

国内和海外在应对风险事件的实践中，会推出针对性化解某一领域风险的纾困基金。比如2008年美国金融危机，美国财政推出的不良资产救援计划（TARP），欧债危机期间欧洲议会推出的金融稳定基金。2018年，国内也曾有针对民企上市企业的纾困基金，主要是为纾解民营上市公司的股权质押违约风险。

► 纾困基金并没有法定定义

纾困基金又称“救援基金(rescue fund)”，一般在特殊时期肩负有特殊使命，纾困基金在我国并没有一个明确的法定概念。广义上的纾困基金，包括纾困特定领域和企业的专项资金或专项投资工具；狭义上，纾困基金指主要以纾困民营上市公司为目的的私募股权投资基金。在国内正式推出的“纾困基金”，目前为止只有针对民企上市企业纾困基金。

► 从纾困本质出发，当前有多种类似纾困基金的模式出现

纾困基金，顾名思义，是为了缓解陷入困境的行业或企业而设立的基金，从这个角度出发，在过去政策层面化解风险的实践中，已经有多种类似“纾困基金”的模式出现。

其一是“债务化解基金”或“债务保障基金”，其实也可以看作一种“纾困基金”。2015年以来，地方政府为了化解债务压力，各地推出的债务化解基金，本质上都解决短期流动性风险，主要通过提供短期贷款的方式，缓解地方政府或平台短期内偿付压力。

其二是，AMC收并购化解地产企业风险。AMC通过发行债券或者向银行申请并购贷等方式筹集资金，直接收购困难房企项目或银行债权等方式化解地产金融风险。

其三是，地方平台与金融机构（银行、AMC等）联合设立地产“保交楼”纾困基金。通过地方平台公司和金融机构共同出资，设立地产纾困基金，盘活问题楼盘、救助困难房企等。

► 纾困基金主要是地方政府、金融机构牵头，撬动社会资金

纾困基金因其政策导向性强，往往是地方政府牵头发起，吸引金融机构、社会资金共同参与。金融机构可以自有资金、吸引客户资金等多种方式参与。而目前社会资金对于纾困基金参与度不高，即使有社会资本参与金融机构或地方政府牵头设立的纾困基金，投入的资金量也不大。

► 纾困基金主要以私募股权形式为主，股权投资更有利于推动被困企业回归良性发展

纾困基金设立形式主要有两种：私募股权基金和资管产品，当前纾困基金主要以私募股权基金为主，但资管产品募集范围往往更广泛、能够吸引更多社会资金参与。

投资模式上分为股权和债权两种，前者主要适用于对项目形成实际控制，并对未来运营管理施加影响的，推动被困企业或项目回归良性发展；后者主要用于解决被困项目和企业的短期压力。

► 纾困基金发挥作用需要处理的三个要点

其一是，如何有效寻求纾困基金的资金来源。纾困基金高度依赖地方政府出资，但当前地方政府财政压力较大。可能需要靠其他渠道弥补资金缺口。

其二是，如何有效推进纾困基金的落地进度。即使纾困基金成立，受制于信息不对称和投资方对收益的要求，可能实际推进的速度也比较平稳。

其三是，能否实质性改善困境企业经营压力。纾困基金只能救急，并不能系统性解决房地产行业的问题。当前纾困基金能在多大程度上改善居民购房的偏好，是决定房企和房地产行业能否回归正常健康发展的关键。

风险提示：政策调整超预期；疫情影响超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

目录

前言	3
1 纾困基金本质上是化解风险	4
2 中国已有的纾困基金三种形式	5
2.1 2015 年地方政府债务纾困基金	5
2.2 2018 年民营上市企业纾困基金	5
2.3 2022 年地产流动性风险纾困基金	6
3 解构纾困基金的实务操作模型	7
3.1 资金来源：地方政府和金融机构牵头，撬动社会资金	7
3.2 基金形式：私募股权基金为主，少量资管产品类型	8
3.3 投资模式：股权和债券投资模式适用场景不同	9
4 纾困基金发挥效用需要处理三个关键点	10
5 风险提示	12
插图目录	13

前言

8月5日，郑州市人民政府办公厅印发《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》：郑州市有关部门通过与部分金融机构、央企、市级国有投融资公司、房地产企业代表等座谈，决定成立一个规模暂定为100亿元的房地产纾困基金。

纾困基金设立的目的是各方灵活运用金融工具，通过多种方式盘活危困房企存量资产，缓解房企资金压力等，解决房地产企业资金链断裂的急迫困难，缓解当前房地产项目停工的问题。纾困基金实际执行和最终落地效果如何，能否推动房地产行业良性健康发展，是当前市场一大期待。

本文将梳理历史上纾困基金的案例，阐述其运作的方式和特点，并探讨当前房地产纾困基金的发展前景。

1 纾困基金本质上是化解风险

纾困基金，又称救援基金(rescue fund)，顾名思义，纾困基金是为了纾解陷入困境的行业或企业而设立的基金。

无论是国内还是海外，纾困基金都主要用于纾解某一特定的领域风险，尤其是金融风险。

例如企业纾困基金，主要通过股权或债权方式投入资金，帮助该等困境企业缓解现金流压力，改善资本结构，有效化解民营上市公司流动性风险。

纾困基金的退出方式主要有回收债务、转让股权。

历史上不乏典型的纾困基金案例。

2008 年金融危机期间，美国财政部推出不良资产救助计划（Troubled Asset Rescue Plan），向美国金融机构、汽车企业、居民等多个部门投入资金，以缓解金融危机对经济造成进一步冲击。

不良资产救助计划包括如下几块内容：永久降低符合条件的居民房贷偿还金额，向通用（GM）、克莱斯勒（Chrysler）、AIG 等大型且具有系统重要性企业注入资金，缓解流动性压力。

与之类似，在欧债危机中，欧元区也曾经成立欧洲金融稳定基金，缓解边缘国偿债压力。

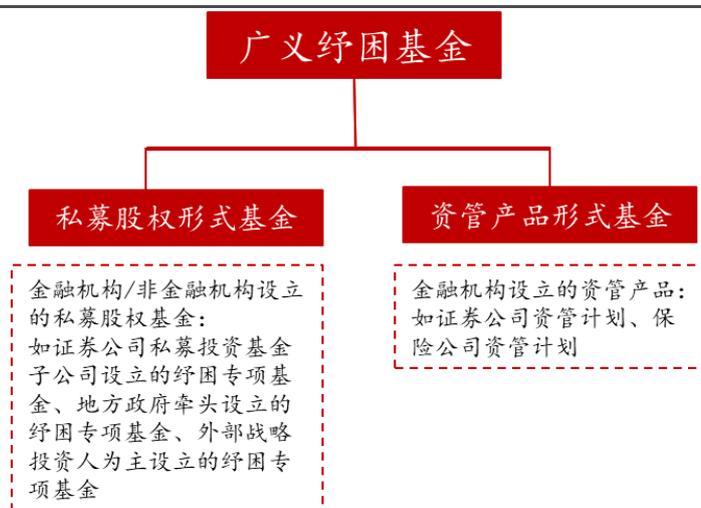
还有就是 2011 年 6 月，日本为应对大地震对汽车行业造成的冲击，建立了一只资产规模约 6.2 亿美元的基金，用于帮助日本地震和海啸而陷入困境的汽车零部件制造商。

国内曾经推出的纾困基金，主要针对民营上市公司。

广义上的纾困基金，包括纾困特定领域和企业的专项资金和专项投资工具；狭义上，纾困基金指主要是指私募股权投资基金，目的在于为民营上市公司纾困。

国内正式推出的“纾困基金”，目前为止只有针对民企上市企业纾困基金，主要是为纾困民营上市公司的股权质押违约风险。

图 1：纾困基金的定义



资料来源：民生证券研究院整理

2 中国已有的纾困基金三种形式

中国在历史上有不少时期面临局部流动性扰动，当时已有纾困基金的操作雏形。2015 年地方政府化债基金是一个类似案例，2018 年民营上市企业纾困基金是一则典型案例，而近期针对遭遇流动性紧张的地产企业和地产项目开始纾困的行动，也采用了纾困基金的形式。

2.1 2015 年地方政府债务纾困基金

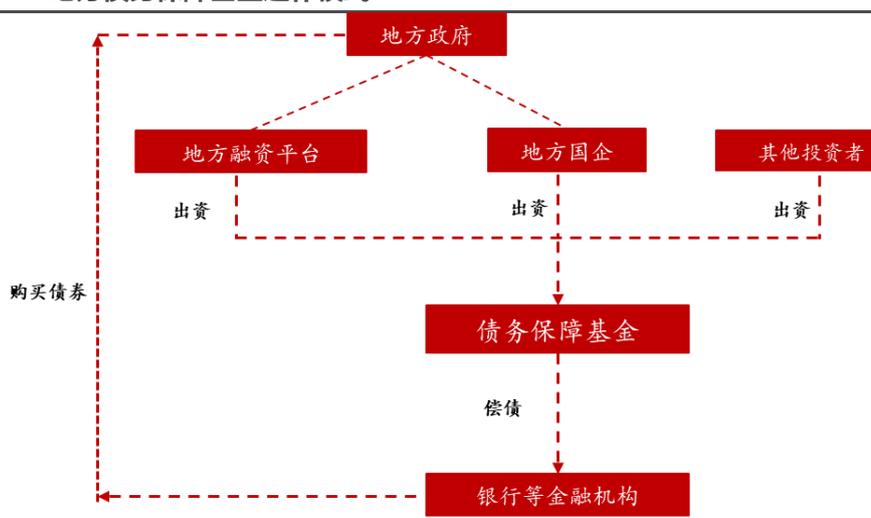
早在 2015 年，地方政府为了化解债务压力，推出了“债务化解基金”或“债务保障基金”，从纾困基金的业务本质出发，“债务化解基金”、“债务保障基金”其实也可以看作一种“纾困基金”。

债务化解基金化解流动性风险的主要方式为：提供短期贷款。

债务化基金主要由地方政府旗下的融资平台牵头成立。具体操作交由信用保障方面类 SPV 公司运营，多采用集合信托的形式进行集资。基金的出资人多来自省内非金融类国有企业等。

基金规模相对于实际的债务规模有限，规模在几亿到几十亿不等，远低于当地政府的债券存量规模，但可以定向解决一些特定的短期债务周转问题。

图 2：地方债务保障基金运作模式



资料来源：民生证券研究院整理

2.2 2018 年民营上市企业纾困基金

民营上市企业纾困基金推行背景，民营企业暴露出股权质押风险。

2018 年股票市场下跌时，股票质押融资方承受较大压力。随着股票质押项目的陆续到期，质押违约风险开始暴露。另一方面，受股票质押新规、资管新规等相关政策的影响，金融机构主动降杠杆，市场资金来源减少，进一步增加股东的融资难度。

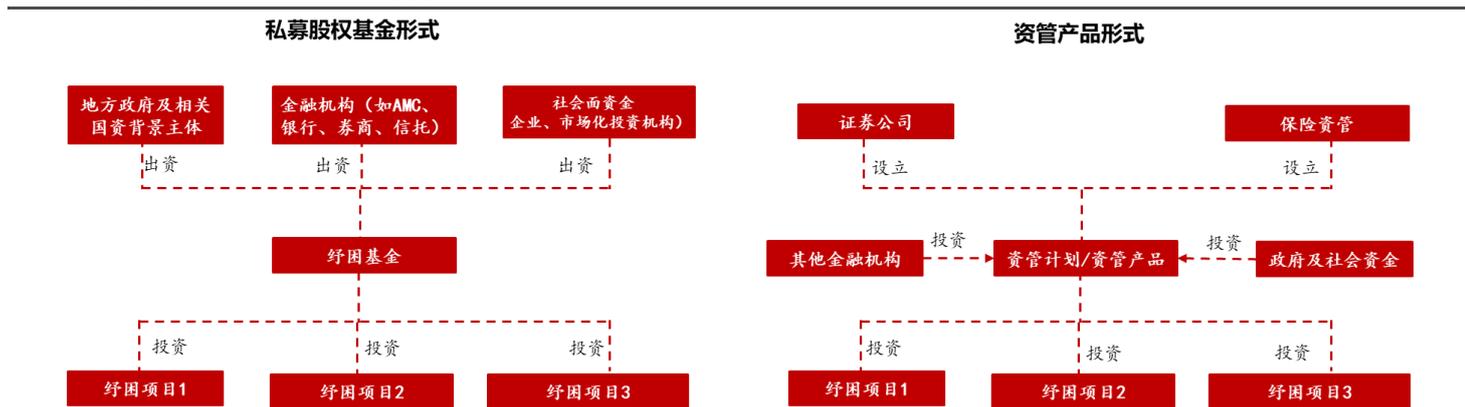
随着上市公司大股东质押风险的扩散、上市企业股权不稳定，上市公司及重要股东融资难度加大，企业正常经营决策难以进行长期规划，或陷入经营困境。

纾困基金纾困的主要手段，转质押或增资。

监管层面推动成立纾困基金后，地方政府、金融机构及市场化资金纷纷加入，纾困基金总规模一度达到 **7000 亿元**。

纾困基金的主要运作方式是股票转质押、股权协议转让、认购上市公司非公开发行股票、大宗交易及并购重组等方式，参与上市公司股票交易，

图 3：民营上市企业纾困基金运作模式



资料来源：民生证券研究院整理

2.3 2022 年地产流动性风险纾困基金

为应对地产波动，近期已有类似“纾困基金”操作。

其一，AMC 收并购化解地产企业风险。

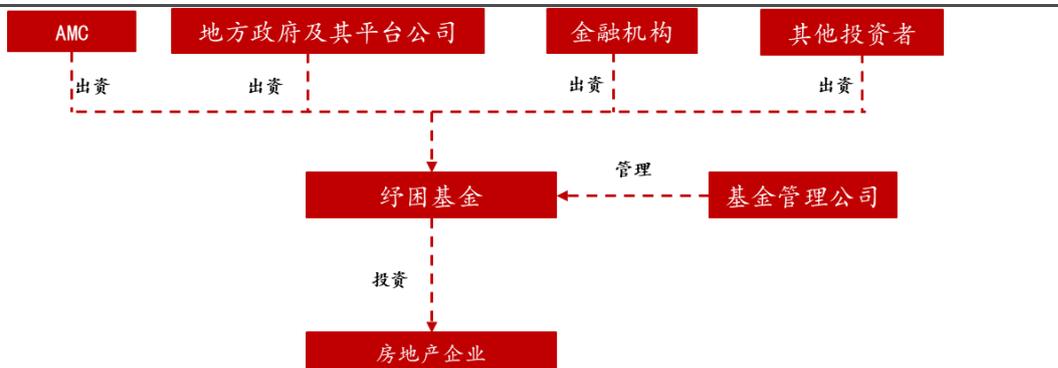
AMC 发行债券或者向银行申请并购贷等方式筹集资金，直接收购困难房企项目或银行债权。2022 年 8 月 5 日，四大 AMC 之一的中国华融宣布与阳光集团签署《纾困重组框架协议》，参与阳光城纾困工具。

地方 AMC 与当地房地产协会及其他政府平台，联合成立纾困基金。例如浙江省房地产业协会（社会组织）与浙商资产达成合作协议，成立了 100 亿规模的“并购重组专项资金”，用于房地产企业的解危纾困。

其二，地方政府牵头设立地产“保交楼”纾困基金。

今年 8 月初，河南省郑州市下发《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》，由中心城市基金下设立纾困专项基金，规模暂定 100 亿元，采用母子基金方式运作。相关开发区、区县（市）根据纾困项目，吸引不同类型社会资本共同出资设立子基金，通过资产处置、资源整合、重组顾问等方式接入停工楼盘，盘活重点问题楼盘，为困境地产项目引入增量资金，解决房地产企业资金流动性的“燃眉之急”，保证地产项目完工，保证购房消费者权益。

图 4: AMC 参与纾困房企的模式



资料来源：民生证券研究院整理

3 解构纾困基金的实务操作模型

纾困基金旨在化解风险，具有较强政策导向性，故此纾困基金主要由地方政府、金融机构牵头成立。解构纾困基金的微观运行机制，有助于我们更加深刻理解纾困基金的操作原理。

3.1 资金来源：地方政府和金融机构牵头，撬动社会资金

纾困基金主要有两种运行模式：第一类纯地方政府牵头发起，第二类“地方政府、金融机构、社会资金共同参与”。

地方政府通过平台公司注资，较少由地方政府直接出资。

现有纾困基金案例中，国有资金出资比例通常较高，国有出资部分基本通过地方政府平台公司或金融机构完成，较少涉及政府直接出资等财政性资金。

金融机构可以用自有资金、募集资金等多种方式参与。

当前金融机构参与的典型案例主要分为两大类：

第一类是有金融机构等合作**共同成立基金**，这种情况下各类金融机构多是采用自有资金出资，这种方式主要以**AMC、商业银行**等机构为主。

另一类是金融机构**发行基金或资管产品等募集资金**，这种方式可以吸引更多社会资金参与进来，但由于成立资管类产品需要满足资格要求，同时会对投资项目的收益率有较高要求，所以采取这类方式的机构主要以券商、保险等持牌机构。

目前市场上的纾困基金多为金融机构或地方政府、国有企业发起设立，鲜有民营机构和市场资金主导。

即便社会资本参与金融机构或地方政府牵头设立的纾困基金，投入的资金量也不大。原因有二。

其一，社会资金参与项目的收益率无法保障。社会资金往往担心纾困基金援助项目，无法

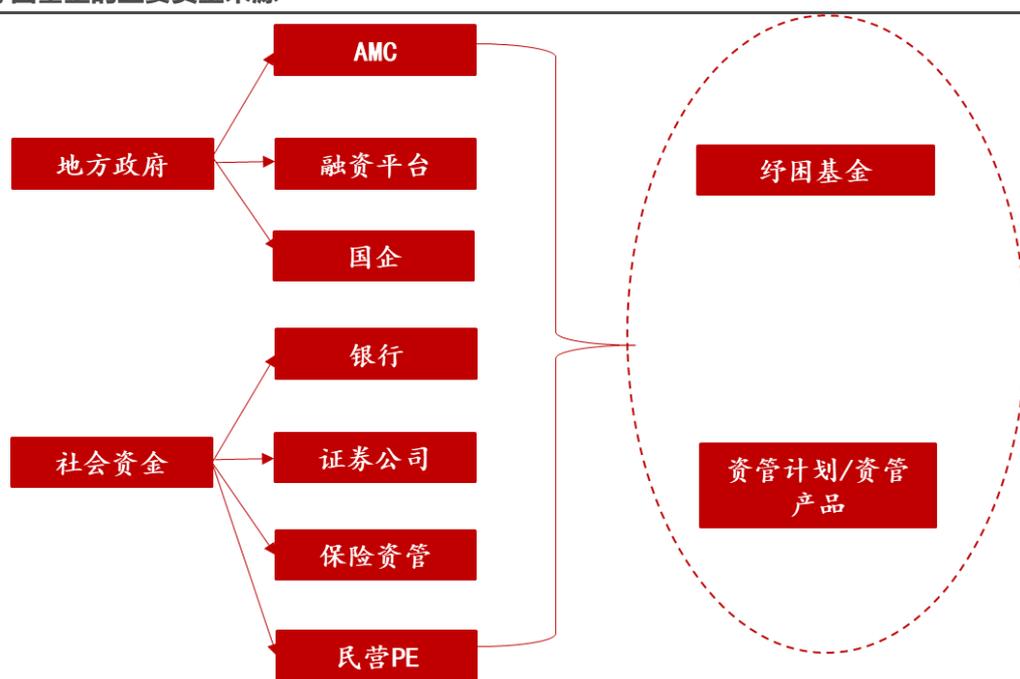
保障收益率，甚至担心投入的资金有去无回。出于对资金安全性的角度考虑，社会资金对参与纾困基金保持审慎态度。

其二，社会资金担心在基金运营中无法获得话语权。如与地方政府合作发起纾困基金，其在后续管理和运营基金的过程中话语权不够，无法取得投资主导权。

当前纾困基金的资金来源普遍依赖于财政资金、金融机构自有资金。

当前经济压力大，地方财政资金较紧张，而券商、私募股权基金的资本实力有限，难以提供充足的资金支持，只能依赖商业银行、国有企业出资等。

图 5：广义纾困基金的主要资金来源



资料来源：民生证券研究院整理

3.2 基金形式：私募股权基金为主，少量资管产品类型

纾困基金设立形式主要有两种：私募股权基金和资管产品。不同金融机构选择不同。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44875



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn