

土地财政：源于财政压力还是投资倾向？

——房地产研究系列之四

宏观专题报告

2019年07月24日

报告摘要：

“土地财政”不一定源自地方财政压力，更有可能是源于地方城市化发展和投资倾向。

分类土地价格和溢价率差异反映地方政府发展思路。基于土地和房地产投资指标之间的传导，下半年房地产投资增速将继续回落。

● “土地财政”不一定源自地方财政压力

再分配后的地方财政收入稳定，基本上能够弥补分配前的财政缺口。1994年的分税制改革和2002年的共享税改革上收了部分地方财权。地方政府的财权事权分化和土地出让金占比较高，使得财政压力成为“土地财政”的解释之一。但是，该说法存在时间差，分税制改革五年后才有土地法，而地方财政支出压力一直存在。另外，中央转移支付再分配的收入基本上能弥补地方财政预算缺口。

● “土地财政”更有可能是源于地方投资倾向

依赖土地收入是因为地方政府倾向于快速推进经济发展和城镇化进程。在住宅和商业用地价格快速上涨阶段，工业用地价格几乎没有变化。住宅和商业用地溢价率大幅波动，工业用地溢价率长期处于较低水平，反映地方政府靠工业发展集聚人气来推动城镇化进程和增加土地收入的思路。另外，自“招拍挂”全国实施以后，土地市场的投资属性吸引了部分制造业上市公司的大量投资，价格风险可能扩散到财务风险。

● 土地交易与房地产投资之间的传导规律

土地成交价款领先于土地购置费，销售面积变化领先于施工面积变化。2019年上半年，土地成交价款增速大幅下降，将在下半年土地购置费中体现出来。施工面积与建安工程投资具有同步性，而商品房销售持续低迷，使得施工面积与建安工程投资增长缺乏上升动力，下半年房地产投资将继续回落。

● 未来展望

土地市场将逐渐降温，二级市场改革有待观察。融资条件收紧对土地市场的影响将逐渐体现。国新办公布的《指导意见》主要有三方面作用：一是促进土地流通；二是放宽对抵押人限制；三是差别化税收，适当提高保有成本。放宽限制和促进土地流通有助于民营企业 and 购地较多的制造业企业融资。差别化税收将进一步推进房地产企业集中度上升。

● 风险提示：

经济下行压力仍大、逆周期调节不及预期、房地产调控政策变动等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

20190710《挤出效应超越拉动效应，房住不炒仍需坚持——房地产研究系列之三》

20190709《一文看懂房地产投资统计的变迁——房地产研究系列之二》

20190512《当前房地产库存和存量的测算——房地产研究系列之一》

目录

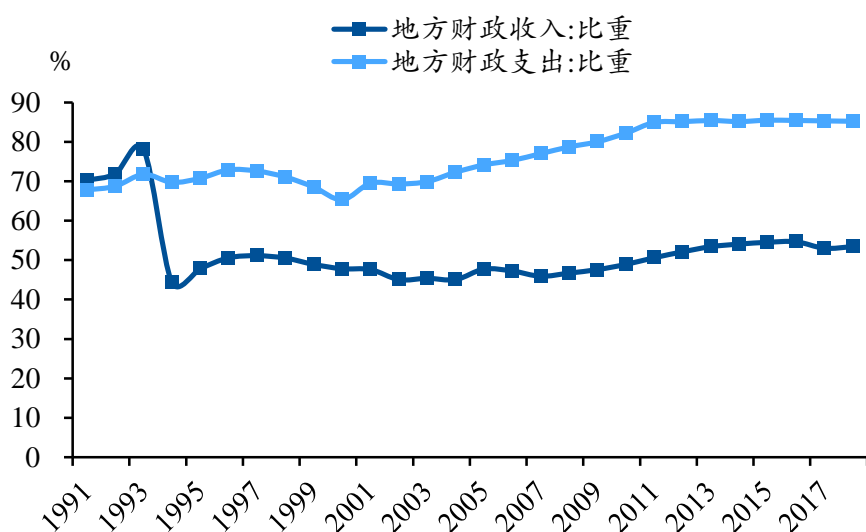
一、土地相关政策和“土地财政”的回顾	3
(一) 地方财政压力下的“土地财政”	3
(二) 地方政府依赖土地收入推动城镇化发展	3
(三) 转移支付再分配后的地方财政收入不支持财政压力观点	4
二、“土地财政”更有可能是源于地方投资倾向	5
(一) 三种用地价格差异彰显地方发展思路	5
(二) 土地溢价再次印证地方发展思路，住宅用地溢价滞后于房价变动	6
(三) 土地投资对制造业投资的三个效应	8
三、土地交易与房地产投资之间的传导规律	9
(一) 年底集中出让土地以完成财政年度指标	9
(二) 土地购置费滞后于土地成交价款	10
(三) 施工面积与建安投资增速走势相似	11
四、未来展望	12
风险提示	12

一、土地相关政策和“土地财政”的回顾

(一) 地方财政压力下的“土地财政”

分税制改革后，不含转移支付再分配的地方收入占比大幅下滑，财政压力成为“土地财政”的一种解释。1994年我国开始实施分税制改革，中央上收部分地方财政权力。同年，地方财政收入占全国财政收入比重出现大幅下降；相应地，分税制改革并未对地方财政支出产生明显作用，地方财政支出占全国财政支出比重依然保持波动上行趋势(图1)。从数据上看，地方稳定收入下降，支出压力上升，财权事权出现分化。另外，2002年所得税改革将所得税由地方税转为中央地方共享税，进一步加强了中央财政支配和区域调节能力。因而，依赖土地收入似乎成了部分地方减轻财政压力的一种对策。

图1：1994年后地方财政收入占比大幅下滑，财政支出占比稳定上升



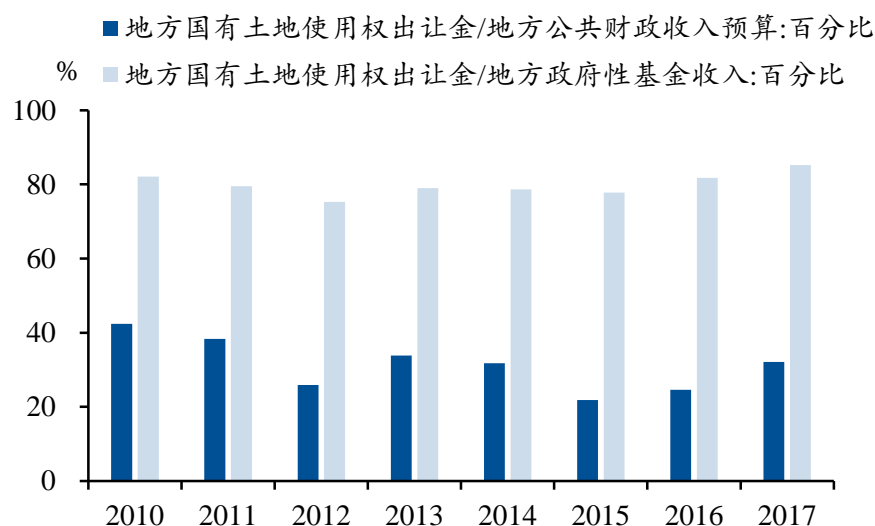
资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 地方政府依赖土地收入推动城镇化发展

土地出让金在地方稳定收入中占比高，征地补偿、开发和建设支出为主要去处。1998年全面修订的《土地管理法》允许土地使用权有偿出让，地方政府成为土地一级市场唯一供给方，使其将主要精力集中在推动城镇化进程上，通过提升地区预期发达程度来提高土地销量及溢价，以增加更多收入。从2010年至2017年，土地出让金在地方基金性收入中

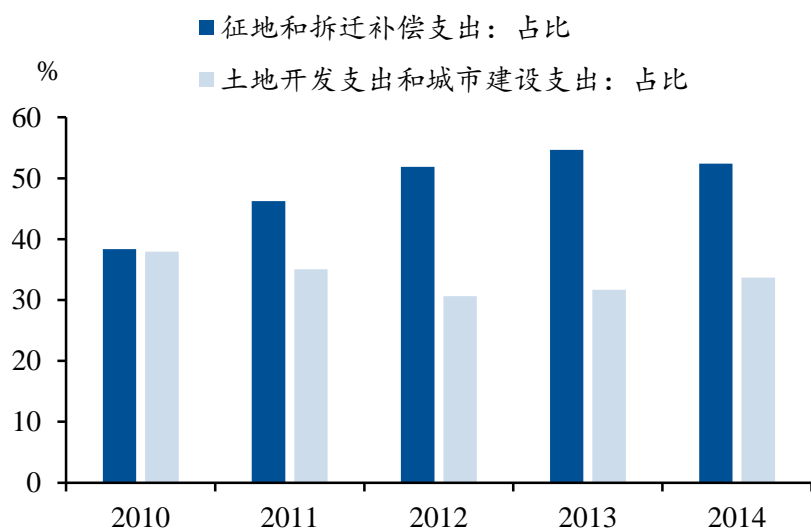
占比维持在八成左右；即使在地方公共收入预算中略有波动，平均占比依然达到 31.4% 左右，说明狭义的土地收入对地方财政非常重要（图 2）。从土地出让金的安排去向来看，征地补偿占比最高，其次就是土地开发和建设支出，后两者合计占比在三成以上，与土地收入推动城镇化建设的观点符合（图 3）。

图 2：土地出让金在基金性收入和公共收入预算中占比均较高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：征地补偿、开发和建设支出是土地出让金主要去向

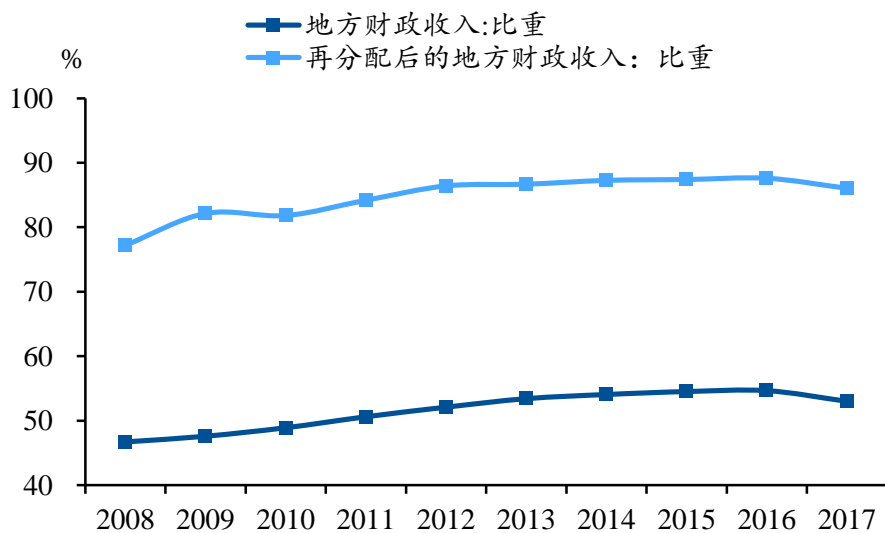


资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）转移支付再分配后的地方财政收入不支持财政压力观点

再分配后的地方财政收入维持稳定，基本上弥补未分配前的财政缺口。中央和地方收入重新划分不意味着地方政府只有靠卖地才能维持财政支出，中央对地方的一般性转移支付和专项转移支付使再分配后的地方财政收入接近财政支出。范子英对《中国财政年鉴》计算整理后发现，地方政府再分配后的收入占比在90年代呈现上升趋势，即使在1994年分税制改革元年，该占比也较1993年上升了2.46个百分点。如果将中央对地方转移支付和税收返还的金额计算进地方财政收入，地方财政收入占比能提升约30%，基本维持在八成以上（图4）。但是，地方对转移支付的主导能力较弱，属于不稳定收入。此外，值得注意的是，分税制与土地法存在五年的时间差，这五年里地方支出压力依旧不减，“土地财政”是因为财政压力的观点存在时间上的漏洞。

图4：再分配后的地方财政收入占比稳定在80%以上



资料来源：Wind，民生证券研究院

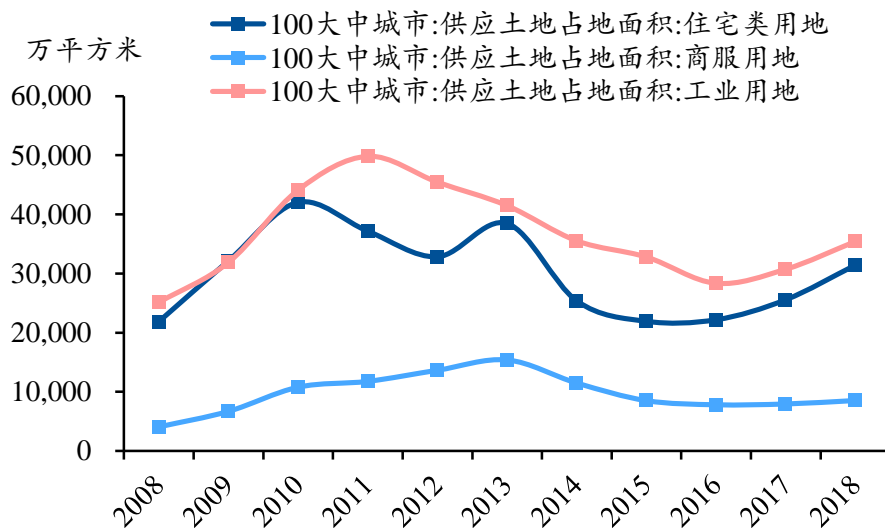
二、“土地财政”更有可能是源于地方投资倾向

（一）三种用地价格差异彰显地方发展思路

商服用地和住宅类用地价格上升明显，工业用地价格基本不变。地方政府清楚意识到税收收入和非税收收入的增加需要经济发展支撑。出于招商引资目的，地方政府长期保持工业用地价格低廉，鼓励建厂和吸引外来投资从而刺激当地就业。只要经济发展向好，人气聚集不仅可以促进城镇化进程，还可以推动其他两类用地价格上升，进而提高政府收入。因而，在供应量方面，工业用地一直处于最高水平，住宅用地次之，商服用地较低（图5）；在土地价格方面，住宅用地和商服用地长期处于上升趋势，工业用地在过去十年未

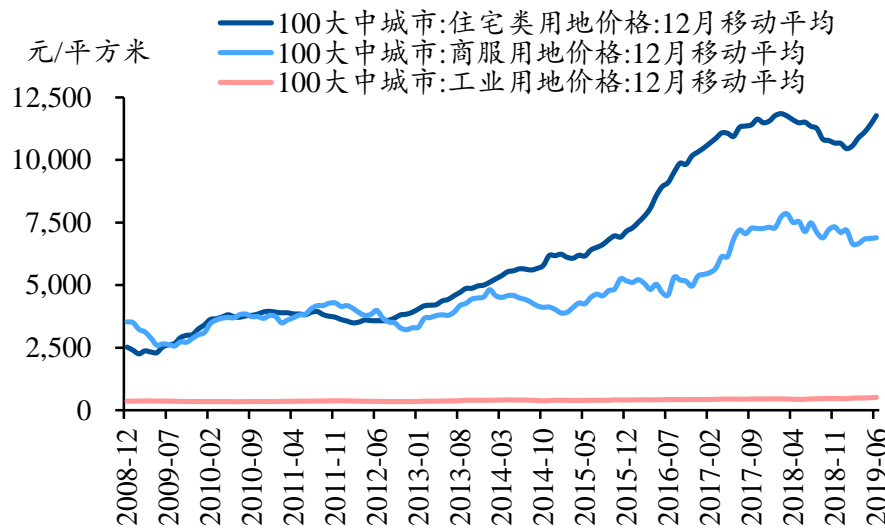
有明显变化(图6)。另外,影响土地价格的因素包含购买者对当地经济未来发展的预期。因为商服和住宅土地购买者预期地方政府在土地收入上升后会相应地升级基础设施和优化商业环境,进一步推动土地价格上升,所以愿意在土地价格上升时依然购入土地。

图5: 工业用地供应量一直处于第一位,住宅用地次之,商服用地最低



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6: 过去十年,住宅和商服用地价格大幅上升,工业用地价格稳定

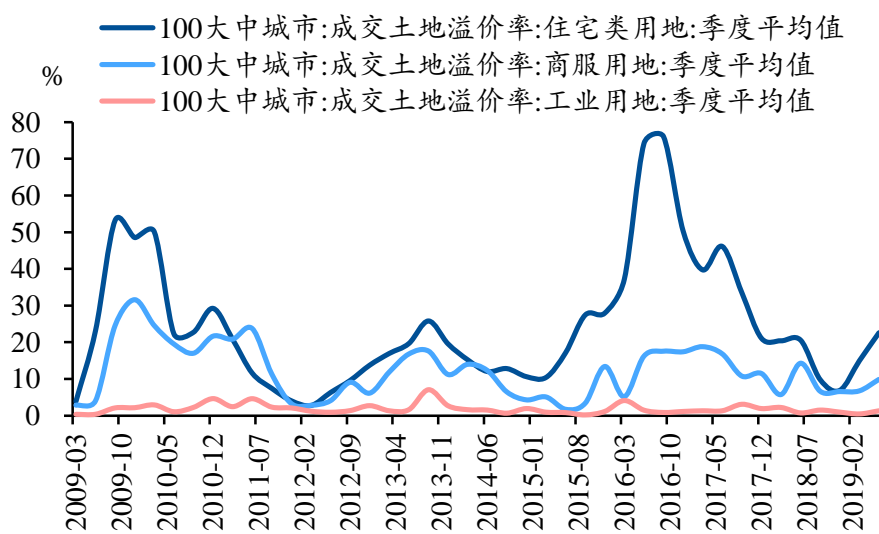


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 土地溢价再次印证地方发展思路,住宅用地溢价滞后于房价变动

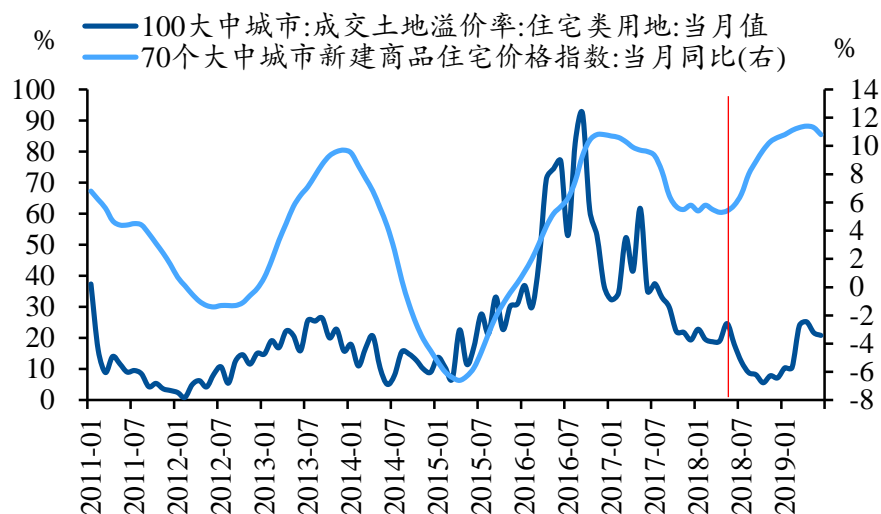
工业用地溢价长期处于低位，住宅用地溢价滞后于房价变动一个季度左右，2018年后这一规律减弱。土地溢价率体现开发商竞拍热情，住宅用地高溢价通常说明房地产企业对于未来预期看好，有利可图。中国有严格的土地规划制度，工业用地位置通常较偏，价格稳定意味着溢价率较低；相对地，商服用地溢价率和住宅用地溢价率波动明显受房地产景气影响，尤其是住宅用地（图7）。土地市场和商品房市场存在一个简单的逻辑：对于高溢价土地，房地产企业如果想有利可图，将成本转移到购房者身上，就必须推高房价，同时会带动周围房价跟着上涨。在2018年之前，住宅用地溢价峰值和底部的拐点略微晚于房价增速峰值和低谷一个季度左右，两者走势趋同；2018年开始两者之间出现分离（图8）。2018年下半年至今，开发商拿地热情如坐过山车：在2018年下半年，房地产开发商拿地热情不高，一是担忧负债压力较大，二是调控政策收紧；今年一季度受房价上升推动，土地市场再次火热；近期受融资条件收紧和监管层多次重申“房住不炒”原则的影响，土地市场开始降温。

图7：工业用地溢价率一直较低，住宅和商服用地受房地产景气影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：住宅用地溢价率略微滞后于房价，2018 年下半年两者开始分离



资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）土地投资对制造业投资的三个效应

土地价格上涨对制造业投资带来的三个效应：抵押效应、投机效应和挤出效应。如果一个城市的地价上涨过快，该地的制造业资源错配可能就更严重。抵押效应和投机效应都是基于同一假设：制造业企业预期土地能继续升值，将会囤地以便在未来通过银行借贷或者出售土地获取更多的资金。但是，对于制造业投资来说，当期资金总量是有限的，囤地会对其他投资产生挤出效应。熊伟、周黎安等（2017）指出从 2007 年起上市制造业企业开始热衷于商业土地投资，在 2010 年以后商业土地投资占固定投资为 33% 到 46% 之间（图 9）。土地价格风险可能已经扩散到企业的财务风险。

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_11223

