

城投供应链金融新局

监管部门对于城投供应链金融的态度正在从融资优先转变成追求平衡性。

文 | 沈浪



一个金融产品从爆火到遇冷需要多久？城投供应链金融的回答是一年。

一年发行 39 单

根据万得（Wind）数据库有关数据，2020 年，我国城投供应链金融产品开始加速发行，当年资产支持证券（ABS）产品发行了 17 单，总金额为 45 亿元；2021 年，城投供应链 ABS 产品发行数据刷新为 39 单，总金额达 156 亿元，同比增加 247%。江苏省城投公司发行的供应链 ABS 产品数量最多，分布在南京市、泰州市、淮安市、盐城市等地。江西、云南、福建和山东等省的省级城投公司发行的供应链 ABS 产品数量也较多，引起了投资者的广泛关注。

城投供应链 ABS 的快速发展，可以说是多因素共同作用的结果。

从 20 世纪 90 年代开始，我国各地纷纷设立城市建设投资公司（以下简称“城投公司”）。作为地方政府通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立的经济实体，城投公司从事特定的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格，是地方政府最主要的投融资平台，承担城市资产投资和经营活动的职责。

城市建设和区域发展离不开资金。在相当长一段时间里，不少城市不得不将本地城投公司作为主体，公开发行人企业债券和中期票据，这种模式在国内城市发展中起到了至关重要的作用。不过，硬币的另一面是，城投公司大量发债放大了地方政府的风险。

从表面上看，城投公司在资本市场上公开发债是普通的企业行为，其实并不尽然，投资者对城投公司的金融产品几乎来者不拒，完全是看中了地方政府的背书。随着债务规模的急剧扩大和监管风向的转变，城投公司在市场上引起的争议越来越多。为了降低地方的债券规模与风险，对城投公司的监管近几年明显趋紧，

发行难发行贵的问题开始显现。2020 年 8 月，城投公司信用债推迟或者发行失败的规模为 566.97 亿元，部分地区城投公司的实际融资成本已达 12% ~ 13% 甚至更高。

不过，产业化升级是一种客观需求，完全禁止城投发债也不现实。2020 年 9 月，中国人民银行等八部门联合发布《关于规范发展供应链金融支持供应链产业链稳定循环和优化升级的意见》，提出从供应链产业链整体出发，运用金融科技手段，整合物流、资金流、信息流等，在真实交易背景下，构建供应链中占主导地位的核心企业与上下游企业一体化的金融供给体系和风险评估体系，提供系统性的金融解决方案，以快速响应产业链上企业的结算、融资、财务管理等综合需求，降低企业成本，提升产业链各方价值。2021 年 3 月，政府工作报告又首次专门提及“创新供应链金融服务模式”。

这表明，相关方正试图将城市建设投融资从非市场化和部分市场化的方式转换成纯市场化的方式，城投供应链金融快速发展也就不意外了。

供应链金融的运行模式

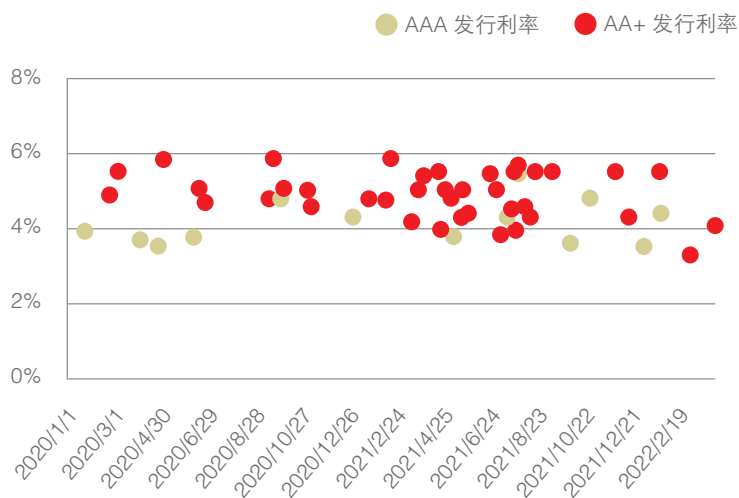
本质上，供应链金融旨在帮助企业盘活应收账款、预付款项和存货等流动资产。国内城投供应链金融产品主要分为资产支持证券（ABS）与资产支持票据（ABN）两类。从发行场所来看，交易所发行的城投供应链 ABS 占绝大多数，笔数占比达到 95% 以上，银行间发行的城投供应链 ABN 占比很小。

城投供应链 ABS 产品的基础资产大多为原始权益人对债务人享有的应收账款债权及其附属权益，应收账款类型主要包括工程类、贸易类、采购类、服务类及设计费、监理费、检测费等，由原始权益人在专项计划设立日转让给管理人。

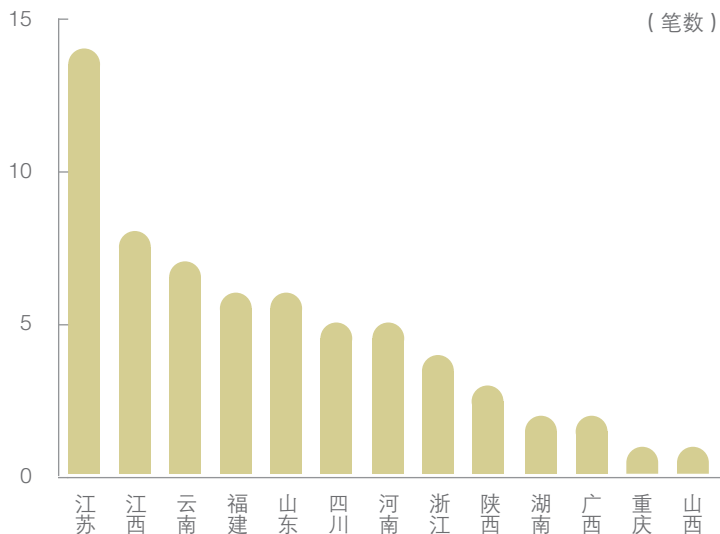
中证鹏元的研究显示，城投公司主要通过两种方式实现外部增信：一是作为共同债务

4 月以来共有 11 家城投公司评级遭到下调，其中，4 家城投公司主体评级被下调，7 家城投公司评级展望由“稳定”调整为“负面”。

2020年以来AAA、AA+城投供应链优先级产品发行利率



部分地区城投公司发行供应链资产证券化产品数量



资料来源：万得、公开资料，中证鹏元整理

人出具《付款确认书》，对子公司每笔应付款项进行付款承诺；二是作为差额支付承诺人对ABS优先级证券的本息兑付提供差额补足义务。这意味着城投供应链ABS产品的偿付保障主要来自核心企业，在没有第三方差额补足或担保的情况下，债项的级别一般等同于核心企业的信用级别。

因此，城投供应链ABS产品大多采用“1+N”反向保理模式，其中“1”为核心企业即城投公司，“N”为上游供应商。初始债权人也就是上游供应商向城投公司或下属公司提供服务、货物等从而享有对债务人的应收账款债权；初始债权人与保理公司签订《应收账款转让合同》，将应收账款债权转让给保理公司，并同意保理公司将其作为基础资产转让给专项计划。初始债权人及保理公司分别向债务人发出《应收账款债权转让通知书》，债务人在收到后出具《买方确认函》对基础资产进行确权。

此外，供应链资产证券化产品还有“N+N+N”模式，包含N家供应商、N家核心债务人、N家原始权益人、N种基础资产类型、N种增信方式等。这种模式可实现将不同核心企业的应收账款债权分期打包发行，各期参与主体亦可以变化，灵活度更高。但截至目前，城投公司发行的“N+N+N”模式供应链ABS产品还比较小众。

城投供应链ABS产品期限多为一年左右，核心企业信用级别多数为AA+及以上，AA+级公司发行的数量占比为75%，AAA级公司占比为23%；发行利率基本为3.5%~6%，略高于城投信用债，但比非标融资利率要低很多。

为了保证核心企业的质量，部分省市制定了一些针对性的管理方案。2021年2月，山东省财政厅、省工信厅、中国人民银行济南分行联合发布《关于强化财政金融政策融合促进供应链金融发展的通知》，决定根据山东省产业

规划，围绕制造业重点产业集群和产业链优选核心企业，建立核心企业“白名单”制度，并实行名单动态管理。中国人民银行济南分行指导金融机构对纳入名单的核心企业，实行供应链融资专项授信额度管理，精简上下游链条企业贷款审批环节，提高全流程处理效率，同时根据白名单内核心企业供应链金融业务开展情况，给予多个维度的财政专项资金支持。

监管的新动向

任何金融产品一哄而上都不是好现象，必然会出现这样那样的问题，城投供应链 ABS 也不例外。

中泰证券债券与结构融资部高级副总裁薛雅雯曾带领项目组完成过全国首单地级市基础设施类供应链 ABS、全国首单地方国企建筑类供应链 ABS。她认为，当前供应链金融 ABS 产品面临的难点较多，需要从真实性、合规性、有效性三个方面综合考量，全面把握底层资产的风险，目前对于核心企业信用的依赖很大，这带来了风险集中与资产有限两大问题。事实也是如此，4月以来共有11家城投公司评级遭到下调，其中，4家城投公司主体评级被下调，7家城投公司评级展望由“稳定”调整为“负面”，大部分城投公司存在逾期债务或不良贷款，甚至多次被纳入失信执行人名单。

监管部门早就意识到了这些问题。2021年7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解的工作指导意见》，文件规定不得以任何形式新增地方政府隐性债务，加强融资平台新增融资管理，实施分类管理。重拳之下，原本高歌猛进的城投供应链 ABS 迎来急刹车。据不完全统计，2021年7月高峰时一个月就有10笔城投供应链 ABS 产品成功发行，而随后的5个月时间里却总共仅有9笔产品落地。

今年以来，地方政府的财政收入不容乐观，对于所属城投公司的支持力度明显下降，这导致后者更加需要供应链金融 ABS 等市场化的融资渠道。那么，在新的监管背景下，城投公司应该如何开展供应链业务呢？

专家认为，城投供应链金融 ABS 发展需要从以下三点发力。

首先，城投公司应该竭力争取地方政府的大力支持。作为地方政府出资的国有企业，城投公司的成立、发展与地方政府有着紧密的联系，离不开地方政府的大力支持，更离不开地方政府在行业引导、财税金融政策方面的扶持。

其次，应重视产融结合，通过参股、混改等形式成立基建供应链公司，将供应链金融嵌入基建行业，通过将核心企业的信用价值传递到上下游企业，解决产业链条上各个主体企业的融资问题，提升整个产业链运作效率，为地方产业发展赋能。

最后，应该依托数字技术和大数据，通过挖掘和分析供应链上下游企业交易数据，建立数据风控模型，提升风控效率，降低综合成本，实现供应链的持续、健康发展。从长远来看，城投公司应将核心企业的主体信用转换为资产信用，把握住底层资产，这是做好供应链金融产品的关键。

这些观点和近期监管部门出台的政策是相吻合的。官方收紧城投供应链发行政策后，市场其实并没有停滞，供应链金融资产证券化产品的发行一直在继续。业界观察表明，主体企业信用级别在 AA+ 及以上、未涉及隐债的城投公司仍可以成功发行。换句话说，监管部门对于城投供应链金融的态度正在从融资优先转变成追求平衡性，金融创新、服务实体经济与风险把控，一个都不能少，短期会有阵痛，长期则看好。□

城投公司应将核心企业的主体信用转换为资产信用，把握住底层资产，这是做好供应链金融产品的关键。