

UBS Investment Research

中国热点问题

地方政府财政和土地出让收入

2010年2月24日

www.ubssecurities.com**汪涛**

经济学家

wang.tao@ubssecurities.com

+8610-5832 8922

胡志鹏

助理经济学家

harrison.hu@ubssecurities.com

+8610-5832 8847

对地方财政的了解历来都不多，但随着中央政府出台收紧信贷、打击土地和房地产投机等政策，近期对地方财政担忧大幅增加。在中国，一个广为报道并被视为事实的说法是土地出让收入在地方政府财政收入中占据半壁江山，在有些城市这个比率甚至更高。如果这是真的，那么房地产降温和土地出让收入减少就可能导地方政府财政严重吃紧，并可能影响到经济刺激项目的地方融资。这个问题的重要性使我们有必要做进一步的研究。

地方政府财政收入的来源是什么？土地出让收入有多重要？如果土地出让收入减少，会出现什么情况？地方政府的债务状况如何？由于许多支出都不在一般预算之内，而债务可能隐藏于政府相关的部门和企业，要厘清地方政府的财政状况以及真正的债务状况非常困难。不过，基于可获得的信息，我们还是得到了以下的一般结论：

- 近年来土地出让已成为越来越重要的财政收入来源，但对大多数地方政府而言该比率远低于50%。
- 在地方政府的一般预算中，财政收入的主要来源是增值税、营业税和企业所得税，但土地出让收入绝对是预算外财政收入最重要的来源。
- 土地出让收入的减少往往会影响地方政府的投资行为，而不是经常项目支出。
- 地方政府负债在过去一年大幅增长几乎是可以肯定的，但负债程度和解决方式可能取决于未来的宏观政策和经济增长。
- 土地出让收入的重要性和相关风险已不是简单的占地方收入比重的问題，而政府放缓银行信贷、管理好城镇化进程至关重要。

1. 地方政府的财政收入来源

地方政府支出主要包括两部分，即地方一般预算支出和地方预算外支出。第一部分并入中央政府预算，须每年上报全国人大。而第二部分独立于一般预算，资金来自于预算外收入（对于绝大多数地方政府而言，主要就是土地出让收入）。

地方政府一般预算支出的资金来源是：（1）地方财政收入（税收收入和非税收入）和（2）中央政府转移支付和税收返还。来自中央政府的资金包括（i）税收返还，这是实施各类财政分权、再集权改革的结果，与地方财政收入成比例；（ii）专项财政转移支付，以及由较富裕地区向较贫穷地区的一般转移支付。总体而言，一个省越富裕（因此税收收入越高），税收返还越多；一个省越贫困，一般转移支付就越多。

这里我们想重点指出的是，中央政府的转移支付和税收返还是地方政府财政收入中非常重要的组成部分，不可忽视。而且更重要的是，大多数转移支付均按预定制度执行，因此中央政府事实上并没有多少自由决定的空间。这也说明虽然看起来中央政府控制了50%以上的总预算收入（相当于GDP的10%），但它所控制的总预算支出不到1/4（相当于GDP的4-5%）。

表1更详细地列出了2008年地方政府财政预算的收入和支出结构。地方政府财政支出总额为5万亿元（占GDP的16%），其中有2.9万亿元来自于地方本级收入，其余则来自于中央政府的税收返还和转移支付。严格来讲，税收返还也应被计为地方本级收入，因为它们是在地方层面征收的税款、上缴给中央政府后再返还给地方的。

表1:2008年地方政府财政预算明细（十亿元人民币）

地方财政总收入	5,164	地方财政总支出	5,019
地方本级收入	2,865	一般公共服务	745
税收收入	2,326	公共安全	341
增值税	450	教育	852
营业税	739	社会保障和就业	646
企业所得税	400	医疗卫生	271
个人所得税	149	城乡社区事务	419
其他	587	农林水事务	424
非税收入	539	工业商业金融等事务	409
中央转移支付和税收返还	2,299	其他支出	818
其中：税收返还	428	上解中央支出	95

数据来源：财政部，CEIC，瑞银估算

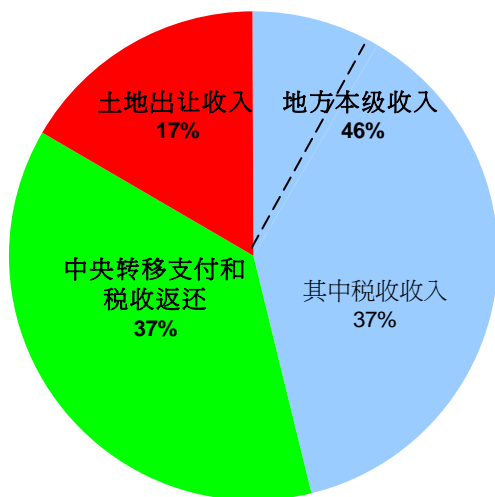
土地出让收入的影响

土地出让收入（不包括土地相关的税收，土地相关税收是税收收入的一部分，而且一般占比很小）是地方政府预算外收入的主要来源。自2005年以来，与土地出让和开发相关的收入和支出数据开始单列（此前只列出净收入）。2007年以来，土地出让和相关支出列入地方政府基金预算，但并没有列入地方政府的一般预算（有些资金纳入一般预算，但据我们所知，土地出让收入并没有纳入一般预算）。

如果我们将一般预算收入和预算外收入进行加总（假定土地出让收入均不纳入一般预算），那么土地出让收入占2008年地方政府总收入的17%左右（见图1）。我们估计2009年该比率已升至近22%，因为去年土地出让收入增长了63%，而同期地方政府的其他收入则增长了19%左右。

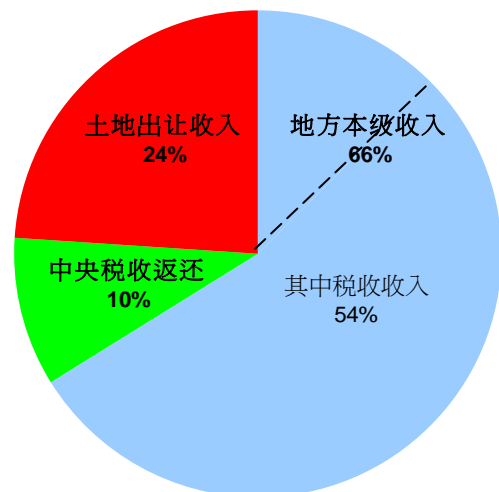
即便我们采用更狭义的方式定义地方收入，即剔除中央政府的转移支付，土地出让收入也只占到地方政府总收入的24%（见图2）。我们估计该比率在2009年可能已升至32%。这样的比率并不低，但仍大大低于新闻媒体及广泛引用的50-70%。造成实际数值与流传数值之间较大差距的主要原因可能有两点：有些城市可能的高度依赖土地出让收入，人们基于这些数据推算出了所谓的全国数据；分母中可能没有包括中央税收返还和一般转移支付等地方政府财政收入的重要成分。

图1:土地出让收入占地方政府总收入的比重不到20%



数据来源：财政部，CEIC，瑞银估算

图2:土地出让收入占比并没有那么大



数据来源：财政部，CEIC，瑞银估算

II. 理解地方政府的债务状况

根据中国的法律，地方政府不允许出现赤字或举债（无论是直接从银行借债或发行地方债）。实践中，地方政府债以多种形式存在。在低层的地方政府（如乡和镇）中，与义务教育支出相关的欠款以及乡镇企业的旧债可能是最为普遍的两种债务。近年来中央政府已经开始加紧解决这些问题——逐步接手教育支出的责任，并且划拨资金解决遗留债务。

在更高层次的地方政府，比如省市一级，债务往往产生于基建相关支出以及各种开发项目，隐藏在政府相关的投资机构或各种形式的担保中。虽然地方政府对供应商和承包商可能有部分欠付，但我们认为地方政府债务最大和最主要的债权人是银行。

地方政府的债务规模有多大？没有人真正了解。这主要是因为大多数债务都是隐性的，或者表现为或有负债。不过，跟踪信贷周期并且对银行不良贷款做出估算对于了解地方政府的债务规模很有帮助。地方政府欠银行的债务可能以正常贷款的形式出现在银行的资产负债表上，也有可能已经化为银行的坏账，或者被减记和转移。根据财政部之前所做的一项研究，我们假设地方政府债务规模至少与中央政府债务相当，约为2008年GDP的20%（见我们2009年11月30日的报告：《如何看待中国的投资热潮及其风险》）。

2009年，地方政府债务肯定有大幅增长。2009年上半年，由于经济活动急剧放缓、税改以及企业盈利下滑，地方政府收入相应减少。同时，地方政府被要求刺激经济，不仅要对中央政府的4万亿经济刺激方案提供配套资金，而且也要推出地方性的经济刺激方案。虽然中央政府提供了一定的融资帮助，比如代表地方政府发行了2000亿元国债，但大多数资金可能都以某种方式来自于银行。

一些政府机构的内部调查认为2009年流向地方政府融资平台的新增贷款可能多达5万亿元，但对此并没有正式的官方统计。今年也会有一部分新增贷款（金额可能会有所降低）流向地方政府融资平台。政府相关的国有企业与地方政府之间的界限非常模糊，因此很难说这5万亿元都应被视为地方政府的新增债务。不过，我们可以大致估计，到2010年底，地方政府债务将超过GDP的30%（11万亿元以上）。

地方政府债务的确切规模及其影响将取决于经济增长以及中央政府今年及以后抑制地方政府进一步借贷的成效。虽然公共债务总额（包括地方政府债务）可能接近GDP的60%而不是现有统计的20%，但中国拥有很高的国民储蓄，而且政府也有很多资产。即使是地方政府也拥有大量资产（表现为其所持有的国有企业股份）。我们认为中国不会马上面临债务危机（见我们2009年11月30日的报告：《如何看待中国的投资热潮及其风险》）。

III. 如果土地出让收入下降会怎样？

土地出让收入通常与地方政府的一般预算分开。土地出让所得的收益除了用于补偿拆迁的个人或单位外，主要用于基础设施建设和土地开发（包括工业园区和商业地产）。中央已要求地方政府把更多的土地出让收入用于提供廉租房和其他保障性住房，但在整体支出中这一块的占比很小（见表2）。

表2: 2008年地方政府土地相关支出（人民币十亿元）

地方政府土地相关支出	1,017
征地、拆迁补偿以及补助征地农民支出	378
土地开发和耕地保护支出	129
廉租住房支出	14
农村基础设施建设、基本农田建设和保护支出	37
城市建设支出	304
破产或改制国有企业土地收入用于职工安置等支出	156

数据来源：财政部，瑞银估算

如果土地出让收入下降（由于政府采取措施遏制土地投机和囤积，或是由于房地产行业全面调整抑制了需求），那么最直接受到影响的是土地开发和地方基础设施建设。换言之，一般预算中的经常性支出——如政府服务和公务员薪酬等——应不会受到影响，因为它们并非来自于土地出让收入。

至于投资相关支出，地方政府在面临收入下降时有两个选择——减少建设活动，或增加借款（从银行）。由于中央正努力降低整体贷款水平，尤其是对地方政府一级的贷款，土地出让收入下降最有可能导致地方投资下滑，包括房地产相关的项目。事实上我们对2010年经济增长的基准预测中已考虑到了固定资产投资增幅显著放慢（由于政府相关投资增长放缓）。

中央政府已较早地采取措施来为部分大城市的土地出让降温，这应有助于降低土地相关收入和这些领域的支出发生大幅波动的风险。但许多较小城市和内陆城市仍蠢蠢欲动，希望通过土地财政启动新一轮基建。

那些一直非常依赖土地出让收入并背负高额债务的地方政府可能会在土地出让收入急剧减少时面临流动性和偿还问题。而这些问题很可能会表现在银行的不良贷款中。目前中央正在考虑就地方政府担保推出新规，新闻报道称，地方政府和地方人大的担保函将不再具有担保效力。有的地方财政部门已经拒绝承认某些政府的贷款担保——这对于发放这些贷款的银行来说并非好消息。

2009年向地方融资平台发放的贷款占比很大，是我们认为今后几年不良贷款可能大幅度增加的最重要原因（我们预计09-10年发放的贷款将在今后几年产生2.5-3万亿元的不良贷款）。

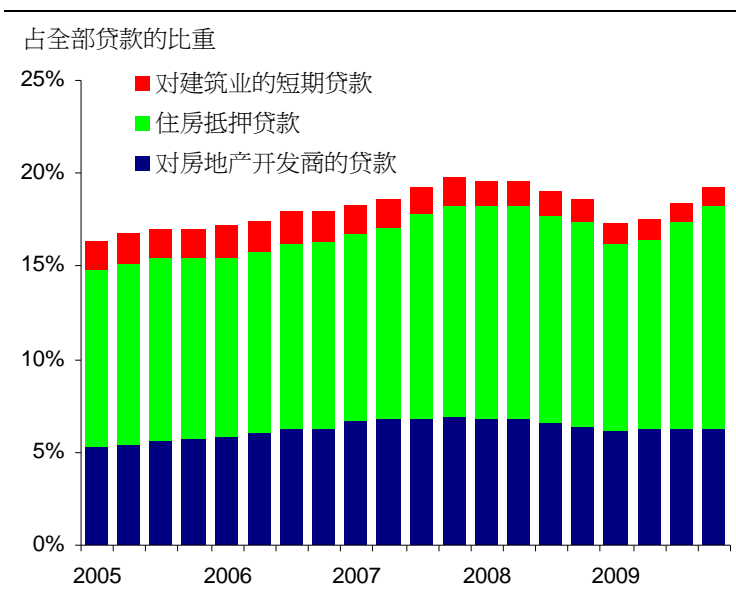
IV. 要关注土地出让的相关风险

土地出让的重要性及相关风险并不是简单的出让收入占地方政府收入比重的问题。这是因为土地价格和房地产价格紧密相连，而土地和房地产一直充当着银行贷款的抵押品。我们所说的不仅是向开发商发放的贷款或按揭贷款，这些贷款在贷款余额中的比重并不大（见图3），我们所说的是企业贷款或准政府贷款。

一块土地出让价格的提高将提升周边所有房地产和土地的价值。这意味着地方政府能直接获得更多收入并在今后的土地出让中受益，而且由于现有抵押品的价值上升，地方政府的下属企业能从银行获得更多信贷。这些因素将为地方政府不响应中央增加土地和住房供应并限制房价上涨的号召提供强大经济动力。即使在土地出让不景气的时候，地方政府也有动力通过与开发商和国有企业进行幕后协作来防止名义或官方土地竞标价格滑坡，目的是人为地将贷款抵押品的价值保持在高位。

在房地产建设和土地出让的过程中，地方政府、房地产开发商、地方企业和银行在房地产业的利益相互纠缠。我们认为与土地相关的最大金融和宏观风险可能正是这种复杂的关系，而非土地出让收入在政府总收入中的比重。我们将在随后的报告中更为详尽地探讨这个话题，但有一点很明确：掌握好目前的宏观政策和城镇化进程以防止贷款和投资失控并出现土地和房地产相关的巨大泡沫对政府而言至关重要。

图3:对房地产业的贷款仍处于可控水平



数据来源：人民银行，CEIC，瑞银估算

近期关于中国经济的报告:

本周中国问题: 如何解读最新的数据?	2010年2月11日
中国经济评论: 进口激增导致外贸顺差缩小	2010年2月10日
本周中国问题: 近期信贷收紧的真正原因是什么? 后势如何?	2010年1月28日
本周中国问题: 市场为何如此担忧?	2010年1月22日
中国经济评论: 12月份房地产活动增速放缓	2010年1月20日
本周中国问题: 本周中国问题: 中国还会积累多少外储?	2010年1月18日
中国经济评论: 解读存款准备金率上调	2010年1月12日
本周中国问题: 房地产还会火到什么程度?	2009年12月10日
亚洲经济透视: 如何看待中国的投资热潮及其风险?	2009年11月30日
中国热点问题: 刺激政策进展如何?	2009年9月18日

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明: 就本报告中提及的证券或每家发行人, (1) 本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法; (2) 分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。

涉及报告中提及的公司的披露

发行人名称

中国

资料来源：UBS（瑞银）；截止 2010年02月24日。

全球声明

本报告由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。在某些国家,UBS AG也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表,不构成广告,在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外,瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利,也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险,投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。本报告所含的任何意见,可在不发出通知的情形下做出更改,亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定,但是,分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭致的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国)及/或瑞银资本市场公司)担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究报告中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行持仓或沽空,作自营交易,和买卖。

本报告中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户,且仅提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户,且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法规,并于适用时在研究报告中显示。**法国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯:**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。**UBS Italia Sim S.p.A**受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:**UBS South Africa (Pty) Limited(注册号:1955/011140/07)是 JSE 有限公司、南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。**美国:**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-UBS Financial Services Inc.分发。UBS Financial Services Inc.分发。UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由 UBS Securities Canada Inc.分发,UBS Securities Canada Inc.是 UBS AG 的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港:**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:**由 UBS Securities Pte. Ltd 或 UBS AG 新加坡分行分发。**日本:**由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。当本报告由 UBS Securities Japan Ltd 编制,则 UBS Securities Japan 为本报告的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:**由 UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和 UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰:**由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box45, Auckland, NZ 索取。**迪拜:**由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。© UBS 2010 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

