

當前內地住宅用地面臨「供需交困」，部分地方財政化債壓力大，可以考慮用三個方式緩解地方壓力，避免出現流動性風險。



伴隨房地產市場供需形勢逆轉，土地市場自2021年開始遭遇衝擊，全國土地出讓成交價款從2020年的8.04萬億元（人民幣，下同）跌至2023年5.06萬億元，累計跌幅達37%；相應地，政府性基金中的土地出讓收入從2021年的8.71萬億元跌至2023年的5.80萬億元。2023年下半年以來，中央和地方密集出新一輪穩地產的組合政策，加快構建房地產新發展模式。本文全面梳理2024年土地市場的新變化，分析當前土地市場下行對地方財政衝擊，並立足長遠探索土地財政脫困之道。

土地財政轉型 五方向發力

宏觀漫談 羅志恒 粵開證券研究院 院長

2024年，土地市場的運行出現四個特徵：供需低迷、量價齊跌、區域集中、庫存高企。從整體看，當前土地市場最突出的特徵是庫存去化困難，特別是住宅用地面臨「供需交困」。

需求端，2024年新一輪去庫存政策對商品房銷售的提振作用尚需一段時間生效，住宅用地市場需求依然相對低迷。2023年，全國土地出讓面積較2020年的高點下降19.0%；其中，住宅用地出讓成交面積之比從35%降至20.3%。2024年以來，儘管二手房市場活躍，但新建住宅銷售仍未企穩回升，土地出讓價款同比跌幅繼續擴大。2024年1至5月，300城土地成交價款同比下降30.5%，住宅用地出讓價款同比下降38.3%。

供給端，「以房定地」要求下住宅用地供應收縮。一二線城市商品房庫存去化周期拉長，存量住宅用地也不斷累積，住宅用地供應放緩的城市增多。從各地公開披露的全年供地計劃看，2024年，17個集中供地城市住宅用地計劃供應面積合計下降16.2%，其中南京、蘇州、寧波住宅用地供應面積較2023年計劃下降50%，廣州住宅用地供應面積計劃減少34%。

量價看，2024年土地成交面積和均價雙雙下行，溢價率低位運行。一是住宅用地成交縮量，流拍率高。2024年1至5月，各類用地成交面積同比下降18.7%，住宅用地縮量更加明顯，成交土地面積合計同比下降29.9%。2023年300城住宅用地流拍率高達17.2%，接近2021年19%的高點。二是土地成交價格下跌，平均溢價率一直處於底部。今年以來市場情緒依然低迷，5月各類用地平均溢價率1.8%，低於去年同期的5.9%。

區域看，拿地區域範圍更加集中，二線城市讓位於一線。雖然一線城市土地出讓價款增速逐年下降，但二線以下城市負向衝擊程度更大。一線城市住宅用地土地出讓價款佔300城的比重從2019年的10.9%提升到2023年18.9%。2024年1至5月，35個大中城市各類用地土地出讓價款同比下降30.1%，南京降72.6%、青島降69.0%、天津降52.5%，多數城市土地出讓價款同比跌幅較大。

房企土地庫存高企

拿地主體看，房地產企業拿地份額持續大幅萎縮。一是房企土地庫存高企，限制新增土地購置意願。2022年，根據國家統計局，房地產開發企業待開發土地面積達4.98億平方米，創歷史新高；房地產開發企業當年土地成交價款佔各類用地成交價款的比重

（萬億元人民幣） 內地土地出讓成交價款及面積概覽 （億平方米）



資料來源：自然資源部，粵開證券

從上年的23.0%降至15.1%。二是房企債務和現金流壓力加大，限制拿地能力。當前房地產銷售低迷仍未根本解決，房企經營性現金流緊張。2024年1至5月，TOP 100企業拿地金額同比下降26.7%，頭部房企拿地普遍大幅萎縮。三是城投公司開發能力不如房企，已拿地開工率較低，城投托底難以持續。

由於土地市場低迷，預計2024年土地財政收入可能進一步下降。由於房產傳導到地產存在時滯，而土地成交價款分期繳納，領先於財政入庫的土地出讓收入。根據前4個月土地出讓收入繳庫情況，預計2024年全國財政土地出讓收入4.70萬億元，減少約1.1萬億元，同比下降19.0%。

土地市場低迷對地方財政帶來三大衝擊：加劇地方財政緊平衡的態勢，地方債務風險指標被動上升，地方財政運行穩定性下降。

從財政收支看，房地產市場低迷造成地方可用財力減少，財政支出壓力受限。一是收入端，地方財政對土地財政依賴度下降，對上級轉移支付依賴度上升，壓力傳導到中央。二是支出端，地方財政落實積極財政政策的難度加大，影響部分公共政策目標的實現。土地淨收益直接提教育資金、農田水利建設資金、住房保障支出等，支持相關重點民生類的能力有所弱化，土地出讓收入對應的政府性基金支出受到限制。

從地方債務看，債務風險指標被動抬升，有必要適當調整債務預警指標以及化債周期。一是地方可用財力下行，顯性債務率指標被動上升，容易超出風險預警線。2023年，31省份顯性債務率均有上升，與隱性債務顯性化有較大關係，但是土地市場低迷的地區其債務率上升幅度更大；二是政府性基金預算支出下滑，顯性債務付息壓力加大。2023年，青海、天津、內蒙古等9個重點化債省份專項債務利息佔政府性基金支出的比值超10%。三是城投土地資產縮水，加大再融資難度。2023年城投公司土地資產下降34.5%，資產品質下降將導致城投負債率上升、信用下降。

從基層運轉看，總體運行平穩和風險可控的情況下，部分地區的基層財力保障可能面臨一定困難。一是土

地出讓收入在縣級財政的留存比例較高，土地財政下行對基層政府財力的影響程度相對更大些。二是市縣土地出讓收入下滑，可能造成庫款保障水準下降。三是土地出讓收入下行導致部分地區出現了通過「亂收費」等彌補收入不足的現象，可能破壞營商環境，要予以堅決制止。

發國債轉貸地方 紓緩壓力

未來土地財政何去何從？土地財政的轉型，要從「固本、開源、提效、改革、化債」五個方面發力，打造財政、金融、土地、國資、社保等政策組合拳。本文提出五項建議：一、「經濟固本」：短期要穩住房地產經濟，緩解對地方財政的衝擊，房地產政策繼續做好保供給、促需求、穩房價。中長期要發揮財政支持科技創新的作用，推動產業結構轉型，培育新稅源，促進我國經濟由債務和投資驅動轉化為產業科技驅動。二、「收入開源」：穩定宏觀稅負，重點解決如何彌補土地收入萬億元級別的缺口問題，包括優化減稅降費，推動減稅降費從重規模到重效率，擴大消費稅的徵收範圍並逐步下沉到地方，探索數字稅並適應數字經濟時代下稅源發展的需要。三、「節流提效」：重點增加對民生保障和消費的支持力度，發揮公共服務支出對擴大內需的乘數效應，根據經濟發展狀況動態優化各類財政補貼標準和資質篩選機制，清理超前民生承諾、理順準公共服務的定價機制。加強支出效率績效考核，提高財政支出效率。四、「化債轉型」：合理平衡短期化債與長期發展。對於當前部分地方財政化債壓力較大，可以考慮採取中央發行國債轉貸地方、政策性金融機構給地方政府發放貸款、繼續發行特殊再融資債券等三個方式緩解地方壓力，避免出現流動性風險。堅持「註銷一批、整合一批、轉型一批」的思路，持續推動城投平台轉型，進一步化解隱性債務風險。五、「聯動改革」：完善政府績效考核制度，推動新一輪財稅體制改革，進一步理清政府與市場、中央與地方的關係，通過建立規範的資本預算、債務預算，解決地方財政支出約束問題，從根本上保障地方財政穩定運行。

中國汽車技術出海步伐加快

智駕前沿 張海洲 智能駕駛行業從業者

一波未平一波又起。歐盟、土耳其對中國造電動車的關稅還未正式執行，加拿大又緊隨其後。這些天據多家海外媒體報道，加拿大也在考慮對中國產電動汽車徵收高關稅。

5月，美國政府宣布對中國電動汽車實施「反補貼」關稅，將關稅從目前的25%提升至100%。

經過幾年努力，中國汽車剛在2023年底登上第一汽車出口國和第一新能源車出口國的雙重寶座，可轉眼之間形勢似乎急轉直下，出海的前景被蒙上一層陰影。但無需過於悲觀，即使整車產品出口前途未卜，中國汽車產業並未停下出海的步伐。

在過去的一年內，諸多家喻戶曉的海外大型車企不顧地緣政治的現實，與中國車企達成合作，成立合資企業共同開發新針對中國和全球市場的新車型或新型零部件。只是與幾十年前成立的那批中外合資車企比，這次的區別是在技術上，或者說更有話語權的那一方發生了反轉，從海外車企變成了中國企業。這一波趨勢，在國內車圈被戲稱為「中資車企改變傳統「用市場換技術」的反向輸出」。

中企掌握智能化核心技術

這一切，都是源於中國企業在汽車電動、智能化的大勢中掌握了核心技術，且其打造的產品歷經了中國這一大市場競爭的洗禮。

6月19日，捷豹路虎中國宣布與奇瑞汽車簽署戰略合作意向書，授權雙方合資品牌奇瑞捷豹路虎在其推出的全新電動汽車上使用「Freelander神行者」品牌。捷豹路虎中國表示，該品牌將在華推出一系列面向主流市場的電動化產品，並在未來出口海外市場。

剛好兩個月前4月19日，奇瑞汽車還與西班牙埃布羅公司在西班牙巴塞隆納自由貿易區舉行電動汽車合作協議簽字儀式，雙方將在當地設立合資企業，共同開發電動汽車新產品。

5月31日，吉利與雷諾集團正式成立新公司，預計年產能約500萬套動力總成，為全球合作夥伴提供整套先進的動力總成技術產品，包括混合動力系統、燃油動力系統、變速箱和電池解決方案等。

5月20日，奧迪汽車與上汽正式簽署合作協議，雙方將針對中國市場聯合開發全新的智能數字平台，並且打造全

新一代高端智能網聯汽車。首批三款純電動車型將投放在中國市場，首款車型預計2025年上市。上汽集團表示，奧迪汽車將貢獻高端車型產品定義、整車研發和工程技術能力，上汽集團則將貢獻關鍵的智能電動創新技術。

共同開發性能優異純電車

豐田與比亞迪合資在深成立純電動汽車研發公司，研發純電動及車輛所用平台、零件等相關業務。由豐田委派的新公司董事長岸尚的表態值得玩味：「合資公司成立以後，豐田和比亞迪掌握各自技術強項的工程師會在一起相互學習，共同切磋造車技藝，從而開發出受中國消費者喜愛的性能優異的純電動車。」比亞迪的強項是什麼？根據隨後分析人士的解讀，自然少不了電動、混動方面的技術。

大眾在2023年宣布向小鵬投資7億美元，收購小鵬約5%股份。行業媒體將此次投資解讀為大眾旨在補足自身在軟體方面的「軟肋」。雙方將共同開發兩款大眾品牌的B級電動車，預計於2026年在以中國為主的市場發布。雙方還將繼續展開電動車平台、供應鏈、電動車技術等多領域的深度合作。

大眾旗下軟體公司CARIAD與國內領先的自動駕駛方案供應商地平線的合資公司酷睿程（北京）科技公司去年成立。此前雙方成立合資公司的公告顯示，大眾汽車集團計劃為此次合作投資約24億歐元，將在合資公司中持股60%的股份。合資公司規劃業務範圍包括L2級輔助駕駛、高速領航輔助駕駛、自動泊車等功能。按照CARIAD中國子公司前任CEO常青的說法，合資企業將計劃於2025、2026年量產L2+、L2++級的智能駕駛輔助系統產品。

零跑和Stellantis集團去年達成了全球戰略合作，雙方共同注資成立零跑國際。新公司由零跑提供技術支持，Stellantis集團提供全球市場資源和影響力。

中國汽車品牌與跨國企業合資，都是「以市場換技術」，在很長一段時間內，外方都是技術輸出方。中方則是仰仗中國市場才有與外資車企合作，接收、學習其技術的機會，話語權較低。如今中外車企的合作，打破了過去的這種「傳統」，是中國企業用技術贏合作，用技術贏得更廣闊的市場。另一方面，也是外資車企看到中國消費者更加青睞國產汽車後努力爭奪、保住中國市場的舉措。儘管中國品牌的汽車在海外會面臨更多、更嚴苛的監管措施，可這不會妨礙搭載了中國技術和方案的電動智能汽車開上全球各地的街頭。



儘管中國品牌的汽車在海外會面臨更多監管措施，但不妨礙搭載了中國技術和方案的電動智能汽車開上全球各地的街頭。

新盤庫存多 樓價短期受壓

樓市強心針 廖偉強 利嘉閣地產總裁

樓市自從3月出現成交高峰後，就開始拾級而下，不論新盤或二手的交投都逐步減少，樓價亦重回下跌的軌跡。筆者並不認為利好樓市的因素就此消失，相反，利好因素其實亦多，例如中央陸續增加港澳個人遊城市，帶動消費，對香港經濟產生積極的作用。

特區政府透過各項計劃吸納人才，步伐從沒有慢下來。除了補充香港勞動力，亦帶來更多房屋需求。另外，本港家族辦公室的數量不斷增加，外資對香港金融市場投下信心一票。

樓市撤辣，更是一大利好，短期令市場亢奮，更重要是增加市場客源的多樣性。市場由以往大部分都是剛性需求的用家轉變至各類客源都有，撤辣明顯釋放了投資者及內地買家的購買力，他們都成了支撐香港樓市的一分子。

不過，縱有上述的利好因素，樓價在短期內似乎仍無可避免要面對下行的壓力，皆因短期而言，利淡因素也不

少。其中，最首要的問題就是新盤的積存量。目前，香港的發展商庫存不斷增加，發展商要「散貨」，減價是必然的，而減價的結果必定是搶佔了二手市場的客源，以及令二手業主進一步受壓，叫價難以「企硬」。

減息步伐未如預期，商業資金面對高息壓力，香港很多生意人持有各類型物業，這幾年除了面對樓價下跌，身家縮水外，更重要是商業利息增加了不少，令生意經營百上加斤。在生意不足的情況之下，還要付上高息去營運，支撐不住的老闆，就需要大幅減價沽售物業來補貼或減輕負擔。

至於置業者，供款壓力當然也不輕。這幾年很多市民突然增加了供樓的成本，消費力自然減退，香港的經濟復甦亦因此被拖後腿。另外，銀行收縮借貸。經濟的不景氣令到很多呆壞賬出現，銀行的風險亦增加了不少，近期銀行的取態變得相當保守及審慎，無論樓市還是做生意，缺水自然難有起色。

上述的問題，在短期內仍然困擾香港樓市，樓價下行壓力有增無減。筆者估計，整體樓價在這段期間，還有機會下跌約5%。