

研究报告

(2023 年第 1 期 总第 25 期)

2023 年 2 月 13 日

摆脱土地财政依赖 重塑地方财政收入结构

不动产金融研究中心

郭翔宇 余健

【摘要】 处于深度调控中的房地产行业近期频发利好政策。此时既是重塑房地产市场的转折点，同时也是地方财政收入结构重塑的良好时机。本文分析当前土地财政收入现状、地方政府债务概况以及土地出让收入减少的原因及影响，探寻地方财政转型之路。

受国际环境更趋复杂严峻和国内疫情冲击，我国宏观经济持续受压，作为国民经济支柱产业之一的房地产行业也处于深度调控中，多种因素交叠下，地方财政也遭受较大冲击。直到 2022 年 11 月，政策环境有所好转，疫情防控措施不断优化，房地产行业也频发利好政策，如发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，连续发出房企信贷、债券以及股权融资“三支箭”等，以期房地产市场平稳发展以及稳定市场预期。而此时既是重塑房地产市场的转折点，同时也是地方财政收入结构重塑的良好时机。

一、土地出让收入大幅下降，地方政府债务高企

我国地方政府财政预算收入主要由一般公共预算收入、政府性基金预算收入、国有资本经营预算收入以及社会保险基金预算收入四部分组成。从体量上来看，一般公共预算收入和政府性基金预算收入构成了地方财政的主体，国有资本经营预算收入当前占比较低，而社会保险基金预算收入用途较为固定，因此本文主要将一般公共预算收入和政府性基金预算收入作为基准展开分析。而在政府性基金中，土地出让金收入占比最高，近 5 年土地出让收入占政府性基金比重均超 90%。

（一）土地财政发展及现状

土地财政是指地方政府依赖土地使用权的收入来维持地方政府支出。当前学者普遍认为，“土地财政”起源于 1994 年分税制改革，地方政府税收分成比例被压缩，地方政府财政不足，其事权与财权不相匹配。而土地出让金无需上缴中央财政，成为地方政府所能支

配的最大财源，这也就奠定了各地方政府走上“土地财政”之路。事实上，土地财政机制不仅在短期内有效增加了地方政府财政收入，也在当时的历史阶段成为了中国经济腾飞重要的助推器。一方面，土地财政机制对我国城市化进程起到了关键性的推动作用，促进了城市经济的发展；另一方面该机制带来的负面影响也愈发明显，如间接导致房价快速上升、土地结构破坏以及隐性财政金融风险扩大等。

从各省 2021 年土地财政依赖度来看，由于土地开发全过程的收益难以准确核算，而土地出让金收入在整个土地财政收入中占比较高，因此本文仅计算狭义的土地出让收入；此外，将一般公共预算收入和政府性基金预算收入作为地方财政收入基准。因此，本文土地财政依赖度计算方法为： $\text{土地出让收入} / (\text{一般公共预算收入} + \text{政府性基金收入})$ 。图 1 显示全国 31 个省（自治区、直辖市）土地财政依赖度平均值为 30.19%，多数地方的土地财政依赖度集中于 20%~40% 的区间，而江苏、浙江、贵州、湖北以及湖南五省土地财政依赖度远高于平均值，分别为 50.17%、49.64%、43.13%、42.11% 以及 40.35%。其中，江苏、浙江自身财政实力较为雄厚，贵州、湖北、湖南以及安徽（39.98%）等中等收入省份由于处于快速发展阶段，对于土地财政依赖度较高；而如广东、上海、北京等较发达省市除土地出让收入外，由于还存在其他类型的财政收入来源，此类省市土地财政依赖度并不高，约在 30% 左右；如西藏、内蒙古等发展较为缓慢的地区，土地财政依赖度较低，分别为 1.94%、10.85%。

从近 10 年土地出让金规模来看，图 2 刻画出土地出让金规模自 2015 年以来一直处于快速上升态势，并于 2021 年达到新的高点，为 87051 亿元，占地方财政收入比例高达 42.46%，但从图 2 中也能明显看到其同比增速自 2017 年以来在不断收窄。特别是 2022 年以来，土地市场行情降温更为明显，土地出让价格和成交量较以往均大幅下滑，2022 年 1—10 月土地出让收入 44027 亿元，较上年同期下降 25.90%，占地方财政收入的 31.02%。值得注意的是，这还是在地方国企/城投平台为稳定市场信心、缓解自身财政压力，亲自下场拿地救市情况下产生的局面。

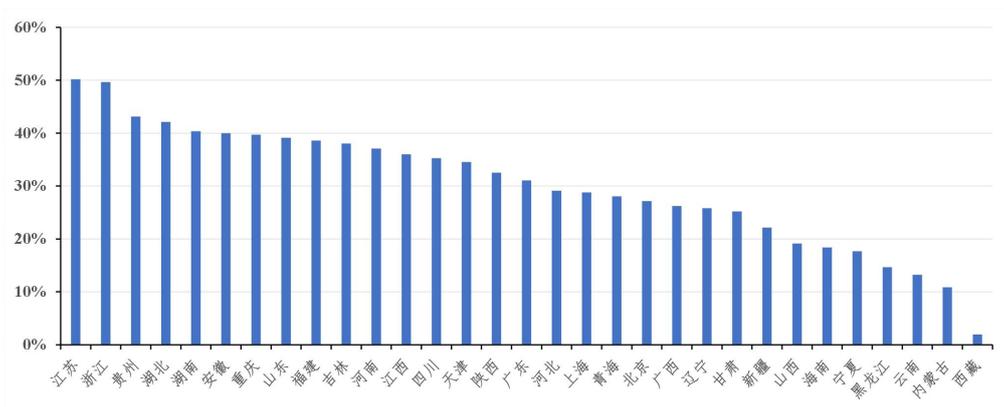


图 1 各省（自治区、直辖市）2021 年土地财政依赖度

注：数据来源：各省（自治区、直辖市）财政厅、中指研究院，笔者整理

土地财政依赖度=土地出让收入/（一般公共预算收入+政府性基金收入）

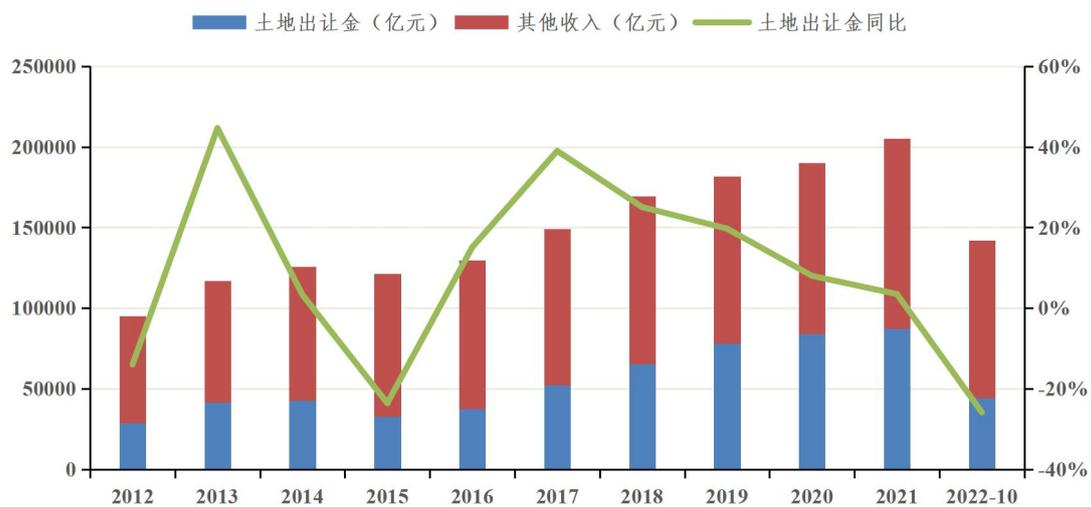


图2 近10年土地出让金收入及同比增速

注：数据来源：财政部，笔者整理

其他收入=一般公共预算+政府性基金-土地出让金

(二) 地方政府债务现状

从债务余额来看，地方政府债务余额自2017年以来逐年上升，但自2021年起增速有所放缓，截至2022年9月末，地方政府显性债务余额接近35万亿元。从债券用途看，地方政府近几年再融资债券发行比重越来越大，2021年再融资债券发行金额达到31189亿元，占2021年总发债金额的41.64%。而从2022年发债额度来看，预计2022年第四季度再融资债券发行力度会进一步扩大。根据地方政府债券发行规模及财政部公布的地方政府每年还本付息情况，预计我国地方政府在“十四五”期间将会迎来偿债高峰，同时若需要考虑到隐性债务的风险，地方政府近两年可能将面临较大的还本付息压力。

根据国际清算银行（Bank for International Settlements，简称 BIS）定义，政府杠杆率=政府债务总额/国内生产总值（GDP）。从地方政府杠杆率来看，图 3 显示近 10 年地方政府整体杠杆率 2018 年以来也在不断攀升，尤其自 2021 年以来，地方政府杠杆率上升速度明显加快，并于 2022 年 6 月达到新峰值 29.4%，但 2022 年第三季度略微有所下降，为 29.1%。《欧洲联盟条约》将政府杠杆率警戒线设定为 60%。单独对各省（自治区、直辖市）杠杆率进行分析，从图 4 中能够看出，各省（自治区、直辖市）中只有贵州和青海两省 2021 年杠杆率在 60% 以上，分别为 60.62% 和 83.27%。此外，天津杠杆率（50.22%）处于第三位，其余省（自治区、直辖市）杠杆率均处于 50% 以下，各省（自治区、直辖市）目前整体债务风险尚可控。但贵州和青海两省杠杆率高企也透露出当前部分地区经济体量与债务规模不相匹配的问题，须采取相应措施加以调整、转型。值得注意的是，此处计算的杠杆率仅为地方政府显性债务杠杆率，地方隐性债务风险也要引起我们的警惕。地方政府隐性债务规模测算当前并未形成统一的测度口径，各方测得结果存在一定差异。据国际货币基金组织（International Monetary Fund，简称 IMF）报告，中国 2020 年隐性债务规模约为 48.6 万亿元，与国内学者测算最大结果较为接近，如沈坤荣和施宇（2022）测得我国地方政府 2020 年隐性债务规模在 21.7 万亿~42.8 万亿元之间。

2022 年 11 月，央行联合相关部门出台“三支箭”政策向房企输血，分别通过银行信贷、债券融资和股权融资三大渠道为房企增加流动性。三箭齐发的政策特别是重启房企股权上市通道，是近十

年对于房地产领域最大的一次政策刺激和放松，也明确了政策端对市场信心的重视。但地方政府也需要迎合高质量发展的新时代进行收入结构调整，若仅等待房企恢复后继续走上土地依赖的道路，可能会引发更严重的系统性风险。

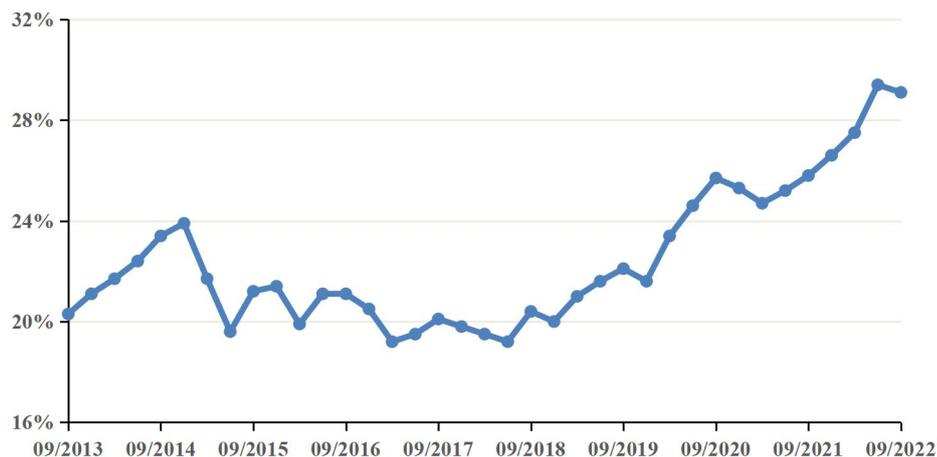


图3 近十年地方政府平均杠杆率

数据来源：国家资产负债表研究中心、CEIC 数据库

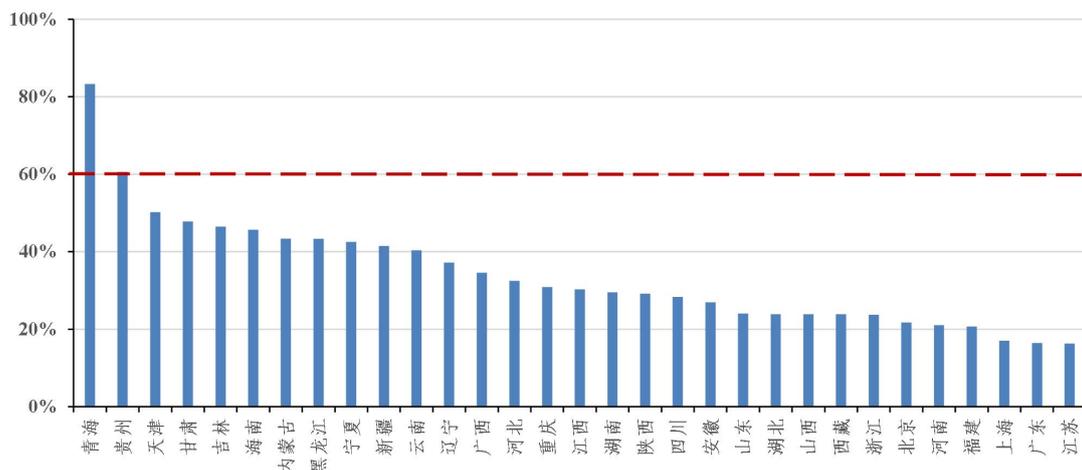


图4 2021年各省（自治区、直辖市）杠杆率

数据来源：财政部、各省（自治区、直辖市）统计局，笔者整理

二、土地出让收入减少的原因及影响

（一）土地出让收入减少的原因

土地出让收入减少的直接原因是土地的需求减少，即拿地企业对新增土地的需求减少。深层原因是，随着整个不动产行业的震荡，居民购房需求也随之减弱。而居民预期、企业需求和市场表现这三者又是息息相关的，所以多方因素共同造就了现在的市场下行局面。市场影响住房需求的因素可以分为长期和短期。

从长期视角来看。首先，中国高房价租金比均衡的前提是房价增长预期。从国际市场的经验来看，房价在长期阶段也都遵循价格周期理论，这也符合经济学的一般规律。但中国在过去 20 多年的高速发展下，房价总体上只涨不跌，使得居民和投资者形成了房价持续上涨的预期。中国住房的资本化率（Cap Rate）仅为 1%~2%，远低于美国 4% 以上的水平，意味着中国居民对于房价的支付意愿（willingness to pay）中包含了很强的资本利得预期，如果房价增长预期改变，不足 2% 的回报率无法支持如此高的房价水平。总结而言，过去 20 年房价市场的供需平衡，是在博弈中各参与方的房价增长预期的前提下维持的。其次，长期住房需求受基本面影响较大，如收入、就业率、年龄结构和城镇化水平。2021 年我国常住人口城镇化率达到 64.72%，按照国际城镇化曲线，中国下阶段的城镇化速度会逐渐放缓，同时购房主力的年龄构成比例逐渐下降。因此，长期购房需求将逐渐稳定，不再保持前几年的增长趋势。最后，长期供给也一直处于增长状态，新建房屋和房企库存量在过去均逐年上涨，土地占住房成本的比例也在逐年增加，如北京从 2008 年以前的

30%逐步上升到2010年以后的60%以上。许多三四线城市由于人口流出和老龄化，并没有足够的基本面需求支撑，但是依然在过度供应，脆弱的均衡都是由高空置率和非理性的增长预期维持的。

长期而言，中国2021年以前的房价均衡是建立在需求基本面增长、高房价增长预期的前提下，而在新的供需条件下，任何短期扰动都可能造成房价失衡，寻求新的供需平衡，在高空置率的三四线城市尤其如此。

站在市场下行的成因角度，从短期视角来看。首先，2020年下半年的多项调控政策使房企在资金端出现了问题。房企在“三道红线”的限制下难以持续当初的高杠杆模式，加上拿地资金审核和预售资金监管等多维度约束，企业现金流收束使得企业拿地需求减少。房企高周转突然停滞，高融资成本、无担保的美元债务成为最先展期和违约的阵地，进一步演变为停工、烂尾局面。高额债务压力使现金流预算紧张的房企把现金流的绝大部分用于还债，而此前占据土地市场半数份额的民企也几乎退出拿地市场。其次，传递到居民端的渠道是收入下降、失业率上升、新房小幅度降价以及预售期房烂尾。居民对于房价的增长预期转弱，而现有房价水平和新的房价预期又无法支撑均衡，使得需求小于供给。初期表现为交易量萎缩，后期从三四线城市开始进行价格调整。最后，居民预期转变造成的需求减弱，进一步对房企销售带来影响，收入减少的未出险房企也慢慢出现现金流问题，进一步影响住房市场和土地市场的需求和预期。

短期而言，高增长预期下的均衡在房企违约停工的冲击下，价格体系逐渐背离均衡，建议寻求低增长预期的供需平衡，短期表现为房屋、土地交易量下降，土地出让金减少。

近期为稳定房地产市场发展，出台多项房地产利好政策，从供给端给予企业以资金支持，稳定市场信心，推动房地产市场平稳健康发展。短期来看，房企获取资金首要任务便是“保交楼”、偿还债务，再逐步转移至居民信心层面，所以短期房企减少投资拿地现状并不会有所改变；长期来看，房地产市场的平稳健康发展必然是更加高质量、更加可持续的发展模式，这也就意味着以往的高周转拿地模式会逐步退出历史舞台，传递至地方政府层面，也需思考自身的高质量发展模式。

（二）土地出让收入减少产生的影响

对地方政府产生的影响。第一，地方政府负债可能会陷入“负向循环”。土地出让收入减少使得地方政府财政紧缩，当面临偿债压力时，地方政府若没有其他资金来源，多数可能会采取进一步发行再融资债券或其他举债方式，来填补因土地出让收入减少的财政收入，而这也可能会使得地方政府债务陷入“负向循环”中。值得注意的是，这是目前还可通过滚动发债来解决财政问题的情况下，而部分资源匮乏型城市由于财政收支差额太大，滚动发债的方式已经无法解决问题，导致政府财政重组，如鹤岗，这一现象应当引起重视与反思。第二，城投违约风险加大。在此轮土地市场降温的情况下，多数地区地方国企、城投平台亲自下场托底拿地。尽管这一

举措短期内有利于土地市场维稳以及地方财政的稳定，但城投平台多通过举债来拿地，这也会不断增加城投自身的负债规模。而目前已有部分城投存在违约倾向，若未来城投违约风险不断扩大，风险也可能会进一步传导至地方政府层面。

对居民产生的影响。地方政府主要承担基础设施建设、社会保障以及社会事业发展三大职能，尤其是近几年在基础设施建设、疫情防控、民生保障等多重压力下，地方政府也亟需大量财政资金支持来履行上述职能。地方政府收入减少，再叠加自身偿债压力不断增加，可能导致地方政府职能面临失效，对地方政府“三保”（保基本民生、保工资、保运转）产生一定的冲击，如目前已有部分城市出现基层公务员工资延迟发放、核酸检测费用负担加大等情形，若“三保”受到冲击也将会对居民产生较大影响。此外，影响政府公信力的社会稳定因素，也会对居民预期产生影响，进一步又将会导致房地产市场的恶性循环。

对企业产生的影响。地方土地出让减少，对企业产生的影响可以简单分为对与房地产相关企业的影响和对非房地产相关企业的影响。房地产上下游以及相关产业链涉及的行业极为广泛，如建材、家电、金融等，而土地出让的减少也会一定程度影响此类与房地产行业高度相关的企业的发展。至于非房地产相关企业，主要可能会受到部分地方政府肆意收费产生的负面影响。部分地方政府为扩大自身财政收入，肆意对企业、个体工商户等进行乱收费、乱罚款以及乱摊派，如 2021 年河北某地在两个月左右时间内通过大规模乱罚

款获得罚没收入 6700 万元，此类措施极大地影响企业的经营与活力。此现象也侧面反映出地方政府在财政严重不足时的“过激”行为，需要引起一定的重视。

三、地方财政如何转型

伴随党的二十大提出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”，加上房地产行业的底层发展逻辑也已改变，这意味着地方土地财政机制无法持续下去，地方财政亟需寻求转型之路。许多学者从地方税制改革、完善地方官员绩效考核机制、健全政府融资体系等自上而下的角度对地方财政转型提出建议。而本小节主要从地方政府自身角度出发，探索更加可持续、更加长效的“开源”途径，为地方政府转型提出建议。

（一）灵活运用金融工具，适当撬动国有资产

地方政府在履行政府职能时需要一定的资金作为支持，在传统的融资渠道受阻时，地方政府不妨灵活使用更健康、可持续的金融工具，如公募不动产投资信托基金（Real Estate Investment Trusts，简称 REITs）。

当前许多地方政府对于公募 REITs 的关注度并不高，主要原因在于：第一，多数地方政府更加关注一般债、专项债等固收属性融资工具，对于其他优秀的产业园区、高速公路、保租房等优质底层资产关注度不高；第二，当前公募 REITs 发行会因分红限制、土地性质权属以及发行条件严苛等限制条件，使得地方政府“望而却

步”；第三，部分原始权益人不愿将项目所有权和收益权与他人分享，故发行 REITs 积极性较小。

但其实公募 REITs 不是仅单纯实现资产的“退出”，其比债券型融资工具更适宜地方政府，主要原因有以下几点：第一，公募 REITs 既存在固定收益属性，其又属于权益性融资，证监会相关文件中明确提及基础设施 REITs 是“权益导向”“通过 REITs 实现权益份额公开上市交易”，并且其权益属性也越来越受到投资者的认可，权益性融资相较于债券型融资最大的优点在于其无需按时偿还资金，并且能够有效缓解地方政府“还款压力”，扩大地方财政收支来源。第二，优秀底层资产由于其“募投管退”四大环节中“退”这一环节周期较长，虽能定期提供稳定的现金流，但长回报周期可能无法满足当前迫切需求，而 REITs 这一融资工具能够很好地弥补这一缺憾，既能给予基础资产完整的“退出”通道，也能给予资产更大的流动性，同时当前“原始权益人持股比例不低于 20%”的监管要求也能有效保证原始权益人的所有权和持续收益权。第三，当前已发行公募 REITs 的底层资产是优中选优，未来随着公募 REITs 规模的不断扩大以及相关法规的不断完善，会有更多的项目具备发行机会，而同时地方政府本身也可以主动将重心放在挖掘更多有价值、有前景的优质资产上，积极推动项目实现上市退出，获得更多可观的现金流。

公募 REITs 的发行既能满足地方政府短期资金需求，从长期来看又能够有效盘活存量资产，并且其扩募带来的增量资金也能够源

源不断地补充地方财政。综上所述，不管是短期的需求刺激，还是长期的高质量发展，公募 REITs 都是地方财政转型最优的选择之一。

（二）地方城投积极转型，使其效用最大化

地方城投由于其初期特殊定位，功能不够完善，而目前地方城投债务情况不容乐观，部分城投也已显露出违约风险，其转型也较为迫切。针对地方城投转型主要从以下两方面展开分析。

第一，城投手中的闲置存量资产，可积极采取多种措施进行有效盘活。上文提及近两年地方城投和国企下场托底拿地，但城投和地方国企大多数所拿地块只是单纯闲置，并未进行相关开发。据中指研究院数据，地方城投平台在 2021 年集中供地时拿到的项目入市率仅为 9%，远低于民企的 30%，也远低于央国企的 40%。一方面是地方城投大多数缺乏专业的开发能力，只是单纯托底拿地；另一方面即使少数城投平台存在开发能力，但考虑到当前房地产市场低迷也会选择延迟开工。短期内，地方城投可以采取与房企代建合作等方式，针对目前手中存量资产进行开发。当前房企由于融资受限、债务加身等多种因素，拿地幅度大幅降低，但其开发运营能力、人才管理及资产运营等，都是极好的资源。但值得注意的是，此处仅指地方城投公司手中存量地块，并不建议后期地方城投平台强行托底、主动拿地后，再让房企代建进行开发，否则也会形成上述城投债务困境。

第二，地方城投应积极进行市场化转型，并逐步向地方国企进行转型过渡。当前大部分地方城投自身开发能力较为有限，首先需

提高自身开发建设能力，采取如专业培训、引进人才等措施；其次，部分地方政府可能不只存在一个城投公司，可适度根据城投特性展开整合、重组，发挥其最大效用；最后，地方城投转型重要的是其业务与经营模式的转型，需要结合城投自身特点和所在地区的特点动态转型，找准自身定位。但值得注意的是，既然是市场化转型，必然会存在一定的风险，因此城投在转型时需与地方政府共同把控整体的方向与进度，合理利用资源。

（三）地方国企寻求转变，不断加强资产运营能力

地方国有企业应不断提高自身资产运营能力，获得更多可持续的现金流。当前地方国有资产运营收入占比较小，2021年国有资本经营收入为3173亿元，仅占地方政府收入（一般公共预算收入+政府性基金预算收入）的1.55%。但随着当前增量资产不断向存量资产转变，地方国有企业资产规模不断扩大，其资产运营能力也愈发重要。根据《国务院关于2021年度国有资产管理情况的综合报告》，2021年地方国有企业资产总额206.2万亿元，但此类地方国有资产当前日常年化收益率仅为2%~3%，低于商业化公司运营资产的6%的年化收益率。因此，如果能够有效加强国有资产运营能力，通过盘活存量资产产生持续性现金流，不仅能有效补充地方财政，还能实现大量国有资产保值增值。

如何有效加强地方国有资产运营能力？本文对此也进行了简单的探讨。（1）更加专业的运营能力和更加强烈的运营意识。地方国企可以通过引入更加专业的社会人才，不断提高自身的专业能力及

运营能力；此外，还应提高企业人员的专业运营意识，相关人员不能只满足于国有资产不流失，还应努力提高其资产价值。（2）提高资金管理效率，科学布局。通过合理运用自身存量资产不断扩大产业链，引入更多资本和新项目投入，但注意需根据各地方和企业的特色，在地方政府与国有企业共同配合的基础下，找到适合自身的产业链。（3）积极推动市场化改革。地方国有企业应加快推动市场化改革，尽早建立起市场化的运营机制，国务院2018年发布的《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》中也为国有企业改革指明了方向，便是建立以“管资本”为主的国有资本授权经营体制。

（四）缓步推进房地产税改革，健全地方税收机制

目前由于地产行业信心的大幅受挫，房地产税试点的范围短期内可能不会扩大试点，同时房地产税税收规模还远未能达到弥补土地出让收入减少的程度。如作为房产税试点城市之一的上海，其2021年土地出让收入为3143亿元，房产税税收为222亿元，仅相当于土地出让金的7.08%。

长期来看，房地产税的实施对于补充地方财政、促进共同富裕具有重要意义。房地产税的改革与土地出让机制的进一步改革是健全新均衡体系加的重要一环。相较于土地出让而言，房地产税属于税收性财政来源，对于地方政府更为健康与可持续。房地产税更倾向于被视为一种财产税，针对房屋持有阶段展开征税。房地产税的改革必须与土地出让金制度改革同步进行，增加持有阶段税收的同

时减少土地出让阶段对于居民的转移支付成本，更有利于房地产行业的平衡健康发展。在地方土地财政效用逐渐弱化的情况下，房地产税的展开一方面可有效补充地方政府财政，另外一方面是其对于房地产行业平稳健康发展、促进社会共同富裕等具有更大意义。

（作者：郭翔宇为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心高级研究专员，余健为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心初级研究专员）

联系人： 韩梦楠

邮箱：

hanmn@pbcfsf.tsinghua.edu.cn
