

城投寻找股权投资“新资金”

本报记者 石健 北京报道

从补充流动资金到股权投资，城投发债在发生转变。

Wind显示，截至2021年末，存量纾困专项公司债券共计66只，规模780.5亿元，其中城投公司发行的

盈利补充 vs 减值风险

目前，已经有多家城投公司在股权投资中获益。

伴随监管环境的持续趋紧和传统基建业务的逐渐饱和，城投公司的生存发展面临越来越多的约束和挑战。城投公司出于拓展业务领域、增厚公司盈利的目的，会通过股权投资的方式去参与到更多的行业，以实现多元化业务战略并创造新的盈利增长点。

截至目前，已经有多家城投公司在股权投资中获益。重庆两江新区某城投公司在2020年获得11.37亿元投资收益，较上年大增70.5%，主要原因是对联营企业的投资收益，根据年报显示，股权投资收益在营业利润中的占比高达35.2%，对公司盈利形成重要补充。

一位城投公司负责人告诉《中国经营报》记者，“从城投业务特点来看，具有一定周期性的业务是城投比较热衷开展的，而长期股权投资也成为城投投资的重点方向。长期股权投资是指对被投资单位实施控制、共同控制和重大影响的权益

多种债券模式

目前，城投有多个债券品种可供选择，募集资金用于股权投资。

一方面，城投选择股权投资作为公司新的盈利点的趋势在扩大；另一方面，与股权投资相关的债券品种也开始增加。

值得注意的是，城投发行公司债、私募债的难度在加大，发行企业债有日渐升温之势。对此，有业内人士告诉记者，“因为企业债发行门槛本身较高，所以成为一些评级水平较高的城投公司的选择。”

仅在2021年三季度，城投共计发行了292笔企业债，较上年同期增加95笔。采访中，记者了解到，作为企业债一种的基金债，成为城投作为股权投资的重要资金支撑。

“一方面基金债可以发起基金、出资认购基金份额或股权、扩大基金资本规模等。另一方面，由于发行主体未必是基金管理人，除

数量共计31只，规模397.9亿元。对于为什么城投会占据发行量的一半，中证鹏元研发高级董事袁荃荃告诉记者，“这主要与城投为纾困股权投资公司而募集资金有关。”事实上，除了纾困专项公司债券外，基金债等一系列债券产品已经纳入

性投资，也包括了对子公司投资、对合营企业投资和对联营企业投资。”

截至2020年末，宁波杭州湾某城投公司的长期股权投资余额为36.58亿元，较上年末增长12.66%。具体来看，该部分资产包括33.43亿元的对合营企业投资和3.15亿元的对联营企业投资。2020年，公司实现1.17亿元营业利润，投资收益1.75亿元，反映出公司盈利对投资收益的依赖度极高。

不过，长期股权投资也存在一定的风险。截至2020年末，宁波某城投公司长期股权投资余额为24.34亿元，较上年末大幅增长7.72亿元，系公司对股权基金的追加投资。2020年，公司因持有或处置长期股权投资而取得的投资收益共计0.19亿元，占营业利润的比重约为10%，对公司盈利有一定的贡献。不过，公司长期股权投资存在较大减值风险，根据该公司披露的公告显示，股权基金投资了一

政府外的任何主体均可发行基金债，致使城投可为对产业基金出资而发债募资。”

Wind显示，截至2021年年末，存量基金债共计60只，规模746.92亿元，其中城投公司发行的数量共计24只，规模255.21亿元，共涉及17家发行主体。在上述17家城投公司中，AAA级、AA+级、AA级的数量分别为9家、6家、2家，对应的存量基金债规模分别为166.01亿元、74.2亿元、15亿元。对此，袁荃荃认为，“能够发行基金债的主体，集中在高信用级别的特征十分显著。”

梳理募集资金用途，较多地集中在对产业基金等出资、增资或缴纳公司已成立基金的出资额，其中有19只债券的募集资金100%投向产业基金或直接用于股权投资，如

城投作为股权投资的募资视线范围。同时，已经有部分城投因此产生收益，其中，重庆两江新区某城投公司在2020年获得11.37亿元投资收益，占据公司收益的七成。

对此城投开展股权投资，袁荃

城投公司股权投资债券的适用性				
股权投资债券类型	存量债所涉主体数量	募集资金可用于股权投资的比例	募集资金使用灵活性安排	适用性评价结果
基金债	17	100%	无明确规定，部分可用于补充流动资金、偿还有息债务、项目投资投资等用途	非常适用
双创孵化专项债	0	100%	偿债保障措施较为完善的情况下，可使用不超过50%的募集资金用于偿还银行贷款、补充营运资金	适用性尚可，但发行经验较少
权益出资型票据	18	100%	除国家重大战略项目外，募集资金用于权益出资的金额不得超过发行人拟出资总额的60%；若募集资金最终用于项目资本金，则不得超过发行人拟出资金本总额的50%；部分资金用于偿还有息债务	非常适用
双创专项债务融资工具	16	不超过30%	不低于70%的募集资金可用于偿还银行贷款、补充企业营运资金、园区项目建设等	适用性一般
双创公司债券	12	70%~100%	不超过30%的募集资金可用于补充营运资金、偿还有息债务等	较为适用
纾困专项公司债券	17	70%~100%	不超过30%的募集资金可用于补充营运资金、偿还有息债务等	较为适用

资料来源：中证鹏元

家新能源汽车项目，累积投资已达20亿元，但是由于该汽车公司出现资金链断裂，致使该城投公司目前存在资产减值损失，且对公司未来盈利形成了潜在拖累。

记者梳理发现，城投公司进行长期股权投资的规模一般在10亿元以上，甚至多数在几十亿元，在

浙江省湖州市某县级城投公司所发的8亿元基金债。

除了基金债外，发改委还在2015年推出了双创孵化专项债。

目前，已经有城投发行了双创孵化专项债。截至2021年年末，债券数量共计40只，规模252.85亿元。不过，袁荃荃认为，“值得注意的是，城投公司尚未以有限合伙人的身份发行过双创孵化专项债，用于投资双创类项目或扩大双创孵化投资基金规模，不过这也提示了新的发债思路和一定的发债机会。”

作为公司债一种的纾困专项公司债，也成为城投进行股权投资的一种金融产品。根据沪深交易所相关监管问答、答记者问等公开表态，其发行主体包括国有资产管理公司、金融控股公司、开展投资

车方案的相应服务由上海蔚来融资租赁有限公司（以下简称“蔚来租赁”）提供。

对于蔚来租赁推出零首付融资租赁购车方案的原因以及融资租赁方案的产品设计的相关问题，记者致函蔚来租赁进行采访，截至发稿前，对方并未给出回应。

在车咖院创始人兼CEO黄成

手铜。如今各类贷款产品已经将市场份额瓜分殆尽，车企又将目光瞄向了融资租赁业务。“贷款产品有首付的限制，如新能源车贷款产品最低首付为15%，燃油车的最低首付为20%。而融资租赁却是没有相关限制的，因此许多厂家，尤其是造车新势力推出首付更低的产品，试图吸引更多客户。”

根据中国人民银行、中国银

购车款，最终获批38万元额度，还需要支付2万元首付款。具体是否能够申请成功以及获得多少融资额还要交由风控部门审核。

黄成伟指出，汽车融资租赁主要面向三大类客群，一是征信有瑕疵的客户；二是有特殊需求的客户，比如需要低首付；三是不确定性客户，比如需要灵活的金融产品。按上述申请需求，第一类客户已经被排除在外，剩下的用户中，能申请到融资款项的人群少之又少。零首付产品的推出虽然有严格的风控支撑，但是也将绝大多数目标客群拒

荃分析说，“一是，拓展业务领域，增厚公司盈利；二是，落实国家重大战略，推动重大项目建设；三是，发挥帮扶作用，履行社会责任。”

事实上，近年来城投在转型过程中，也逐步在拓展新业态。从数

城投公司股权投资债券的适用性				
股权投资债券类型	存量债所涉主体数量	募集资金可用于股权投资的比例	募集资金使用灵活性安排	适用性评价结果
基金债	17	100%	无明确规定，部分可用于补充流动资金、偿还有息债务、项目投资投资等用途	非常适用
双创孵化专项债	0	100%	偿债保障措施较为完善的情况下，可使用不超过50%的募集资金用于偿还银行贷款、补充营运资金	适用性尚可，但发行经验较少
权益出资型票据	18	100%	除国家重大战略项目外，募集资金用于权益出资的金额不得超过发行人拟出资总额的60%；若募集资金最终用于项目资本金，则不得超过发行人拟出资金本总额的50%；部分资金用于偿还有息债务	非常适用
双创专项债务融资工具	16	不超过30%	不低于70%的募集资金可用于偿还银行贷款、补充企业营运资金、园区项目建设等	适用性一般
双创公司债券	12	70%~100%	不超过30%的募集资金可用于补充营运资金、偿还有息债务等	较为适用
纾困专项公司债券	17	70%~100%	不超过30%的募集资金可用于补充营运资金、偿还有息债务等	较为适用

资料来源：中证鹏元

获取收益方面，也形成了一定的分化。一方面，一些投资项目可以对城投公司形成收益补充；另一方面，由于长期股权投资项目没有做好充分的项目评估，尤其是对投资对象的财务状况不甚清楚，致使存在资产减值和盈利拖累的情况。

袁荃荃告诉记者，“虽然，城投

或资产管理业务的其他企业等。

截至2021年末，存量纾困专项公司债券共计66只，规模780.5亿元，其中城投公司发行的数量共计31只，规模397.9亿元，共涉及17家发行主体。从募集资金用途来看，主要用于支持辖区内上市公司及其股东融资，以缓解上市公司及其股东的流动性压力，不超过30%用于补充营运资金、偿还有息债务。记者注意到，义务某城投公司就曾发行该类债券，项目来源及回款、专项资金投入等方面获得较多政府支持，此次发行纾困专项公司债所募集的资金不低于70%部分用于置换前期已投入的纾困资金，剩余部分用于补充流动资金。

对于六类融资渠道的选取，袁荃荃建议，从募集资金用途可用于股权投资的比例、使用灵活性安

事实上，低于汽车贷款最低首付限制的零首付、低首付融资租赁购车产品并非首次出场。除了此前特斯拉租赁上线的零首付融资租赁购车方案之外，目前小鹏融资租赁也推出了10%首付的融资租赁购车方案。

在车咖院创始人兼CEO黄成

行业监督管理委员会发布关于调整汽车贷款有关政策的通知，自2018年1月1日起，自用传统动力汽车贷款最高发放比例为80%，商用传统动力汽车贷款最高发放比例为70%；自用新能源汽车贷款最高发放比例为85%，商用新能源汽车贷款最高发放比例为75%；二手车贷款最高发放比例为70%。

蔚来租赁并不是首个尝试零

之门外，更像是吸引客户的噱头。

“目前国内的汽车融资租赁尚未发挥其核心的优势，而是一味照搬贷款产的设计。”在黄成伟看来，汽车融资租赁虽然可以突破贷款的最低限制，但是融资租赁和贷款有着本质的区别。以蔚来租赁的零首付融资租赁产品为例，其融资方案中提到年化利率、月供、总利息等仍没有跳出贷款的基本逻辑。

据黄成伟介绍，相较国内仍处于发展初级阶段的汽车融资租赁产品，欧美等市场的融资租赁产品已经向服务化、定制化转型。公开

据来看，股权投资需求日渐增加，如参股投资、股权收购、产业投资基金等。为此，监管部门近年来也推出了多种债券产品，支持城投公司开展符合国家产业政策和经济发展战略的股权投资。

城投公司股权投资债券的适用性				
股权投资债券类型	存量债所涉主体数量	募集资金可用于股权投资的比例	募集资金使用灵活性安排	适用性评价结果
基金债	17	100%	无明确规定，部分可用于补充流动资金、偿还有息债务、项目投资投资等用途	非常适用
双创孵化专项债	0	100%	偿债保障措施较为完善的情况下，可使用不超过50%的募集资金用于偿还银行贷款、补充营运资金	适用性尚可，但发行经验较少
权益出资型票据	18	100%	除国家重大战略项目外，募集资金用于权益出资的金额不得超过发行人拟出资总额的60%；若募集资金最终用于项目资本金，则不得超过发行人拟出资金本总额的50%；部分资金用于偿还有息债务	非常适用
双创专项债务融资工具	16	不超过30%	不低于70%的募集资金可用于偿还银行贷款、补充企业营运资金、园区项目建设等	适用性一般
双创公司债券	12	70%~100%	不超过30%的募集资金可用于补充营运资金、偿还有息债务等	较为适用
纾困专项公司债券	17	70%~100%	不超过30%的募集资金可用于补充营运资金、偿还有息债务等	较为适用

资料来源：中证鹏元

公司的部分投资并非自主决策，而是服从当地政府部门安排，这种情况下投资很大程度上带有政府意图，比如纾困、产业引导、招商引资等，但是，仍然需要充分警惕其对公司盈利的伤害性。毕竟，很多城投公司在进行股权投资时的目的是为了增厚利润。”

排、发行经验等角度综合考虑，城投公司若要发债用于股权投资，应优先选择基金债，其次是纾困专项公司债、双创专项债务融资工具，之后是双创孵化专项债。

银行间债券市场的权益出资型票据、双创专项债务融资工具2021年7月份发行政策有变，自此之后城投公司未有新发债券。不过，相关政策带有较强的敏感性和保密性，所以还是建议发行人、主承等及时关注业内政策，在选择债券类型时务必把握好政策动向。

“不过，如果城投公司主要希望通过发行创新债券品种以达到简化审核流程、提高审核效率的目的，同时拟将大部分募集资金用于偿债、补流或项目建设等常规用途而非用于股权投资，则应优先选择双创专项债务融资工具。”

伟看来，推出零首付和低首付的融资租赁产品是企业为了完善其金融产品线。不过，要申请零首付融资租赁产品，需要提供房产证明、银行流水等资料，其严格的风控审核标准很可能将大量目标客群拒之门外，该产品的推出也有可能是企业为了吸引客户的噱头。

首付的融资租赁公司。

2021年11月1日，特斯拉租赁就曾推出了零首付、最长5年的弹性融资租赁购车方案。不过，该方案上线仅仅三天后，就被特斯拉紧急叫停。11月4日，特斯拉重新对融资租赁的购车方案进行调整，首付变成了10%起，并取消了零首付融资租赁购车方案。此外，小鹏融资租赁推出了10%低首付的融资租赁产品。

资料显示，在欧洲，在以德国为代表的汽车市场上，“汽车订阅”租赁开始悄然盛行起来。该模式最大的特点是月供费用包含所有项目，采用灵活的租赁与解约流程，适应现代消费者简单、便利、快捷的消费理念。

在赵雯婷看来，中国的融资租赁行业仍在发展初级阶段，未来想要与汽车贷款形成错位竞争仅靠零首付是远远不够的，融资租赁公司还是应在借鉴国际先进经验的同时，不断摸索出适合本国国情的更加灵活的融资租赁体系。

上接 [B7](#)

预计提升门槛

事实上，近期《条例》的发布也在业内引起轩然大波，其中规定地方金融组织原则上不得跨省级行政区开展业务是业内最关注的問題。

鲁顺告诉记者，由于商业保理只经营单一的应收账款融资或者设备融资业务，不能直接发放贷款，且大部分都是依靠股东的产业，行业选择也非常有限，股东企业子公司及其业务遍布全国，甚至是全球。因此，买卖双方都在一个省的又符合商业保理公司或者融资租赁公司业务准入的其实不多。

记者观察到，目前大部分的商业保理公司集中注册于天津、上海、广东的深圳、广州等地。关于产生这一现象的原因，鲁顺表示，这主要与股东注册地的监管部门对保理业务的熟悉与否以及审批严格与否有关，但如上所说，实际业务上并非集中在保理公司注册地。

事实上，就上海、天津的经济规模和企业，很难容下这么多商业保理业务。如果真的实施禁止跨省经营业务，保理公司可能要大规模搬离上述区域回到股东经营地。但由于上述监管部门对商业保理的审批原因，企业不一定能够顺利迁移。因此，业内可能会产生规避跨省经营的办法，比如让融资客户在公司注册地省份成立融资子公司，成立供应链公司或经营租赁公司，通过其他保理公司、融资租赁公司（金融租赁公司）合作等。

鲁顺指出，需要注意的是，不论是怎样的规避方法，都将增加中小微企业融资成本，提高合作风险。例如，与其他机构合作产生的交易成本、税收成本等最终都会转嫁到中小微企业身上。同时，各种交易结构重叠，这些合作机构的业务偏好参差不齐，也会提高合作的风险。

对于限制跨省展业可能会对行业产生的影响，深圳市商业保理协会相关负责人向记者表示，倘若限制跨省开展业务，或将对服务产业链、供应链上下游小微企业的商业保理公司开展业务产生较大影响，市场和业务运营模式都将被迫大幅调整，可能会导致部分区域、或供不应求甚至形成零供应的失衡格局，一些商业保理公司业务可能无法持续运营下去。

综合来看，鲁顺认为，《条例》中关于跨省经营的部分一定会落地实施，但具体实施方式上不会采用“一刀切”，届时，很可能增加跨省经营的条件和要求，比如股东背景、资本金、成立时间、业务量等。此外，关于跨省的界定方式也有待明确。由于商业保理业务涉及到卖方、买方、保理公司，是限制所有主体均在省内，还是其中一方在省内就可以，还要看最终的政策规定。

对此，上述保理业内人士也持相同观点，其表示，草案中明确标注了禁止跨省展业有过渡期，以及细则需要进一步发布。参考小贷监管的案例，猜测还是以提升跨省展业的门槛为主，比如将注册资本要求提升到10亿元，以及过往合规评级良好。这一点本质上也与205号文类似，还是通过汰劣留良，让实力强、合规经营的企业获取更多市场份额，方便统一监管，而把一些小规模以及有合规瑕疵的企业逐步淘汰。

对于商业保理未来的价值，该人士认为，棚包监管，提升自身综合实力才能更持久的生存。整体看来，在这一系列监管操作后，商业保理牌照的含金量会更高，符合跨省展业门槛的保理企业会进一步扩大业务规模。

关于商业保理未来的发展路径，该人士则认为持牌公司需要打造数字驱动的供应链金融科技平台，才可以凸显差异化价值和可持续发展的潜能。而挑战在于如何提供差异化服务，如何利用科技能力去获取更多实时交易数据，如何更高效的识别和管控风险。其进一步表示，未来一定是正向保理的天下，整体是鼓励通过供应链金融扶持中小微企业和实体经济的。而正向保理就需要通过数据去完善风控，而不是依赖于核心企业确权。获取交易数据和分析数据的能力，将是商业保理公司的核心壁垒。