

新发展阶段下的财政系列：土地市场如何影响基建？



报告发布日期 2021年10月19日

研究结论

- 土地财政作为地方财力的重要组成部分，有力支撑了基建、民生、招商引资等宏观经济多个核心要素，然而随着“房住不炒”持续推进，以及房地产作为防风险的关键领域，相关政策正在不断收紧，土地出让市场开始降温，这将在一定程度上传导至地方财政乃至基建投资。
- **房地产景气度下滑，土地购置增速低迷：**房地产投资的第一步是以招标、拍卖、挂牌和协议出让等方式获得国有土地使用权，房地产销售改善、房价上涨预期、商品房低库存等因素都会促进房企拿地和开工。当下与以往不同的是，除了房地产行业本身的杠杆约束之外，严格的居民房贷政策（限购、限贷持续、按揭贷款周期拉长、银行受到集中度监管）以及近期恒大等风险事件的发酵，叠加多地发布公告调整土地拍卖规则（限溢价率、竞高品质方案、审核购地金额来源、禁止“马甲”公司竞拍等），都抑制了土地需求的增长，土地购置面积和金额增速都在低位徘徊。
- **土地市场对基建的影响有哪些渠道？（1）基建中来自土地的直接贡献不超过20%，但重在增量：**根据2014-2015的数据（之后没有更新数据公布），土地支出中可能涉及基建的有土地开发、农村基础设施建设支出和城镇建设支出，合计占37%，实际投入基建的部分应低于这一比例，这些资金占到基础设施建设投资的15%（含电力）、18.6%（不含电力）。需要指出的是，近几年土地出让的增速相对快，基建增速相对慢，因此土地出让支出的增量对基建来说不容忽略——基于37%的假设，疫情之前的2019年，国有土地使用权出让相关支出的增量相当于基建投资支出增量的36.6%；（2）**虽然相关监管正在收严，但土地收入作为专项债收益来源的做法较为常见，而后者是基建资金的更重要来源；（3）房地产产业链在税收构成中不可或缺：**一般公共预算中与土地、房地产相关的税收占比不低，具体包括房产税、契税、城镇土地使用税、土地增值税、耕地占有税以及建筑业和房地产业缴纳的所得税以及增值税，2020年前五种税约占一般公共预算总收入的10.8%。
- **如何评估土地市场对基建发力的影响：**（1）从土地出让收入投入基建的角度来看，我们假设土地出让金呈现收支平衡，在全年土地出让收入累计同比增速为0%、6%（与目前相近）、12%（与2019相近）的情形下，今年土地出让收入对基建（不含电力）增速的拉动分别为0%、0.6%、1.19%（假设可投资基建的细分领域中有一半即18.5%真实投入基建）；（2）财政方面，参照历史数据，一般公共预算支出中投入基建的比例约为7.4%，（契税+城镇土地使用税）/土地出让收入比例约11%。在全年土地出让收入累计同比增速为0%、6%（与目前相近）、12%（与2019相近）的情形下，今年相关税收对基建（不含电力）增速的拉动分别为0%、0.03%、0.05%，几乎可以忽略不计（但建筑业与房地产业所缴纳的增值税、企业所得税对财政乃至对基建的贡献难以测算）。

风险提示

- 经济下行超预期导致房地产政策有边际放松压力；
- 测算涉及的假设基于历史数据，不能代表最新情况。

证券分析师 陈至奕
021-63325888*6044
chenzhiyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞
021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧
021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

联系人 陈玮
chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

“双控”和“限电”冲击生产：9月PMI数据点评 2021-10-08

限电限产如何影响工业增加值和行业景气度——月度宏观经济回顾与展望： 2021-10-07

电力与煤炭行业利润增速此消彼长：8月工业企业利润数据点评 2021-10-05

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

房地产景气度下滑，土地购置增速低迷	3
土地市场影响基建的几种渠道	3
基建中来自土地的直接贡献不超过 20%，但重在增量	3
部分专项债发行也依赖土地市场	4
房地产产业链在地方税收构成中不可或缺	5
土地市场抑制基建发力	5
风险提示	6

图表目录

图 1：土地购置增速（%）	3
图 2：第二轮集中供地土地市场转冷	3
图 3：2015 年国有土地出让支出情况	4
图 4：城镇土地使用税与房企库存关系紧密	5
图 5：契税与房企购地积极性相关性高	5
图 6：土地收入对基建的拉动	6

土地财政作为地方财力的重要组成部分，有力支撑了基建、民生、招商引资等宏观经济多个核心要素，然而随着“房住不炒”持续推进，以及房地产作为防风险的关键领域，相关政策正在不断收紧，土地出让市场开始降温，这将如何影响地方财政，又会对基建产生怎样的影响？本文将就这一问题进行探讨。

房地产景气度下滑，土地购置增速低迷

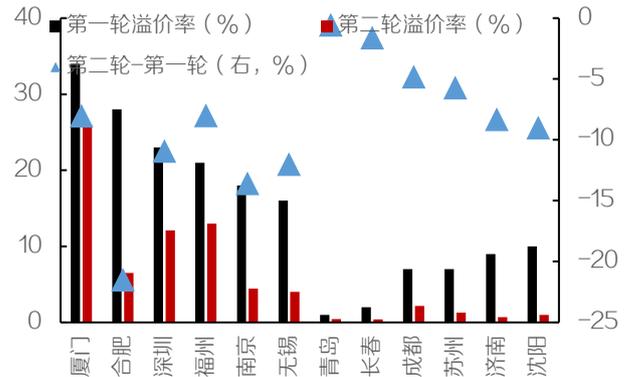
房地产投资的第一步是以招标、拍卖、挂牌和协议出让等方式获得国有土地使用权，房地产销售改善、房价上涨预期、商品房低库存等因素都会促进房企拿地和开工。当下与以往不同的是，除了房地产行业本身的杠杆约束之外，严格的居民房贷政策（限购、限贷持续、按揭贷款周期拉长、银行受到集中度监管）以及近期恒大等风险事件的发酵，叠加多地发布公告调整土地拍卖规则（限溢价率、竞高品质方案、审核购地金额来源、禁止“马甲”公司参拍等），都抑制了土地需求的增长，土地购置面积和金额增速都在低位徘徊。

图 1：土地购置增速（%）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：第二轮集中供地土地市场转冷



数据来源：媒体公开报道，东方证券研究所

土地市场影响基建的几种渠道

基建中来自土地的直接贡献不超过 20%，但重在增量

土地财政与基建资金来源相关，但直接影响是有限的。根据 2014-2015 的数据（之后没有更新数据公布），土地支出中可能涉及基建的有：

- 1) 土地开发：80%左右的国有土地出让支出都是成本性支出（包括征地拆迁补偿、土地开发、安置费用），其中土地开发与基建相关，主要涉及道路、供水、供电、供气、排水、通讯、照明、绿化、土地平整等市政基础设施配套建设，约占总支出的 19%；
- 2) **农村基础设施建设支出：2015 年为 7.5%**。值得注意的是，根据去年 9 月最新出台的《关于调整完善土地出让收入使用范围优先支持乡村振兴的意见》，农业农村支出比例将上调，文件指出，各省（自治区、直辖市）可结合本地实际，从以下两种方式中选择一种组织实施：一是按照当年土地出让收益用于农业农村的资金占比逐步达到 50%以上计提，若计提数小于土地出让收入 8%的，则按不低于土地出让收入 8%计提；二是按照当年土地出让收入用于农业农村的资金占比逐步达到 10%以上计提；

- 3) **城镇建设支出：2015 年支出比例为 10.5%**，未来可能伴随着农业部分的提升而降低。根据一些地方性资料，如上海市嘉定区披露的《关于进一步规范嘉定区国有土地使用权出让收支管理的实施意见》，“城市建设支出”的定义是“含完善国有土地使用功能的配套设施建设以及城市基础设施建设支出。具体包括：城市道路、桥涵、公共绿地、公共厕所、消防设施等基础设施建设支出”。

综合以上三项，涉及基建的部分占土地出让支出的 37%（2014 年为 38%，变化不大），实际应低于这一比例（2020 年 9 月国务院新闻办公室举行新闻发布会介绍《关于调整完善土地出让收入使用范围优先支持乡村振兴的意见》相关情况，更是提到要“严格核定土地成本性支出，不得将与土地前期开发无关的基础设施和公益性项目的建设成本纳入成本核算范围”）。

根据 2021 年 1 月召开的财政收支情况网上新闻发布会，2020 年，在地方政府性基金预算支出中，国有土地使用权出让收入相关支出 76503 亿元，同比增长 1%，按照 37% 的比例估算，可能涉及基建的资金为 28306 亿元，而去年全年基础设施建设投资为 188258 亿元，不含电力为 152205 亿元（2018 年起不再公布投资绝对值，需要使用增速和历史数据推算），占比分别为 15%、18.6%，这一比例并不高。

图 3：2015 年国有土地出让支出情况



数据来源：中国政府网，东方证券研究所

但需要指出的是，近几年土地出让支出的增速相对快，基建增速相对慢，因此土地出让可能是基建投入不可忽视的增量。仍基于 37% 的假设，疫情之前的 2019 年，国有土地使用权出让收入相关支出的增量相当于基建投资支出增量的 36.6%；而 2018 年，由于土地相关支出大幅增长 35% 之多，这一比例甚至达到 217%，可能也和 2018 年以来地方积极推进隐性债务化解，PPP、非标等融资渠道被削弱有关。

部分专项债发行也依赖土地市场

土地出让收入作为专项债偿债来源的监管正在收紧，但实际操作中土地收入依然扮演着重要角色，因此土地市场的降温也会影响专项债发行。2020 年 9 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合下发《关于调整完善土地出让收入使用范围优先支持乡村振兴的意见》，要求“严禁以已有明确用途的土地出让收入作为偿债资金来源发行地方政府专项债券”。但在实际操作中，根据财政部福建监管局发布的“关于专项债券以土地出让金收入作为项目收益的政策探讨”，在专项债券项目申报过

程中，无论是上级财政还是债券发行辅导机构都难以对上述性质地块的未来土地出让收入进行有效甄别和剔除；中国财政科学研究院发布的《中国财政政策报告（2020）》也指出，专项债规模扩大使地方政府对土地财政的依赖度上升。在此背景下，土地市场降温对专项债发行也会构成不可忽略的负面影响。

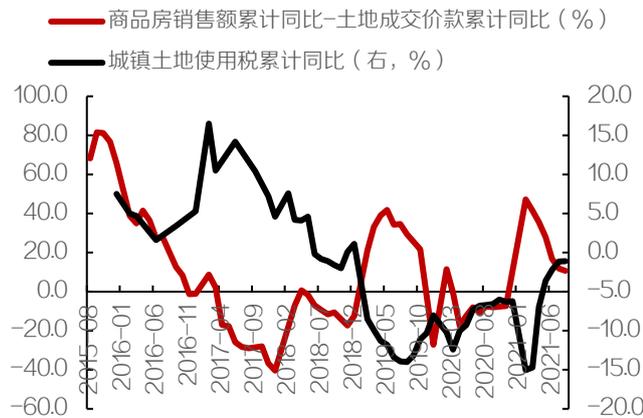
房地产产业链在地方税收构成中不可或缺

一般公共财政中与土地、房地产相关的税收占比不低，具体包括房产税、契税、城镇土地使用税、土地增值税、耕地占有税以及建筑业和房地产业缴纳的所得税以及增值税，2020年前五种税约占一般公共财政总收入的10.8%，土地市场的热度将第一时间传导到财政端：

（1）城镇土地使用税是指国家在城市、县城、建制镇、工矿区范围内，对使用土地的单位和个人，以其实际占用的土地面积为计税依据，按照规定的税额计算征收的一种税。一般来说，房地产开放商手上“库存”（不论是未开发还是已开发土地）越高，需要缴纳的城镇土地使用税越高，而在每期开发项目建成并进行预售或销售后，应纳城镇土地使用税应逐渐减少，直至销售完毕。当前的现金流压力下，大多房企通过加快施工增加销售回款维持现金流，土地储备持续下降，城镇土地使用税也有走低，近期的边际回升则与第二次集中供地有关；

（2）契税则是指不动产（土地、房屋）产权发生转移变动时，就当事人所订契约按产价的一定比例向新业主（产权承受人）征收的一次性税收。国有土地出让涉及国有土地使用权转移，房企自然需要缴纳契税，一般来说土地市场与房市越火热，契税税收越高。近期数据来看，房企增加土地储备的“补库”意愿不高，契税整体上仍然走低。

图 4：城镇土地使用税与房企库存关系紧密



数据来源：wind，东方证券研究所（备注：由于2020年疫情爆发导致土地成交、商品房销售等经济活动停滞，为了避免低基数影响，2021年同比均为两年复合增速）

图 5：契税与房企购地积极性相关性高



数据来源：wind，东方证券研究所（备注：由于2020年疫情爆发导致土地成交、商品房销售等经济活动停滞，为了避免低基数影响，2021年同比均为两年复合增速）

土地市场抑制基建发力

我们认为在当前土地市场转冷的大趋势下，不宜对后续基建资金投入有过高预期，我们作如下估计：

- (1) 假设土地出让金呈现收支平衡（实际数据显示，2015-2020 分别为 101%、103%、99%、107%、160%、91%，可见多数情况下收支基本一致）；
- (2) 关于土地出让收入中投入基建的比例，仍延续前文所分析的 37%，此外也考察 18.5%（即可投资基建的细分领域中有一半真实投入基建）的更温和假设；
- (3) 假设全年土地出让收入累计同比增速为 0%、6%（与目前相近）、12%（与 2019 相近），则在 37% 的转化率的假设下，今年土地出让收入对基建（不含电力）增速的拉动分别为 0%、1.19%、2.39%，18.5% 的转化率下为 0%、0.6%、1.19%。如果后续第三轮集中供地仍无明显好转，叠加土地出让收入作为偿债资金来源发行地方政府专项债券的监管趋严，土地财政低迷为基建带来的负面影响将不容忽视。

图 6：土地收入对基建的拉动

		土地收入中投入基建的比例（假设）	
		37.0%	18.5%
土地收入增速（假设）	6%	1.19%	0.60%
	12%	2.39%	1.19%
2020年土地对基建的拉动		2.76%	1.38%
2019年土地对基建的拉动		1.98%	0.99%

数据来源：Wind，东方证券研究所

财政方面，契税、城镇土地使用税等直接与土地出让相关的税收由于规模较小不构成重大影响，或小于 0.05 个百分点：

- (1) 假设一般公共预算支出中投入基建的比例为 7.4%，这一比例由 2015-2019 年平均水平计算得到（汇总全国公共财政支出细分项中节能环保、农林水务、交运、电力等项目）；
- (2) 假设（契税+城镇土地使用税）/土地出让收入比例稳定在 11%（2020 年水平，2019 年为 12%，基本不变）；
- (3) 仍然假设全年土地出让收入累计同比增速为 0%、6%（与目前相近）、12%（与 2019 相近），则今年相关税收对基建（不含电力）增速的拉动分别为 0%、0.03%、0.05%，几乎可以忽略不计（不过这里没有测算建筑业与房地产业所缴纳的增值税以及企业所得税对财

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27942



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn