

今年7月地产风波引发社会各界对地产忧虑，保交楼政策开始浮出水面。

中央和地方纷纷出台相应纾困政策，推进楼盘复工并提振楼市信心。11月以来，地产利好政策频出，较之前（主要是三季度）地产纾困有明显改善。

➤ 之前（主要在三季度推出的政策）地产保交楼纾困方式可以分为三类。

第一类，各地自主设立纾困基金。郑州市设立100亿房地产纾困基金，由市财政局下属国企牵头出资，房企与地方平台建立子基金，随后申请母基金支持，房企是最终还款人。

第二类，政策性银行设立2000亿专项借款。省政府“统贷统还”，其为最终还款人。

第三类，政策性银行提供的棚改贷款。郑州市与国开行签订了1600亿棚改项目贷款。同样采用“统贷统还”模式，但统贷统还主体为市级政府，市区级政府为最终还款人。

➤ 之前三类保交楼纾困工具的内核机制及针对性目标存在差异。

地方纾困基金针对地产项目，要求后续销售收入能够覆盖投资支出，并且资金成本较高。此类基金旨在筛选出停工楼盘中的优质项目，对实质性解决大面的保交付问题，效果有限。

2000亿专项借款面向已逾期交付停工项目，资金成本适中。专项借款能够相对解决商业价值较低项目的保交付问题。资金仅能用于工程续建，无法给房企提供额外流动性。

1600亿棚改贷款主要用于回购地方安置房，资金成本相对较低。棚改贷款一方面能够用于续建停工安置房，解决部分拆迁居民的居住民生问题，另一方面通过安置房的回购，可以给房企提供一定流动性，缓解房企资金压力。

➤ 之前三类保交楼纾困方式各有推进难点。

地方纾困基金最大的难点是，符合基金要求的项目有限。纾困基金对项目未来收益要求较高，本身符合条件项目数量有限，各城市设立的基金规模也普遍低于50亿元。

2000亿全国专项借款最大的难点是，投放速度较慢，体量规模小。2000亿面向的停工项目往往背负沉重债务负担，专项借款到位前，需要耗费较长时间厘清项目资方及债务人利益关系，影响资金投放效率。

棚改贷款最大的难点是，项目收益有限，难在全国大面铺开。棚改贷款依靠未来土地出让金，当前土地市场低迷，棚改贷款大规模投放或将加大基层政府财政金融风险。

➤ 11月保交楼纾困工具箱扩容，后续地产复工复产有望加速推进。

11月11日央行、人民银行、银保监会出台十六条地产纾困措施，11月21日新设立2000亿保交楼免息再贷款。相较此前的保交楼纾困方式，**本轮地产政策更专注“保项目主体”**。

其一，对于2000亿全国专项借款，“十六条”鼓励商业银行提供专项配套融资，且后续半年内不调整贷款风险分类。2000亿再贷款加持之后，后续或有更多资金投向已逾期停工项目，保交楼问题解决进展有所加快。

其二，对于棚改贷款，“十六条”鼓励金融机构为各类主体收购、改建房地产项目用于租赁住房提供资金支持，且该项贷款不纳入贷款集中度管理。后续政府相关部门或能够获取租赁住房贷款，向地产商回购住房，租赁住房回款也能成为政府后期还款来源。如此一来，政府既可以储备租赁住房房源，又可为地产行业注入流动性。

11月纾困政策的力度更向房企主体倾斜，这一思路较之前有明显调整。我们预计此类纾困政策效果也会明显改善，后续地产复工复产有望加速推进。保交付预期夯实之后，居民信心才会企稳，这对今年以来偏弱的内需经济而言，无疑是一个好消息。

风险提示：疫情发展超预期，房屋销售修复不及预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：1560168348

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 周信悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

- 2022年11月国常会点评：央行的转型-2022/11/24
- 宏观经济及资产配置展望：2023年：宏观转向，资产换锚-2022/11/23
- 全球大类资产跟踪周报：国内债市大幅调整-2022/11/20
- 宏观事件点评：央行的态度-2022/11/18
- 地产青铜时代（四）：地产救助的底层政策逻辑-2022/11/17

目录

一、既有保交楼纾困方式可以划分为三类	3
二、三类保交楼纾困资金的运作模式	4
2.1 郑州市 100 亿纾困基金运作模式	4
2.2 政策行 2000 亿专项借款运作模式.....	5
2.3 郑州市 1600 亿棚改贷款或有运作模式.....	6
三、三类保交楼纾困模式差异分析	7
四、保交楼政策工具箱仍在扩容	9
风险提示	14
插图目录	15
表格目录	15

一、既有保交楼纾困方式可以划分为三类

今年三季度地产楼盘停工停贷问题暴露，中央、地方纷纷出台相应的保交楼纾困政策，推进楼盘复工、提振楼市信心。

纾困方式之一，郑州市自主设立 100 亿房地产纾困基金。

8 月初，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》，拟设立 100 亿郑州市房地产纾困基金。

基金按照“政府引导、多层次参与、市场化运作”原则运作，这也是国内第一个纾困楼市的地方基金。

纾困方式之二，政策行向全国提供的 2000 亿专项借款。

8 月 19 日，住建部、财政部、央行等有关部门明确将出台措施，通过政策性银行专项借款方式，支持已售逾期交付的住宅项目完成建设交付。

这笔专项借款初期规模达 2000 亿元，由央行指导国家开发银行、中国农业发展银行在现有贷款额度中安排，后续，中国进出口银行或也会加入。

纾困方式之三，国开行提供的棚改贷款。

7 月底，郑州市住房保障和房地产局组织召开会议，针对重点企业的项目，给予棚改统贷统还、项目并购、破产重组、保障房租赁四种模式的纾困方式支持，部分企业（融创等）明确选择棚改统贷统还纾困模式。

9 月 13 日，郑州市金融工作局官网¹显示郑州当前已与国开行签订了 3000 亿元协议，其中 1600 亿元用于棚改贷款，未来将变“安开比”安置模式为政府主导模式，通过收购现有安置房、房票等机制来缓解开发商流动性，促进全市安置房全面复工，形成更多实物投资量。

表1：三季度主要有三种纾困方式

时间	出资方（主导方）	资金规模	运作方式
纾困资金来源之一：100 亿郑州市房地产纾困基金			
2022 年 7 月 29 日	· 郑州国家中心城市产业发展基金股份有限公司	母基金规模 100 亿	按照“母基金-子基金-项目”的模式运作
	· 市区两级国有公司以及社会资本	子基金及社会资本大于等于 733 亿元	
纾困资金来源之二：2000 亿政策行专项借款			
2022 年 8 月 19 日	· 【主导方】住建部、财政部、央行 · 【出资方】政策性银行	现有贷款额度中安排 专项借款初期规模达 2000 亿元	专项借款采取城市 统借统还 模式，即以城市为单位借入、使用、偿还。专项借款计入地方政府债务。

¹ 郑州市金融工作局《关于加大对房地产企业金融支持的建议的答复》。

纾困资金来源之三：1600 亿国开行棚改贷款

2022 年 7 月 27 日	<ul style="list-style-type: none"> 【主导方】郑州市住房保障和房地产局 【出资方】国家开发银行 	—	郑州市住房保障和房地产局组织建业、康桥、绿地、鑫苑、融创、世茂等 8 家重点房企召开会议，拟对这些房企在郑的问题楼盘给予 棚改统借统还、收并购、破产重组、保障性租赁住房 4 种纾困模式进行支持。
2022 年 9 月 13 日	<ul style="list-style-type: none"> 【出资方】国家开发银行 	据 9 月 13 日郑州金融局公开信息，郑州已与国开行签订了 3000 亿元协议，其中 1600 亿元用于棚改贷款	未来 将变安开比安置模式为政府主导模式，通过收购现有安置房、房票等机制 来缓解开发商流动性，促进全市安置房全面复工，形成更多实物投资量

资料来源：财新网、观察者网、地方政府网站，民生证券研究院整理

二、三类保交楼纾困资金的运作模式

100 亿纾困基金与 2000 亿政策行专项借款、以及国开行 1600 亿棚改贷款如何落实到具体项目？其中过程不尽相同，我们对其运作模式进行说明。

2.1 郑州市 100 亿纾困基金运作模式

100 亿纾困基金由市财政局出资设立，房企与地方平台首先建立子基金，随后申请母基金支持，房企为最终还款人。

纾困基金的申请及资金划拨流程可简单描述如下：

首先，由区县级政府联合头部房企选定纾困项目，项目需要满足未来销售收入可覆盖项目投资。

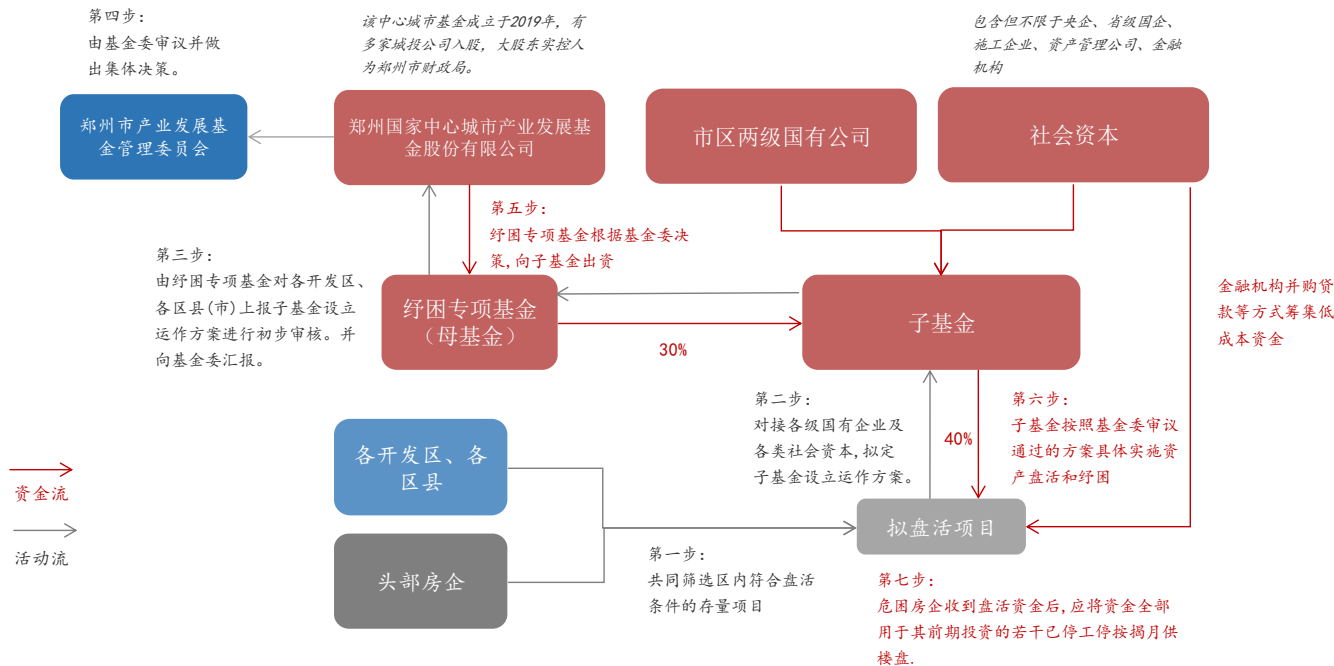
项目确定后，成立项目专属的子基金（子基金规模不超过所需纾困资金的 40%），子基金的出资方一般为社会资本以及地方国企。

子基金的资方确定基金运作方案后，上报母基金（母基金为市财政局出资设立）。母基金对子基金的运作方案进行审议，审议通过后向子基金出资（不超过子基金规模的 30%）。

子基金按照前期制定好的运作模式，向纾困项目以债权或股权方式提供资金。纾困项目房企收到资金后，应全部用于已停工楼盘，尽快实现复工复产。市住房保障局、市审计局对房企盘活资金使用及问题楼盘复工复产情况实施全程监督。

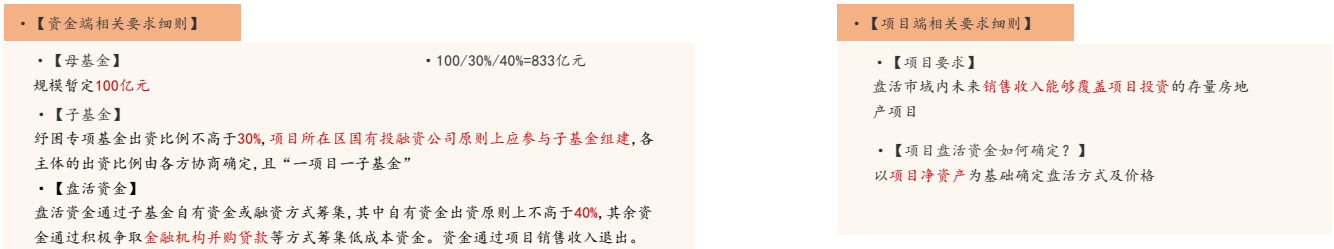
项目完工后，房企获得销售收入偿付资方，资方最终得以退出项目。

图1：郑州 100 亿纾困基金的运作模式



资料来源：郑政办文〔2022〕14号《郑州市人民政府办公厅关于印发郑州市房地产纾困基金设立运作方案的通知》，民生证券研究院整理

图2：郑州 100 亿纾困基金对项目和要求的要求



资料来源：郑政办文〔2022〕14号《郑州市人民政府办公厅关于印发郑州市房地产纾困基金设立运作方案的通知》，民生证券研究院整理

2.2 政策行 2000 亿专项借款运作模式

政策行 2000 亿专项借款由省级政府“统贷统还”，省级政府为最终还款人。

专项借款的申请及资金划拨流程可简单描述如下：

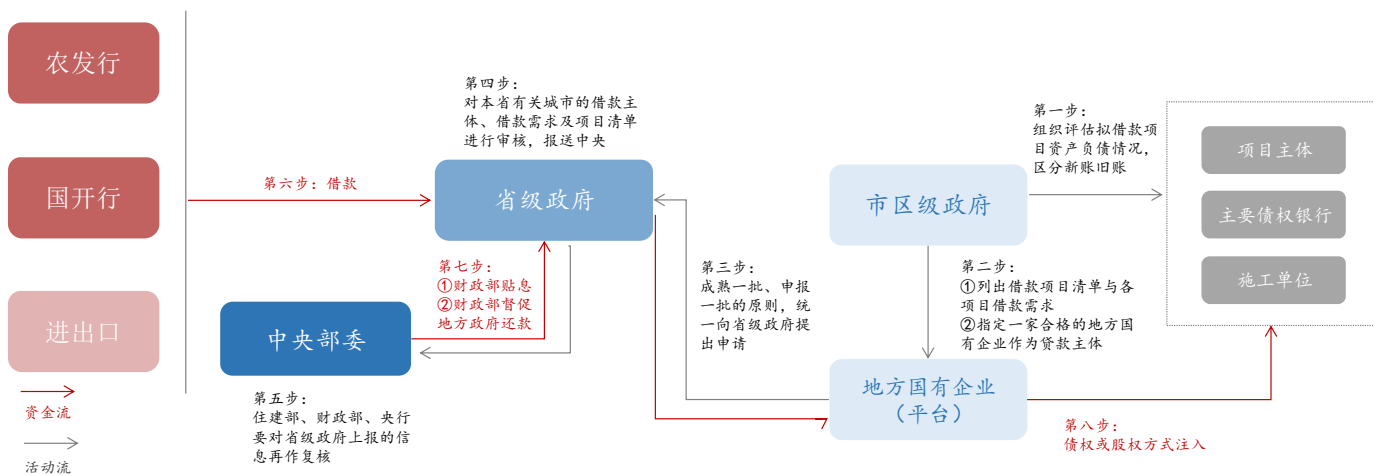
首先，由市区级政府牵头梳理借款项目，并指定一家平台公司为贷款主体，由该平台公司将借款项目上报省级政府。

省级政府审核项目后，报送中央相关部委（住建部、财政部、央行）复核。复核通过后，政策行向省级政府放款，省级政府再放款给贷款主体，最终贷款主体可

能以债权或股权方式将这笔借款注入项目主体。

借款到期后，由项目主体还本付息，同时财政部会督促省级政府还款。由于专项借款纳入地方政府债务管理，意味着如果借款到期项目主体无力偿付款项，省级政府将承担连带兜底责任。

图3：政策行 2000 亿专项借款的运作模式



资料来源：财新网，民生证券研究院整理

图4：中央 2000 亿专项借款对项目和要求的要求

【资金端相关要求细则】	【项目端相关要求细则】
<ul style="list-style-type: none"> 【资金规模】 现有贷款额度中安排初期规模达2000亿元 【资金使用原则】 “不刺激房地产市场，不救助房地产企业”； 封闭运行、专款专用 【额度分配】 未定，可能需要由国务院常务会议决策 	<ul style="list-style-type: none"> 【项目要求】 <ul style="list-style-type: none"> ①宅地性质的商品住宅 ②已售、已逾期、已实质性停工 ③已制定方案，明确交付时间 ④资金注入后可加速复工 【地方申报原则】 各地政府结合地方财政情况自主申请，不强制申报，申请截止时间定在2023年3月末 【债权资金成本】 资金成本逐级叠加，进到项目可能达到8%，（最终或不超过10%）
<ul style="list-style-type: none"> 【期限】 不超过3年 【资金成本】 前2年，中央财政予以1%贴息，贴息后利率2.8%；第3年，利率涨至3.2%；超过3年，借款利率在第3年基础上翻倍。 	

资料来源：财新网，民生证券研究院整理

2.3 郑州市 1600 亿棚改贷款或有运作模式

与 2000 亿专项借款类似，1600 亿棚改贷款同样采用“统贷统还”模式，但统贷统还主体为市级政府，市区级政府或为最终还款人。

棚改贷款的申请及资金划拨流程可简单描述如下：

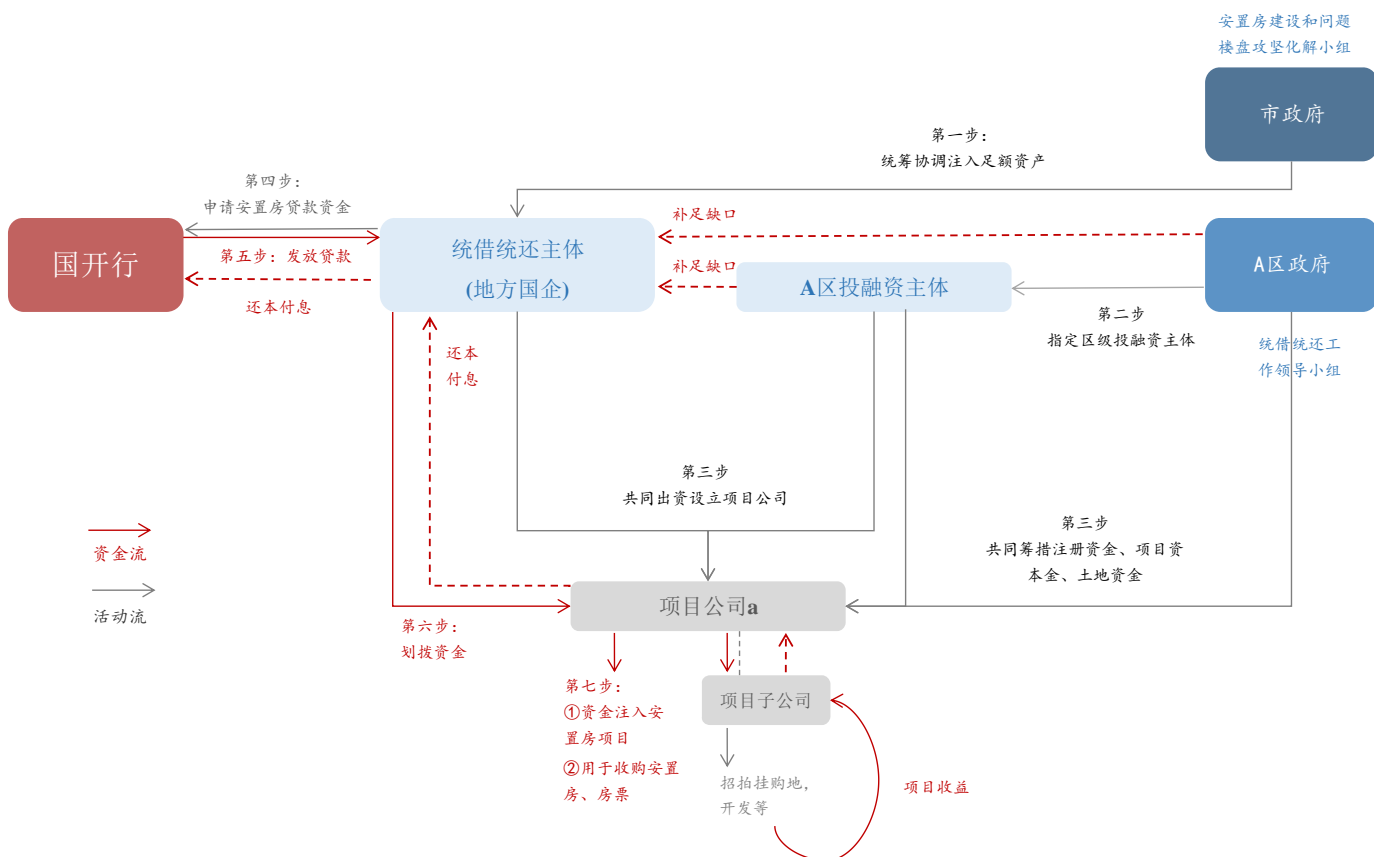
首先，各个区政府借款需求首先汇总至区级平台，区级平台上报市级平台，市

级平台与各区级平台——设立棚改项目公司，汇总借款需求后统一向国开行提出申请。

国开行放款给市级平台后，市级平台将资金划拨至项目公司。

最终，项目公司通过未来土地综合收益，偿付借款本息。当项目公司无力偿付借款时，市区级政府需补足资金缺口，为项目公司兜底。

图5：国开行 1600 亿棚改贷款的或有运作模式



资料来源：观察者网，民生证券研究院整理

三、三类保交楼纾困模式差异分析

从项目角度来说，100 亿房地产纾困基金对项目要求最高。

政策行 2000 亿借款专门针对已售、已逾期、已停工项目申请专项借款，不对项目未来回报做出要求。

国开行 1600 亿棚改贷款则专门针对棚改项目中的安置房项目。

而郑州市 100 亿纾困基金要求投向项目的未来销售收入覆盖投资额，对纾困项目未来收益做出明确要求。

从资金成本角度来说，100 亿专项借款资金成本同样最高。

100 亿纾困基金为母基金，最终注入项目的盘活资金逾六成实际上是社会资金，且其投向项目未来收益可观，相应的资金成本便可能水涨船高。

2000 亿专项借款资金以及 1600 亿棚改贷款，由于都有政府承担连带责任，国开行将给出相对较低的借款利率。但需要注意的是，2000 亿专项借款经过省级政府、统贷统还主体两层中间环节，1600 亿则只经过市级平台一个中间环节，对房企而言，前者资金成本更高。

综合项目要求以及资金成本，会发现三向纾困工具目的并不相同。

100 亿纾困“基金”旨在从停工项目中挑选出未来回报高的优质项目，以营利为目标，因此真正能够获得纾困项目数量有限。

2000 亿专项借款旨在解决“保交付”这一民生问题，资金成本较低，投放给已售出但停工项目，这项资金给到房企指定了用途。这项资金能够解决民生问题，但是很难缓解房企的资金周转困难的问题。

1600 亿棚改贷款，一方面能够实现停工安置房的续建，解决部分拆迁居民的居住问题，另一方面也能给房企提供一定流动性，缓解房企资金压力。

表2：当前三种纾困资金运转模式异同比较

	100 亿纾困基金模式	2000 亿专项借款模式	1600 亿棚改贷款模式
针对项目	净资产 > 0 资可抵债优质项目	已出售、停工项目	安置住房
出资主体	· 市级财政（母基金） · 市区两级国有公司、社会资本（子基金） · 其他社会资本	国开行、农发行、进出口银行	· 国开行 · 市区政府、融资平台为项目公司及统贷统还主体注资
贷款主体	危困房企	省级政府	市级政府
还款主体	危困房企	危困房企，省级政府或兜底	危困房企，市级政府或兜底
		对省级政府而言，前两年借款资金成本	

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_49381



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn