

被低估的政策

——如何看待针对地产行业的“三支箭”？

核心观点：

“三支箭”政策的逐步落地可能意味着中国地产部门流动性困境有望得到根本性缓解，地产公司因为流动性困难而不断失血的情况可能正在改变。与市场一致预期不同，我们认为有比“白名单”房企更多的仅有流动性问题的民营房企可能生存下来。叠加防疫政策优化调整和未来对需求的进一步刺激政策，地产销售回升之后，更多房企或项目有望起死回生。对总需求而言，地产投资和地产后周期产业链可能比市场一致预期更快修复。

内容摘要：

➤ 出险房企的分类与近期地产新政

根据亏损与自身权益大小关系，当前的出险房企可以分为三类：1) 主要存在流动性问题的房企；2) 表面资可抵债实际资不抵债的房企；3) 明确资不抵债的房企。11月以来，有关部门发布了一系列针对地产行业的支持和救助政策。就我们看来这些政策主要着眼于解决地产部门的流动性困局。

➤ 政策对第一类房企的影响

第一类房企面临流动性困境和债务违约风险主要与行政化的干预与集体行动的困境有关。目前政策的调整我们认为已经很大程度上缓解了房企流动性的困局。与市场认为仅有白名单房企才能获得救助的一致预期不同，我们认为所有第一类房企最终生存下来的可能性都大幅上升了。

➤ 政策对第二类房企的影响

由于地方政府通过多方措施力保房价，在地产周期下行期，房价不见得真实反映了市场出清的价格。政策的调整有助于此类房企旗下资可以抵债的项目恢复开工并减少公司整体的亏损，有利于其债券清算价格回升；当然，如果地产销售回升，此类房企可能变成第一类房企并有望生存下来。

➤ 政策对第三类房企的影响

第三类房企由于杠杆率过高或者从事多元经营亏损较大，非常明确资不抵债；除非房价大幅上涨，否则几乎不可能生存下来。即使如此，当前的救助政策和可能的地产销售回升也会有助于其一些项目的盘活，并提升其债券的清算价格。

➤ 提振地产产业链及总需求

我们认为近期推出的以“3+1”为核心的针对地产供给侧的支持政策正在逐步缓解中国地产部门的流动性问题，有望首先带动仅有流动性困难的地产项目复工交付，并提振地产投资和地产后周期产业链。由于流动性困局的缓解会改善地产部门的信用问题，对地产销售起到正面刺激作用；而且，防疫政策的优化也会推动中期经济预期的改善，叠加进一步需求侧的刺激，地产销售可能触底回升。这种情况下，更多项目可能盘活并有望进一步支撑总需求。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复超预期，地产基本面弱于预期。

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、《出口增速是否已经触底？11月外贸数据点评》2022.12.07
- 2、《多因素导致短期经济回落 11月 PMI 数据以及未来经济展望》2022.11.30
- 3、《自然利率、潜在增速与降准降息》2022.11.24

正文目录

1	引言与结论：地产救助政策成效几何？	3
2	多箭齐发的地产救助政策	5
2.1	信贷投放“第一支箭”	6
2.2	债券融资“第二支箭”	7
2.3	股权融资“第三支箭”	8
2.4	保交楼专项资金	9
3	政策对第一类房企的影响	10
3.1	资可以抵债的房企为什么会有流动性问题？	10
3.2	新一轮政策改变了什么？	12
3.3	与市场一致预期的差异：旭辉能起死回生吗？	13
4	政策对第二类地产公司的影响	16
4.1	第二类房企为什么借不到钱？流动性问题掩盖清偿问题	16
4.2	新一轮政策改变了什么？	18
4.3	与市场一致预期的差异：房屋销售回升与第二类房企起死回生	18
5	政策对第三类房企的影响	20
6	总结和展望	21
7	风险提示	22

图表目录

图表 1:	地产救助政策主要着眼于供给侧	3
图表 2:	30 个大中城市商品房成交面积（当周值）	3
图表 3:	《地产金融 16 条》政策出发点及具体内容	5
图表 4:	已有 10 家银行披露意向性授信额度合计超过 2.1 万亿	7
图表 5:	债券融资“第二支箭”支持房企融资	8
图表 6:	股权融资“第三支箭”支持房企融资	9
图表 7:	地产融资“三道红线”	11
图表 8:	银行房地产贷款集中度管理要求	11
图表 9:	旭辉同心圆战略蓬勃发展	13
图表 10:	不完全统计获得银行授信的地产公司	14
图表 11:	佳兆业年销售额（亿元）	15
图表 12:	全国各地“限跌”措施	16
图表 13:	当前支持政策影响总结（销售改善前）	21
图表 14:	未来支持政策影响展望（销售改善后）	22

1 引言与结论：地产救助政策成效几何？

11月以来，对地产的一系列政策密集出台，最核心的政策包括了“3+1”的措施安排：“3”就是信贷投放、债券融资、股权融资这三支箭，“1”就是指保交楼专项资金。从政策的基调来看，从原来的保项目为主转向了同时对企业进行救助。

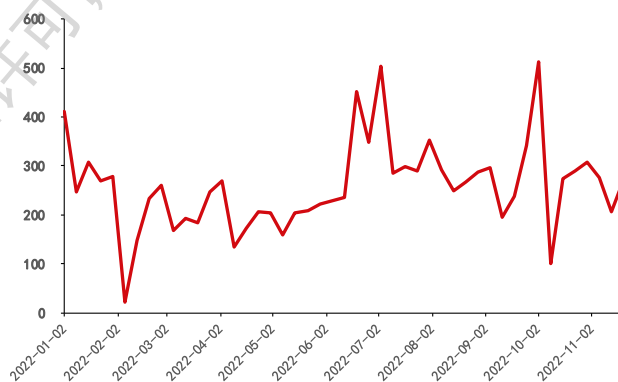
在政策密集的支持下，地产股已经明显反弹，一些地产债券的价格也大幅上涨。如何看待这些地产救助政策的效果？房企最困难的时刻是否已经过去？资产价格的反弹到底是因为基本面的改变还是仅仅因为情绪的回升？有哪些地产公司会得到救助？对中国经济而言，这又意味着什么？

图表 1：地产救助政策主要着眼于供给侧



来源：亿房网，国联证券研究所

图表 2：30 个大中城市商品房成交面积（当周值）



来源：Wind，国联证券研究所

自 2021 年下半年以来，占中国地产行业近 70% 份额的民营造地产公司普遍出现了流动性困难、债务违约，并向资不抵债的信用危机演化。这一风险还一度向混合所有制的地产公司扩散。信用危机和其引致的“保交楼”问题，又反过来冲击了地产销售，并且使得相关地产公司的信用危机进一步恶化，形成自我恶化的循环。

就我们看来，地产公司的信用危机有两个相互影响的根源：

- 流动性困难以及流动性困难引发的债务违约严重影响了企业的正常运行，工程的停摆，利息的积累、折价出售资产、声誉损失造成的销售不畅等多方面原因导致企业亏损，并且亏损还伴随着时间的拉长而不断扩大（参见《保交楼的代价》）。
- 地产市场本身不景气导致的企业资产减记，包括房价下跌或者在政府干预等因素的支撑下房价虽然不跌，但是无法正常销售。

根据亏损（资产减记）与自身权益大小的关系，当前的出险房企可以分为三类：

- 第一类：主要存在流动性问题的房企——尽管有损失，到今天总资产仍然大于总负债的房企；

- 第二类：表面资可抵债、实质资不抵债的房企——按照明面上的房价算资产大于负债，但是这个房价无法实现正常销售，有价无市，实际上可能资不抵债；
- 第三类：明确资不抵债的房企（除非房价大幅上涨）。

我们认为当前政策的逐步落地可能意味着中国地产部门信用危机第一个根源性的问题——流动性困难正在逐步化解。地产公司因为流动性困难而不断失血的状况可能正在得到根本性的缓解。

对地产公司而言，我们认为有比白名单房企更多的民营房地产企业可能生存下来——与市场一致预期不同：

首先，我们认为无论是否在“白名单”上，第一类房企的生存概率都在明显上升。其次，地产公司流动性风险的缓解，也会有助于稳定地产价格，缓解信用风险，并支撑地产销售。叠加上防疫政策的优化调整和其他的需求端刺激政策，如果地产销售的状况得到改善，一些第二类房地产企业也有望起死回生。当然，除非房价大幅上涨，第三类地产公司恐怕仍然回天乏力。

对总需求而言，地产投资和地产后周期产业链有望比市场一致预期更快修复：

地产部门流动性问题的缓解当然有助于在建项目施工的恢复，包括第二、三类房企那些仅有流动性问题的项目，当然也包括了那些仅有流动性问题“保交楼”的项目。这种恢复对于地产投资会产生支撑作用。如果地产销售进一步回暖，一些第二类房企会逐步变成第一类房企，一些仍然属于第二、三类房企所属的流动性问题掩盖清偿问题的项目公司也会恢复到资可以抵债的状况，这两种情况都会推动一些额外的停工项目恢复施工，会进一步对地产投资构成支撑。由于有超预期的房企被救助，我们认为相应的地产投资、交付和销售的状况可能也会好于市场一致预期。

地产施工、竣工和交付的恢复，也有助于地产后周期的建材、家电、家具等消费的回升。

2 多箭齐发的地产救助政策

11 月以来，有关部门发布了一系列针对地产行业的支持和救助政策。主要内容是“3+1”的措施安排，以及贷款展期、尽职免责、延长贷款集中度管理、保函置换预售监管资金等配套措施。总体而言，信贷投放、债券融资、股权融资“三支箭”同时发力帮助房企纾困，同时保交楼政策继续推进。

- 11 月 8 日，中国银行间市场交易商协会披露信息，继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，预计可支持约 2500 亿包括房企在内的民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
- 11 月 11 日，人民银行、银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（以下称《地产金融 16 条》），重点内容包括：鼓励支持房企信贷投放、贷款合同展期 1 年可不调整分类¹、金融机构发放配套融资尽职免责、延长房地产贷款集中度管理过渡期。

图表 3: 《地产金融 16 条》政策出发点及具体内容

序号	政策出发点	具体内容
1	保持房地产融资平稳有序	稳定房地产开发贷款投放
2		支持个人住房贷款合理需求
3		稳定建筑企业信贷投放
4		支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期
5		保证债权融资基本稳定，支持优质房地产企业发行债券融资
6		保持信托等资管产品融资稳定
7	积极做好“保交楼”金融服务	支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款
8		鼓励金融机构提供配套融资需求
9	积极配合做好受困地产企业风险处置	做好房地产项目并购融资支持
10		积极探索市场化支持方式
11	依法保障住房金融消费者合法权益	鼓励依法自主协商延期还本付息
12		切实保护延期贷款的个人征信权益
13	阶段性调整部分金融管理政策	延长房地产贷款集中度政策过渡期安排
14		阶段性优化房地产项目并购融资政策
15	加大住房租赁金融支持力度	优化住房租赁金融支持力度
16		拓宽住房信贷市场多元化融资渠道

来源：《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，国联证券研究所

- 11 月 14 日，银保监会、住建部、人民银行联合发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，支持房企使用保函置换预算监管资金，提高预售监管资金使用效率，防范化解房地产企业流动性风险。
- 11 月 21 日，人民银行副行长潘功胜明确，对 6 家商业银行提供 2000 亿的

¹ 可以不下调贷款风险等级，例如次级贷款。

免息再贷款政策，为保交楼工作提供资金支持。

- 11月28日，证监会恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，允许符合条件的房企实施重组上市，并恢复上市房企和涉房上市房企再融资，同时要求募集资金用于保交楼、保民生、经适房、棚改、旧城改造、拆迁安置领域，不得用于拿地和开发新楼盘。

2.1 信贷投放“第一支箭”

“三支箭”的最早用于描述2018年人民银行在“去杠杆”风波之后支持民营企业融资的政策安排，包括信贷、债券和股权三个方面。当前，这一政策实施的重点转向了地产企业——特别是民营地产企业。

支持地产融资动作首当其冲的是各大商业银行的信贷支持，即“第一支箭”的落地。11月21日，人民银行、银保监会联合召开座谈会，部署《地产金融16条》落实工作。从11月23日开始，全国各大商业银行密集对重点房企进行授信。截至到28日晚间，已有包括六大国有行在内的10家银行已向超过25家房企达成合作协议，已披露的意向性授信额度合计超过2.1万亿。当然，这些贷款的具体发放仍然要根据具体项目的情况进行安排。

同时，在关于贷款合同展期、金融机构发放配套融资尽职免责、延长贷款集中度管理的配合下，银行发放贷款的约束更加宽松，可以更好地发挥“第一支箭”的作用。

另外，我们观察到已经有股份制、中小型银行开始对地方性房企授信，包括一些地方民营房企。例如，恒丰银行对民企山东银丰授信；此外，宝龙地产、广西荣和等民营地产公司也获得地方银行的授信。所以“第一支箭”或不仅限于全国性的重点房企，地方性房企也可能得到支持。

图表 4: 已有 10 家银行披露意向性授信额度合计超过 2.1 万亿

时间	银行	房企	授信额度 (亿元)
11-23	交通银行	万科	1000
11-23	交通银行	美的置业	200
11-23	农业银行	中海发展、华润置地、万科集团、龙湖集团、金地集团	暂未透露
11-23	工商银行	中海发展、保利发展、华润置地、招商蛇口、华侨城、万科集团、金地集团、绿城中国、龙湖集团、碧桂园集团、美的置业、金辉集团	6550
11-24	邮储银行	碧桂园	500
11-24	邮储银行	万科集团	1000
11-24	邮储银行	龙湖集团、绿地集团、美的置业	1300
11-24	建设银行	中交建、首开、越秀、万科、龙湖、美的置业、合生创展、大华	暂未透露
11-23	中国银行	万科	1000
11-23	中国银行	碧桂园	600
11-23	中国银行	龙湖集团	600
11-25	中国银行	美的置业	300
11-25	中国银行	中海发展、华润置地、招商蛇口、金地集团、绿城中国、滨江集团	3500
11-25	兴业银行	万科集团、中海地产、绿城中国、龙湖集团、滨江集团、建发地产、国贸地产、象屿地产、厦门安居控股、福州左海控股	4400
11-28	中信银行	中海地产、绿城集团、建发房产集团、华侨城集团、大悦城集团、龙湖集团、滨江集团、碧桂园集团、美的置业	暂未透露
11-28	恒丰银行	山东银丰、青岛青特等	暂未透露
11-28	上海银行	仁恒置地、滨江集团	200

来源：国联证券研究所整理

2.2 债券融资“第二支箭”

债券融资“第二支箭”也开始扩容发力，推动落实。根据中国银行间市场交易商协会披露信息，“第二支箭”预计可支持约 2500 亿民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。11 月 23 日，在民企债券融资支持工具政策框架下，龙湖集团、美的置业、金辉集团分别获批发行 20 亿元、15 亿元、12 亿元中期票据。

此前 5 月，监管机构碧桂园、龙湖、美的置业、新城控股、旭辉 5 家民营房企选为“首批创设信用保护合约发债的示范民营房企”，通过创设信用缓释凭证的方式为房企发债提供支持。当然，当时因为总规模较小，约 39 亿元并没有起到扭转地产市场困局的作用。

与 2018 年民企融资“第二支箭”不同的是，本次“第二支箭”容量更大并且新增“直接购买债券”方式，必要时受托机构可直接购买民营房企债券。也就是说，在继续支持民营房企发债的基础上，不能排除人民银行直接下场，拿钱给受托机构来购买房企债券，表明了监管机构对于修复民营房企信用的决心。

图表 5: 债券融资“第二支箭”支持房企融资

发行公司	储架式发行规模 (亿)	时间	状态
龙湖集团	200	2022-11-10	协会受理
美的置业	150	2022-11-14	协会受理
新城控股	150	2022-11-17	协会受理
万科集团	280	2022-11-22	表达意向
金地集团	150	2022-11-22	表达意向
首批获支持房企			
发行公司	支持中期票据规模 (亿)	时间	
龙湖集团	20	2022-11-23	
美的置业	15	2022-11-23	
金辉集团	12	2022-11-23	

来源: 中国银行间市场交易商协会, 国联证券研究所

2.3 股权融资“第三支箭”

两箭齐发的基础上,“第三支箭”也可能很快产生实际效果。在近期召开的 2022 年金融街论坛上,证监会主席易会满表示,“支持实施改善优质房企资产负债表计划……支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资”。11 月 22 日国常会明确,努力改善房地产行业资产负债状况。11 月 28 日,证监会恢复涉房上市公司并购重组及配套融资,允许符合条件的房企实施重组上市,并恢复上市房企和涉房上市房企再融资。

政策在涉房上市公司并购重组及配套融资方面进一步放开,恢复了上市房企和涉房企业再融资,特别是允许上市房企采取目前最活跃的定增方式,同时要求募集资金用于保交楼、保民生、经适房、棚改、旧城改造、拆迁安置领域,不得用于拿地和开发新楼盘。

截至 12 月 6 日,共有 18 家房企或涉房企业抛出股权融资计划,包括福星股份、世茂股份、北新路桥、建发国际、新潮中宝、大名城、万科 A、陆家嘴、华夏幸福、

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_49948

