

土地回储政策能否拯救房企流动性困局？

2025 年 3 月 19 日

要点

- 45 号文明确了专项债支持土地储备的流程要求，旨在引导各地规范开展土储专项债项目，未来专项债资金将向收益更有保障的项目倾斜。
- 广东经验表明，专项债资金到位有助于推动回储折价回归合理区间，折价幅度与地区房地产市场景气度相关。以增值后的土地出让净收入作为偿债来源的模式具有重要借鉴意义。
- 非国有房企的流动性能否受惠于回储政策仍有待观察，阻力主要来自于净地回储的要求和企业对项目收益的顾虑。

分析师

任映雪

北京

Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

自 2024 年中央定调推动房地产行业“止跌回稳”以来，闲置土地回储作为供给端“严控增量、优化存量”的重要政策备受市场关注，特别是土储专项债时隔五年后重启，令市场对政策效果寄予厚望。基于公开信息，标普信评在本文中梳理土地回储的落地进展，跟踪最新政策动向，总结已发专项债省份的经验，并分析该政策对各类房企的潜在影响。

闲置土地回储进展如何？

自 2024 年 11 月自然资源部发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》（“242 号文”）以来，各地加快推进专项债支持闲置土地回储。政策落地主要经过以下几个步骤：各地自然资源部门向社会征集回储意向，经项目审核与价格评估确定回储方案，自然资源部门公示回储清单，政府部署专项债发行。截至目前，广东省已率先发行超 300 亿元土储专项债，用于支持闲置土地回储；四川省、江西省等地陆续公示了拟用专项债回收闲置土地的清单，同时多个地市已面向社会公开征集回储意向。

表1

部分已公示拟收回收购存量闲置土地的城市

省份	城市	区县	发布日期	涉及土地宗数 (个)	土地面积 (亩)	土地市场评估总价 (万元)	土地取得成本 (万元)	拟收回收购土地总价 (万元)
四川省	南充市	营山县	3/10/2025	5	405	89,952	--	80,057
四川省	绵阳市	安州区	3/10/2025	3	345	--	--	39,126
四川省	乐山市	--	2/28/2025	3	262	--	--	66,500
四川省	攀枝花市	米易县	2/11/2025	9	435	--	77,116	60,737
四川省	广元市	--	3/3/2025	1	50	10,904	--	10,358
四川省	巴中市	巴州区	3/2/2025	8	239	29,650	--	23,572
四川省	宜宾市	屏山县	2/26/2025	3	173	--	--	20,712

四川省	巴中市	通江县	2/24/2025	12	593	67,191	67,469	53,222
江西省	吉安市	--	2/21/2025	14	1,437	--	--	176,798

注：“--”代表未具体披露信息，数据截止 2025 年 3 月 14 日。

资料来源：DM，政府网站，标普信评。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表2

部分已向社会征求回储意向的城市

省份	城市
浙江省	杭州市、绍兴市、舟山市、金华市、宁波市、台州市
江西省	抚州市、上饶市、瑞金市
湖南省	长沙市、岳阳市
山西省	吕梁市、大同市
河南省	三门峡市、郑州市、许昌市、新乡市、安阳市
四川省	遂宁市、南充市
甘肃省	兰州市、白银市
陕西省	渭南市、咸阳市、安康市
吉林省	四平市
宁夏回族自治区	银川市
安徽省	淮北市、池州市、芜湖市
广西壮族自治区	贵港市、桂林市
贵州省	毕节市
河北省	廊坊市

注：数据截止 2025 年 3 月 14 日。统计以地级市为单位，代表该地级市本级或下辖县区的自然资源部门已发布征求回储意向的公告。

资料来源：DM，克而瑞地产研究，政府网站，标普信评。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

如何理解“45 号文”？

2025 年 3 月，自然资源部和财政部联合印发《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》（“45 号文”），我们将 242 号文和 45 号文的政策进行对比，要点内容梳理在表 3。

我们认为，45 号文对运用专项债支持土地储备的收储范围、项目选择、收益平衡、监督管理等流程环节作出了清晰严格的要求，旨在引导各地规范开展土储专项债项目。45 号文承袭 242 号文，强调土储专项债应优先收回闲置土地，并明确 2024 年 11 月 7 日之后供应的土地不列入存量闲置土地范围。在项目选择方面，要求优先选择成熟度高、操作性强、预期效益显著、风险低的项目，说明专项债并非不考虑收益、无差别支持各类项目，各地政府应从项目风险和收益平衡的角度筛选符合要求的项目。45 号文提出，专项债资金可在同一土地储备项目内的不同地块之间调剂使用，以单个土地储备项目为单位保证收益平衡，这一点为实操提供了灵活性。例如，单一地块如果预期收益不足，地方或可通过组合项目满足收益平衡要求。此外，45 号文强调不得利用专项债券资金反复回购，造成债券资金空转、虚增财政收入。此举旨在避免地方政府在执行层面偏离政策“初衷”，确保专项债资源充分运用于改善房地产供需格局，切实起到促进市场“止跌回稳”的效果。

表3

	《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》（“45号文”）	《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》（“242号文”）
发文时间	2025 年 3 月	2024 年 11 月
发文机构	自然资源部、财政部	自然资源部
收储机构	- 专项债券资金只能由纳入名录管理的土地储备机构使用，专款专用、封闭管理，专项用于土地储备工作。	- 应由纳入名录管理的土地储备机构具体实施。
收储范围	- 土地储备项目须纳入土地储备计划，并在全民所有土地资产管理信息系统中有对应的标识码。 - 优先将处置存量闲置土地清单中的地块纳入土地储备计划，新增土地储备项目确有需求也应纳入计划。存量闲置土地包括，企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的房地产用地，以及其他符合收回收购条件的土地。 - 2024 年 11 月 7 日之后供应的土地不列入存量闲置土地范围。	- 专项债券对应的土地储备地块，必须在全民所有土地资产管理信息系统中有储备地块标识码。 - 优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的土 地。其他用途的土地，进入司法或破产拍卖、变卖程序的土 地，因低效用地再开发或基础设施建设等需要收回的土地，以 及已动工地块中规划可分割暂未建设的部分，也可以纳入收回 收购范围。
定价方法	—	- 以土地市场评估价格、土地成本就低确定收地基础价格，据市场形势、合同履行情况等确定基础价格下调幅度。
监督管理	- 不得利用专项债券资金反复回购，造成债券资金空转、虚增财政收入。 - 加强对土地储备项目实施情况及专项债券使用情况的监管、抽查。	- 收回收购的土地原则上当年不再供应。确有需求的，供应面积不得超过当年收回收购房地产用地总面积的 50%。 - 严守土地政策红线底线，妥善处理好土地债权债务关系，保障土地使用权人和抵押权人合法权益，防范廉政风险和道德风险。
债券审核	- 优先选择成熟度高、操作性强、预期效益显著、风险低的项目。 - 对非“自审自发”试点地区，由财政部、自然资源部对项目进行审核把关，审核通过的项目，省级财政部门择优安排发行；对“自审自发”试点地区，项目经省级人民政府审核批准后，省级财政部门即可组织发行专项债券。	—
收益平衡	- 论证项目实施方案的可行性、合规性、合法性，确保使用专项债券的土地储备项目融资收益平衡。 - 专项债券资金可在同一土地储备项目内不同地块之间调剂使用，以单个土地储备项目为单位，确保项目融资收益平衡。 - 合理确定专项债券用于土地储备的发行期限。	—

注：“自审自发”试点省份：北京、上海、江苏、浙江含宁波、安徽、福建含厦门、山东含青岛、湖南、广东含深圳、四川、河北雄安新区。

资料来源：政府网站，标普信评。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，遵循 45 号文精神，专项债资源将优先向收益更有保障的回储项目倾斜，最终落地规模与地方财力水平、项目收益情况等因素相关。如广东省专项债发行文件所示，闲置土地回收的预期收益依赖于未来年份的土地出让净收入。这表明，随着市场回稳，土地的潜在增值空间越大，对专项债本息的覆盖能力越强，才更符合“预期效益显著、风险低”的标准。因此，专项债资源更可能向土地具有潜在收益空间的区域倾斜。根据政府工作报告，今年安排的 4.4 万亿元专项债券将综合用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等方面，土地回储只是其中之一。对于有限的专项债资源，各地政府将在推动经济发展和解决存量问题之间寻求平衡。财力相对充裕的地区更有能力将资源投入土地和商品房回储方面，尤其是“自审自发”试点省份的政策力度值得关注。

广东经验有何借鉴？

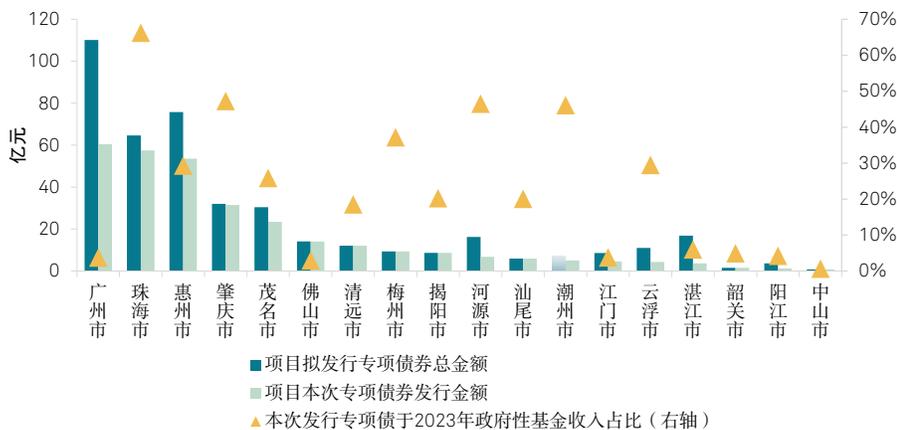
2 月，广东省率先落地超 300 亿元专项债用于回储闲置土地，其实操办法为各省提供了重要借鉴。我们对广东经验有以下几点观察：

- 总体发行规模可观，有助于缓解部分城市的供给压力。
- 专项债支持之下，回储折价比率有所改善；市场化原则下，折价幅度与地区房地产市场景气度密切相关。
- 以增值后的土地出让净收入作为偿债来源的资金平衡模式具有重要借鉴意义。

我们认为，本次广东省专项债的发行规模可观，覆盖城市广泛，部分城市获得的资金支持力度较强。广东省政府专项债券（八期、九期）总发行规模达 307 亿元，其中 99% 的资金用于回收闲置土地，很少量用于新增土地储备，覆盖省内 19 个地级市的 86 个项目。首批发行规模占项目拟发行专项债券总额的 70% 以上，相当于资金“一次给足”，加速推进回储落地。从城市分配来看，以各城市分配的专项债规模与 2023 年全年政府性基金收入对比，专项债资金占比在 1% 至 66% 之间。其中，珠海、肇庆、潮州等地的专项债资金占 2023 年政府性基金收入的比例超过 40%，珠海更是高达 66%。这一资金投入力度，结合控制新增土地供应的政策，或将有效缓解当地的供给压力。

图1

广东省首批土储专项债城市分布情况



注：上图数据覆盖资金投向领域为回收闲置存量土地的项目。

资料来源：专项债发行资料，企业预警通，标普信评。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，广东经验显示专项债有助于推动回储价格回归合理，回储定价与地区市场景气度相关。本轮公示的回储清单显示，收储价格与拿地成本之间的折扣比率在 0.7 至 1.2 之间，平均值超过 0.8。约 70% 的地块拟收购价格与土地出让成交价的比值在 0.8 至 1.0 之间。这一比例较此前一些案例中 60%-70% 的折价水平明显改善。根据 242 号文，土地收储的基准价格由市场评估价值与土地成本孰低确定，这一评估方法突出了市场化原则。回储折扣比率理论上与地区过往房地产市场的景气度挂钩，市场价格下行幅度较大的区域，项目折价比率理更高。企业为了甩掉去化困难的“无效”土储，需要承担合理损失。本次回储标的拿地时间多为 2020 年以后，拿地时间越早的土地，受周期影响折价空间越大。例如，惠州、珠海等地的房价 2020 年后大幅下行，惠州惠城区和珠海斗门区的平均房价较最高峰均下跌超过 20%，这一下跌幅度与本次回储的最大折扣比例基本相符。

图2

回储地块的平均折价比率高于0.8

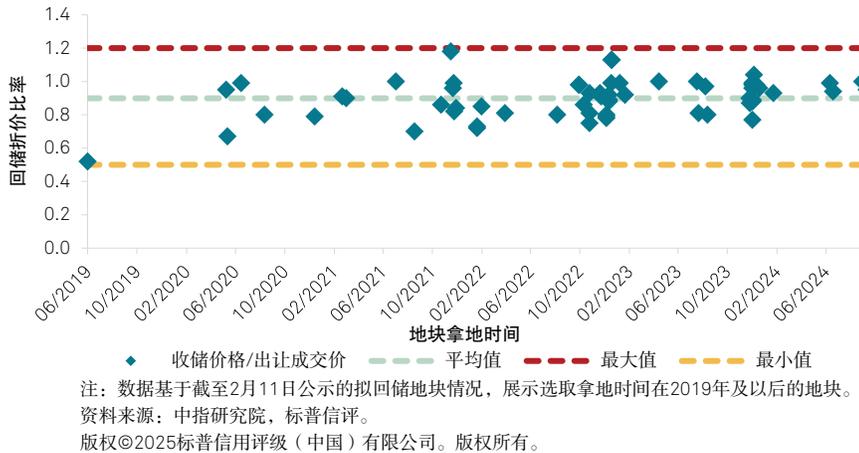
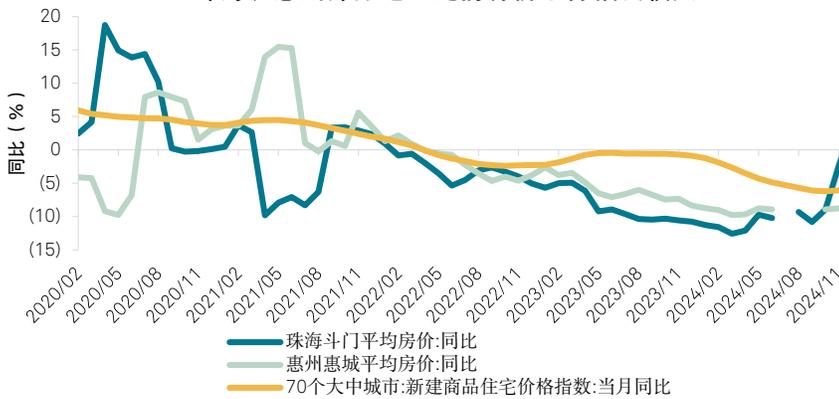


图3

珠海、惠州部分地区此前房价下行幅度较大



我们认为，以增值后的土地出让净收入作为偿债来源的资金平衡模式具有重要的借鉴意义，这一机制为专项债支持闲置土地回储提供了切实可行的实施路径。如何实现回收闲置土地的收入平衡是专项债发行环节中的关键问题之一。广东省专项债发行资料显示，回收闲置土地的收入主要来源于未来年份的土地出让净收入。各地以收购当年的土地估值为基础，结合经济增速测算拟回储土地的增值潜力，并以未来的潜在土地出让净收入覆盖专项债本息。本次发行的广东省政府专项债第八期、第九期期限分别为5+2年和7年，发行利率均为1.77%。长期且低息的专项债资金为回储项目实现收益平衡提供了支撑，也为土地市场实现“止跌回稳”预留了较为充足的空间。我们认为，上述资金平衡模式从长期视角审视闲置土地的价值，令各地政府能够在更长的时间周期内盘活闲置土地资源，对于推动专项债落地、缓解当前房地产市场供给压力具有积极意义。

回储之于房企：哪类企业将被惠及？

我们认为，土地回储政策整体有利于房企盘活存量资产、改善流动性状况，但对不同房企的影响效果存在差异。政策短期内直接惠及的主体更多是流动性承压但对项目收益要求不高的地方国企，非国有房企能否受惠有待观望。

土地回储要求房企在流动性和项目收益之间进行权衡取舍，而房企因其经营状况和流动性压力的不同会采取差异化策略。我们将上述因素对房企决策的影响通过简化模型总结在图 4。

对于存在经营压力的市场化房企，企业需要在保全项目收益和补充流动性之间做出取舍。广东经验显示，回储价格与拿地成本之间的折价中枢约为 8 折，就目前行业的利润水平而言，这一折价水平意味着房企大概率面临项目账面亏损。对于难以去化的“僵尸库存”，企业通过“割肉”回笼资金也不失为一种明智的选择。对于流动性状况较为充足的国有房企和城投平台而言，参与回储的考虑更多在于收益端。如果项目收益可接受且有利于去化，市场化房企将更有动力参与其中。

图4



资料来源：标普信评。
 版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，非国有房企能否受惠于回储政策有待观望。这些房企顾虑项目收益，又较少拥有未经质押融资的闲置净地，参与回储需要筹集资金解除质押，流动性承压之下操作难度较大。土地回储短期内或难以在非国有房企中大规模铺开，对其流动性改善效果有待观望。但政策仍然为相关房企通过市场化、合法合规的方式获取资金支持搭建了通道。2025 年政府工作报告也明确指出要“有效防范房企债务违约风险”，土地回储将是困难企业筹措流动性来源的途径之一。后续需重点关注非国有房企参与回储的动向，尤其是困难房企能否受益于政策，从而改善流动性。

我们认为，相当一部分由城投公司“托底”拿地但未开工的闲置土地迫切需要妥善处置，而回储政策为此提供了可行的解决方案。过去三年，以城投为代表的地方国企在土地市场中承担了托底角色，但由于市场景气度不足、开发能力有限以及债务管控压力等多重因素，城投拿地的利用率普遍较低。根据市场机构克而瑞 2024 年 7 月发布的报告，2021 年至 2024 年 5 月，30 个重点一二线城市成交的含宅用地中，46%的地块由城投公司竞得（含合作拿地），拿地金额占比高达 33%；然而，城投拿地项目的总体开工率仅约 20%，未开工面积近 3.3 亿平方米。根据《闲置土地处置办法》，除因政府行为等原因导致的土地闲置外，未动工开发满两年的闲置土地可由市、县国土资源主管部门依法报批后无偿收回国有建设用地使用权。因此，城投公司掌握的大量闲置土地可能面临回储选择，未来一段时间内，这类企业将在政策实施中占据较大比例。

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务，包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息，请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](http://Private Credit Analysis (spgchinaratings.cn))，并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适用性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。