

财力之源

核心观点：

1.木有水，水有源。改革开放四十多年来，地方政府往往是逆周期政策发力的重要载体。然而近期土地出让收入锐减，显著约束财政增量支出的力度，也深刻影响地方存量债务的偿还。谁能抵补财力之源？后续宏观影响如何？政策重心是否调整？

2.放眼全球，房地产的较快调整往往通过“金融加速器”对宏观经济产生重大影响，即房价引致抵押品价值变化，从而引致整体信用和经济的调整。但与海外不同，除了上述机制，我国由于财政对于土地收入的依赖程度更深，还存在着“财政加速器”。

3.国际来看，房地产调整的系统性影响，终将滞后体现在银行资产质量等金融方面。但对我国而言，短期更为直接的影响则集中在地方财政及相关领域。如此以来，在经济稳增长和化债防风险之间的权衡就变得更为纠结。近期后者的权重似在加大。

4.展望未来，“努力完成全年经济社会发展目标任务”之下，仍有出台增量财政等政策的概率，但力度是关键。鉴于化债摆在日益突出的位置，未来新增的财力能多大程度对冲土地收入的收缩，多大程度直接用于经济稳增长目标，依然面临诸多分流。

正文：

近期土地出让收入锐减。1-8月全国百强房企拿地金额累计同比降幅40%，较7月继续明显扩大。改革开放四十多年来，地方政府是逆周期政策发力的重要载体。土地出让收入锐减，谁能抵补财力之源？后续宏观影响如何？政策重心是否调整？

图 1. 地方财力：挑战的来源

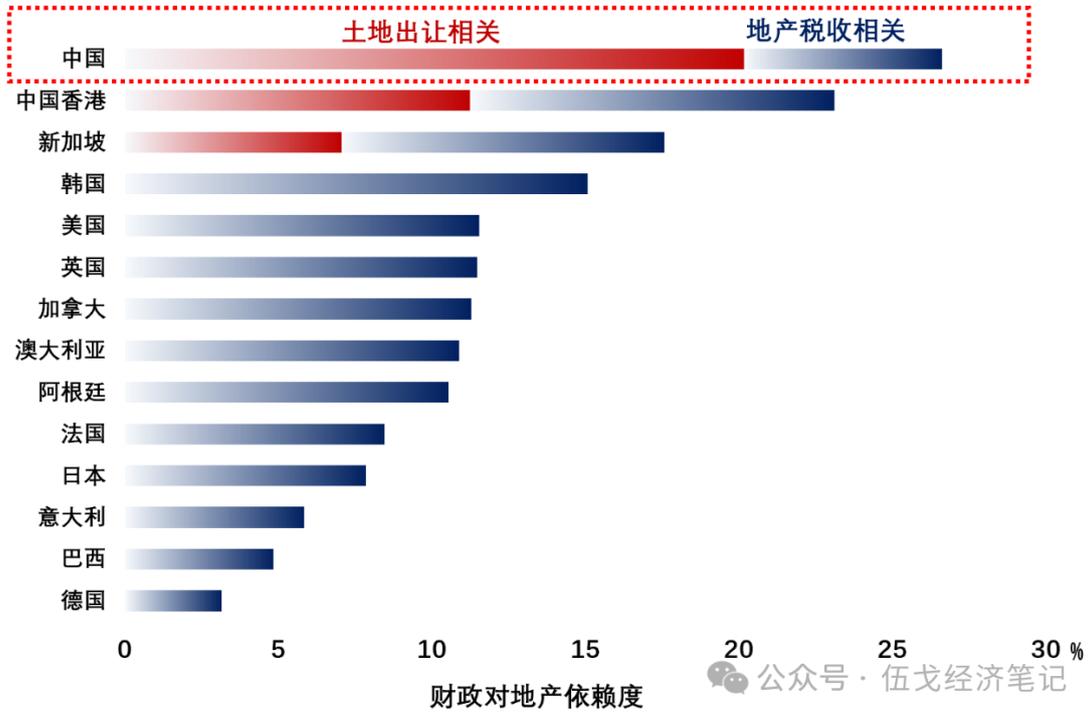


来源：WIND,笔者测算

一、土地收入，谁能抵补？

与海外不同，我国土地出让收入占财政收入比重高达约 20%。即便类比中国香港、新加坡等土地公有制主导的经济体，我国财政对土地收入等的依赖度也明显更深。尽管今年以来我国非税收入等明显高增，仍难填补地产快速下行引致的缺口。

图 2. 财政对土地等收入的依赖度

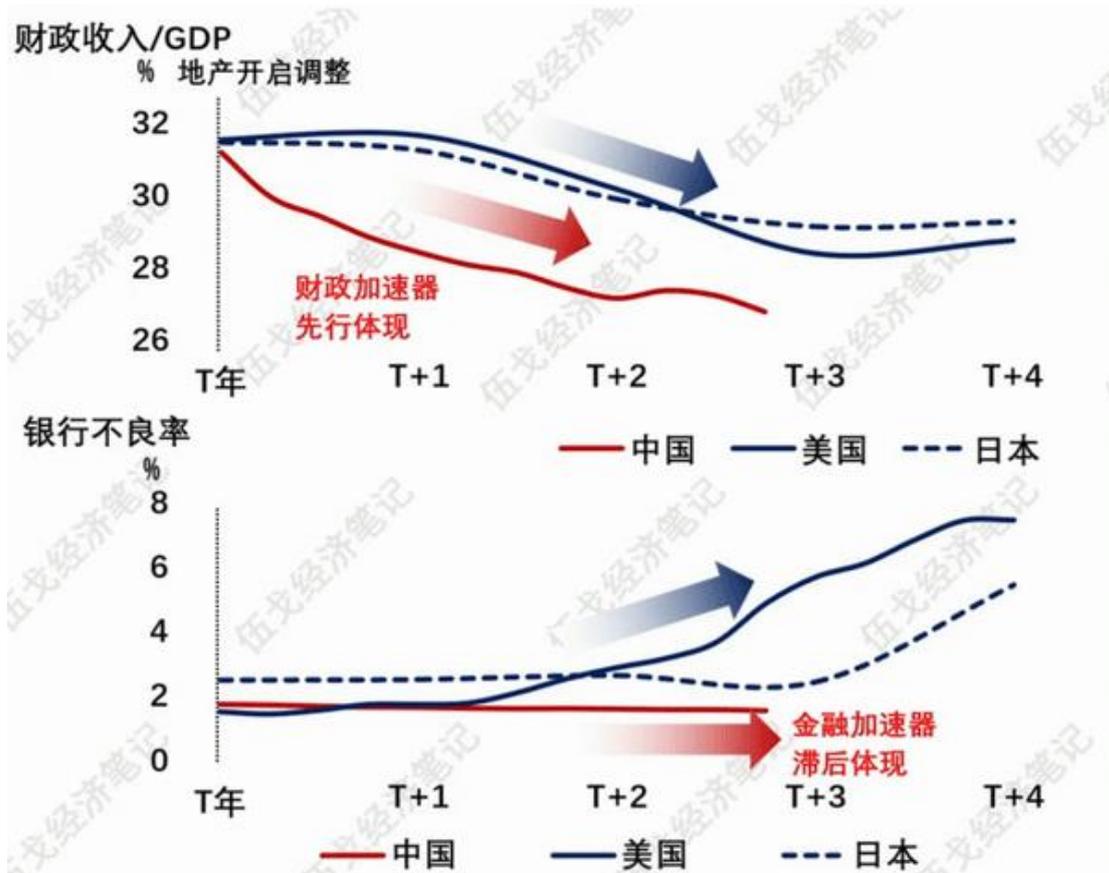


来源：OECD, WIND, 笔者测算

注：依赖度为财政收入中地产相关收入占比。中国、新加坡为 2023 年数据，香港为 2022 年，其余为 2021 年。

放眼全球，房地产的较快调整往往通过“金融加速器”对宏观经济产生重大影响，即房价引致抵押品价值变化，从而引致整体信用和经济的调整。但与海外不同，除了上述机制，我国由于财政对于土地收入的依赖程度更深，还存在着“财政加速器”。

图 3. 财政加速器与金融加速器：中外异同



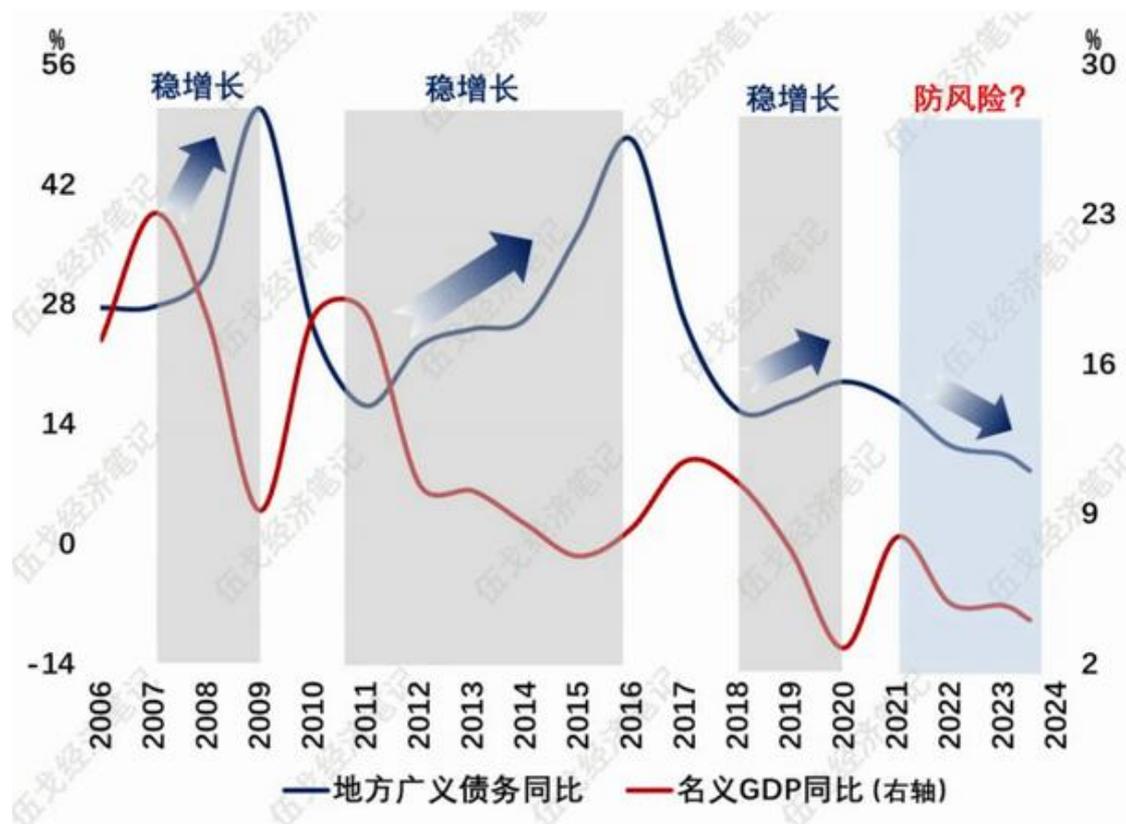
来源：CEIC, WIND, 笔者测算

注：中、美、日的T年分别为2021、2006、1991年。

二、政策目标，是否变化？

国际来看，房地产调整的系统性影响，终将滞后体现在银行资产质量等金融方面。但对我国而言，短期更为直接集中在地方财政领域。在经济稳增长和化债防风险之间的权衡更为纠结。近期后者的权重似在加大。多地表态“化债也是政绩”，甚至有地方将化债作为“一号工程”“一号战役”。

图 4. 稳增长与防风险：权重是否已变？



来源：WIND，笔者测算

注：债务包括地方政府债券和城投有息负债。

展望未来，“努力完成全年经济社会发展目标任务”之下，仍有出台增量财政等政策的概率，但力度是关键。鉴于化债摆在日益突出的位置，未来新增的财力能多大程度对冲土地收入的收缩，多大程度直接用于经济稳增长目标，依然面临诸多分流。

风险提示：房地产预期非线性变化。

【作者】

伍戈：博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。孙冶方经济科学奖获得者，获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖，远见杯经济预测冠军。

高童、曹海巍、俞涛：长江证券研究员。

【近期研究】

1. [经济，锚在何方？](#)，2024年9月8日
2. [举债与否？](#)，2024年8月28日
3. [房价的轨迹](#)，2024年8月18日
4. [价格是果，更是因](#)，2024年7月28日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



 伍戈经济笔记