



宏观专题

PSL 重启后，“保交楼”政策空间充足

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001
邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

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：**“保交楼”已经成为稳定房地产市场、稳民生的重点政策抓手，7月以来从上到下的“保交楼”行动已全面铺开，并在8月取得实质性进展，8月竣工同比降幅从上月36%大幅收窄至2.5%，有17个省市8月竣工同比实现正增长。我们将各地“保交楼”实践归类为债务注资、权益变更、资产转换三种模式，其中债务注资最为常见。结合当前进展，我们认为在自上而下的政策动员之下，对“保交楼”前景不必悲观。从资金来源看，目前政策性银行、商业银行、地方国企、AMC、国有房企、地方政府等各类主体已经充分动员参与；并且“保交楼”是近期重启的PSL重点支持领域之一，未来政策工具箱仍有充足空间，如设立住宅政策性金融机构，引导支持房企融资和购房贷款。预计房地产投资在未来一年内将收窄降幅、逐步企稳，中长期维持5%以内的中低速增长。
- (1) “保交楼”已经成为稳定房地产市场、稳民生的重点政策抓手，从中央到地方已全面铺开“保交楼”行动，预计年底中央经济工作会议仍会将其作为明年的重要工作部署。
- (2) “保交楼”取得实质性进展。8月竣工同比降幅从上月36%大幅收窄至2.5%，17省市竣工同比正增长，22个省市8月增速比7月改善。备受关注的河南省7月竣工增速为-35.6%，8月实现0.8%的同比增长。
- (3) “保交楼”债务注资模式的资金来源主要是专项借款和纾困基金，其中，政策性银行专项借款具有专款专用、杠杆撬动、项目筛选要求严格等三个特点，纾困基金具有参与主体多样、保交楼方式灵活、适用于净资产较高项目的特点。
- (4) 权益变更模式则通过改变出险房企项目所有权的方式保交楼，可根据出险项目的资产负债状况分别采取兼收并购或破产重组的解决路径。将出险项目的资产与负债体量进行对比，若资产大于负债，则可选择兼收并购方式；若负债大于资产，则可选择破产重组的处理方式。相比债务注资模式，权益变更模式更适用于经营困难、后续资金需求大、出险房企经营能力或品牌力更差的项目。
- (5) 资产转换模式则主要针对出险房企的项目进行转换，改变其所拥有项目、资产的性质、用途，从而减小交楼的成本压力及出险房企的现金流压力。目前存在的资产转换模式实践包括郑州市提出的“棚改统借统还”、“保障性租赁住房”以及赣

州市经开区收购未开工土地、据项目进度返还土地出让金的保交楼方式。相较于前两种模式，资产转换模式中地方政府参与程度更高。

- **(6) 我们认为在从上到下的政策动员之下，对“保交楼”的前景不必悲观。**当前并非首次面对一个行业的不良资产风险集中暴露。亚洲金融危机后，我国银行业曾面临大量不良资产风险，后来通过国家注资、成立四大 AMC 剥离不良资产等方式化解。而当前房地产市场已经下行 14 个月，“至暗时刻”已过，随着市场回暖，只要“保交楼”政策工具箱充分打开，完成交付任务不会成为问题。
- **(7) PSL 重启，预计“保交楼”是其重点支持领域之一，政策性银行专项借款资金仍有充足空间。**9 月 PSL 余额环比增长 1082 亿元，为 2020 年 3 月以来首次出现增长。今年政策性银行主要在三个领域发挥较大作用，一是发行政策性金融工具支持重大项目建设，二是棚改贷款，如郑州与国开行签订 3000 亿元协议，其中 1600 亿元用于棚改贷款；三是通过政策性银行借款支持“保交楼”。预计 PSL 资金也将主要用于基建、棚改、“保交楼”三大领域，在一定程度上可以缓解“保交楼”的资金压力。
- **(8) 房地产投资在未来一年内将收窄降幅、逐步企稳，中长期或维持 5% 以内的中低速增长。**我们预计今年四季度和明年，“保交楼”的推进将从竣工端带动房地产投资降幅收窄，而销售好转也将传导至投资端，短期展望来看地产投资将逐步企稳。但中长期来看，至少在 2025 年之前，房地产投资将维持相对低速的增长。“保交楼”后对房地产开发的监管更加严格，加上今年房企拿地本就极少，前端开发环节减速会使得房地产投资在一段时期内难以实现高增长。未来几年房地产投资增速可能与 2018-2021 年基建投资增速相似，维持 5% 以内的中低速增长。
- **风险提示：“保交楼”政策力度不及预期；房地产销售下行超预期；疫情形势出现变化。**

内容目录

1. 保交楼成为政策重心，取得实质性进展.....	4
2. 三种模式：债务、股权与资产盘活.....	6
2.1. 债务注资模式.....	6
2.2. 权益变更模式.....	8
2.3. 资产转换模式.....	9
3. “保交楼”行动之后.....	10
3.1. 对“保交楼”前景不必悲观.....	10
3.2. 未来几年房地产投资可能维持中低速增长.....	12
4. 风险提示.....	13

图表目录

图 1: 7 月以来中央层面“保交楼”进展.....	5
图 2: 全国房屋竣工月度同比.....	6
图 3: 各省竣工同比增速改善情况 (%)	6
图 4: 债务注资模式.....	7
图 5: 郑州市房地产纾困基金运作模式.....	8
图 6: 兼收并购方式.....	9
图 7: “共益债+代建托管”方式.....	9
图 8: 郑州市“棚改统借统还”方式.....	10
图 9: 保障性租赁住房方式.....	10
图 10: PSL 余额及环比变动.....	11

本轮房地产市场下行深度和长度都超过了前几轮。在需求转弱的同时，行业供给侧也面临流动性危机，房企风险以“烂尾楼”的形式溢出到居民部门，严重打击了居民购房信心和预期，进一步拉长房地产市场的磨底期。因此，当前促进市场回暖，不只要是在需求侧放松，更要在供给侧“保交楼”，修复购房者对市场交付的信心。

国庆前夕，第一笔“保交楼”政策性专项借款下发，此前各地已经采取地产纾困基金等多种形式保障交付。本篇报告我们将梳理各地“保交楼”的模式、进度，并对“保交楼”行动之后房地产投资前景进行展望。

1. 保交楼成为政策重心，取得实质性进展

“保交楼”已经成为稳定房地产市场、稳民生的重点政策抓手，预计年底中央经济工作会议仍会将其作为明年的重要工作部署。7月28日，中央政治局会议在定调下半年的宏观政策时指出要“要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。从表述来看，“保交楼”与房住不炒、因城施策、支持刚改需求等并列，成为稳定房地产市场的政策抓手。回顾历年政治局会议，关于房地产政策的表述都成为此后一段时期的重要基调，“保交楼”也不例外，预计年底的中央经济工作会议仍会将其作为明年的重要工作部署。

表 1：2017-2022 历年 4 月、7 月政治局会议关于房地产的表述

时间	内容
2022/7/28	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任， 保交楼、稳民生
2022/4/29	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2021/7/30	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。
2021/4/30	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价
2020/7/30	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展
2020/4/17	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展
2019/7/30	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019/4/19	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2018/7/31	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2017/7/24	要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制
2017/4/25	要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制

资料来源：新华社，德邦研究所

从上到下“保交楼”行动已全面铺开。政治局会议后，中央层面多部门出台措施推进保交楼。8月19日，中央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；随后月底国常会指出要“灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款”。9月22日，银保监会指出国开行已经向沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款。

中央政策支持下，各地均将“保交楼”列为重点工作推进。7月8日江西景德镇表明要落实国资平台参与风险化解，各项目自求平衡落实保交楼，并计划于2023年底完成恒大保交楼任务。河南郑州市是保交楼政策落地最积极的地区之一：

7月19日，郑州地产集团有限公司与河南资产联合设立郑州市地产纾困基金；9月6日，郑州市“保交楼”专项行动动员会表明要明确攻坚目标、突出四项重点、强力实施五个专项行动；9月中下旬《郑州市“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》、《关于对拟使用保交楼专项借款项目开展全面审计的通知》陆续发布。除上述两地外，包括安徽、浙江、江西、四川等在内的其他各省份的保交楼政策也纷纷出台。

图 1：7月以来中央层面“保交楼”进展



资料来源：新华社，德邦研究所

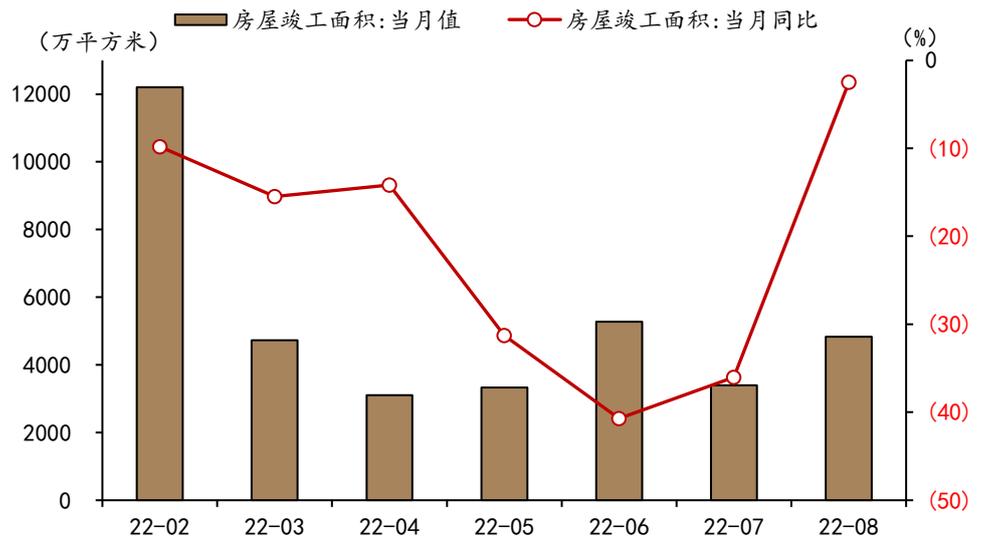
表 2：近期地方出台的各项保交楼相关文件

时间	地区	颁发部门	文件名称
07.07	湖南衡阳	衡阳市人民政府办公室	《关于进一步促进我市房地产良性健康发展的若干政策措施（试行）的通知》
07.11	广东深圳	深圳市龙岗区人民政府办公室	《龙岗区关于进一步加强房地产项目全周期监管的指导意见》
07.14	陕西西安	西安市住房和城乡建设局等	《关于印发防范商品房延期交房增量问题工作措施的通知》
07.14	广东汕头	汕头市住房和城乡建设局	《汕头市住房和城乡建设局商品房预售款监督管理暂行办法》
08.01	云南大理	大理州政府	《大理白族自治州人民政府关于促进房地产业平稳健康发展的实施意见》
08.05	河南郑州	郑州市人民政府	《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》
08.09	江苏连云港	连云港市住房和城乡建设局	《关于进一步促进连云港市房地产市场健康稳定发展的通知》
08.09	河北沧州	沧州市住房和城乡建设局	《沧州市商品房预售资金监管办法》
08.15	浙江湖州	湖州市住房和城乡建设局	《关于持续促进我市房地产平稳健康发展的通知》
09.07	河南郑州	郑州市人民政府	《郑州市“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》
09.09	山西太原	太原市规划和自然资源局	《督促开工通知书》
09.13	湖北武汉	武汉市住房保障和房屋管理局	《武汉市新建商品房预售资金监管办法（征求意见稿）》
09.13	浙江丽水	丽水市房地产平稳健康发展领导小组	《丽水市区促进房地产市场平稳健康发展接续政策》
09.19	安徽宿州	泗县房产管理服务中心	《关于促进房地产市场平稳健康发展的若干措施》

资料来源：各地人民政府官网，德邦研究所

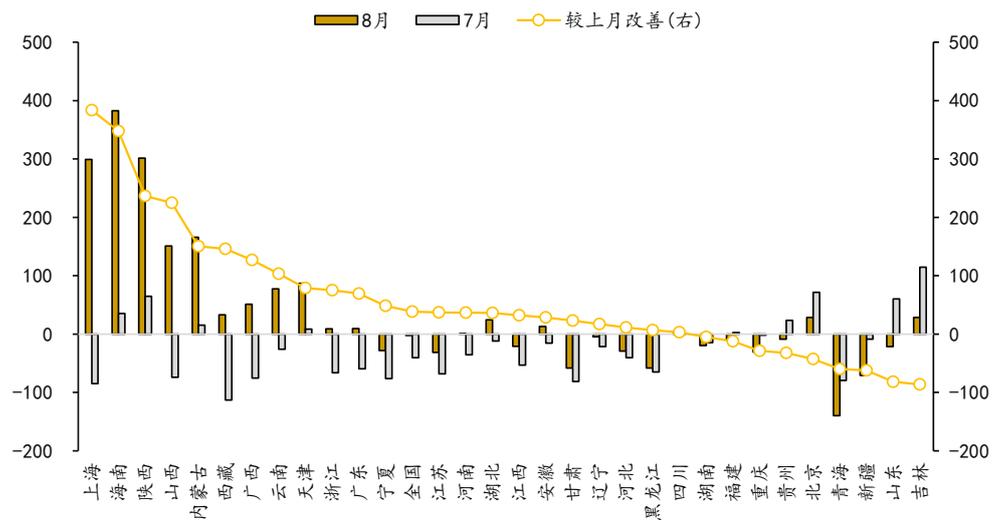
8月竣工同比降幅大幅收窄，17省市竣工同比正增长，“保交楼”取得实质性进展。8月全国房屋竣工面积同比降幅为-2.5%，较7月收窄33.5个百分点；其中住宅竣工面积同比下降-5.15%，较7月收窄32.3个百分点，显示出“保交楼”开始取得实质性进展。分地区来看，东部和中部地区8月竣工分别增长0.3%、5.8%，增速开始转正。31个省市中，有17个省市8月竣工同比实现正增长，有22个省市8月增速比7月改善。备受关注的河南省7月竣工增速为-35.6%，8月实现0.8%的同比增长。

图 2：全国房屋竣工月度同比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：各省竣工同比增速改善情况 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

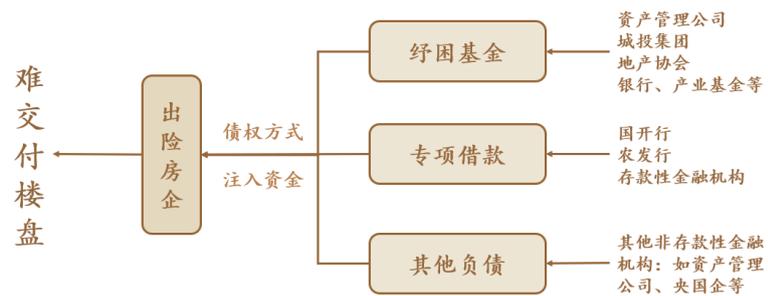
2. 三种模式：债务、股权与资产盘活

2.1. 债务注资模式

债务注资模式通过负债的方式为房企注入资金，资金主要来源于专项借款、纾困基金，部分来自于非存款性金融机构等企业。债务注资能够帮助企业缓解短期流动性压力，在出险项目债权债务关系明确、维稳压力小的情况下可直接助力项目的盘活，目前资金来源主要是专项借款和纾困基金。此外，其他企业如资产管理公司的直接贷款也是资金来源之一，例如在佳兆业南沙“悦伴湾”项目的盘活上，债权由信达深圳分公司收购，增量资金借款则由深圳华建提供¹。

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/NeJRBUe51CwuGC2Uwbrw>

图 4：债务注资模式



资料来源：德邦研究所

政策性银行专项借款具有两个特点。一是**严格聚焦、专款专用**。聚焦于“保交楼、稳民生”，严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付，实行封闭运行、专款专用。二是**具有杠杆作用**。根据新华社报道，“专项借款撬动、银行贷款跟进”²，可以撬动更多资金进入对应项目。三是**项目筛选要求严格**。根据中国房地产网的报道，专项借款为保障顺利退出，要求较为严格，比如要求未售房源的总货值要远大于专项借款数额³。

除政策行专项借款之外，商业银行也会提供专项贷款，但后者并非全国统一，更多是商行直接参与到当地“保交楼”。比如郑州不仅获得 70 亿元国家专项借款，还有中原银行、郑州银行分别提供 50.1、56.92 亿元专项贷款。

纾困基金是 AMC、城投集团、地产协会以及银行等主体相互合作建立的基金，中间往往有政府的牵头参与。如南宁市平稳房地产基金⁴、郑州市房地产纾困基金、湖北省资产管理有限公司与浙商资产管理有限公司联合设立的 50 亿元纾困基金等⁵。

纾困基金具有参与主体多样、保交楼方式灵活、适用于净资产较高项目的特点：相较于政策行、商业银行的专项借款，纾困基金还包括了其他如 AMC、城投集团、地产协会等主体，有社会资金的参与，资金来源较为多元；此外，纾困基金能够以提供债权资金、并购资金等多种方式为烂尾楼盘注入流动性，操作相对灵活；最后，纾困基金因存在社会资金的参与而更追求回报的确定性，因此更适用于净资产较高的存量楼盘项目。

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_47312



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn