



宏观专题

接棒土地财政：数据财政、股权财政
还是房地产税？

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

研究助理

占烁

资格编号：S0120122070060

邮箱：zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **核心观点：**去年土地出让收入减少约2万亿，加剧了地方财政的紧张局势。随着房地产进入存量市场，未来谁来接力“土地财政”？市场讨论较多的有“数据财政”、“股权财政”、房地产税三种选项，我们认为数据财政与土地财政相似度最高，但要待数字经济和数据要素的基础设施与制度完善后才可能落地，数据财政是长期课题，缓不济急；股权财政当前规模远不足以弥补土地财政缺口，而央地分属、各地国资收益差异大的特点也决定其难以缓解地方收入困难。综合时机、规模和地方收入三因素，我们认为房地产税是未来几年弥补土地财政缺口更合适的选择。考虑到未来一两年内，房地产税可能难以出台，设立政策性住房金融机构也可能成为政策选项之一。
- **数据财政 VS 土地财政：**（1）作为生产要素的土地和数据均可资产化，其他生产要素则大多难以资产化。
- （2）**产权制度方面**，土地和数据的所有权和使用权都是分离的，在不触及所有权的情况下都可实现出让或授权收入。
- （3）**土地财政和数据财政都是建立在两级市场体系的基础之上**，政府从两级市场获得不同的财政收入。
- （4）**土地财政和数据财政的收入都可归结为“三种来源”和“三种形式”**。“三种来源”，即土地财政和数据财政的收入都来自于要素本身、要素主体、要素产出。“三种形式”，即土地财政和数据财政的收入都包括“税”、“利”、“债”三种形式。
- **股权财政：**（1）根据现有的四类国有资产，我们可以进一步将现有预算体系中的股权财政收入划分为三个口径。狭义股权财政仅包含非金融企业国有资产，增扩口径的股权财政还额外包含国有金融资产，广义口径的股权财政则包含全部四类国有资产，非金融企业+金融企业+行政事业性国有资产+国有自然资源资产。
- （2）**广义股权财政收入=①第三本账国有资本经营预算收入+②第二本账政府性基金中的中央特别国债经营基金财务收入+③第一本账非税收入中的国有资本经营收入+④第二本账土地使用权出让收入+⑤第一本账非税收入国有资源（资产）有偿使用收入**，其中①=狭义股权财政，①+②+③=增扩股权财政。

- (3) 就目前增扩股权财政所贡献的收入而言，还不足以覆盖土地财政缺口缺口，即使现有收入翻一番，也仅能带来约 3500 亿的可用财力增加。
- (4) 未来股权财政进一步增收的潜力空间在于三个方面，一是提高调入一般公共预算的比例，目前一半以上股权财政收入在国资系统“内循环”；二是提高国企上缴利润比例，当前国企分红率仅 20% 左右，不仅低于 30% 的政策目标水平，也低于其他部分国家的国企分红比例；三是国有资本经营预算的覆盖面扩容，部分非金融国企未纳入国资预算，金融国资也存在信息披露程度较低、覆盖率低、分红率低等三大问题。
- **房地产税**：基于时机、规模和地方收入三方面因素考虑，我们认为相比数据财政和股权财政，房地产税是弥补土地财政缺口更合适的选择。(1) 时机：房地产税具备条件可在未来几年开展试点工作；但数据财政几年内难以成形，需要等待数字经济的基础设施和相关制度完备之后。
- (2) 规模：据我们测算，房地产税可带来万亿规模增收，完全可以弥补“土地财政”缺口；而股权财政即使收入翻倍，可用财力增收也仅 3500 亿左右，增收难度较大。
- (3) 地方收入：房地产税可作为持续、稳定的地方税源；而股权财政根据权属分配收入，很多经济欠发达地区，地方国资收益偏弱，无法形成持续的地方收入。
- (4) 考虑到未来一两年内，房地产税可能难以出台，设立政策性住房金融机构也可能成为缓冲土地出让收入下行的政策选项之一。
- **风险提示**：土地财政下行超预期；数据要素市场落地进度偏慢；房地产税推出时点超预期。

内容目录

1. 数据财政：缓不济急.....	4
1.1. 为何呼唤“数据财政”：新生产要素参与分配	4
1.2. “数据财政”框架猜想	7
2. “股权财政”：规模不足以补缺口	10
2.1. 现行“股权财政”全体系	10
2.2. 如何进一步挖掘股权财政收入？	13
3. 房地产税：未来几年更有可能落地.....	17
4. 风险提示.....	20

图表目录

图 1: 数字经济占比	4
图 2: 欧盟 28 国数字企业税率偏低 (%)	4
图 3: 数据作为新的生产要素参与分配	5
图 4: 关于数据要素的政策脉络	6
图 5: 我国初次分配格局 (基于投入产出表)	6
图 6: 欧洲 OECD 国家的数字服务税 (DST)	7
图 7: 作为生产要素的土地和数据比较	8
图 8: 框架: 数据财政 VS 土地财政	9
图 9: 我国广义“股权财政”框架体系 (单位亿元)	11
图 10: “股权财政”的三个口径	12
图 11: 狭义和增扩口径的“股权财政”收入变动	13
图 12: 广义口径的股权财政收入变动	13
图 13: 2021 年第三本账 (国有资本经营预算) 支出 (单位: 亿元)	14
图 14: 第三本账调入一般公共预算的规模及比例	15
图 15: 国企分红率仅为 20% 左右	15
图 16: 我国国企分红率仍有较大提升空间	15
图 17: 美国各州房地产税税率	18
图 18: 商品住宅销售修复并未带来土地出让收入的改善	19
表 1: 第一本账-非税收入-国有资源 (资产) 有偿使用收入的细分科目	12
表 2: 国企上缴利润比例	15
表 3: 第一本账的国有资本经营收入 VS 第三本账的国有资本经营收入	17
表 4: 房地产税收入规模	19

去年土地出让收入减少约 2 万亿，加剧了地方财政的紧张局势。今年的预算报告指出，地方政府性基金本级收入与去年基本持平，隐含土地出让收入不再大幅下降的信号。但 1-2 月来看，土地出让收入在去年同期较低基数的情况下仍下降 29%，降至 5600 亿左右，2021 年同期则高达 1.1 万亿。

土地出让收入下降之后，谁来补足财力缺口？市场讨论较多的有“数据财政”、“股权财政”、房地产税三种选项，我们对此分别展开研究。

1. 数据财政：缓不济急

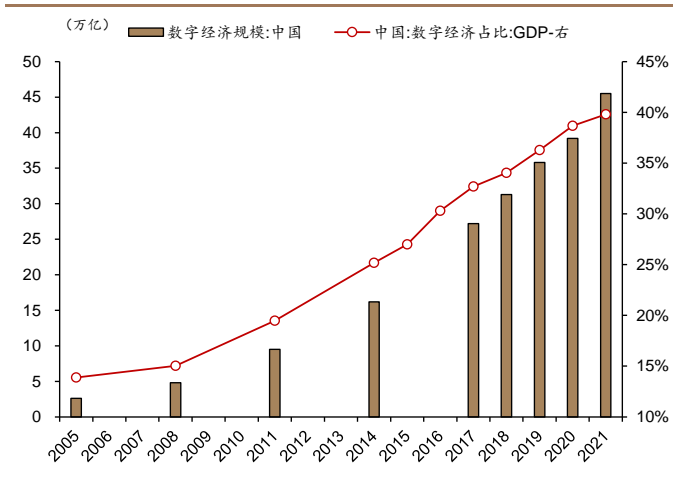
1.1. 为何呼唤“数据财政”：新生产要素参与分配

数字经济给传统宏观经济核算模式提出了挑战。根据中国信通院的统计，2021 年，我国数字经济规模达 45.5 万亿元，占 GDP 的比例达到 39.8%。数字经济已成为宏观经济中不可忽视的增长力量，2021 年数字经济同比名义增长 16.2%，高于同期 GDP 名义增速 3.4 个百分点。数字经济对传统的宏观经济核算模式提出了挑战，如数据资产尚未纳入经济核算，并且大量免费提供的数字服务增加了社会福利，但在目前的经济核算中也未予以考虑。

不只是“土地财政”缺口需要新的地方收入源，数字经济也给财税体系带来了冲击。现行财税体系是基于实体和地理空间设计，比如所得税需要区分企业实体、个人实体，而对于跨地区或跨国经营的企业，往往根据注册地或者经营地征税。但数字经济一方面模糊了企业和个人的边界，C2C 模式下大量个人成为经营主体，如微商、主播等；另一方面，企业无需设立实体，即可实现跨国跨地区的商品服务交易，基于地理空间的缴税体系受到挑战。

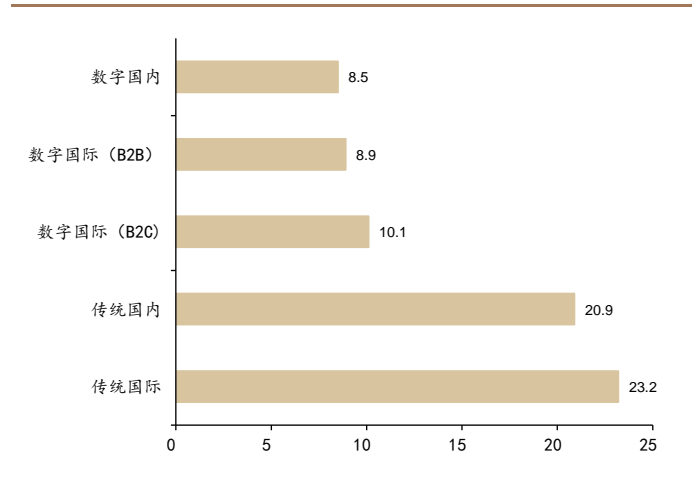
此外，数字经济还带来了税负不公的问题，数字企业和传统企业、线上经营和线下经营，税收负担均体现出明显差异。布鲁金斯学会曾指出，欧盟 28 国数字企业的平均有效税率在 9% 左右，而传统企业则高达 20%。

图 1：数字经济占比



资料来源：Wind，中国信通院，德邦研究所

图 2：欧盟 28 国数字企业税率偏低 (%)



资料来源：布鲁金斯学会，德邦研究所
注：此处国内指欧盟各成员国国内税率，最终数据为各国平均税率

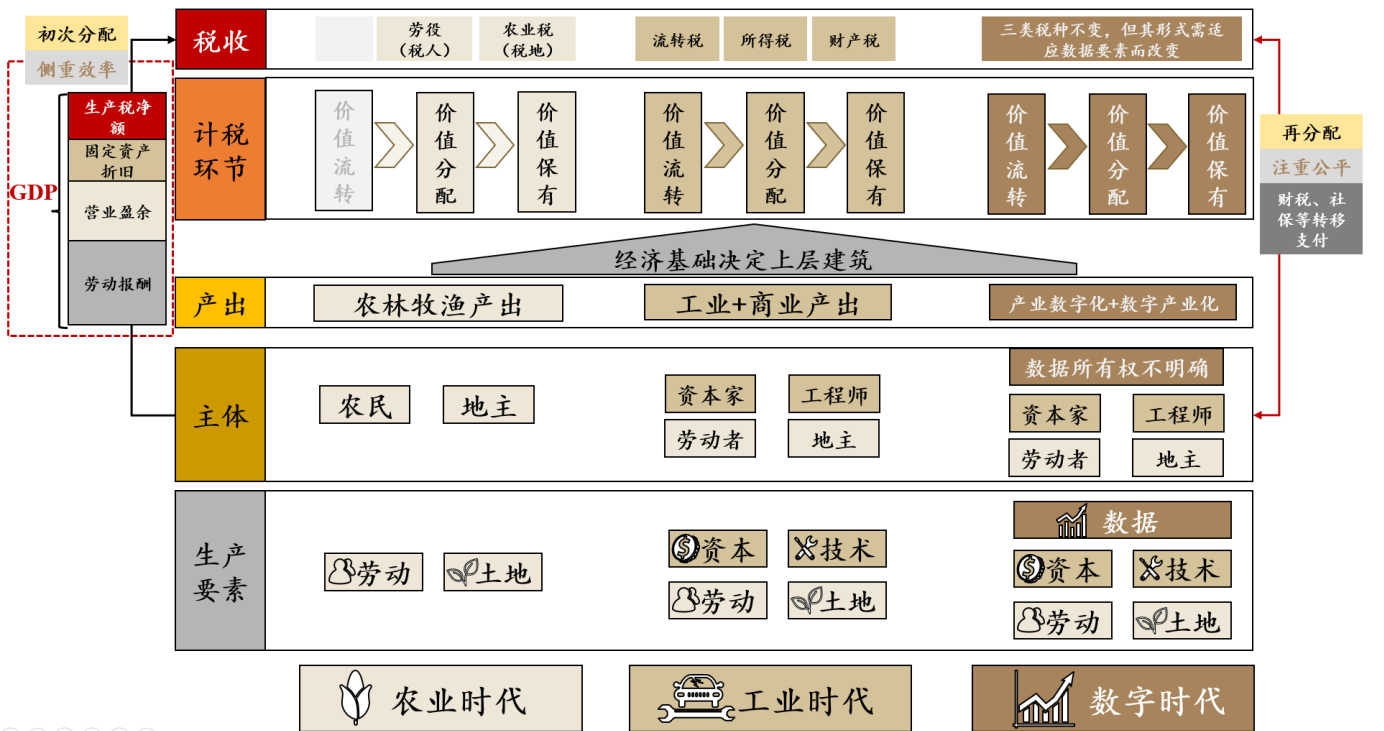
从政策制度来看，目前我国关于数据要素参与分配的政策有两个重要节点。一是 2019 年 10 月召开的十九届四中全会，首次将数据确立为一种新的生产要素，并明确了数据将与其他要素一同参与分配，“健全劳动、资本、土地、知识、技术、管理、数据等生产要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制¹”。二是 2022 年

¹ 中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度 推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定 中央有关文件 中国政府

底发布的“数据二十条”提出要建立“数据要素分配体制机制”，并且在效率与公平之间，更加注重保障公平。该文件提出“逐步建立保障公平的数据要素收益分配体制机制，更加关注公共利益和相对弱势群体。加大政府引导调节力度，探索建立公共数据资源开放收益合理分享机制”²。

数据财政的理论基础在于新生产要素必然要参与分配。经济基础决定上层建筑，每一种生产要素亦决定着对应的税收关系。一般而言，生产要素本身、要素对应的经济主体、经济产出都会贡献税收收入。而现代税收体系在价值流转、分配和保有环节，分别形成了流转税、所得税和财产税。当数据要素嵌入这些环节后，必然也会改变对应的税收设计。

图 3：数据作为新的生产要素参与分配



资料来源：德邦研究所绘制
注：不同国家要素和主体可能有所不同

从理论基础来看，根据不同主体所占据的生产要素的贡献，国内生产总值（GDP）在政府、企业、个人之间分配，从而形成初次分配格局，构成国民经济核算中收入法（故又称要素支付法）的基本形式：

$$GDP = \text{劳动者报酬} + \text{生产税净额} + \text{固定资产折旧} + \text{营业盈余}$$

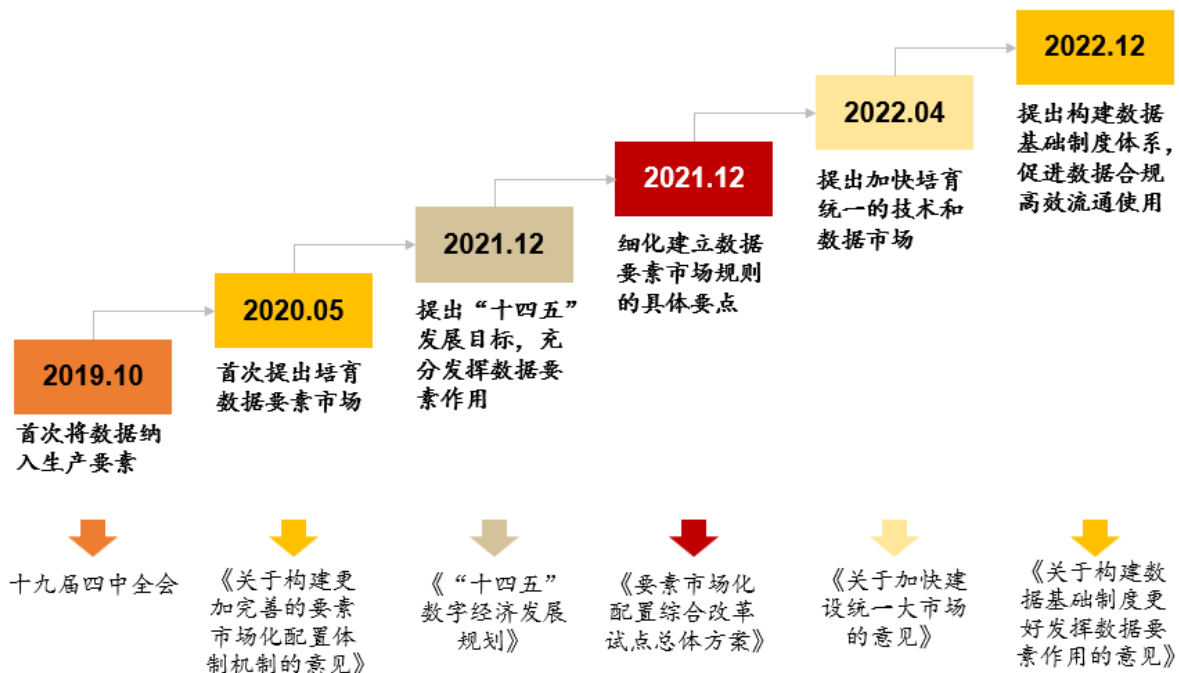
一般而言，初次分配是基于生产要素的贡献大小，因此侧重效率；而初次分配后有再分配，通过税收、社保等转移性的分配活动调节收入，因而再分配环节更侧重公平。

由于数据是一种崭新的生产要素，目前关于数据要素的初次分配和再分配格局均未形成，初次分配中的数据要素生产税、再分配中的调节公平制度（如数据二十条”明确提出“着力消除不同区域间、人群间数字鸿沟”），都是数字经济时代完善分配格局所要推进的方向。

网 (www.gov.cn)

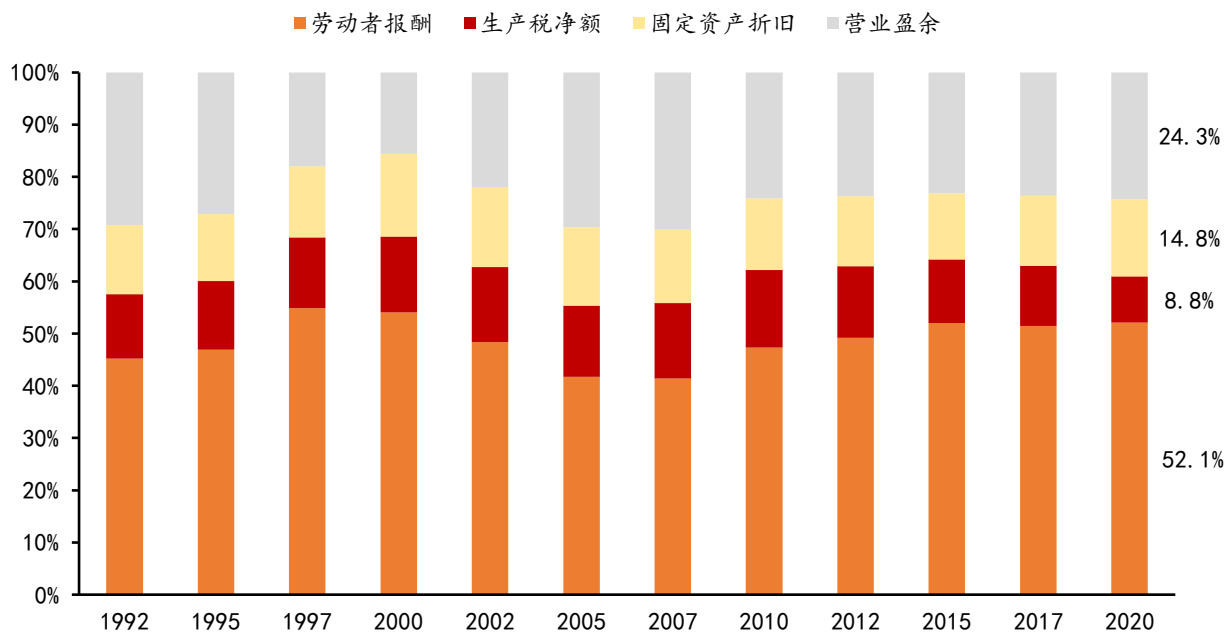
² 中共中央 国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见 中央有关文件 中国政府网 (www.gov.cn)

图 4：关于数据要素的政策脉络



资料来源：中国信通院，德邦研究所

图 5：我国初次分配格局（基于投入产出表）



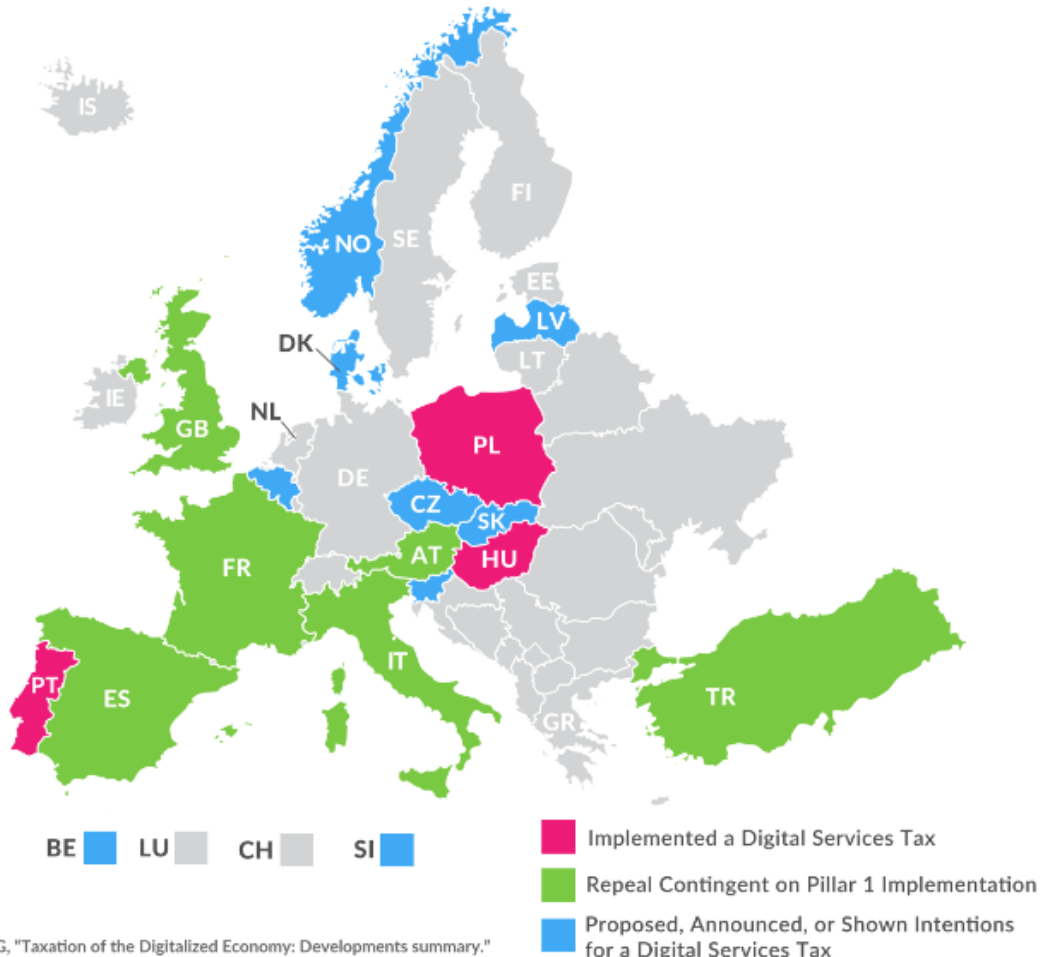
资料来源：Wind，德邦研究所

1.2. “数据财政” 框架猜想

1997 年就有人提出要在“信息高速公路”上征收数字交通税，即“比特税”（Bit Tax），这是最早的数据财政雏形讨论³。“比特税”的基本观点跟当前数据财政的讨论并无二致，即认为从工业时代进入信息时代后，线上经营带来侵蚀税基和税收非中性（不公）等问题，原来基于工业经济所设计的财税体系变得不合时宜。因而提出针对每一个数字信息位（即比特，8 比特=1 字节，8 bits=1 byte）加征税收，就像工业时代的高速公路通行费，信息时代也需要在“信息高速公路”对数字信息征收数字交通税。

而更近的数据财政是部分国家的数字服务税实践。许多数字跨国公司在海外国家没有设立实体，却能正常开展业务，带来了国际税收失衡。因此，部分国家开征单边的数字服务税（Digital Services Tax，DST），DST 针对在线广告、数据销售等各类数字服务的收入征税。近期一项统计表明，全球已有 46 个国家开征数字服务税⁴。为解决单边征税问题，2021 年 OECD 提出了多边强制性的“双支柱”国际税改法案⁵，其本质是确保数字跨国企业在其产生价值和利润的地区交税，以消除国际税收不公。

图 6：欧洲 OECD 国家的数字服务税（DST）



资料来源：Tax Foundation，德邦研究所

注：截至 2022/6/27。图中红色表示“实施数字服务税（DST）”，绿色表示“（已实施国家）是否废除 DST 取决于支柱 1 的实施情况”，蓝色表示“提议、宣布或展示出 DST 意向”

数据财政最大的问题是短期内难以落地，要待数字经济和数据要素的基础设

³ Cordell A J. Taxing the Internet: the proposal for a bit tax[J]. Journal of Internet Banking and Commerce, 1997, 2(2).

⁴ <http://www.china-cer.com.cn/shuzijingji/2022112022197.html>

⁵ <https://www.bdo.global/en-gb/services/tax/taxation-of-the-digital-economy>

施和基础制度形成之后，才有可能在此基础上构建数据财政。因此，数据财政注定是长期课题，难以解决土地出让收入减少的短期问题。

尽管如此，我们仍可以对数据财政框架做一个猜想。我们认为，数据财政与土地财政有诸多相似之处。

(1) 作为生产要素的土地和数据所贡献的财政收入类型的可比性较强。相似之处在于二者均可资产化，可以作为资产入表，而劳动、技术、管理等其他生产要素均难以资产化，可资产化意味着这两类要素可以贡献“利”和“债”形式的收入。去年底，财政部发布《企业数据资源相关会计处理暂行规定（征求意见稿）》，标志着数据要素逐步启动资产化。可资产化意味着数据和土地一样，所贡献的财政收入除了税，还有利和债。当然土地和数据要素也有四方面明显区别，一是数据和其他要素的连接性更强；二是土地稀缺，而数据可以不断产生；三是土地具有独占性，而数据有非排他性，可以同时使用；四是土地要素遵循边际产出递减、边际成本递增法则，而数据有零边际成本特点，如图7。这些区别使得数据和土地两种要素在具体的财税制度设计上会区别较大。

图7：作为生产要素的土地和数据比较

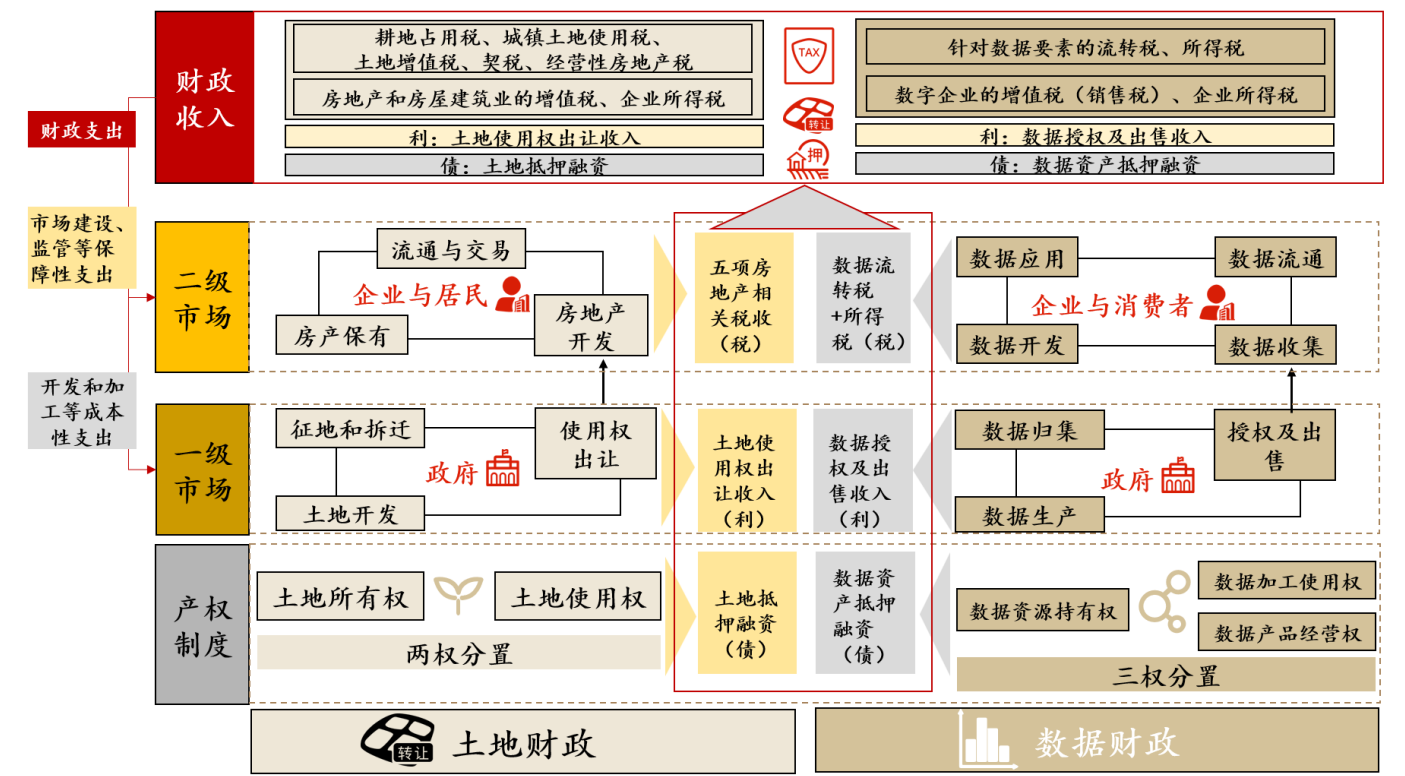
	土地	数据	比较
 连接性 主动连接其他要素			土地要素相对独立；数据可以主动融入其他要素，提高生产效率
 稀缺性 资源是否有限			土地稀缺非常明显；数据可以不断产生
 排他性 是否独占，其他主体能否使用			土地具有独占性；数据具有非排他性，可以多个主体同时使用
 边际性 边际收益递减、边际成本递增			土地产出边际递减、成本边际递增；数据有零边际成本特点
 资产性 是否可以资产化			土地和数据均可货币化，可作为资产入表

资料来源：德邦研究所绘制

(2) 产权制度方面，土地和数据的所有权和使用权都是分离的，在不触及所有权的情况下都可实现出让或授权收入。不同点在于，土地要素是土地公有、使用权可出让，而数据要素则是淡化所有权（因其所有权难以明确），实行数据产权的结构性分置，具体而言是三权分置，包括数据资源所有权、数据加工使用权、数据产品经营权。

(3) 土地财政和数据财政都是建立在两级市场体系的基础之上，政府从两级市场获得不同的财政收入，图8。对于土地要素而言，在一级市场上，政府主导完成土地开发后通过“招拍挂”等方式完成使用权出让，并获得出让收入；在二级市场上，市场竞争形成土地基础上的房地产流转交易市场，企业和居民是主要参与者，政府主要通过税收形式参与二级市场。对于数据要素而言，政府在一级市场上主导完成数据的归集、加工处理、合规登记，实现数据资源向数据资产转化，获得授权及出售收入；在二级市场上同样以市场竞争为主导，数据交易所、经纪人、服务商等企业和个人通过各种形式参与，形成数据流转交易市场，政府从二级市场获得税收收入。

图 8：框架：数据财政 VS 土地财政



资料来源：德邦研究所绘制

(4) 土地财政和数据财政的收入可归结为“三种来源”和“三种形式”。

“三种来源”，即土地财政和数据财政的收入都来自于要素本身、要素主体、要素产出。对于土地财政而言，既有直接来自于土地要素的使用权出让收入，也有来自于土地产出（房地产）的税收收入，这部分税收收入也可以说是来自于相关要素主体（房地产经营企业、持有的个人）。对于数据要素而言，授权及出售收入直接来自于要素本身，所得税以及可能开征的数字税来自于数字企业，增值税、销售税等税收来自于数据要素的产出。

“三种形式”，即土地财政和数据财政的收入都包括“税”、“利”、“债”三种形式。税收收入可按照价值创造不同环节来看，在价值流转环节形成流转税（如增值税、销售税、营业税），在价值分配环节形成所得税（个人所得税、企业所得税），在资产保有环节形成财产税（不动产税、遗产税）。土地财政包含了上述三个环节的各类税收，当然目前不动产税范围还未全面铺开，但数据财政可能仅包含流转税和所得税，针对数据要素的财产税目前还难以想象。

“利”是产权主体因出租或出让资产所获得的收入，对应土地财政的使用权出让收入、数据财政的授权及出售收入。但是数据财政的授权收入也可能是“使用者付费”形式，需要额外归入行政事业性收费类别。

此外，“债”的收入形式也不容忽略，对应土地和数据资产抵押融资。尽管参与这一过程的主要是城投平台，但融资收入主要用于地方公共事务，仍然具有公共收入的性质。

2. “股权财政”：规模不足以补缺口

市场所讨论“土地财政”的另一种接力棒是“股权财政”，但当前对于股权财政的讨论仍不清晰。一方面，部分观点赞同类似合肥的股权投资模式，让政府产业投资引导基金发挥作用；另一方面，也有观点将股权财政与“中特估”联系起来，认为增加财政贡献需要国企提高效率和利润率，从而会带来估值提升。但财政资金的股权投资存在管理制度有待完善、专业人才稀缺、风险机制有待健全等问题，加上各地区产业投资机会差别较大，难以贡献大规模财政收入；而提高国企利润率更是一个中长期课题，短期内难以迅速见效。

尽管这两条路短期内较难走通，但目前广义股权财政仍有空间，可通过制度改革形成更多财政收入。

2.1. 现行“股权财政”全体系

“股权财政”可界定为政府凭借产权所有者和出资人身份从国有资产获得的收入，包括出让收入、使用者收费，也包括其他经营性收入。

根据现有的四类国有资产，我们可以进一步将现有预算体系中的股权财政收入划分为三个口径。

(1) 狭义股权财政仅包含非金融企业国有资产，2021 年底资产总额为 308.3 万亿，利润总额约为 4.5 万亿。狭义股权财政收入仅指财政第三本账，即①国有资本经营预算收入，2021 年约为 5170 亿元。

狭义股权财政收入=①第三本账国有资本经营预算收入

(2) 增扩口径的股权财政还额外包含国有金融资产，2021 年底国有金融资产总额为 352.4 万亿。增扩的股权财政收入还包含②第二本账政府性基金中的中央特别国债经营基金财务收入、③第一本账非税收入中的国有资本经营收入。中央特别国债经营基金财务收入来源于中投公司的经营收益和企业所得税，用于支付 1.55 万亿特别国债利息及相关发行费用⁶，2021 年收入为 324.8 亿元。第一本账非税收入中的国有资本经营收入包括来自人民银行和国有金融企业的收入，但也有部分来自其他国企的财政收入列入在这个科目下，如烟草企业上缴专项收入等。2021 年第一本账非税收入中的国有资本经营收入为 988 亿元。

增扩股权财政收入=①第三本账国有资本经营预算收入

+②第二本账政府性基金中的中央特别国债经营基金财务收入

+③第一本账非税收入中的国有资本经营收入

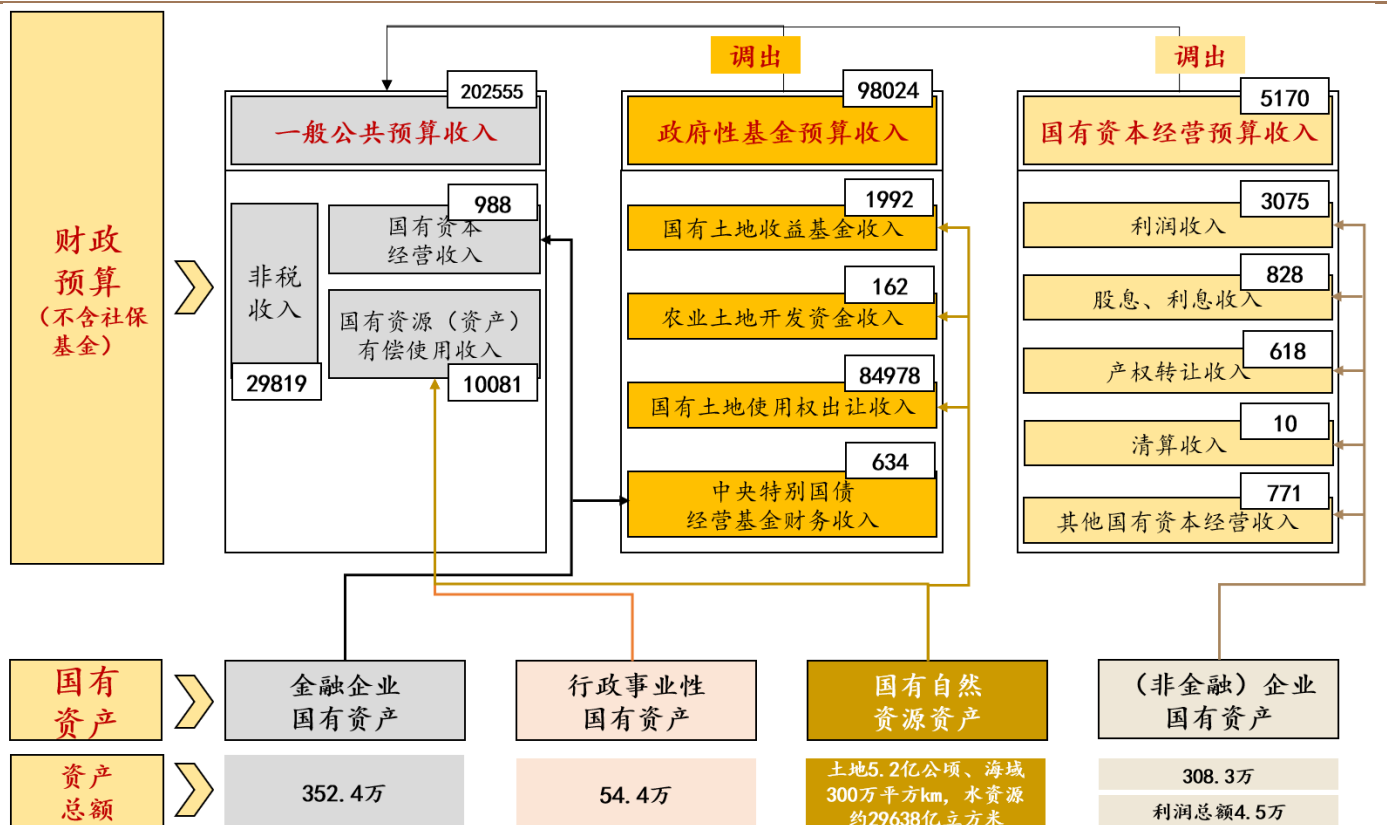
(3) 广义口径的股权财政则包含全部四类国有资产，非金融企业+金融企业+行政事业性国有资产+国有自然资源资产，2021 年底行政事业性国有资产的资产总额为 54.4 万亿，国有自然资源资产则无法货币化，2021 年底包括国有土地约 5.2 亿公顷、海域面积 300 万平方千米，水资源总量约 29638 亿立方米。因此，广义股权财政收入还包括④第二本账土地使用权出让收入、⑤第一本账非税收入国有资源（资产）有偿使用收入。第二本账土地使用权出让收入在政府性基金中包括三个科目，分别是国有土地使用权出让收入、国有土地收益基金收入、农业土地开发资金收入，三项加起来才是完整的土地出让收入。2021 年，这三个科目的收入分别为 84978、1992、162 亿元。第一本账非税收入国有资源（资产）有偿使用收入包含 22 项，范围非常广泛，既有海域使用金等自然资源类收入，也有非经营性国有资产收入等来自行政事业性资产的收入。2021 年，第一本账非税收

⁶ 关于 2021 年中央政府性基金收支决算及相关政策的说明 [Description of Central Government-managed Funds and Related Policies \(mof.gov.cn\)](http://www.mof.gov.cn)

入国有资源（资产）有偿使用收入 10081 亿元。

- 广义股权财政收入=①第三本账国有资本经营预算收入
+②第二本账政府性基金中的中央特别国债经营基金财务收入
+③第一本账非税收入中的国有资本经营收入
+④第二本账土地使用权出让收入
+⑤第一本账非税收入国有资源（资产）有偿使用收入

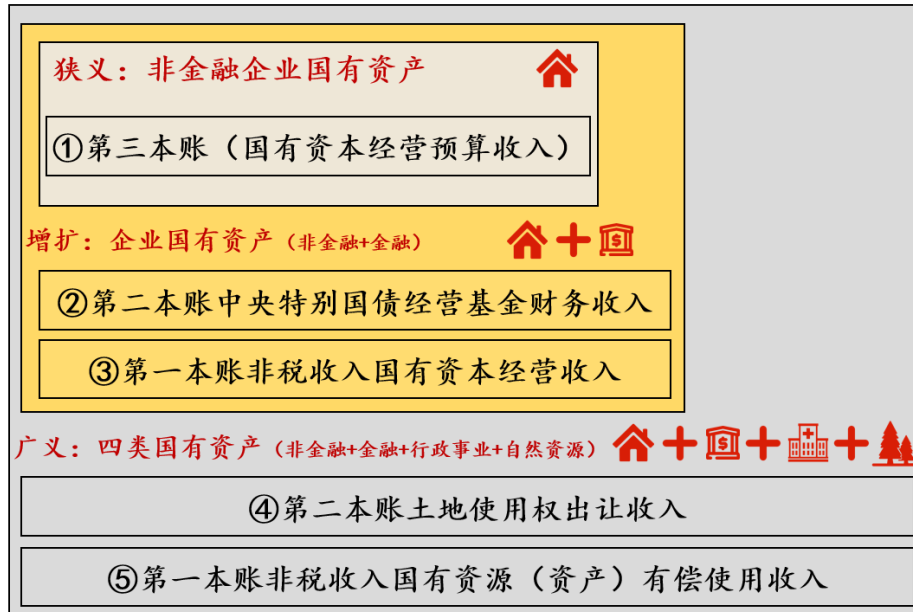
图 9：我国广义“股权财政”框架体系（单位亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

注：图中数字为 2021 年数据，除特别说明外，单位均为亿元

图 10：“股权财政”的三个口径



资料来源：Wind，德邦研究所

表 1：第一本账-非税收入-国有资源（资产）有偿使用收入的细分科目

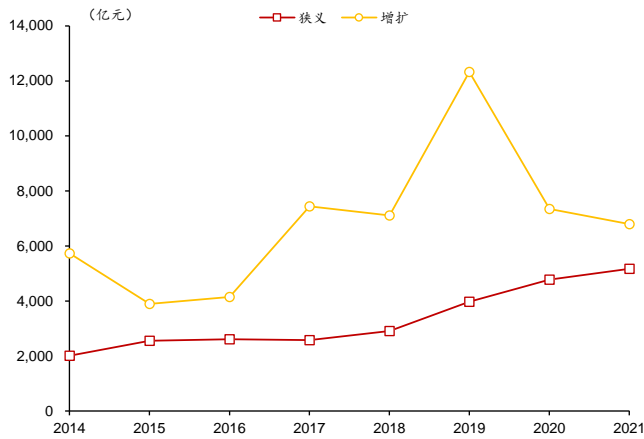
项	科目名称
01	海域使用金收入
02	场地和矿区使用费收入
03	特种矿产品出售收入
04	专项储备物资销售收入
05	利息收入
06	非经营性国有资产收入
07	出租车经营权有偿出让和转让收入
08	无居民海岛使用金收入
09	转让政府还贷道路收费权收入
10	石油特别收益金专项收入
11	动用国家储备物资上缴财政收入
12	铁路资产变现收入
13	电力改革预留资产变现收入
14	矿产资源专项收入
15	排污权出让收入
16	航班时刻拍卖和使用费收入
17	农村集体经营性建设用地土地增值收益调节金收入
18	新增建设用地土地有偿使用费收入
19	水资源费收入
20	国家留成油上缴收入
21	市政公共资源有偿使用收入
99	其他国有资源（资产）有偿使用收入

资料来源：财政部，德邦研究所

就上述三个口径的股权财政收入规模来看，狭义股权财政收入连年平稳增长，

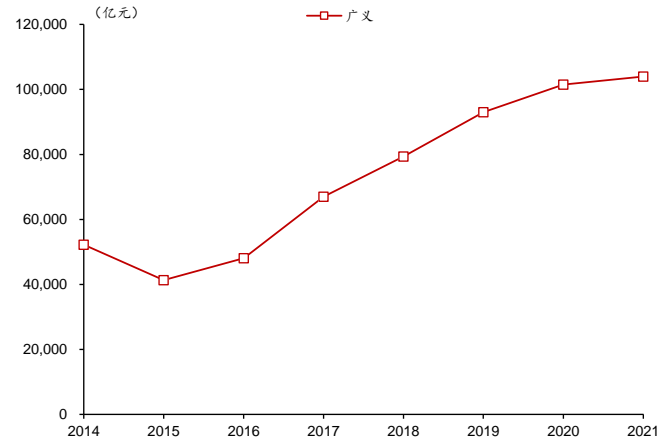
2021 年达到 5170 亿元。增扩股权财政波动最大，近几年大约在 7000 亿左右，主要是第一本账非税收入的国有资本经营收入的波动大，该项收入在 2019 年有约 7700 亿，2021 年减少至 988 亿。广义股权财政中土地出让收入占比 83.8%，土地收入决定着广义股权财政的走势，比如 2015 年土地出让收入减少约 1 万亿，带动广义股权财政同步减少约 1 万亿，2021 年广义股权财政总规模为 10.4 万亿左右。

图 11：狭义和增扩口径的“股权财政”收入变动



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：广义口径的股权财政收入变动



资料来源：Wind，德邦研究所

2.2. 如何进一步挖掘股权财政收入？

随着房地产逐步进入存量市场，“土地财政”收入减少，盘活国有资产、增加“股权财政”收入势在必行。四类国有资产中，自然资源类和行政事业类大多属于非经营性国有资产，收入规模较小且不稳定，做大“股权财政”仍然依赖于企业类的经营性国有资产，即对应我们上文三个口径中的增扩口径。

就目前增扩股权财政所贡献的收入而言，还不足以覆盖土地财政缺口。去年土地出让收入减少约 2 万亿，扣除成本支出后，影响一般公共预算收入约 3000 亿⁷。增扩口径的股权财政收入尽管总规模有 7000 亿左右，但归入一般公共预算的财力并不多。以 2021 年决算数据为例，增扩股权财政总收入约 6793 亿，其中 988 亿为第一本账非税收入；5170 亿是第三本账收入，而第三本账调入一般公共预算收入规模为 2473 亿；634 亿是第二本账中央特别国债经营基金财务收入，用于支付特别国债利息，不进入一般公共预算。因此，接近 7000 亿规模的增扩股权财政收入，所对应的一般公共预算收入仅约 3500 亿左右，占比 50%。如果要额外覆盖“土地财政”带来的 3000 亿财力缺口，需要增扩口径股权财政收入大约翻一番。

未来股权财政进一步增收的潜力空间在于三个方面，一是提高调入一般公共预算的比例，二是提高国企上缴利润比例，三是国有资本经营预算的覆盖面扩容。

第三本账（国有资本经营预算）收入大多在国资系统“内循环”，仅 44% 调入一般公共预算，比例仍有提高空间。狭义股权财政的收入大多用于国资系统内循环，如 2021 年狭义股权财政收入约 5170 亿元，其中用于国资的经营支出约 2622 亿元，调入一般公共预算资金仅 2472 亿元，占收入的比例为 47.8%。2022 年这一比例降至 44.1%，2023 年预算比例进一步下降至 40.4%，这三年均值约为 44% 左右。由于国资具有全民所有的性质，其对应的财政收入应当更多用于一般公共预算等惠及全民的支出领域，而当前大部分支出仍在国资系统“内循环”。未来第

⁷ 财政部部长：土地出让收入下降影响可控，拆迁补偿支出也相应减少 (baidu.com)

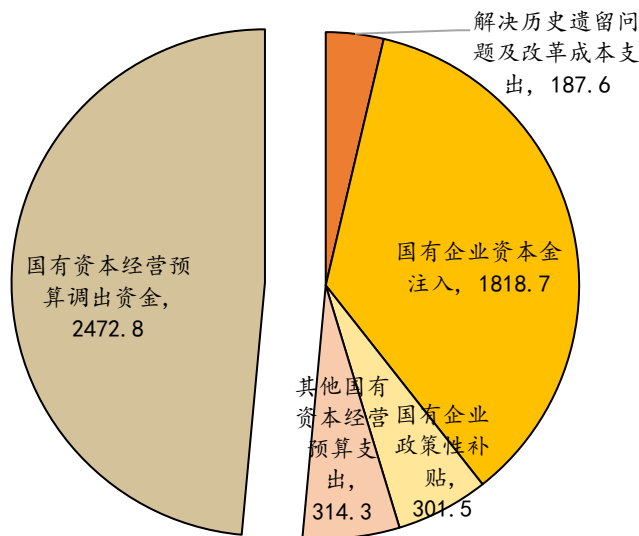
三本账调入一般公共预算的比例仍有提高空间。

按照现行规定，我国国企上缴利润分为 5 档，最高档为烟草企业，税后利润收取比例为 25%；其次是石油石化、电力、电信、煤炭等资源型企业，收取比例 20%；第三类为钢铁、运输、电子、贸易、施工等一般竞争型企业，收取比例 15%；第四类为军工企业、转制科研院所、中国邮政集团公司、中国国家铁路集团有限公司、中央文化企业、中央部门所属企业，收取比例 10%；第五类为政策性企业，和符合小型微型企业规定标准的国有独资企业，应交利润不足 10 万元的，免交当年应交利润。

目前国企分红率仅 20% 左右，距离 30% 的政策目标水平仍需提高。我们计算了近几年的国企分红率， $\text{分红率} = (\text{第三本账利润收入} + \text{第三本账股息股利收入}) / \text{国企归母净利润}$ 。2020 年受疫情影响，国企增加向财政的上缴利润，分红率曾达到 26% 的高位，但 2021 年又下降到 20%，其中中央国企从 19.9% 降至 16.4%。2013 年十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出，“提高国有资本收益上缴公共财政比例，二〇二〇年提到百分之三十，更多用于保障和改善民生⁸”。目前来看，分红率距离 30% 的目标仍有一定差距。

国际比较来看，我国国企分红率也有较大提升空间。国有企业并非中国特色，其他国家或多或少都存在，俄罗斯、越南等大型转轨经济体的国企在国内生产总值中所占比例更是高于中国⁹。从分红率来看，我们统计的 9 个海外国家的国企分红率在 35%-75% 范围内。相比之下，我国的国有企业分红率仍有较大提升空间。

图 13：2021 年第三本账（国有资本经营预算）支出（单位：亿元）

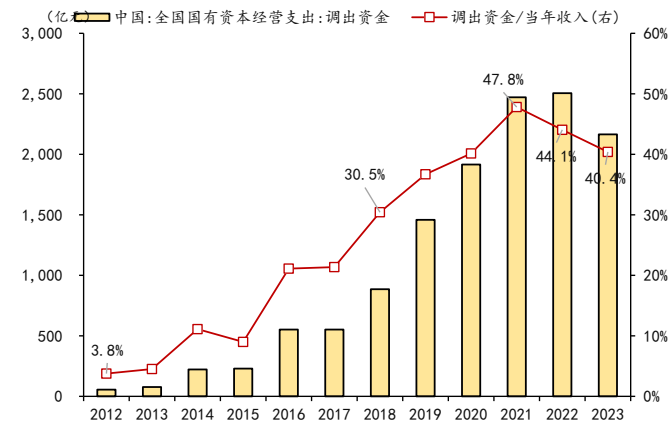


资料来源：Wind，德邦研究所

⁸ 中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定 (www.gov.cn)

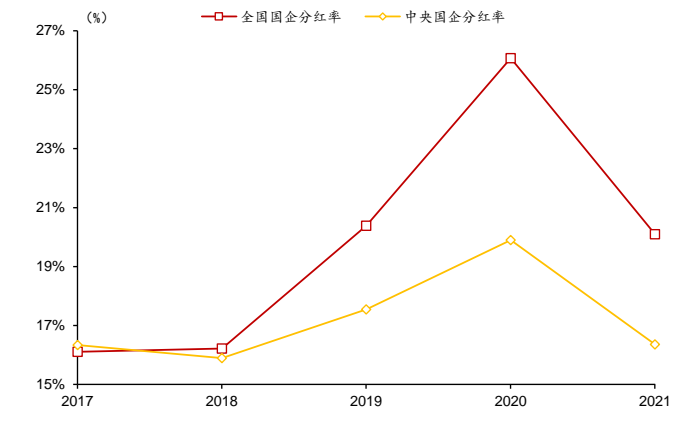
⁹ 国有企业的全球图景：各国经济中的国有企业规模和行业分布 比较频道 财新网 (caixin.com)

图 14：第三本账调入一般公共预算的规模及比例



资料来源：Wind，德邦研究所
注：2023 为预算数据

图 15：国企分红率仅为 20%左右



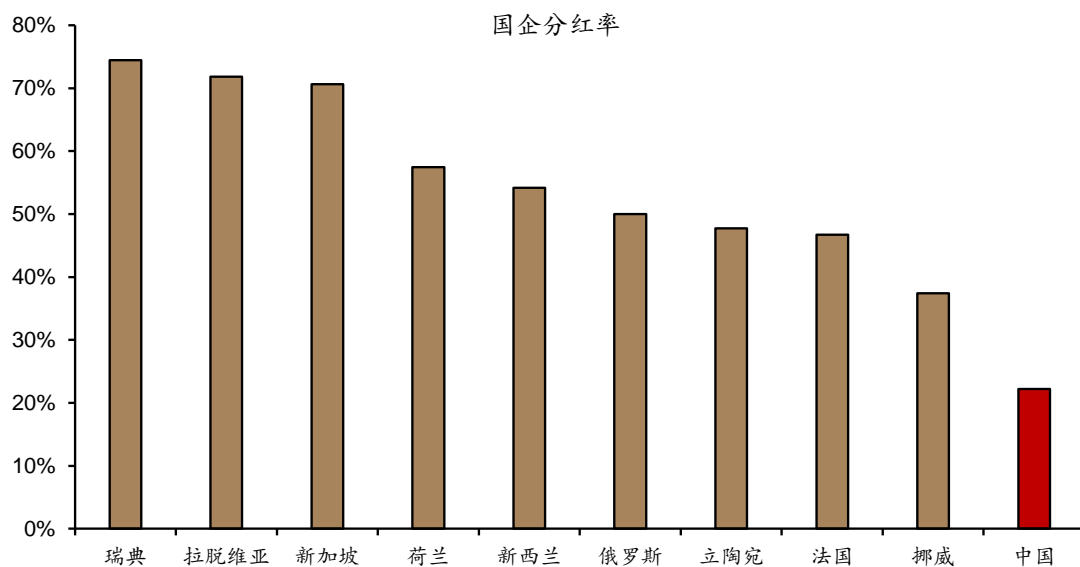
资料来源：Wind，德邦研究所

表 2：国企上缴利润比例

企业类型	税后利润收取比例	2023 上缴收入 (预算, 亿元)
烟草企业	25%	540.0
石油石化、电力、电信、煤炭等资源型企业	20%	770.9
钢铁、运输、电子、贸易、施工等一般竞争型企业	15%	439.4
军工企业、转制科研院所、中国邮政集团有限公司、中国国家铁路集团有限公司、中央文化企业、中央部门所属企业	10%	121.4
政策性企业以及符合小型微型企业规定标准的国有独资企业，应交利润不足 10 万元的	免交当年应交利润	无

资料来源：财政部，德邦研究所

图 16：我国国企分红率仍有较大提升空间



资料来源：Financial Times, Wind, 各国财政部和政府网站，德邦研究所

注：新加坡为 2020-2022 年均值，瑞典、荷兰、挪威为 2020-21 年均值，立陶宛为 2019-2021 年均值，中国为 2019-21 均值，拉脱维亚为 2018 年数据，法国为 2019 年数据，新西兰、俄罗斯为 2022 年数据。分红率数据多为 2020-2021 年均值，部分国家采用临近年份数据。

除了需要提高分红率和调入一般预算比例外，国有资本经营预算范围偏窄也是今后财税改革需注意的问题。

一方面，目前第三本账大约只包含了**98%的非金融国企，并未实现完全覆盖**。财政部在每年的预算报告中披露了第三本账对非金融央企的覆盖情况。我们收集了2017-2021年的数据，在净利润口径下，这五年期间纳入第三本账的央企净利润仅占全部央企的**98%左右**（口径不含金融国资），地方国企这一比例预计与央企相去不远，尚未实现完全覆盖。《国务院关于2020年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告¹⁰》也指出当前国有资本经营预算“覆盖面仍不完整。至2020年底，有62个部门所属的1257家企业（资产总额4793亿元）未纳入。”

另一方面，目前纳入第三本账的仅包含非金融国企，金融国资仍未规范纳入。

相关法律法规规定了国有金融资本需要上缴收益。《预算法》第二十八条规定“政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算的收支范围，按照法律、行政法规和国务院的规定执行¹¹”。国有金融资本具体可参照哪项法律法规呢？2018年《中共中央 国务院关于完善国有金融资本管理的指导意见¹²》指出：“规范国家与国有金融机构的分配关系，全面完整反映国有金融资本经营收入，合理确定国有金融机构利润上缴比例，平衡好分红和资本补充”。财政部于2020年出台的《国有金融资本管理条例》（征求意见稿），第六十九条更加明确指出：“各级人民政府以所有者身份依法取得的国有金融资本收益，以及对所得收益进行分配而发生的各项支出，按照规定纳入国有资本经营预算。”

但是，在实践中，国有金融资本收益尚未规范纳入“国有资本经营预算”（第三本账）之中。

金融国资收益分别体现在**3本不同预算账目的5个科目**。财政部发布的《政府收支科目》列出了国有金融资本利润上缴对应科目，如表3。从《政府收支科目》来看，金融国资的利润上缴至少分布在5个不同的科目，即第一本账、第三本账下面“国有资本经营收入”科目下的金融企业“利润收入”和“股利股息收入”，再加上中投公司收益单列在第二本账中的“中央特别国债经营基金财务收入”科目。

从财政收支实际来看，亦能看出分属不同科目所带来的问题。财政部《关于2021年中央国有资本经营预算的说明》指出中央国有资本经营预算（第三本账）包含“部分中央金融企业”，当年股利、股息收入增加132.53亿元，主要是金融企业分红上缴国有资本经营预算的数额增加¹³。

《关于2021年中央一般公共预算收入决算的说明》则指出第一本账的国有资本经营收入决算比预算短收94.84亿元，主要是相关金融机构和中央企业上缴利润低于预期¹⁴。

由于分属不同科目、没有纳入统一预算，金融国资上缴收益的信息披露程度弱于非金融国资，同时也存在覆盖率、分红率偏低等问题。《国务院关于2020年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告¹⁵》指出“中国印钞造币总公司等11家金融企业依托行政权力、国有资产资源取得的收入（2020年净利润131.66亿元）尚未纳入预算管理”，“2家中央金融企业上缴国有资本经营收益比例偏低”。

¹⁰ 国务院关于2020年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告 审计署网站 (audit.gov.cn)

¹¹ 中华人民共和国预算法 中国人大网 (npc.gov.cn)

¹² 中共中央 国务院关于完善国有金融资本管理的指导意见 中央有关文件 中国政府网 (www.gov.cn)

¹³ 关于2021年中央国有资本经营预算的说明 (mof.gov.cn)

¹⁴ 关于2021年中央一般公共预算收入决算的说明 Description of Central Government's General Public Budget Revenue (mof.gov.cn)

¹⁵ 国务院关于2020年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告 审计署网站 (audit.gov.cn)

表 3：第一本账的国有资本经营收入 VS 第三本账的国有资本经营收入

第一本账的国有资本经营收入					第三本账的国有资本经营收入							
类	款	项	目	科目名称	类	款	项	目	科目名称			
103	6	国有资本经营收入				103	6	国有资本经营收入				
		1	利润收入					1	利润收入			
			1	中国人民银行上缴收入					……	各类别企业利润收入		
			2	金融企业利润收入					34	金融企业利润收入（国资预算）		
		99	其他企业利润收入					98	其他国有资本经营预算企业利润收入			
		2	股利、股息收入						2	股利、股息收入		
			1	金融业公司股利、股息收入				2		国有控股公司股利、		
		99	其他股利、股息收入					3		国有参股公司股利、股息收入		
		3	产权转让收入							4	金融企业股利、股息收入（国资预算）	
			99	其他产权转让收入						98	其他国有资本经营预算企业股利、股息收入	
		4	清算收入						3	产权转让收入		
			99	其他清算收入						1	国有股减持收入	
		国有资本经营收入退库								4	国有股权、股份转让收入	
		6	国有企业计划亏损补贴							5	国有独资企业产权转让收入	
			1	工业企业计划亏损补贴						7	金融企业产权转让收入	
			2	农业企业计划亏损补贴						98	其他国有资本经营预算企业产权转让收入	
		99	其他国有企业计划亏损补贴					清算收入				
		7	烟草企业上缴专项收入							1	国有股权、股份清算收入	
		99	其他国有资本经营收入						2	国有独资企业清算收入		
					98	其他国有资本经营预算企业清算收入						
					98	其他国有资本经营预算收入						

资料来源：财政部，德邦研究所

3. 房地产税：未来几年更有可能落地

基于时机、规模和地方收入三方面因素考虑，我们认为相比数据财政和股权财政，房地产税是弥补土地财政缺口更合适的选择。当然，房地产税在近一两年内推出的可能性不大，更可能是待房地产市场稳定后，未来几年再重启试点。

时机：房地产税具备条件可在未来几年开展试点工作；但数据财政几年内难以成形，需要等待数字经济的基础设施和相关制度完备之后。2021年10月全国人大常委会通过《关于授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作的决定》，确定了征税对象为试点地区的居住用和非居住用等各类房地产，试点期限为五年。但此后由于房地产市场下行，2022年3月，财政部有关负责人提出“综合考虑各方面的情况，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件¹⁶”。预计随着房地产市场企稳，未来几年可能继续推进房地产税试点工作。

规模：房地产税可带来万亿规模增收，完全可以弥补“土地财政”缺口；而股权财政即使收入翻倍，可用财力增收也仅3500亿左右，增收难度较大。

2020年我国城镇家庭户住房294.6亿平¹⁷，2020年末约9980元/平米（销售额/销售面积），住房价值约294万亿元。税率方面，我们认为综合有效税率大概

¹⁶ 财政部：今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件 (mof.gov.cn)

¹⁷ 见 2022.7.14 外发报告《迎接存量房时代：中国住房供需十年变动》

率在 0.5%-1.0% 之间。2011 年开始试点的两城中，上海为 0.4% 和 0.6%，重庆为 0.5%、1% 和 1.2%；国际比较来看，美国房地产税税率各州差别较大，大部分州在 0.5%-2.0% 之间。针对所有城镇存量住房征税，减免面积可能较多，预计征收面积系数偏低 (0.4-0.7)，房地产税年收入大概率在 1 万亿-1.4 万亿之间。

而土地出让收入最高时为 2021 年的 8.7 万亿左右，扣除成本支出后，按 15% 计入可用财力¹⁸，大约 1.3 万亿。如果未来几年土地出让收入大致稳定在 6 万亿左右，带来财力减少约 4000 亿；即使未来长期减少至 4 万亿，可用财力减少也才 7000 亿，房地产税完全能够弥补。

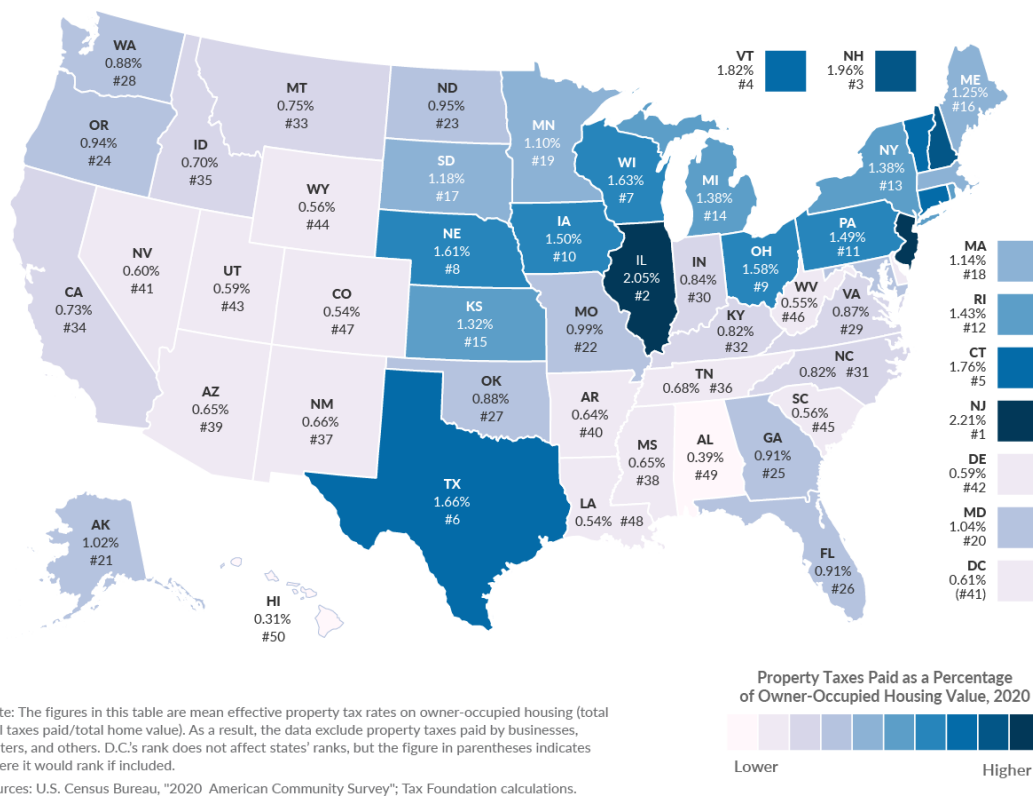
地方收入：房地产税可作为持续、稳定的地方税源，由于是对存量房征税，其可持续性远远超过土地出让收入，并且也适合作为地方收入。而股权财政根据权属分配收入，中央企业规模较大、收益往往较高，而很多经济欠发达地区，地方国资收益也偏弱，无法形成持续的地方收入，也就难以弥补土地出让收入减少带来的地方财力缺口。

考虑到未来一两年内，房地产税可能难以出台，设立政策性住房金融机构也可能成为政策选项之一。去年以来，由于市场下行，房企流动性紧张，拿地积极性处于历史较弱区间。短期内，即使销售好转，民营房企拿地亦难见明显改善，房地产市场修复对土地出让收入的利好有限。如今年 1-2 月，商品住宅销售额同比增长 3.5%，但土地出让收入仍下降 29%。在此情况下，可通过建立相关政策性金融机构，鼓励企业拿地建设保障性租赁住房，以此来向土地市场传递积极信号。这也是短期内缓冲土地出让收入下行的可行政策之一。

图 17：美国各州房地产税税率

How High Are Property Taxes in Your State?

Property Taxes Paid as a Percentage of Owner-Occupied Housing Value, 2020



资料来源：TaxFoundation，德邦研究所

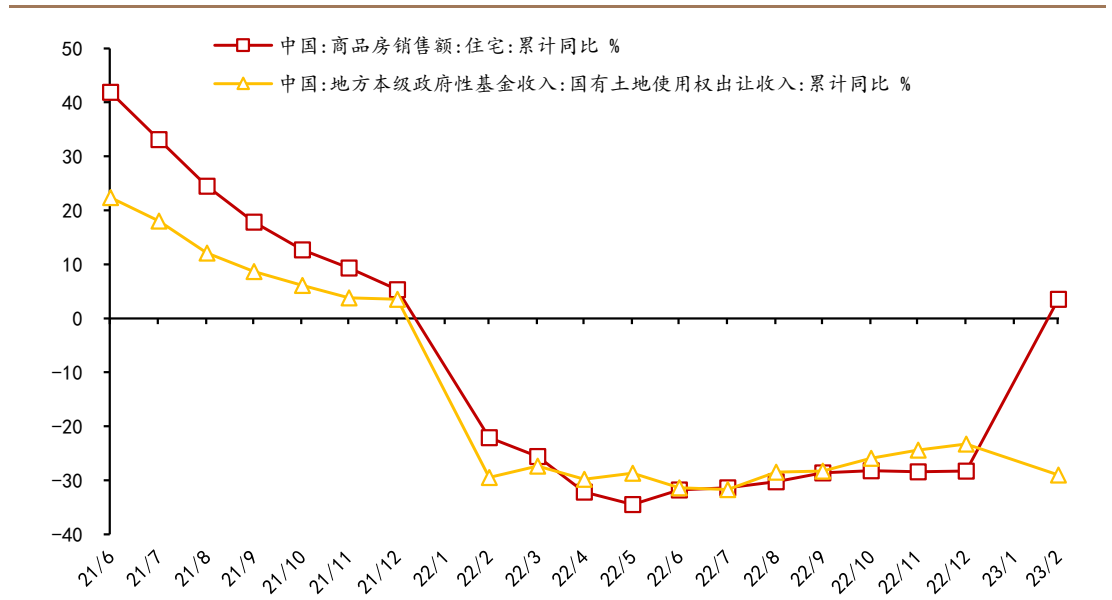
¹⁸ 财政部长首次释疑：去年地方卖地减收 2 万亿影响有多大？(shobserver.com)

表 4：房地产税收收入规模

(亿元)		征收面积系数			
		0.4	0.5	0.6	0.7
综合税率	0.5%	5880.0	7350.0	8820.0	10290.0
	0.6%	7056.0	8820.0	10584.0	12348.0
	0.7%	8232.0	10290.0	12348.0	14406.0
	0.8%	9408.0	11760.0	14112.0	16464.0
	0.9%	10584.0	13230.0	15876.0	18522.0
	1.0%	11760.0	14700.0	17640.0	20580.0

资料来源：德邦研究所测算

图 18：商品住宅销售修复并未带来土地出让收入的改善



资料来源：Wind，德邦研究所

4. 风险提示

- (1) 土地财政下行超预期；
- (2) 数据要素市场落地进度偏慢；
- (3) 房地产税推出时点超预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。