

保交楼的前景

——宏观专题报告

核心观点：

近期保交楼取得一些进展，“重灾区”郑州市宣称绝大多数项目已经在10月6日复工。然而，就我们看来“郑州新政”本质上属于流动性救助措施，并不适用于所有项目。就全国范围而言，我们预计仅有流动性问题的项目可能在未来1-3个月实质复工并最终交房；但是对于资不抵债的项目，仅有满足共益债运作条件的项目和依托财政补贴的少部分项目才有望最终交房，大量项目仍面临烂尾的风险；居民和金融体系也仍面临较大的损失。地产销售可能已经触底；但是，疫情以及交房问题未能彻底解决意味着地产销售的明显反弹可能仍有待时日。

内容摘要：

► 保交楼的最新进展

9月17日政策性银行提供的首批50亿专项借款下达郑州，10月6日郑州宣称绝大多数项目已经在复工。房地产市场信心最为低迷的时间可能正在过去，地产销售正在触底。

► 保交楼的救助方案

现有两种主流救助方案为传统救助模式和共益债模式。传统救助模式是“财政补贴+债务重组”，同时配合流动性支持措施；共益债模式是一种后进先出的模式，其适用需要一定的运作条件。下达郑州的政策性银行专项借款可能作为共益债的资金来源，是否还有另外的运作模式值得关注。

► 现有救助方案下各部门的定性估计

短期内，居民部门不会继续集体断供。但中期看，按照现有救助方案，明显资不抵债的项目仍然无法复工，集体断供可能重新出现。国有地产公司目前看来问题不大，但民营地产公司仍面临螺旋式恶化的风险。银行仍会蒙受较大损失。

► 现有救助方案下各部门影响的定量估算

市场认为当前的停工面积在3-6亿平米，但我们认为基于样本调研的估算低估了目前的停工面积，而且意义不大。按照传统模式实施救助，居民部门面对的最终烂尾面积可能达到7.6亿平米，地产公司坏账为4.5万亿，银行体系坏账为2.2万亿；按照共益债模式实施救助，居民部门面对的最终烂尾面积可能达到3.8亿平米，地产公司坏账为2.3万亿，银行体系坏账为1.5万亿。

► 保交楼的前景

对于仅存在流动性问题的项目，短期我们预计可能在1-3个月取得实质进展，中期大多数项目有望实现交房。对于资不抵债项目，满足共益债运作条件的项目能够得到救助，依托财政补贴的少部分项目也有望复工并交房，但大多数资不抵债项目因现有救助方案的固有缺陷而无法救助。尽管地产销售可能触底，但我们认为应当审慎预期现有方案的最终效果，地产销售的明显反弹仍然有待时日。

风险提示：经济下行超预期，地产坏账规模超预期，救助方案效果不及预期。

分析师：樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：15221881900
邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《通胀超预期回落告诉我们什么？8月CPI、PPI数据点评》2022.09.10
- 2、《LPR下降着眼于地产》2022.08.23
- 3、《保交楼的代价》2022.07.27

正文目录

1	保交楼的最新进展.....	3
2	保交楼的救助方案.....	4
	2.1 传统救助模式.....	4
	2.2 共益债模式.....	6
	2.3 郑州新政.....	7
	2.4 如何看待 2000 亿政策性银行专项借款?.....	8
3	现有救助方案下各部门的定性估计.....	10
	3.1 现有救助方案下居民部门的情况.....	10
	3.2 现有救助模式下地产公司的情况.....	10
	3.3 现有救助模式下银行体系的情况.....	10
4	现有救助方案下各部门影响的定量估算.....	12
	4.1 市场调研低估目前的停工面积.....	12
	4.2 现有救助方案下居民部门面对的烂尾面积.....	12
	4.3 现有救助方案下地产公司坏账的定量估算.....	13
	4.4 现有救助方案下银行部门坏账的定量估算.....	15
5	保交楼的前景.....	18
	风险提示.....	18

图表目录

图表 1: 30 大中城市每日商品房成交面积 (万平方米).....	3
图表 2: 地产公司违约以后的法定程序.....	5
图表 3: 地产公司破产清算时的清偿次序.....	5
图表 4: 共益债模式运作示意图.....	7
图表 5: 期房销售金额.....	13
图表 6: 民营地产公司固定资产投资占比.....	13
图表 7: Top50 地产公司资产与期房销售金额.....	14
图表 8: 商品住宅施工面积.....	17
图表 9: 商品住宅竣工面积.....	17

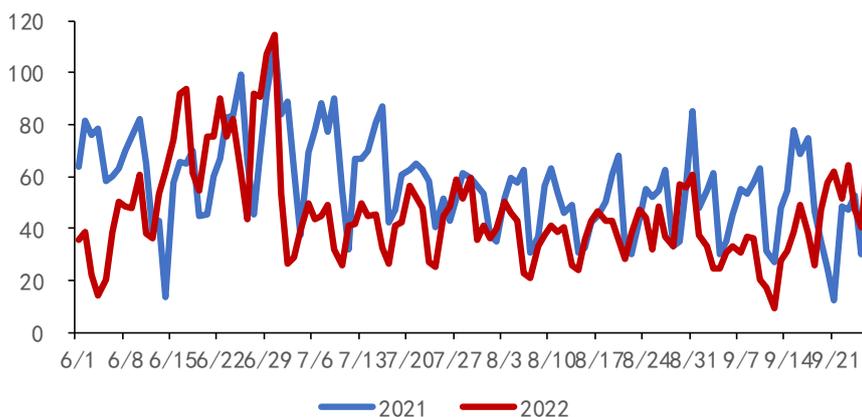
1 保交楼的最新进展

近日，引发社会广泛关注且严重冲击购房者信心的楼盘停工事件又有了新的进展。被视作“项目停工”重灾区的郑州市出台《“大干 30 天，确保全市停工楼盘全面复工”保交楼专项行动实施方案》，要求 10 月 6 日前全市所有停工问题楼盘项目全面持续实质性复工。该《方案》还指出，由审计部门介入对地产公司资产、负债，特别是资金抽逃情况、资金监管情况、未列入监管资金情况等进行全面审计，相关线索要及时移交至公安部门。9 月 17 日，河南省相关部门表示由政策性银行提供的首批专项借款 50 亿元已下达郑州。10 月 6 日，有关部门宣称“郑州全市已排查出的 147 个已售停工、半停工商品住宅项目中，有 145 个实现全面、实质性复工”。

虽然以郑州为代表的地方政府已经下达了“军令状”、明确了“时间点”，显示出了地方政府保交楼的极强决心，我们也认为以郑州为榜样，全国楼市中仅有流动性困难一些项目可能在未来 1 到 3 个月复工并最终交房。然而，在房地产行业债务危机已经从流动性危机转向资不抵债问题之后，在缺乏大规模财政补贴的情况下，可能仍然会有相当比例已售地产项目无法最终交房——符合我们在《保交楼的代价》中的分析，单纯依靠地方政府救助地产项目公司的各种方案不足以完全解决此轮危机。

保交楼有进展叠加上近期需求端的持续刺激¹，可能意味着房地产市场信心最为低迷的时间正在过去；购房者预期的改善可能意味着地产销售正在触底。从最近地产的高频数据看，自 9 月中旬以来，地产销售回升，16-26 日 30 大中城市商品房日均成交面积较上半月上升 73.9%，较去年同期上升 10.8%。但是，仍有相当项目无法交工也意味着购房者的信心难以全面修复，叠加疫情影响，我们预计地产销售在未来数个季度可能难以明显反弹。

图表 1: 30 大中城市每日商品房成交面积 (万平方米)



来源: Wind, 国联证券研究所

¹ 包括国庆节前推出的部分城市可以取消首套房贷利率下限，下调首套住房公积金利率，以及出售自有住房并在一年内购置新住房的个税方面的优惠等。

2 保交楼的救助方案

由于中国地产公司大量采取高周转高杠杆的运行模式，预收款、开发贷等资金不是用于自身的项目，而是绕开监管被转移到其他项目进行滚动开发。地产项目公司摊子普遍铺的很大，而现金比较紧张。一旦新项目预售回款不顺或者现有项目融资端收紧，就容易出现债务违约的问题。2021年下半年以来，一方面地产销售下滑，一方面叠加“三道红线”等政策收紧了针对地产公司的融资，许多民营地产公司出现债务违约（详情参考《保交楼的代价》）。

项目停工是中国地产行业债务危机演化在施工端的暴露——地产公司对施工方的债务清偿出了问题。这场债务危机的爆发最初可能更多与流动性问题有关，但是随着时间的推移，流动性问题变成资不抵债问题。交房的本质是要求开发商履行其偿债义务，至少是对居民部门首先履行。但在地产公司可能已经资不抵债的情况下，需要各个债权人就损失分担达成一致意见（债务重组）才能实现保交房。

从7月28日中央政治局会议精神来看，目前的救助思路还是以项目公司层面保交楼、保百姓为主；为了避免太大的道德风险，可能不会全面救助地产公司。所以，现有两种主流救助方案为：1) 地方政府通过适当财政补贴加债务重组的方式救助项目公司，同时配合流动性支持措施；2) 共益债模式——是一种后进先出的模式，即先投资把停工楼盘建好，然后把没有预售房屋卖掉，清偿这部分投资并实现保交楼，最后再处理剩余的债权债务关系。此外，从河南新政的情况来看，更多的是压实房地产公司责任，本质上属于流动性救助的范畴。这些措施目前来看，仅能解决一部分项目交房的问题。

2.1 传统救助模式

在高杠杆的模式下，地产公司的资产端主要是滚动开发中的各种项目，而负债端则包括了来自购房人的预收款、银行的开发贷、建筑公司的工程款、信用债、乃至信托公司的前端融资等。

地产公司可能资不抵债且同时拖欠多方债务的情况下，单独要求地产公司清偿对于居民部门的债务肯定行不通——例如其他债权人在地产公司债务违约之后会要求查封资产。实际上，即使到了破产清算的程序，也只有消费购房人（购买首套及用于面积不大用于基本生活的二套住房的购房人）的清偿次序比较靠前。想要实现复工和交房，通常需要所有债权人就损失分担达成一致（债务重组），当然，流动性的支持也同样必不可少。

图表 2：地产公司违约以后的法定程序

地产公司违约以后的法定程序	1. 债权人会申请财产保全，扣押资产
	2. 债务重组（谈判协商，分担损失）
	3. 破产程序
	4. 破产重组（谈判协商，引入外部重组人）
	5. 破产清算（拍卖资产，按照清偿次序清偿）

来源：国联证券研究所整理

图表 3：地产公司破产清算时的清偿次序

地产公司破产清算时的清偿次序	1. 破产费用
	2. 共益债权
	3. 消费购房人权益（仅限首套和面积合理的二套，未必包括车位等）
	4. 建筑公司工程款
	5. 有抵押品的债权
	6. 普通债权

 来源：《全国法院民商事审判工作会议纪要》²，国联证券研究所

因此，为了实现“保交楼”，地方政府一般需要通过适当的财政补贴让各个债务方优先照顾购房人的利益并达成债务重组的协议。同时采取一些流动性支持的措施（《保交楼的代价》）。总体而言，这些传统救助方案可能只能解决一部分问题：对于大量资产负债难以梳理清楚、无法确定损失规模的项目难以达成债务重组的协议；对于损失太大，各方不愿意充分分担损失的，也无法救助。而且即使最终能够达成债务重组乃至流动性救助的协议，也都需要较长的谈判协商的过程。

这类传统的救助措施中，流动性支持措施常常包括：

放松预售资金监管。通过放松预售资金监管，提高开发商预售资金的流动性。具体措施包括降低重点资金监管额度，增加重点监管资金拨付节点和拨付比例，允许使用银行保函替代预售监管资金，以及可以提前提取预售监管资金等。

允许贷款展期、鼓励发放并购贷款。通过金融体系对贷款进行展期，为地产公司还本付息提供额外期限，鼓励金融机构发放并购贷款，支持优质地产公司兼并收购持有较好资产的困难项目公司，向出险地产公司注入流动性。

中债信用增进公司支持房企发债融资。当民营地产公司发债或者发行资产证券化产品时，只要能拿出相对足额的资产作为抵押，中债信用增进公司就可以直接为民营地产公司提供担保，降低其信用风险，便利其融资，实质上就是一种流动性支持。

纾困基金借款。纾困基金借款即直接向项目公司、特定项目提供贷款，帮助项目公司渡过资金不足的难关。首先，政府牵头搭建对接平台，目前停工项目通过市场化渠道获取资金难度较大，需要政府出面对接各方参与地产行业纾困。然后，对在建停工项目价值进行重新评估，包括对已完工部分、土地等资产以及已有债务的梳理。其次，纾困基金提供方贷款给项目公司完成项目纾困资金注入，项目公司得到贷款后安排建设资金复工项目，接受各方监管。最后，项目脱困后，项目公司到期还本付息。纾困基金借款适用于弥补项目建设的流动性缺口，如果项目公司已经出现严重的资不

² 参考第 126 条。

抵债，丧失偿还能力，该方案难以奏效。

另外，“财政补贴+债务重组”措施包括：

政府收回未动工土地并返还出让金。地方政府卖出土地确认收入后，土地出让金已经记入地方政府性基金收入，如果政府收回未动工土地并返还出让金，实质是政府用财政收入补贴该开发商其他项目的复工。该方案依赖于政府的主观意愿，在目前地方政府财政普遍吃紧的情况下，我们认为该方案不具备大规模推广的条件，现在也只有赣州采用。

国有资本参与并购项目公司。早期的债务重组方案中，曾经讨论过国有资本参与并购项目公司，但国有资本并购项目公司意味着国有资本即要承接项目公司的债权债务关系，资不抵债部分的损失需要由国有资本承担。然而，由于项目公司与集团公司之间常常存在复杂的借贷关系，项目公司的资产负债难以梳理清楚；而且由于较大的道德风险，根据我们的调研，目前此方案较少被地方政府考虑。

专项基金收购在建项目。首先，地方政府成立专项基金或地方国企、AMC 参与，对在建停工项目价值进行重新评估，包括对已完工部分、土地等资产，以及已有债务的梳理。然后，确认项目复工可以盈利后，转移资产所有权，接手方或者接手方安排新开发主体复工项目。最后，由接手方为项目提供现金流，项目完成盈利后，接手方取得收益。专项基金收购在建项目是房企被困项目资产的转卖，前提是要求资产大于负债，复工后能够盈利。

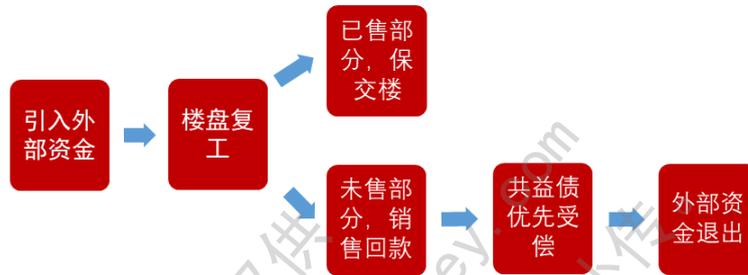
各方对项目分担损失。在该方案下，购房者接受精装变毛坯、简化绿化等交房条件；银行、信托等金融机构愿意减免一些利息或计提部分坏账；国有企业、专项基金、AMC 以略高于市场价格收购项目；政府原价退地作为财政补贴。在优先保障购房人权益的前提下，实现损失分担。

2.2 共益债模式

在传统救助模式存在诸多局限的情况下，共益债的救助模式也引发了众多关注，但是其适用性仍然有限。

“共益债”这个词本来是一个法律概念，指为了全体债权人的共同利益而负担的债务。就保交楼而言，这种救助方式的思路是政府引入一笔外部资金（如地方政府成立的纾困基金、政策性银行专项借款）作为停工楼盘的二次启动资金投入项目，该笔资金成为项目的共益债务，帮助停工楼盘复工建成。对楼盘已售部分，建成后协助保交楼，化解民生问题；对楼盘未售部分，建成后要么直接对外销售，要么由国有资本或平台公司收购，转为保障性住房，这部分销售回款优先偿还外部资金（共益债）。现有的债权债务关系之后再作处理。

图表 4: 共益债模式运作示意图



来源: 国联证券研究所

共益债模式可以避免停工楼盘打折售卖, 对于所有的债权人都有好处, 而且可以在交楼之前避免处理复杂的债权债务关系, 有利于较快复工。但是, 其成功运作仍有前提条件, 楼盘未销售部分收入需要超过复工的投入成本。否则共益债投资人的收入没有保障。实际上, 复工的投入成本远远不止把现有的半拉子工程建设完工, 还包括:

- 地产公司拖欠的建设工程款。
- 复工的建安成本, 包括已售部分和未售部分。
- 对于未售部分, 如果银行不同意放弃开发贷项下抵押, 未售部分收入还必须先偿还银行开发贷。

否则有关债权方可能会扣押相关证件(包括土地使用权证等)阻止向购房者交房。

所以, 共益债模式仍然只适用于一部分项目。另外, 对楼盘未售部分的定价, 外部资金所有人当然不希望过高, 能覆盖资金成本即可, 之后便迅速退出; 其他债权人是为了盘活停工楼盘, 尽可能多的获得清偿, 所以希望定价高一些。二者之间的冲突也可能导致共益债模式下, 各债权人就楼盘未售部分定价无法达成一致意见或者谈判时间漫长。

2.3 郑州新政

近期以来, 郑州新政重拳出击, 要求 10 月 6 日前全市所有停工问题楼盘项目全面持续实质性复工。新政是否代表了新的救助方案? 是否可以杀出一条血路? 备受市场关注。我们认为, 郑州新政主要是流动性救助措施、而且在一些关键问题上细节不明确, 所以只适用于一部分项目, 仍有相当多的项目无法救助, 或者难以落实。

从目前的情况来看, 郑州新政有以下四个分类处理原则:

- 1) 政府要求出险房企承担自救主体责任, 千方百计承担或配合保交楼任务, 通过处置未开发土地、在建项目和资产、公司股权等方式, 强迫地产公司筹措资金用于楼盘复工。

2) 对资产大于负债、资金出现暂时困难的企业, 通过纾困基金、并购贷等形式由政府平台公司接手, 先复工再清算。

3) 对资产小于负债的企业可先由平台公司代建, 再由政府部门追回损失。对停工逾期问题楼盘原有预售资金被挪用的, 对负有责任的房企控股股东、实控人以及商业银行、相关政府主管部门进行责任追究; 税务部门对不配合复工的房企进行偷漏税核查; 审计、税务等部门将问题线索移送公安机关处理。

4) 对严重资不抵债类项目本着应破尽破的原则, 成立破产清算协调专班, 鼓励房企申请破产, 并引入破产重整投资人, 破产后复工续建。

郑州新政整体并未超出此前所描述救助措施的范围。政府要求出险房企出售资产筹措资金用于保交楼, 或者对于仅出现流动性困难的房企, 通过纾困基金、并购贷先支持复工, 都是典型的流动性救助措施。平台公司代建后、政府部门追回损失, 并未明确代建资金从哪里来, 万一无法追回资金又怎么办, 其落地的效果如何仍有待观察。破产后复工续建一方面破产程序旷日持久, 而且在清偿次序中处于较后位置的债权人未必愿意接受破产, 另一方面复工续建的资金来自哪里也不清楚。

从我们调研的情况来看, 政府压实房企责任并且动用司法手段确实推动一些房企变卖资产回笼资金实现复工, 但是那些明显资不抵债的项目的复工基本依旧遥遥无期。

2.4 如何看待 2000 亿政策性银行专项借款?

我们认为, 政策性银行专项借款既有可能采用共益债模式使用, 也有可能作为财政资金直接使用。但是目前看来, 下达郑州的专项借款可能作为共益债的资金来源, 而不是财政补贴。

为落实 7 月 28 日中央政治局会议“保交楼、稳民生”的会议精神, 住建部、财政部、人民银行等有关部门 8 月 19 日出台措施, 通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。政策性银行专项借款采用城市统借统还模式, 计入地方政府债务。

根据《财新》报道, 这笔专项借款初期规模达 2000 亿元, 由央行指导政策性银

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_47000

