

优质城投债走热 市场分化再下沉

本报记者 石健 北京报道

随着市场资金流动性转好，近期流向城投债的资金量明显

增多。尽管资金面向好，但受到城投债自身评级和所在区域的影响，城投债的抢手程度反而进一步分化。

根据 Wind 数据统计，仅 5 月 16 日至 22 日一周，城投债一级市场平均申购倍数达到 3.7 倍，较 4 月初的不到 1.2 倍大幅

上升，同期产业债一级市场平均申购倍数则从 4 月初的 1.08 倍升至 1.14 倍。

东方金诚有关分析师在接

受《中国经营报》记者采访时表示，“进入 4 月以来，信用债投资需求旺盛。无论城投债还是产

业债，均表现出认购热度上升、收益率明显下行的特征，其中城投债认购热度更高。但是，受到评级和区域分化的影响，城投债分化趋势较明显。”

AAA 级债“一债难求”

多位城投公司负责人在接受记者采访时说，AAA 级城投债的优质性能够让投资机构实现一定的博弈目的。

“从市场反映来看，AAA 级的债券最抢手，甚至出现了‘一债难求’的局面。从我了解的情况看，江苏的苏中、苏北地区以及江西赣州，都存在不同程度的‘抢债’情况。因为地区城投债差异化较大，优质债券自然更抢手一些。”江苏苏北地区的一家城投公司负责人透露，“机构抢购 AAA 级城投债，主要还是因为 AAA 级的风险小，比较稳健。虽然利率低，但是像险资类的资金，其配置要求首先要考虑稳健，所以首选高等级的债券。”

Wind 显示，2022 年 4 月，城投债发行规模和净融资额同比均走弱，分别由上年同期的 5607.54 亿元和 1668.62 亿元降至 5214.39 亿元和 1127.48 亿元，同比降幅分别为 7.01% 和 32.43%。从债券发行数量来看，4 月城投公司共发行债券 744 只，较上月减少 111 只，降幅 12.98%。偿还量上，4 月城投债总偿还额环比小幅减少 37.96 亿元，降幅 0.92%，仍以到期偿还为主，发行量的收缩和偿还量几乎持平，导致净融资额回落较为明显，一季度城投债净融资额同比减少 820.34 亿元。

与城投债发行规模和净融资额走势相反，城投债在申购方面的热度增加。Wind 数据显示，5 月 16 日至 22 日仅一周，城投债一级市场平均申购倍数达到 3.7 倍，较 4 月初的不到 1.2 倍大幅上升，同期产业债一级市场平均申购倍数则从 4 月初的 1.08 倍升至

1.14 倍。就市场总体而言，东方金诚有关分析师分析城投债出现“申购热”的情况有四点原因，一是随着土地、房地产等市场降温，投资者更趋谨慎，会选择比较稳健的投资方式；二是稳增长压力下，货币政策边际宽松，流动性较为充裕，资金投资需求增加；三是股市自年初以来出现明显调整，资金流动性加大，继而进入债券市场，增加信用债配置需求；四是近期信用债供给有所下降。4 月信用债净融资额同比减少 15%，其中城投债净融资额同比减少 39%。信用债 5 月进入发行淡季，供给相对有限推升了信用债，尤其是城投债的投资热度。

值得注意的是，当前 AAA 级城投债受到市场的追捧，5 月 16 日当周平均申购倍数达到 2.05 倍，信用利差已降至历史较低水平。一位证券公司的投顾人员告诉记者，“AAA 级城投债的平均申购倍数不及整体市场平均水平，主要是因为 AAA 级城投债整体数量偏少，不及 AA+ 级和 AA 级的市场规模。但是从市场的反映来看，机构对 AAA 级的关注度是较高的，尤其是风险偏好相对较低的机构投资者更偏好 AAA 级城投债，包括银行理财、保险、公募基金等。”

有多位城投公司负责人在接受记者采访时说，AAA 级城投债的优质性能够让投资机构实现一定的博弈目的。

“就金融机构来说，如银行、保险公司等，有闲置资金还是会选择 AAA 级债券。AAA 级的发行量大，一笔债券的发行量至少在 5 亿元，有的甚至 30 亿元到 50 亿元，集中购买一笔风险低的债券有利于降低资金风险。”一位城投公司负责人告诉记者，“再比如一些头部券商，他们在购债方面都会进行排名，也会把发行量作为申购的首选。AAA 级城投债体量较大，成为券商的首选。”

记者注意到，一般情况下，AAA 级城投债的年利率在 3% 左右，AA+ 级的年利率在 4.5% 左右。虽然债券信用等级越低，收益率越高，但是收益率并不是投资机构首先看重的。在投资机构看来，除了评级高能够为债券带来稳定性，区域也是重点考虑的风险点。

前述江苏苏北地区的城投公司负责人表示，“一方面，AAA 级城投债发行利率不断下行，投资者为追求更高的票息收益，近期对于城市群建设等重点区域的 AA+ 级甚至 AA 级城投债的投资热情大幅上升；另一方面，像商业银行这类金融机构，可能从自身的实力上无法和中农工建等大行‘抢债’，但是他们也会考虑区域优先购买 AA+ 级的债券。以江苏省为例，江苏的城投债发行量一直处于全国头部，但是地区的南北差异很明显，同样 AA+ 级债券，苏南地区的就要比苏北地区的抢手。”

AA 级强化价值属性

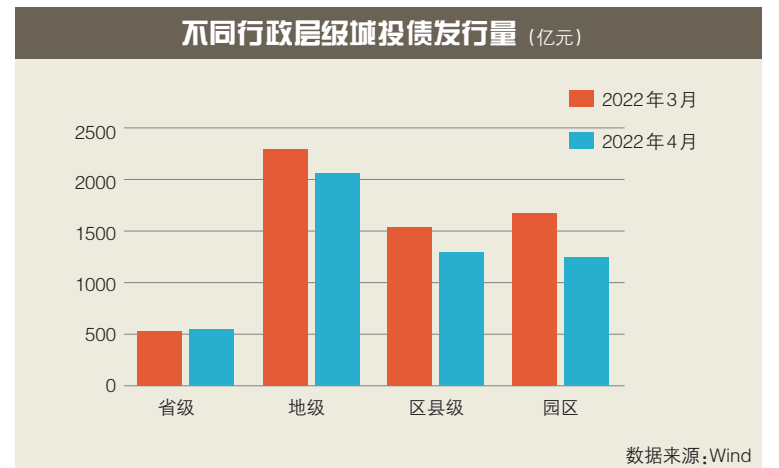
虽然 AA 级城投债在发行上存在一定的限制，但是具备价值属性的城投债依然有市场。

Wind 数据显示，AA 级城投主体净融资占比大幅下滑至 7.42%，收缩较为显著。对此，东方金诚有关分析师认为，“这在一定程度上显示了不同资质主体的融资分化，低资质主体可能面临更大的融资压力，与年初监管机构进行窗口指导的内容基本相符。”

该分析师告诉记者，“今年以来，城投债发行向中高级别集中的趋势较为明显，AA 级平台发行占比有所下降。一方面，严控地方政府隐性债务背景下，今年城投债融资监管整体偏紧，AA 级城投债供给减少。前 4 月，AA 级平台净融资规模较 2020 年、2021 年明显下降，其中江浙区域此前 AA 级平台净融资在全国占比过半，而 4 月净融资之和为负。另一方面，AA 级城投私募债融资占比较高，在经济下行、土地收入下降的背景下，导致投资者对于资质相对较弱的 AA 级平台较为谨慎。”

一位 AA 级城投公司融资部负责人告诉记者，“现在投资机构在购买 AA 级债券的时候，都有考核规定，即只能购买发行量的 30%，因为 AA 级城投债存在一定的风险，减少发行主体的购买量会降低一定的风险。不过，这也带来了连锁反应，一个机构只能购买债券的 30%，那么，发行一笔债券就需要至少找到 4 家机构来购买债券。如果想确保发行，又找不到购买机构，那么只能采取自持的方式。这在无形中加大了城投平台的资金压力。”

该融资部负责人坦言，“以往 AA



级城投债的发行还采取结构化的方式，即资金方和城投平台按照一定的比例来持有债券，但是由于结构化不良率较高，现在监管对这类产品已经明令禁止，所以自持成为很多 AA 级城投债发行的一种办法。”

在该融资部负责人看来，虽然 AA 级城投债在发行上存在一定的限制，但是具备价值属性的城投债依然有市场。“诸如银行、险资等风险偏好低的资金进入区县城投投资的可能较小，但是随着城投债在市场的投资信心企稳，尤其是一些经济发达区域的区县，就会迎来投资机会。特别是今年国家相继出台多项扶持县城的政策，以往的观念或因产业的调整升级而发生改变。”

对此，东方金诚相关分析师也提到，“AA 级城投债可以通过‘投石问路’的方式，通过政策利好强化自身债券的价值属性。比如从发行情况看，城投债的区域分化较为明显，发行量排名靠前的仍集中于山东、长三角、珠三角、川渝经济圈、长江经济带等重点发展区域。市场偏好这些省份的城投债，愿意进行一定程度的信用下沉，特别是

近期监管提出‘适度超前开展基础设施投资’‘保障融资平台公司合理融资需求’等要求，这些区域的一些 AA 级城投债也很抢手。”

但是，从数据来看，近期，东北、西北、西南多个省份城投债再融资表现不佳，净融资额持续为负。这些地区除部分 AAA 级平台发行情况尚可外，其他平台债券发行仍面临较大难度。对此，东方金诚相关分析师认为，“这就需要强化地方城投平台的整合能力，通过整合强化资产水平，提升区域发展信心，增强投资机构的认可度。”

该分析师认为，城投平台的整合还将有利于应对因大量资金涌入城投债而造成“资产荒”的状况，“在地方债务风险管控政策保持隐性债务‘遏制新增、化解存量’的总体思路不变的情况下，预计城投债净融资额将保持收缩，优质城投债‘资产荒’也将持续，盘活存量质量显得尤为关键。同时，对于固收投资者来讲，提高信用风险研究和管能力，不断挖掘产业债和其他固收类资产的投资机会，是化解城投债‘资产荒’问题的关键。”

对客利率持续下降 汽车金融“卷”向商用二手车

本报记者 刘颖 张荣旺 北京报道

后疫情时期，商用车金融已经进入红海市场。

此前，多位业内人士曾对《中国经营报》记者表示，由于商用车金融没有明确的定价，因此市场存在高融高贷的情况。“根据此前央行及原银监会的规定，金融机构只能按照车价的 80% 放款。但是，在商用车领域能够将车底盘和车厢分开计价，可将放款金额最高做到车辆价格的 130%。”

由于此前通过高融高贷方式抢夺客户逐渐暴露出了逾期风险，部分商用车金融公司也意识到了新车领域金融风险的激化，开始收紧新车金融放款政策。在此背景之下，二手车金融则成为商用车金融公司的新阵地。

不过，随着入局者的增多，商用二手车金融领域的内卷与日俱增。

三一汽车金融业务部负责人刘岳对记者表示，目前商用二手车金融领域对客利率虽然基本与去年持平，但是为了能快速打入二手车金融市场，争取让经销商在推荐金融产品时首选自家产品，商用车金融公司对经销商的结算利率已经由年化利率 8%~9% 下滑至 7%。

新车放款政策收紧

一位汽车经销商告诉记者，根据监管的有关规定，金融机构只能按照车价的 80% 进行放款。但是，商用车领域只有底盘有明确标价，而商用车金融公司在放款时是按照“底盘+车厢”价格的 80% 进行放款，这意味着车厢部分成为可以灵活操作的空间。如果经销商高开车厢发票价格，商用车金融公司的放款金额最高可以达到车辆价格的 130%，这就造成了客户在购买新车时出现高融高贷的情况。

一位资深业内人士表示，利用高融高贷来争取业绩，造成的后果就是收回成本的时间周期被拉长。一辆低首付 36 期融资的重卡，可能需正常还款 14~18 个月才能收回成本。如果客户在此期间出现经营问题或资金紧张，就会形成逾期，而公司尚未收回成本。此外，收回成本的时间周期拉长还会使车辆贬值的风险加大，客户的还款意愿下降。

新皓租赁副总经理谢胜立表示，“高融高贷的放款模式，实际是

二手车金融门槛高

商用车新车金融市场属于红海竞争，许多商用车金融公司开始拓宽业务的边界，转战二手车金融领域。据了解，目前，狮桥租赁、平安租赁、民生金租等数十家商用车金融公司都已经开展商用二手车金融业务，其中狮桥租赁的业务规模较大。

刘岳告诉记者，狮桥租赁在商用二手车金融领域的市场份额约为 70%~80%，是目前行业内商用二手车金融规模最大的企业。狮桥租赁的商用二手车金融业务起步较早，最开始布局该业务的原因是其新车金融形成一定规模，预见到了新车金融可能出现的坏账风

险，通过布局商用二手车金融，提升商用车的交易次数来覆盖风险。不过，刘岳告诉记者，虽然行业头部企业优势明显，然而限制新人局者发展的并非竞争对手而是自身的运营模式。多数新人局者看不懂二手车金融的经营风险，用经营新车的思路去做二手车，很难在二手车金融领域做大做强。

刘岳告诉记者，新车往往是厂家掌握车源，定价也较为透明。同时，国内大型新车经销商的布局也较为集中，厂家与经销商合作较为紧密，商用车金融公司在合作中通常掌握一定的话语权。然而，二手车的经营逻辑和新车完全不同，二

让次级客户享受了优质客户的待遇。如果客户经营状况良好能按时还款，那商用车金融公司可以比正常放款时盈利更多。但在行业下行周期中，很多商用车车主也存在经营压力，有可能出现逾期的情况。如果这类商用车车主提供高融高贷的金融服务，商用车金融公司的风险就会加大。”

与此同时，2021 年下半年商用车金融对客利率也下滑较为严重。

上述资深业内人士表示，商用车销量的下滑，直接导致商用车金融资产规模下行。然而，金融行业的资产荒导致越来越多的资金在寻找出口，进入到这个行业的金融机构越来越多。竞争加剧使得商用车新车金融的对客利率不断下降。“目前新车对客利率已全面进入 9% 时代，减去 2% 的运营成本，2% 的风险拨备，再减去资金成本，商用车金融公司的收益

空间很小。”

“未来，商用车金融公司需要



商用车销量的下滑，直接导致商用车金融资产规模下行。然而，金融行业的资产荒导致越来越多的资金在寻找出口，进入到这个行业的金融机构越来越多。新华社/图

调整风控模型，从多个角度评估业务风险，包括各行业差异的政策和发展情况、车辆的载重以及经营领域等。同时，还要考察客户的征信、流水、资产状况等。此外，渠道的资质、货源、实力等也是需要考

虑的问题。”谢胜立告诉记者。上述资深业内人士认为，为了限制无序竞争和盲目竞争，金融企业应严格遵守贷款和分期付款政

策规定。“各商用车金融公司应坚持审慎性原则，严格贷款审批制

度，不能对没有偿还能力或对于市场盲目乐观的人群给予金融支

持。此外，应严格延期还贷的相关要求，可以给予遇到疫情、封控等事实困难的客户一定的还款宽限，严厉禁止没有数据佐证、事实依据的展期，防止商用车金融公司出现流动性不足。”

在刘岳看来，商用车金融公司加速布局商用二手车金融领域还是应从自身团队建设入手，提升获客能力、服务能力，防止行业内出现恶性竞争的情况。

针对中小型第三方商用车金融机构，谢胜立认为，当下生存最为关键，因此在现行环境下不适合简单地“冲量上规模”。“建议遵循融资租赁经营风险的本质，加强风险控制逻辑的调整，提升企业的资源管理与处置能力，并按商用车细分市场特点，做好行业选择、业务结构调整，为商用车金融周期调整到位提前做好准备。”

据刘岳介绍，相比 2021 年下半年，2022 年商用二手车金融业务的对客利率虽然仍维持在 14%~17%，但是商用车金融公司给到经销商的结算价格已经由 8~9% 下