	2020/12	2023-03-02	2023-06-02	2025-12-02	2020-12-02
肇庆市	高要区金渡镇	2021/12	2022-06-06	2023-06-05	2026-06-04	2021-12-07
肇庆市	高要区白土镇	2021/12	2022-06-14	2023-06-13	2026-06-12	2021-12-15
肇庆市	高要区莲塘镇	2021/12	2022-06-24	2023-06-23	2026-06-23	2021-12-25
肇庆市	高要区莲塘镇	2021/12	2022-06-23	2023-06-23	2026-06-23	2021-12-25
珠海市	斗门区白藤街道平华大道南侧、明月路西侧	2022/11	2022-12-13	2023-12-13	2026-12-13	2022-11-08
珠海市	斗门区白藤街道福安路西侧、望泽路北侧	2022/12	2022-12-26	2023-12-26	2026-12-26	2022-12-15
珠海市	斗门区白藤街道腾逸路南侧、明月路西侧	2022/12	2022-12-26	2023-12-26	2026-12-26	2022-12-15
珠海市	斗门区白藤街道明月路东侧、望泽路北侧	2022/12	2022-12-26	2023-12-26	2026-12-26	2022-12-15
茂名市	茂名市羊角片区 MNYJ07-03	2023/02	2022-12-30	2023-12-30	2026-12-29	2023-02-23
中山市	中山市翠亨新区东片区东四围	2022/04	2023-01-30	2024-01-30	2029-01-28	2022-04-15
珠海市	高新区那洲片区会同南路南侧、北京师范大学西侧	2023/07	2023-08-23	2024-02-23	2025-05-23	2023-07-18
茂名市	茂名市羊角片区 MNYJ07-10	2023/02	2023-03-01	2024-03-01	2027-02-28	2023-02-27
肇庆市	二桂路北、太和路西	2022/12	2023-03-29	2024-03-28	2027-03-28	2022-12-29
珠海市	斗门区腾逸路北侧、福安路西侧	2023/08	2023-10-10	2024-10-10	2027-10-10	2023-08-29
茂名市	茂名市羊角片区 MNYJ07-12	2023/12	2023-12-28	2024-12-28	2027-12-27	2023-12-28
肇庆市	端州区 72 区建设二路南侧、明珠路西侧	2023/12	2024-01-25	2025-01-25	2028-01-25	2023-12-30
肇庆市	端州区 69 区景德路西侧	2023/12	2024-01-25	2025-01-25	2028-01-25	2023-12-30
惠州市	惠州市惠城区江北金鸡地区 JBX21-04 地块	2023/10	2024-11-17	2025-11-17	2028-11-17	2023-10-18

数据来源：中国债券信息网，东吴证券研究所

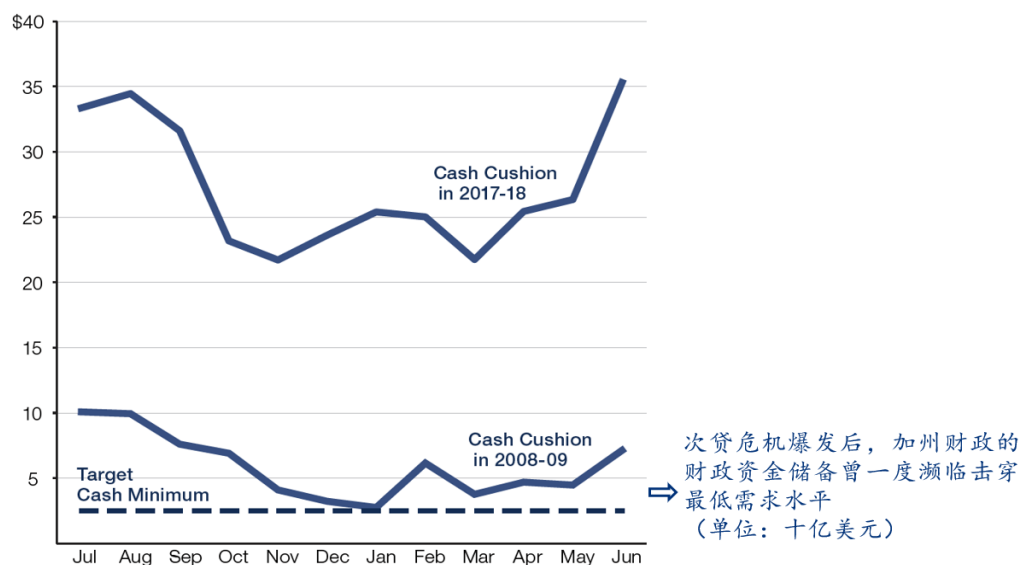
3. 展望 2025，“土储专项债”实际发行规模可能相对有限

3.1. 一方面，财政资金可能应当更多向产业投资而非收储闲置土地倾斜

美国地方财政应对房地产泡沫破裂的历史经验对当下国内财政可能具备一定参考价值。以 2023 年 GDP 排名全美各州第一的加州为例，2008 年受次贷危机影响，加州财政预期收入快速下降，财政赤字问题愈加严峻。2008 年 9 月，加州州长施瓦辛格签署的 2008-09 财年预算法案预计一般基金能够实现 1020 亿美元的收入，但仅仅 2 个月后，快速恶化的经济环境导致加州政府预期收入将较目标值下降 50 亿美元，事实上约一年后，加州财政的预期收入已经较起初目标值减少了 180 亿美元。为此，自 2008 年至 2012 年，加州采取了众多措施以应对财政危机，例如：

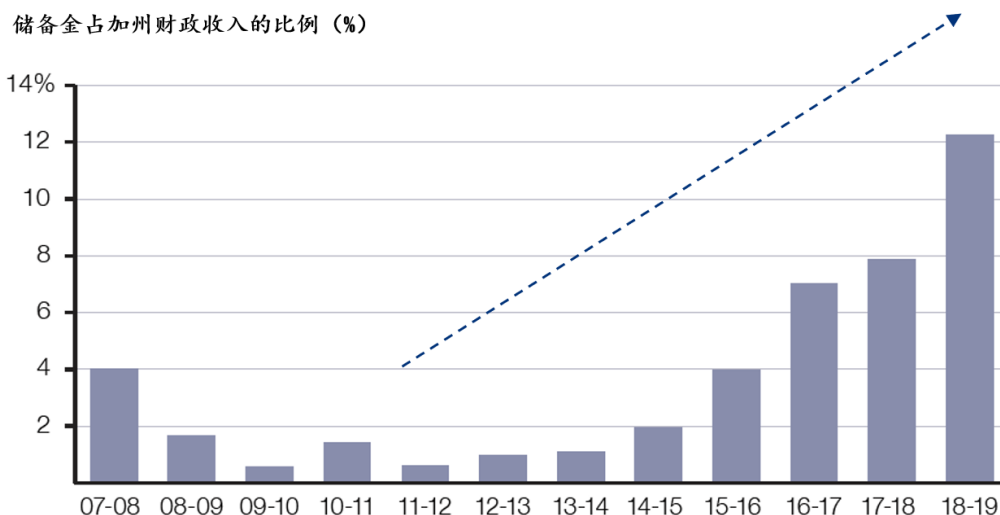
- **号召本地居民认购本地政府债券：**2008 年 10 月上旬，加州政府组织了一场面向加州群众的活动，号召本地居民购买短期债券以支持本地财政，此举快速筹集了约 50 亿美元资金，超出了加州政府的事先预期。
- **削减政府支出：**自 2008 年起，加州财政开始削减本级财政安排的支出规模。例如，（1）将部分支出责任转嫁给下级政府，例如要求其控制学校、社区大学、监狱的成本；（2）解散部分政府机构，例如解散 2012 年地方政府成立的、旨在解决城市衰落问题的“重建机构”。
- **加码税收征收：**加州财政还通过提高税率等措施扩大收入。例如，2012 年 11 月，加州通过了第 30 号提案，暂时将州销售税率、高收入群体的个人所得税率进行上调，据测算此举在随后几年为加州每年创造了额外 79 亿美元的收入。但值得注意的是，加州成功调高税率与同期当地失业率持续下降密切相关，2012 年 11 月加州失业率已经处于持续下降趋势中，当年 12 月加州失业率已下降至不足 10%，即恢复至 2009 年 2 月前的水平。
- **增加偿债储备：**根据加州 2014 年通过的第 2 号提案，州政府每年必须预留不低于一定水平的资金，专项用于财政储备及债务偿还。

图1: 次贷危机爆发后, 加州财政一度陷入破产边缘



数据来源: CA LEGISLATIVE ANALYST'S OFFICE, 东吴证券研究所

图2: 2014 年之后, 加州财政加大力度从财政收入中预留预算平衡资金



数据来源: NASBO, 东吴证券研究所

注: 加州财年的起止时间为 7 月 1 日、6 月 30 日。

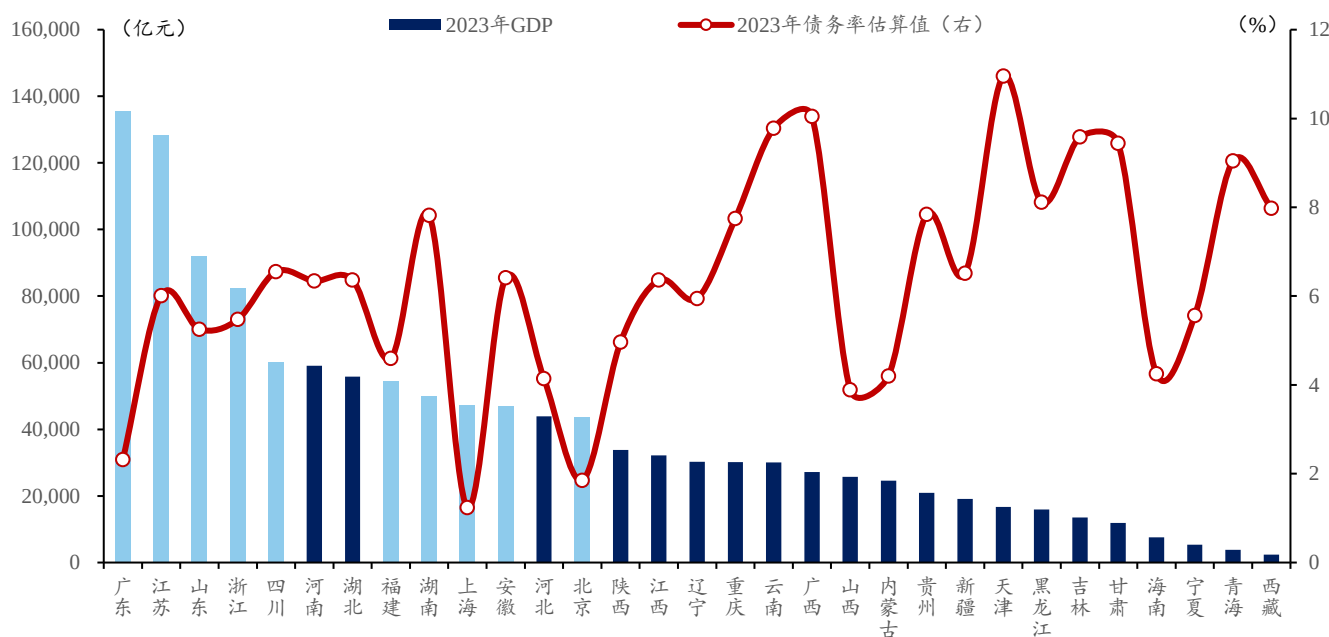
但从长期视角看, 加州财政赤字的改善离不开 2010s 当地科技公司在移动互联网浪潮中迅猛发展, 进而为当地经济财政作出财政贡献。对于国内财政而言, 目前各地财政可能也需要进一步加大在产业投资领域的投入。据统计, 2012 年 5 月, Facebook 进行 IPO, 此举预计为加州财政带来了 21 亿美元的额外收入; 2012 年 9 月, 电商业务发展如火如荼的亚马逊(总部位于西雅图, 但加州是关键的业务中心)开始对商户征收“加州销售税”; 2012 年 11 月, 在加州正式阶段性提高州销售税率、高收入群体的个人所得税率同期, 科技等产业快速发展促成加州失业率持续下降, 当年 12 月失业率已下降至不足 10%, 即恢复至 2009 年 2 月前的水平。严格讲, 单纯的 4G 技术突破并不能产生难

以想象的经济价值，正是苹果手机、Facebook 等 APP 为 4G 技术创造了相匹配的硬件、软件，进而极大程度上放大了 4G 技术的经济价值，而苹果、英特尔、Facebook、Google 等众多全球知名科技公司正坐落于加州硅谷。

3.2. 另一方面，“土储专项债”发行规模受新增专项债限额的制约

考虑到，“土储专项债”无法直接贡献实物工作量，若安排发行过多可能削弱广义赤字提高对实物工作量的提振效果。因此若 2025 年“土储专项债”的发行地区集中于经济基础相对较好、债务水平相对较低的“地方债自审自发”试点省份，则全国“土储专项债”发行规模可能约为 5707 亿元，占全年专项债务新增限额预期值的 13.3%。2024 年，10 个“地方债自审自发”试点省份发行的、非用于化债的新增专项债（简称“普通新增专项债”）发行规模合计为 19677.88 亿元，同比小幅下降 0.3%，发行规模占同期全国普通新增专项债发行规模的 63.1%。如果假设 2025 年（1）“地方债自审自发”试点省份普通新增专项债发行规模的 20%为“土储专项债”；（2）非“地方债自审自发”试点省份普通新增专项债发行规模的 10%为“土储专项债”；（3）地方政府专项债务新增限额同比提高 4000 亿元。那么据测算，2025 年全国“土储专项债”发行规模可能达到约 5707 亿元，约占全年专项债务新增限额的 13.3%。

图3：地方债“自审自发”试点省份基本囊括了 2023 年国内 GDP 排名靠前的地区



数据来源：财政部，国家统计局，中国债券信息网，企业预警通，东吴证券研究所

注：（1）“政府性债务”系地方政府债务、隐性债务估算值、发债城投平台有息负债之和。（2）在计算债务率时，分母取各省预决算披露的 2023 年一般公共预算收入、政府性基金预算收入之和，未考虑转移支付影响，与财政部对“综合财力”的计算公式不同。（3）各省 2023 年末隐性债务存量规模按照 2024 年 Q4 各省获得的“置换隐债的地方债额度”线性估算。（4）浅色柱状图对应地方债“自审自发”试点地区。（5）“省份”指省级行政区，包括省、直辖市、自治区，全文同。

4. 风险提示

（1）本文仅就广东省下属各地级市自然资源部门披露的闲置土地收回收购计划进行了统计，并未统计区县级数据。

（2）地方政府披露的拟收购价格可能隐含了拿地成本以外的建安费用，如此可能导致收购单价及溢价率的测算不够准确。

（3）部分拟收购土地的拿地成本等数据缺失，样本偏差可能导致平均溢价率的测算不够准确。

（4）测算实物财政支出、“土储专项债”发行规模时所采用的若干假设可能与未来实际值不符。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>