

国内和海外在应对风险事件的实践中，会推出针对性化解某一领域风险的纾困基金。比如2008年美国金融危机，美国财政推出的不良资产救援计划（TARP），欧债危机期间欧洲议会推出的金融稳定基金。2018年，国内也曾有针对民企上市企业的纾困基金，主要是为纾解民营上市公司的股权质押违约风险。

纾困基金并没有法定定义

纾困基金又称“救援基金(rescue fund)”，一般在特殊时期肩负有特殊使命，纾困基金在我国并没有一个明确的法定概念。广义上的纾困基金，包括纾困特定领域和企业的专项资金或专项投资工具；狭义上，纾困基金指主要以纾困民营上市公司为目的的私募股权投资基金。在国内正式推出的“纾困基金”，目前为止只有针对民企上市企业纾困基金。

从纾困本质出发，当前有多种类似纾困基金的模式出现

纾困基金，顾名思义，是为了缓解陷入困境的行业或企业而设立的基金，从这个角度出发，在过去政策层面化解风险的实践中，已经有多种类似“纾困基金”的模式出现。

其一是“债务化解基金”或“债务保障基金”，其实也可以看作一种“纾困基金”。2015年以来，地方政府为了化解债务压力，各地推出的债务化解基金，本质上都解决短期流动性风险，主要通过提供短期贷款的方式，缓解地方政府或平台短期内偿付压力。

其二是，AMC收并购化解地产企业风险。AMC通过发行债券或者向银行申请并购贷等方式筹集资金，直接收购困难房企项目或银行债权等方式化解地产金融风险。

其三是，地方平台与金融机构（银行、AMC等）联合设立地产“保交楼”纾困基金。通过地方平台公司和金融机构共同出资，设立地产纾困基金，盘活问题楼盘、救助困难房企等。

纾困基金主要是地方政府、金融机构牵头，撬动社会资金

纾困基金因其政策导向性强，往往是地方政府牵头发起，吸引金融机构、社会资金共同参与。金融机构可以自有资金、吸引客户资金等多种方式参与。而目前社会资金对于纾困基金参与度不高，即使有社会资本参与金融机构或地方政府牵头设立的纾困基金，投入的资金量也不大。

纾困基金主要以私募股权形式为主，股权投资更有利于推动被困企业回归良性发展

纾困基金设立形式主要有两种：私募股权基金和资管产品，当前纾困基金主要以私募股权基金为主，但资管产品募集范围往往更广泛、能够吸引更多社会资金参与。

投资模式上分为股权和债权两种，前者主要适用于对项目形成实际控制，并对未来运营管理施加影响的，推动被困企业或项目回归良性发展；后者主要用于解决被困项目和企业的短期压力。

纾困基金发挥作用需要处理的三个要点

其一是，如何有效寻求纾困基金的资金来源。纾困基金高度依赖地方政府出资，但当前地方政府财政压力较大。可能需要靠其他渠道弥补资金缺口。

其二是，如何有效推进纾困基金的落地进度。即使纾困基金成立，受制于信息不对称和投资方对收益的要求，可能实际推进的速度也比较平稳。

其三是，能否实质性改善困境企业经营压力。纾困基金只能救急，并不能系统性解决房地产行业的问题。当前纾困基金能在多大程度上改善居民购房的偏好，是决定房企和房地产行业能否回归正常健康发展的关键。

风险提示：政策调整超预期；疫情影响超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

目录

前言	3
1 纾困基金本质上是化解风险	4
2 中国已有的纾困基金三种形式	5
2.1 2015 年地方政府债务纾困基金	5
2.2 2018 年民营上市企业纾困基金	5
2.3 2022 年地产流动性风险纾困基金	6
3 解构纾困基金的实务操作模型	7
3.1 资金来源：地方政府和金融机构牵头，撬动社会资金	7
3.2 基金形式：私募股权基金为主，少量资管产品类型	8
3.3 投资模式：股权和债券投资模式适用场景不同	9
4 纾困基金发挥效用需要处理三个关键点	10
5 风险提示	12
插图目录	13

前言

8月5日，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》：郑州市有关部门通过与部分金融机构、央企、市级国有投融资公司、房地产企业代表等座谈，决定成立一个规模暂定为100亿元的房地产纾困基金。

纾困基金设立的目的是各方灵活运用金融工具，通过多种方式盘活危困房企存量资产，缓解房企资金压力等，解决房地产企业资金链断裂的急迫困难，缓解当前房地产项目停工的问题。纾困基金实际执行和最终落地效果如何，能否推动房地产行业良性健康发展，是当前市场一大期待。

本文将梳理历史上纾困基金的案例，阐述其运作的方式和特点，并探讨当前房地产纾困基金的发展前景。

1 纾困基金本质上是化解风险

纾困基金，又称救援基金(rescue fund)，顾名思义，纾困基金是为了纾解陷入困境的行业或企业而设立的基金。

无论是国内还是海外，纾困基金都主要用于纾解某一特定的领域风险，尤其是金融风险。

例如企业纾困基金，主要通过股权或债权方式投入资金，帮助该等困境企业缓解现金流压力，改善资本结构，有效化解民营上市公司流动性风险。

纾困基金的退出方式主要有回收债务、转让股权。

历史上不乏典型的纾困基金案例。

2008 年金融危机期间，美国财政部推出不良资产救助计划（Troubled Asset Rescue Plan），向美国金融机构、汽车企业、居民等多个部门投入资金，以缓解金融危机对经济造成进一步冲击。

不良资产救助计划包括如下几块内容：永久降低符合条件的居民房贷偿还金额，向通用（GM）、克莱斯勒（Chrysler）、AIG 等大型且具有系统重要性企业注入资金，缓解流动性压力。

与之类似，在欧债危机中，欧元区也曾经成立欧洲金融稳定基金，缓解边缘国偿债压力。

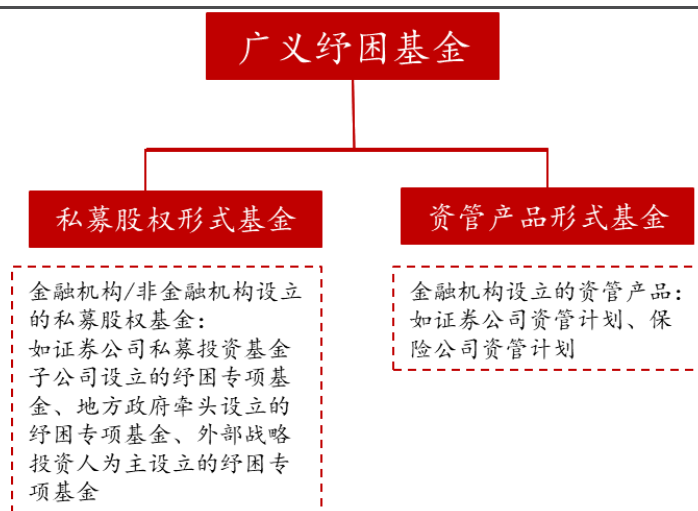
还有就是 2011 年 6 月，日本为应对大地震对汽车行业造成的冲击，建立了一只资产规模约 6.2 亿美元的基金，用于帮助日本地震和海啸而陷入困境的汽车零部件制造商。

国内曾经推出的纾困基金，主要针对民营上市公司。

广义上的纾困基金，包括纾困特定领域和企业的专项资金和专项投资工具；狭义上，纾困基金指主要是指私募股权投资基金，目的在于为民营上市公司纾困。

国内正式推出的“纾困基金”，目前为止只有针对民企上市企业纾困基金，主要是为纾困民营上市公司的股权质押违约风险。

图 1：纾困基金的定义



资料来源：民生证券研究院整理

2 中国已有的纾困基金三种形式

中国在历史上有不少时期面临局部流动性扰动，当时已有纾困基金的操作雏形。2015 年地方政府化债基金是一个类似案例，2018 年民营上市企业纾困基金是一则典型案例，而近期针对遭遇流动性紧张的地产企业和地产项目开始纾困的行动，也采用了纾困基金的形式。

2.1 2015 年地方政府债务纾困基金

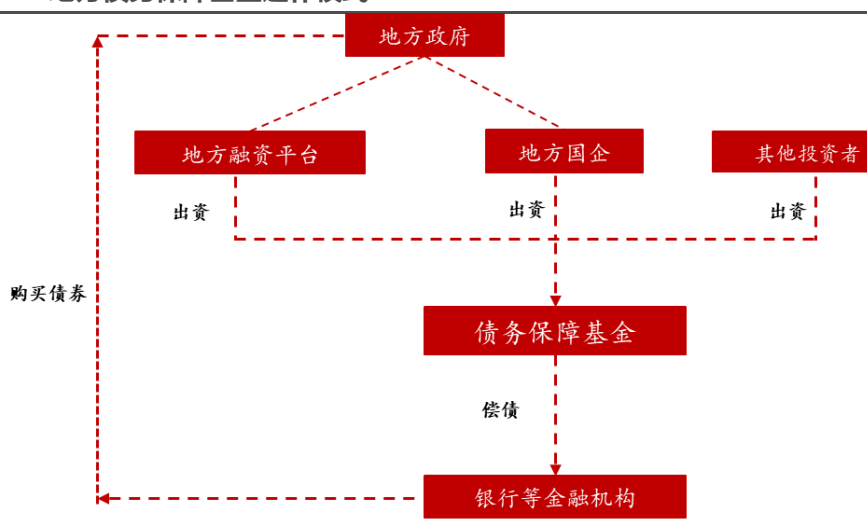
早在 2015 年，地方政府为了化解债务压力，推出了“债务化解基金”或“债务保障基金”，从纾困基金的业务本质出发，“债务化解基金”、“债务保障基金”其实也可以看作一种“纾困基金”。

债务化解基金化解流动性风险的主要方式为：提供短期贷款。

债务化基金主要由地方政府旗下的融资平台牵头成立。具体操作交由信用保障方面类 SPV 公司运营，多采用集合信托的形式进行集资。基金的出资人多来自省内非金融类国有企业等。

基金规模相对于实际的债务规模有限，规模在几亿到几十亿不等，远低于当地政府的债券存量规模，但可以定向解决一些特定的短期债务周转问题。

图 2：地方债务保障基金运作模式



资料来源：民生证券研究院整理

2.2 2018 年民营上市企业纾困基金

民营上市企业纾困基金推行背景，民营企业暴露出股权质押风险。

2018 年股票市场下跌时，股票质押融资方承受较大压力。随着股票质押项目的陆续到期，质押违约风险开始暴露。另一方面，受股票质押新规、资管新规等相关政策的影响，金融机构主动降杠杆，市场资金来源减少，进一步增加股东的融资难度。

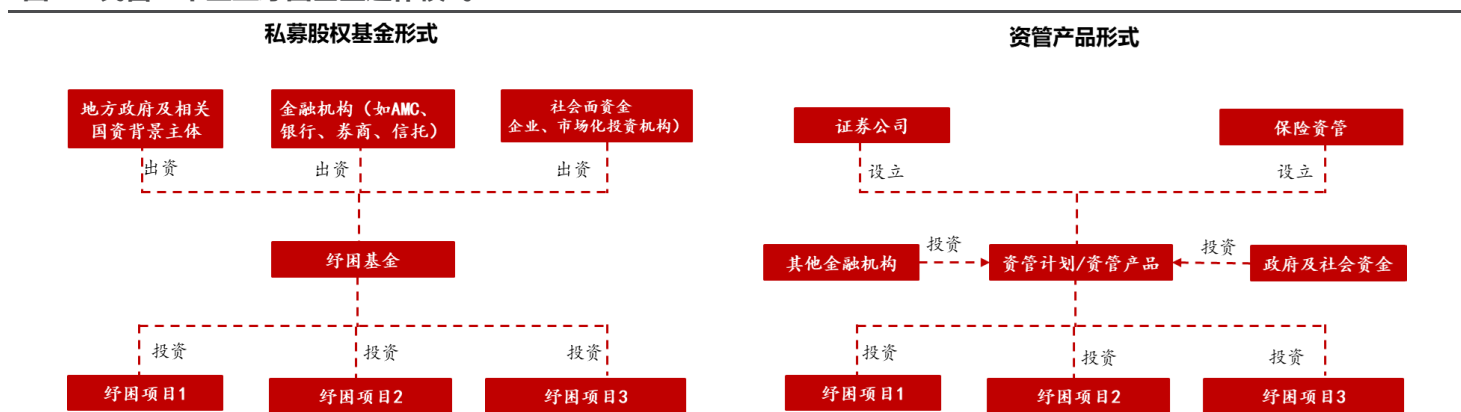
随着上市公司大股东质押风险的扩散、上市企业股权不稳定，上市公司及重要股东融资难度加大，企业正常经营决策难以进行长期规划，或陷入经营困境。

纾困基金纾困的主要手段，转质押或增资。

监管层面推动成立纾困基金后，地方政府、金融机构及市场化资金纷纷加入，纾困基金总规模一度达到 **7000 亿元**。

纾困基金的主要运作方式是股票转质押、股权协议转让、认购上市公司非公开发行股票、大宗交易及并购重组等方式，参与上市公司股票交易，

图 3：民营上市企业纾困基金运作模式



资料来源：民生证券研究院整理

2.3 2022 年地产流动性风险纾困基金

为应对地产波动，近期已有类似“纾困基金”操作。

其一，AMC 收并购化解地产企业风险。

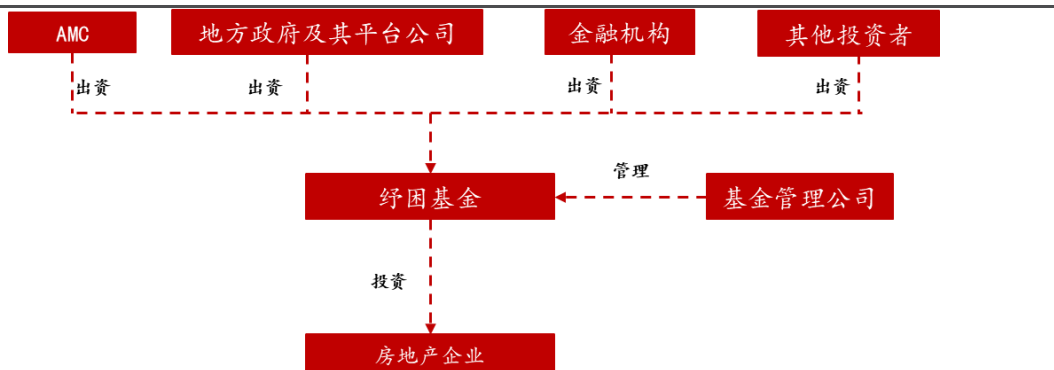
AMC 发行债券或者向银行申请并购贷等方式筹集资金，直接收购困难房企项目或银行债权。2022 年 8 月 5 日，四大 AMC 之一的中国华融宣布与阳光集团签署《纾困重组框架协议》，参与阳光城纾困工具。

地方 AMC 与当地房地产协会及其他政府平台，联合成立纾困基金。例如浙江省房地产业协会（社会组织）与浙商资产达成合作协议，成立了 100 亿规模的“并购重组专项资金”，用于房地产企业的解危纾困。

其二，地方政府牵头设立地产“保交楼”纾困基金。

今年 8 月初，河南省郑州市下发《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》，由中心城市基金下设立纾困专项基金，规模暂定 100 亿元，采用母子基金方式运作。相关开发区、区县（市）根据纾困项目，吸引不同类型社会资本共同出资设立子基金，通过资产处置、资源整合、重组顾问等方式接入停工楼盘，盘活重点问题楼盘，为困境地产项目引入增量资金，解决房地产企业资金流动性的“燃眉之急”，保证地产项目完工，保证购房消费者权益。

图 4: AMC 参与纾困房企的模式



资料来源：民生证券研究院整理

3 解构纾困基金的实务操作模型

纾困基金旨在化解风险，具有较强政策导向性，故此纾困基金主要由地方政府、金融机构牵头成立。解构纾困基金的微观运行机制，有助于我们更加深刻理解纾困基金的操作原理。

3.1 资金来源：地方政府和金融机构牵头，撬动社会资金

纾困基金主要有两种运行模式：第一类纯地方政府牵头发起，第二类“地方政府、金融机构、社会资金共同参与”。

地方政府通过平台公司注资，较少由地方政府直接出资。

现有纾困基金案例中，国有资金出资比例通常较高，国有出资部分基本通过地方政府平台公司或金融机构完成，较少涉及政府直接出资等财政性资金。

金融机构可以用自有资金、募集资金等多种方式参与。

当前金融机构参与的典型案例主要分为两大类：

第一类是有金融机构等合作**共同成立基金**，这种情况下各类金融机构多是采用自有资金出资，这种方式主要以**AMC、商业银行**等机构为主。

另一类是金融机构**发行基金或资管产品等募集资金**，这种方式可以吸引更多社会资金参与进来，但由于成立资管类产品需要满足资格要求，同时会对投资项目的收益率有较高要求，所以采取这类方式的机构主要以券商、保险等持牌机构。

目前市场上的纾困基金多为金融机构或地方政府、国有企业发起设立，鲜有民营机构和市场资金主导。

即便社会资本参与金融机构或地方政府牵头设立的纾困基金，投入的资金量也不大。原因有二。

其一，社会资金参与项目的收益率无法保障。社会资金往往担心纾困基金援助项目，无法

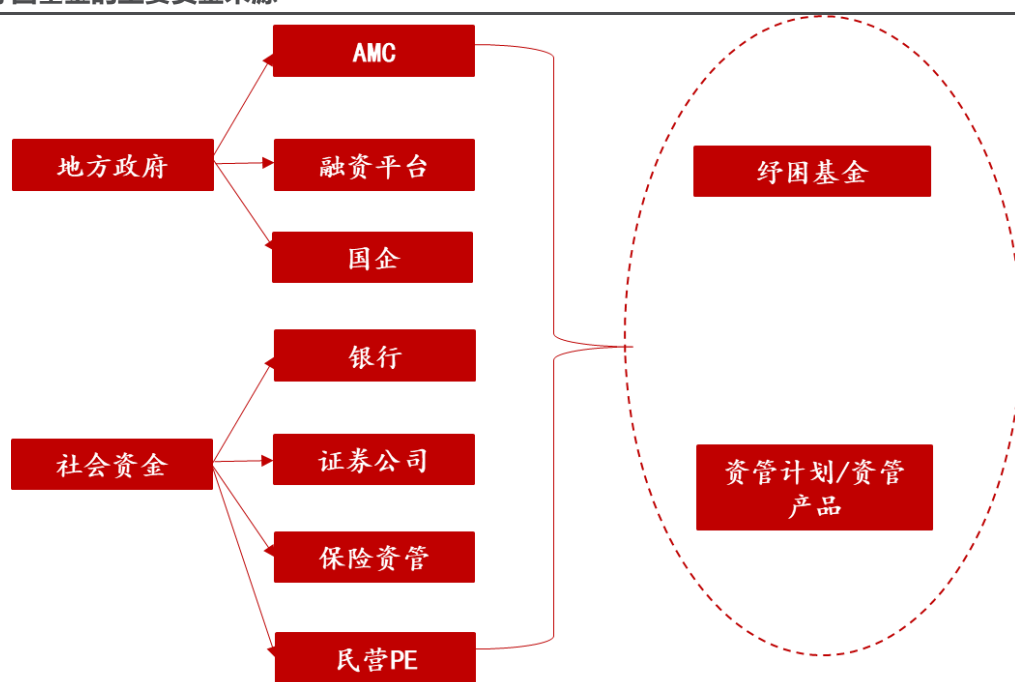
保障收益率，甚至担心投入的资金有去无回。出于对资金安全性的角度考虑，社会资金对参与纾困基金保持审慎态度。

其二，社会资金担心在基金运营中无法获得话语权。如与地方政府合作发起纾困基金，其在后续管理和运营基金的过程中话语权不够，无法取得投资主导权。

当前纾困基金的资金来源普遍依赖于财政资金、金融机构自有资金。

当前经济压力大，地方财政资金较紧张，而券商、私募股权基金的资本实力有限，难以提供充足的资金支持，只能依赖商业银行、国有企业出资等。

图 5：广义纾困基金的主要资金来源



资料来源：民生证券研究院整理

3.2 基金形式：私募股权基金为主，少量资管产品类型

纾困基金设立形式主要有两种：私募股权基金和资管产品。不同金融机构选择不同。

私募股权形式的机构主体要求低，投资方式选择更加多样，回报周期偏长。相较资管产品，私募股权基金优势更加明显，故而当前纾困基金主要以私募股权基金为主。

资管产品资金筹集范围更加广泛，也更能够吸引社会资金参与，因而也有部分纾困基金采用资管产品。

资管产品形式设立的纾困基金，包括证券公司资管计划、保险资管产品项目。

以证券公司资管计划为例，2018年11月，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。同时银行、保险、国有企业和政府平台等机构将资金投向子资管计划，形成1000亿元总规模的资管计划，专项用于帮助有发展前景的上市公司纾解股权质押困难。

券商资管计划有明确的存续期，且受制于监管要求，只能投资上市公司股票，对持有的单

个企业的股票规模存在上限约束，在实际执行过程中受到的约束较大。

私募股权基金形式的纾困基金，主要包括地方政府牵头设立的专项基金，证券公司通过私募投资子公司设立的专项基金。

私募股权投资基金既可以通过开立证券账户参与非公开发行、协议转让、大宗交易等方式，购买已上市公司股票，也可以参与上市公司并购重组，通过取得目标项目或企业，对纾困项目或企业的经营管理施加更大的影响力。

同时股权投资基金相比于资管产品存续期长，纾困基金虽然能救一时之急，但能否彻底化解待救助企业的自身风险，仍需要一定时间的检验。股权投资基金有利于明确企业和项目的发展方向，避免短期投机行为对被困企业和项目造成“二次伤害”。

图 6：私募股权和资管产品的比较

	私募股权基金	资管产品
成立资格	私募股权基金	券商、公募、保险等持牌机构
资金募集范围	小于200人	公募基金一般不设上限，券商资管计划、保险资管计划为200人以下
期限要求	不少于5年	大多数在0-5年之间
投资方式	股权、债权等非标准化产品偏多	募集范围越广、对标准化资产投资比重越高

资料来源：证监会，银保监会，民生证券研究院整理

3.3 投资模式：股权和债券投资模式适用场景不同

纾困基金投资模式主要有股权和债权两种。

股权投资，可对项目形成实际控制，并可对未来企业运营管理施加影响。

债权模式，主要应用于解决被困项目和企业的短期流动性压力。

股权投资涉及困境企业的控制权变动。

股权投资模式主要分为财务投资和战略投资。股权股份转让，或伴随着控制权变动。主要投资方式有协议转让公司股份、资产重组、资产注入等。

股权型投资主要适合有意愿出让较多股权、或股东有减持意愿，或者纾困基金对被困项目和企业的运营管理施加影响的情况。

股权投资型纾困基金，通过股权投资纾困企业，重新塑造项目信用资质，推动被困企业或项目回归良性发展。

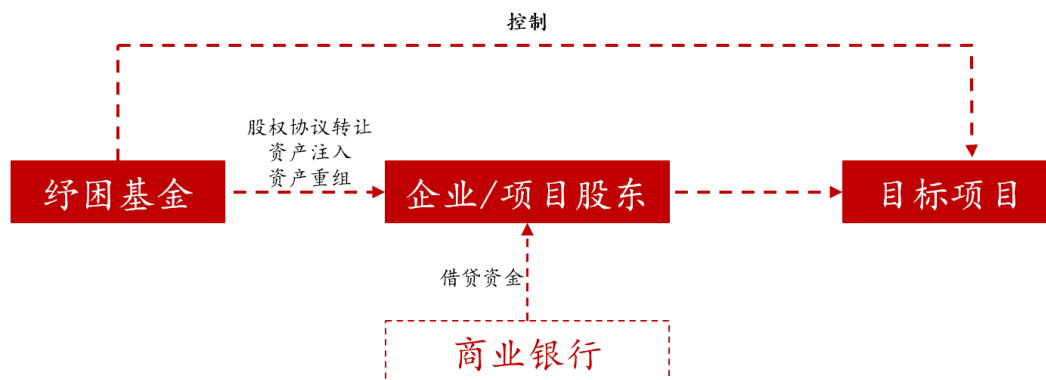
债权型投资或是解决被困企业或项目燃眉之急首选。

纾困基金通过借款方式帮助被困项目企业渡过资金不足的难关，同时偿还适量债务，推动企业或项目重新健康运转。

这一过程中，被困流动性问题短期内得到缓解，但融资会到期，若企业和项目流动性问题仍未得到缓解，那么投资的资金可能难以收回。

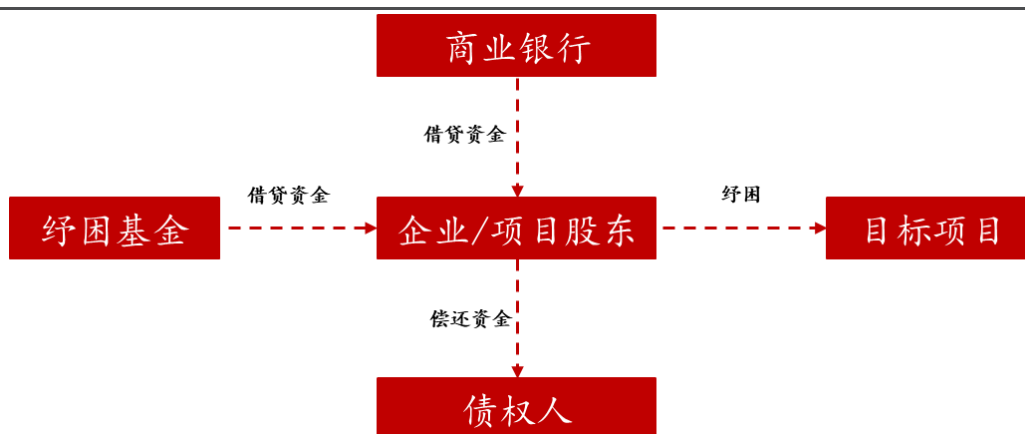
这一模式对被困企业和项目要求较高，主要适合股东短期出现资金缺口情形。

图 7：纾困基金通过股权投资对目标项目实施控制



资料来源：民生证券研究院整理

图 8：纾困基金通过债权型投资纾困



资料来源：民生证券研究院整理

4 纾困基金发挥效用需要处理三个关键点

纾困基金最终目的只有一个，纾解困境企业的流动性压力。落脚到具体操作上，纾困基金在资金来源主体、基金设立形式、投资模式等，均存在多样化选择。

然而不论在微观操作上有多少细节差异，纾困基金若要有效发挥作用，必须处理好三个关键点。

其一，如何有效寻求纾困基金的资金来源。

既有经验来看，中国纾困基金高度依赖地方政府出资。然而当前经济增速放缓，地方政府土地出让金下滑，地方财政腾挪的空间较为有限。

相较往年地方财政丰厚时期，当下地方政府出资成立纾困基金，难度或更高。考虑到当下

地产价格下行，低能级城市面临的不仅是地方财政不足，还面临地产项目收益偏低，难以吸引社会资金参与，这种情况下，纾困基金的资金来源并不容易筹措。

纾困基金的本质是用特定信用注入，撬动更多资金解决问题企业流动性困境。若当下地方财力偏薄，关于未来纾困基金的资金来源，我们可以更多关注**地方财政收入之外的资金**。

其二，如何有效推进纾困基金的落地进度。

信息不对称导致筛选纾困企业和项目的标准难以把握。困境地产项目由于进入到不良阶段，可能涉及很多问题，包括债务纠纷较多，很可能还存在潜藏的或有负债。对实际项目的运营了解不够深入，导致实际推进速度低于预期。

另外一方面，若参与纾困基金的投资人较多，对纾困标的的选择及纾困方式或较难达成一致，出于对资金安全性的角度考虑，多数机构对企业或项目的救助保持审慎态度，也会导致部分纾困基金推进放缓。

其三，能否实质性改善困境企业经营压力。

纾困基金操作内核是解决困境企业流动性问题。至于困境企业的经营及行业格局，并非纾困基金运行重点。

对应到保交楼问题处理上，当前地产问题突出特点是房地产销售弱，而地产销售是房企最重要的资金来源。纾困基金能否解决困境房企的流动性约束，取决于能在多大程度上改善居民购房风险偏好，进而改善居民偏好，带动一轮地产销售企稳，这将决定房企和房地产行业能否回归正常健康发展。

5 风险提示

1) **地产政策调整超预期。**若地产政策调整超预期，会导致本文描述的模式与实际产生较大的偏差。

2) **疫情影响超预期。**若疫情影响范围和时间超过预期，会导致经济会受制于疫情迟迟无法恢复，但疫情后续发展的情况超出本文描述范围。

插图目录

图 1: 纾困基金的定义.....	4
图 2: 地方债务保障基金运作模式.....	5
图 3: 民营上市企业纾困基金运作模式.....	6
图 4: AMC 参与纾困房企的模式.....	7
图 5: 广义纾困基金的主要资金来源.....	8
图 6: 私募股权和资管产品的比较.....	9
图 7: 纾困基金通过股权投资对目标项目实施控制.....	10
图 8: 纾困基金通过债权型投资纾困.....	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026