

继聚焦债券融资的“第二支箭”扩容、央行和银保监会发布“金融16条”支持房地产市场健康发展后，11月28日股权融资“第三支箭”再度引发市场高度关注，有如千军万马来相见。宏观视角下有哪些市场关切？本文聚焦于此。

### ► 央行的“三支箭”，都来了

近期密集出台的地产政策，逐步扭转着市场的预期，此前聚焦地产贷款和债券的两支箭已经在行动，而此次“第三支箭”进一步引发市场高度关注，毕竟限制了多年的股权融资有所放松。从政策表述看，此次股权融资方式丰富、资金用途上囊括的范围也不小，重点聚焦保交楼和流动性补充，但后者强调满足一定条件。而回顾政策历史演变历程，不难发现此次地产政策调控的力度并不小，指向也很明确；作为增量资金，对房企资金压力的缓释作用还是很明显。

### ► 市场反应如何？

11月9日以来，此前价格较低的民企地产债二级成交明显活跃了许多，并且成交净价明显修复。此次“第三支箭”进一步强化了市场预期，龙湖、碧桂园、金地等交易价格快速大幅上涨，这也给了高收益债投资者极佳的参与民企地产债的获利窗口。但在短期情绪和机构行为之外，我们还是聚焦中长期逻辑和基本面。

### ► 宏观层面，地产政策这次不一样？

客观来说，地产“三支箭”对于短期内补充民企地产流动性还是能起到不小的作用，但这种效应能有多大？还需要审慎评估：毕竟这一系列政策均作用于供给端，然而目前地产面临的最终问题还是需求端较弱，故而我们还需带着一份审慎去看待当前的地产政策。

由此逻辑作宏观推演，短期政策在持续推进，债市仍有其调整压力。从中长期逻辑视角出发，核心还需关注目前“三支箭”相关实操落地当中能多大程度利好地产企业，尤其是民企地产；更进一步便是销售端的边际改善，其中一是疫情，二是未来是否还有更强烈刺激需求的政策出台。

往明年看，如若疫情以及地产政策相关预期全然释放之下，是否仍然存在基本面右侧一直没有到来的情形？我们认为概率不算低，在此背景下，货币政策还需其有为之处，利率的中枢是否仍有下行的空间？

### ► 微观层面，地产债怎么看？

当前市场环境下，地产债这一品种非常特殊，尤其是民企地产债，对于主流机构而言，要参与它的难度很大，一是技术难度，二是机构约束。（1）关于民企地产，目前政策面右侧确认之下，诸如龙湖、金地、碧桂园等民营房企近期债券二级成交净价一路升高，确实是一类在此窗口期能赚钱的资产；但是否能参与、要参与，和机构属性有很大的关系。可以明确的是，对于民企地产债，最后一杯羹的赌兑付或许从来不是占优策略；但交易性机会不常有，总是在不确定当中寻找确定性，毕竟按目前的政策支持力度，阶段性债务压力的缓释是有其确定性的。

（2）而反观国企地产，无论是从市场配置品种选择的角度，还是政策支持下情绪面的提振来看，均有关注的空间。至于基本面的持续改善，或许暂时地产终端销售的阶段性企稳已经一定程度提供了逻辑上的支撑。毕竟这类品种参与的期限并不会长，关键还是市场情绪和对应参与的价格，以及仓位的选择。

► **风险提示：**宏观环境变化超预期；对“三支箭”理解的偏差；宏观经济、房企债务压力评价的主观性。



#### 分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

#### 研究助理 唐梦涵

执业证书：S0100122090014

电话：15221856383

邮箱：tangmenghan@mszq.com

#### 相关研究

1. 城投随笔系列：财政重整，压力如何？-2022/12/01

2. 资金面专题：跨年资金面怎么看？-2022/11/29

3. 可转债打新系列：共同转债：国内甬体药物起始物料优质供应商-2022/11/29

4. 可转债打新系列：齐鲁转债：聚焦山东，辐射环渤海区域-2022/11/29

5. 可转债打新系列：新化转债：精细化工产品优质供应商-2022/11/29

# 目录

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 1 央行的“三支箭”，都来了.....     | 3  |
| 2 市场反应如何? .....         | 11 |
| 3 宏观层面，地产政策这次不一样? ..... | 13 |
| 4 微观层面，地产债怎么看? .....    | 14 |
| 5 风险提示 .....            | 17 |
| 插图目录 .....              | 18 |
| 表格目录 .....              | 18 |

2022.11.28, 证监会就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问中提到<sup>1</sup>: “积极发挥资本市场功能, 支持实施改善优质房企资产负债表计划, 加大权益补充力度, 促进房地产市场盘活存量、防范风险、转型发展, 更好服务稳定宏观经济大盘。证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施, 支持房地产市场平稳健康发展。”

继央行聚焦债券融资的“第二支箭”扩容<sup>2</sup>、央行和银保监会发布“金融 16 条”<sup>3</sup>支持房地产市场健康发展后, 股权融资的“第三支箭”再度引发市场高度关注, 有如千军万马来相见, 进一步强化市场预期。宏微观视角下有哪些市场关切? 本文聚焦于此。

## 1 央行的“三支箭”, 都来了

近期密集出台的地产政策, 逐步扭转着市场的预期, 此前聚焦地产贷款和债券的两支箭已经在行动, 然而此次“第三支箭”进一步引发市场高度关注, 毕竟限制了多年的地产股权融资有所放松, 实操方式上、资金用途上、数量级上到底能落地多少, 每一个问题都是市场关切。

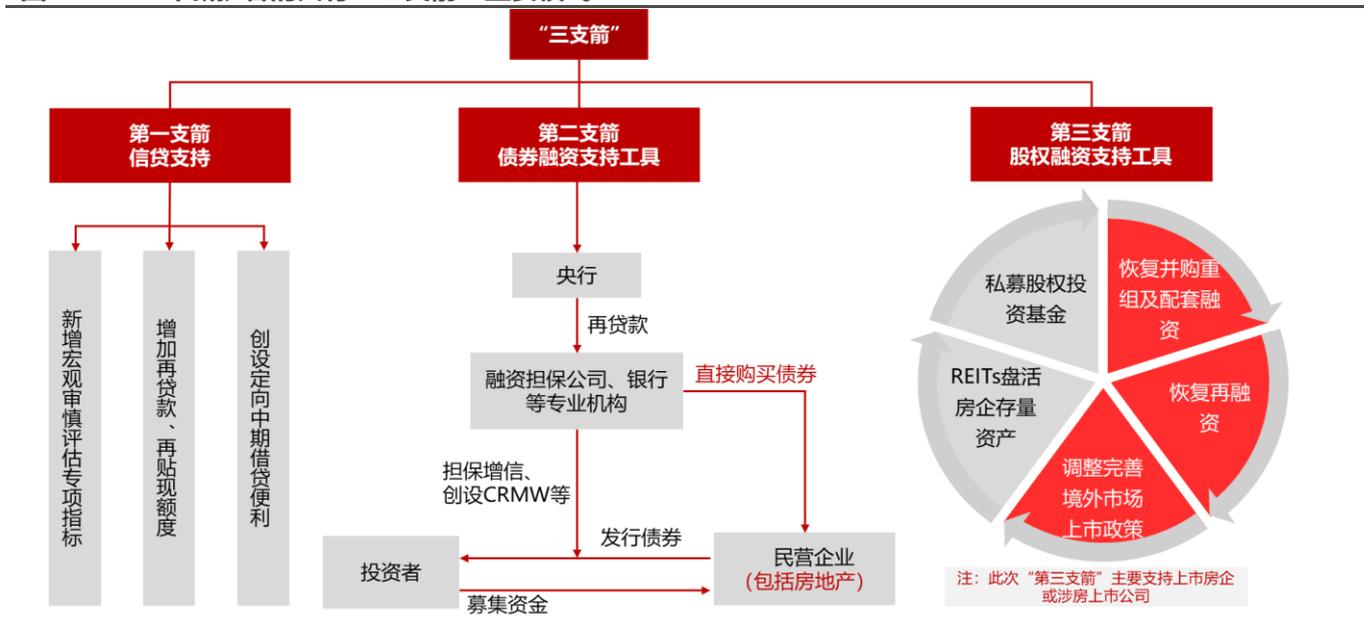
从政策措施表述上来看, 方式上不仅包括并购重组及配套融资、再融资, 鼓励房企境外市场股权融资等; 还特别强调了发挥 REITs 盘活房企存量资产作用, 鼓励私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金, 投资存量住宅地产、商业地产、在建未完成项目、基础设施。

<sup>1</sup> <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c6763083/content.shtml>

<sup>2</sup> [http://www.nafmii.org.cn/xhdt/202211/t20221108\\_311365.html](http://www.nafmii.org.cn/xhdt/202211/t20221108_311365.html)

<sup>3</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2022-11/23/content\\_5728454.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2022-11/23/content_5728454.htm)

图1：2022年新扩容的央行“三支箭”主要模式



资料来源：政府官网，交易商协会，民生证券研究院整理

此外在资金用途上囊括的范围也不小，重点聚焦保交楼和流动性补充，但后者强调满足一定条件：允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。

而回顾针对房地产行业股权融资的政策历史演变历程及相应实施效果，不难发现此次地产政策调控的力度并不小，指向也很明确。虽然从绝对量来说，股权融资规模不高，但作为增量资金，对房企资金压力的缓释作用还是很明显，尤其是对于出险房企而言，有了一个新的融资渠道，故而由此会进一步强化市场预期。

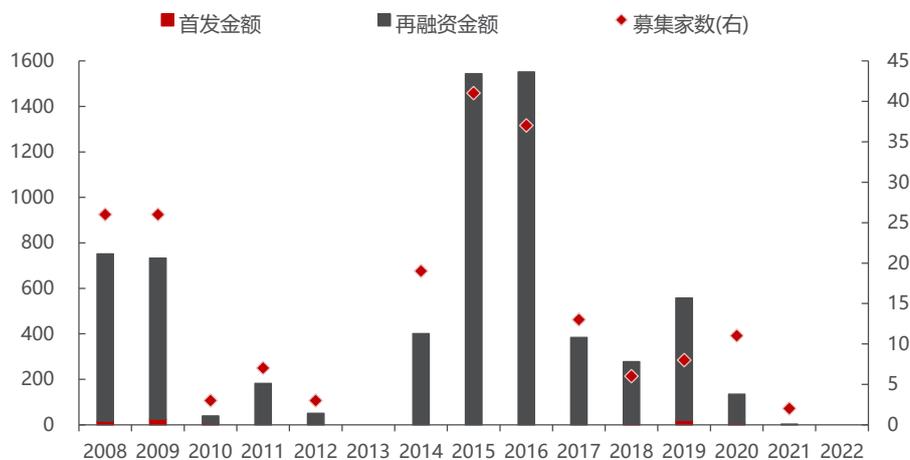
11月30日至12月1日，已有福星股份、世贸、建发、华夏幸福等9家房企迅速发布了股权融资计划。

表1：2010年以来房企股权融资政策演变情况

| 日期  | 文件/会议/新闻                   | 相关表述/政策  |
|---|----------------------------|--|
| <b>2010-2014年：全面收紧（证监会暂停批准+国土资源部事前审查）</b> |                            |  |
| 2010年4月                                   | 《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》   | 加强对房地产开发企业购地和融资的监管。对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新开发项目贷款， <b>证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。</b>  |
| 2013年2月                                   | 《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》 | 对存在闲置土地和炒地、捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的房地产开发企业，有关部门要建立联动机制，加大查处力度。 <b>国土资源部门要禁止其参加土地竞买，银行业金融机构不得发放新开发项目贷款，证券监管部门暂停批准其上市、再融资或重大资产重组，银行业监管部门要禁止其通过信托计划融资。</b> |
| 2014年3月                                   | 证监会新闻发言人回应房地产再融资、IPO等问题    | 证监会对存在闲置土地、炒地以及捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的房地产开发企业， <b>将暂停上市、再融资和重大资产重组，这一政策没有变化。</b> 对房地产行业上市公司以及募集  |

|  |                                   |   |
|--|-----------------------------------|---|
|  |                                   | 资金投向涉及住宅房地产开发业务的再融资申请，一律就其用地情况征求国土资源部的意见。   |
| <b>2015-2016年7月：放松（取消国土资源部事前审查）</b>    |                                   |   |
| 2015年1月                                | 《证监会调整上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务监管政策》    | <b>上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务的，国土资源部不再进行事前审查</b> ，对于是否存在土地闲置等问题认定，以国土资源部门公布的行政处罚信息为准。  |
| <b>2016年7月-2022年10月：收紧再融资+化解股权质押风险</b> |                                   |   |
| 2016年7月                                | 证监会保荐机构专题培训会议                     | <b>房地产上市公司再融资募集资金不得补充流动资金和偿还银行贷款。</b>   |
| 2018年10月                               | 证监会《A股上市公司再融资审核知识问答文件》            | 主营业务为房地产(包括住宅地产、商业地产)的上市公司，或主营业务虽不属于房地产但目前存在房地产业务的上市公司申请再融资， <b>为防止募资变相用于房地产业务，暂不推进审核。</b>  |
| 2018年10月                               | 中国银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》 | <b>允许保险资产管理公司设立专项产品，发挥保险资金长期稳健投资优势，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持，维护金融市场长期健康发展。</b>   |
| 2018年11月                               | 证券业支持民营企业发展系列资管计划启动               | 11家证券公司作为“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”联合发起人，就255亿元出资规模已签署了发起人协议，作为共同发起人发起行业系列资产管理计划。此前， <b>为支持民营企业发展、化解股权质押风险</b> ，证券行业首次由11家证券公司达成意向出资210亿元设立母资管计划，作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划，吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成1000亿元总规模的资管计划。   |
| <b>2022年10月以来：放松</b>                   |                                   |   |
| 2022年10月                               | 证监会                               | 证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下， <b>允许部分存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资</b>  |
| 2022年11月21日                            | 证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上发表主题演讲       | 要密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划， <b>继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资</b> ，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资。  |
| 2022年11月28日                            | 证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问    | <p><b>一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。</b>允许符合条件的房地产企业实施重组上市，重组对象须为房地产行业上市公司。允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产；发行股份购买资产时，可以募集配套资金；<b>募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。</b>建筑等与房地产紧密相关行业的上市公司，参照房地产行业上市公司政策执行，支持“同行业、上下游”整合。</p> <p><b>二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资。</b>允许上市房企非公开方式再融资，<b>引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民生”相关的房地产项目</b>，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及符合上市公司再融资政策要求的<b>补充流动资金、偿还债务等</b>。允许其他涉房上市公司再融资，要求再融资募集资金投向主业。</p> <p><b>三、调整完善房地产企业境外市场上市政策。</b>与境内A股政策保持一致，允许以房地产为主业的H股上市公司再融资；允许主业非房地产业务的其他涉房H股上市公司再融资。</p> <p><b>四、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。</b>会同有关方面加大工作力度，推动保障性租赁住房REITs常态化发行，努力打造REITs市场的“保租房板块”。鼓励优质房地产企业依托符合条件的仓储物流、产业园区等资产发行基础设施REITs，或作为已上市基础设施REITs的扩募资产。</p> <p><b>五、积极发挥私募股权投资基金作用。</b>开展不动产私募投资基金试点，允许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金，引入机构资金，<b>投资存量住宅地产、商业地产、在建未完成项目、基础设施</b>，促进房地产企业盘活经营性不动产并探索新的发展模式。</p> |

资料来源：中央政府官网、证监会官网，民生证券研究院整理

**图2：2008年以来房企A股股权融资情况（亿元，家）**


资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2022 年 11 月 28 日

**图3：11月30日-12月1日已有九家上市房企公布股权融资计划（亿元，亿港元）**

| 日期         | 代码        | 上市公司   | 总市值   | 主体存量债券 | 控股股东/所属房企集团            | 集团存量债券 | 募集资金用途  |
|------------|-----------|--------|-------|--------|------------------------|--------|---|
| 2022-11-15 | 2007.HK   | 碧桂园    | 768   | 39     | 碧桂园控股有限公司              | 232    | 配售股票：所得款项约38.72亿港元，用于为现有境外债项再融资及一般营运资金                          |
| 2022-11-16 | 3383.HK   | 雅居乐    | 105.7 | 12     | 雅居乐集团控股有限公司            | 27     | 配售股票：所得款项约7.83亿港元，用作现有债项再融资及一般企业用途                              |
| 2022-11-30 | 000926.SZ | 福星股份   | 48    | -      | 福星集团控股有限公司             | -      | 定增：资金拟用于公司房地产项目开发   |
| 2022-11-30 | 600823.SH | 世茂股份   | 106   | 93     | 世茂集团控股有限公司             | 176    | 定增：资金拟用于“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发、偿还部分公开市场债务本息、以及补充流动资金等              |
| 2022-11-30 | 002307.SZ | 北新路桥   | 65    | 5      | 新疆生产建设兵团建设工程(集团)有限责任公司 | 5      | 定增：资金拟用于项目建设和日常经营   |
| 2022-11-30 | 1908.HK   | 建发国际集团 | 303   | -      | 建发房地产集团有限公司            | 253    | 配售股票：所得款项净额约为8亿港元，80%用于偿还借款、20%用作一般营运资金                         |
| 2022-12-01 | 600094.SH | 大名城    | 87    | 15     | 名城控股集团有限公司             | 15     | 定增：资金拟用于政策支持的房地产业务，包括公司“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发建设，以及补充流动资金、偿还债务等     |
| 2022-12-01 | 600208.SH | 新湖中宝   | 240   | 40     | 浙江新湖集团股份有限公司           | 40     | 定增：资金拟用于与“保交楼、保民生”相关的房地产项目、棚户区改造或旧城改造项目开发建设，以及补充流动资金、偿还债务等      |
| 2022-12-01 | 600665.SH | 天地源    | 35    | 35     | 西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司   | 35     | 定增：资金拟用于与“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发、符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等         |
| 2022-12-01 | 600340.SH | 华夏幸福   | 108   | 71     | 华夏幸福基业控股股份公司           | 83     | 定增：资金拟用于与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等         |
| 2022-12-01 | 600663.SH | 陆家嘴    | 357   | 178    | 上海陆家嘴(集团)有限公司          | 178    | 拟通过发行股份及支付现金方式：购买陆家嘴集团及其控股子公司持有的位于上海浦东陆家嘴金融贸易区及前滩国际商务区的部分优质股权资产 |

资料来源：wind，民生证券研究院整理

注：碧桂园、雅居乐在证监会正式发布政策前已发布了配股融资计划；

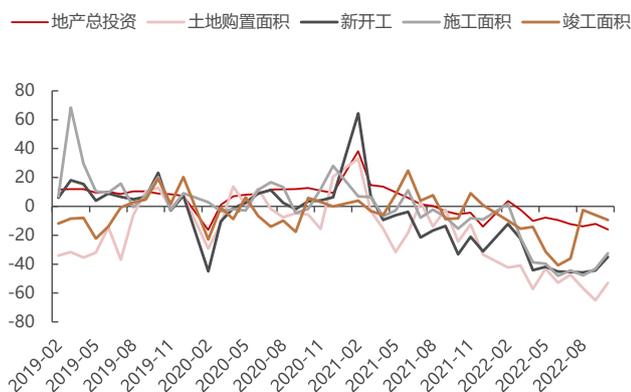
A股上市公司市值单位为亿元，港股上市公司市值单位为亿港元，数据截至 2022 年 12 月 1 日；

存量债券包括(超)短融、中票、企业债、公司债、PPN，不包括 ABS、海外债等；单位为亿元，数据截至 2022 年 11 月 28 日。

而近期发生的这一切政策变化，从经济逻辑上和目前微观当中遇到的约束来看，并不难理解，甚至市场或许还是会觉得仍处于力度不够的状态，或者说对于实操落实以及最终的政策效果，在中长期视角下还是留有一分审慎。

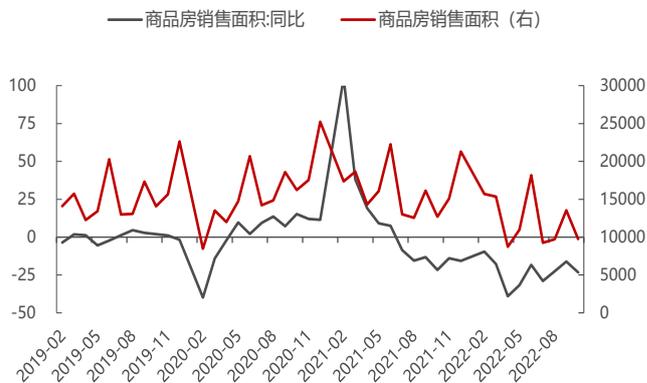
毕竟自今年以来政策持续处于边际放松的状态，但地产仍面临的诸多问题是供需两端叠加之下的影响。尤其是商品房销售反映出的终端需求较差，并且在房住不炒的大前提、叠加疫情影响收入及未来预期，终端需求弱化带来负反馈，自然投资链条持续处于较弱状态。

图4：地产投资分项同比增速仍持续为负（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

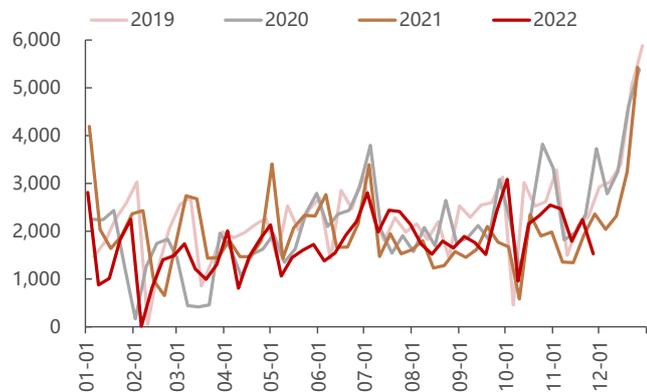
图5：商品房月度销售情况（万平方米，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

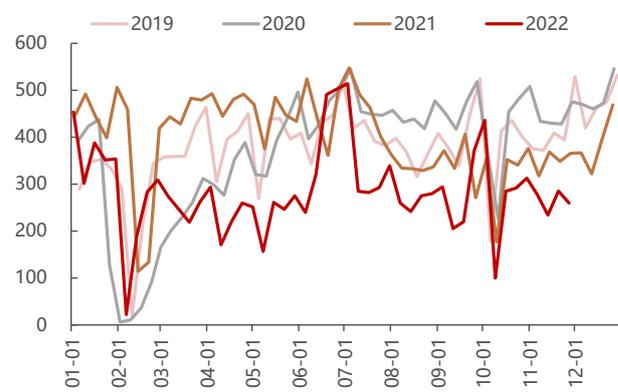
相应的，当前地产行业的核心症结仍在于房企销售现金流未见改善、而企业债务融资压力未减，尤其是民企地产；需要政策积极有为，供给端针对性聚焦恢复企业融资，而需求端需要考虑的因素则更多一些。

图6：100大中城市周度土地成交情况（万平方米）



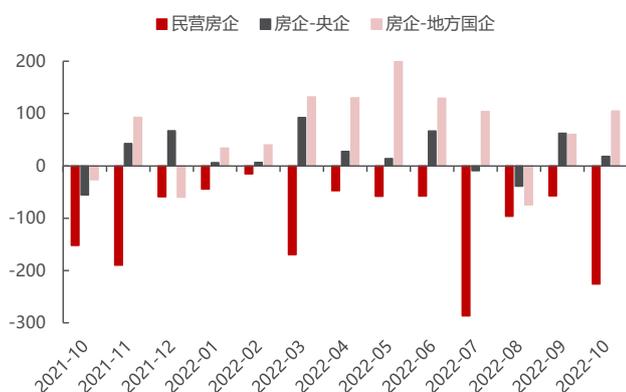
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：30大中城市周度商品房销售情况（万平方米）



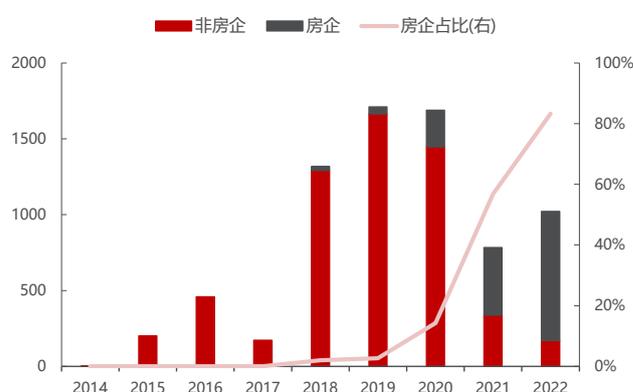
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2021年10月以来房企月度债券净融资（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2014年以来境内债市房企逾期情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院  
注：数据截至2022年11月10日

在当前节点回顾来看，自四季度以来地产政策一直在持续加码，并扭转市场预期，债市亦在此变化下进入新阶段。

自10月以来，在“第三支箭”之前，已经针对债券、信贷等方面有所行动，即央行的第一二支箭：

**一是债券融资。**11月8日，交易商协会发文“将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容”。

扩容后的“第二支箭”支持房企融资的政策指向很明显，毕竟当前地产所面临的困难性和复杂性并非简单的宏观总量政策所能引导，还需从微观主体也即地产企业入手，逐步阻断其面临的销售回款走弱、加剧偿还压力与融资负反馈的困境。

扩容后的“第二支箭”目前已有落地：11月10日，龙湖集团的200亿储架式注册发行率先获交易商协会受理，11月23日拿到中债增向其出具的信用增进

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\\_49676](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49676)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn