

城投债担保“强弱组合” 效力分化考验机构掘金能力

本报记者 石健 北京报道

随着“强担保+弱资质”的城投债担保模式在业内受到普遍认可，一些优质担保公司被竞逐的情况开始在市场上增多。

根据Wind显示，截至2022年4月25日，共有3763只担保城投债，合计规模21850.44亿元，占存量城

引发溢价效应

以往集团母公司为城投做担保的情况开始减少，而省级政府政策性担保公司成为融资担保行业发展的主线。

最近，江西省一家AA级的城投公司融资部一直在“盯着”一家省内担保公司的评级。“此前，省内没有AAA级担保公司。但是，这家公司刚刚评级从AA+调至AAA级。”上述城投公司融资部负责人对记者说。

记者在采访中了解到，城投公司不仅关注自身的主体信用评级，更关注于所在区域的担保公司的评级。该城投公司融资部负责人介绍说：“尤其是对AA级的公司来说，根据监管要求，都需要有担保公司进行担保。当然，主体信用级别越高，债券发行通过的几率就越大。”

一位债券融资顾问告诉记者，“对这家刚刚升级为AAA级的担保公司而言，接下来，不仅业务会有所增加，引发的溢价效应其实更值得关注。目前，这是省内唯一一家AAA级担保公司，自然政策上会出现一些倾斜。那么，其资本实力接下来也会随之提升，担保的证券很有可能出现溢价的情况，这就会极大地提升城投债的价值投资。”

从天风固收研报可以看出，自2021年以来，为首次发债的城投公司做担保的担保公司数量已经开始增加。对此，一位从事城投债的投资顾问告诉记者，“为首次发城投债做担保的公司增多，实际上就意味着目前城投发债存在一

投债的14.47%。有业内人士在接受《中国经营报》记者采访时说：“目前，城投债担保呈现一定的新趋势，即集团母公司担保的数量在下降。但是，省级担保公司做担保的情况开始增加，且呈现‘强担保+弱资质’的模式，担保公司的强弱也在影响城投债的收益。想要从中挖掘收益价值，对投资者而言，这一趋势值得关注。”

同时，东方固收研究团队亦认为，今年以来，城投债信用利差呈现进一步收窄，城投整体融资政策趋紧，估值波动存在一定的风险。基于以上因素，可以关注由专业担保公司所担保的城投债，“偏强的担保人+偏弱的发行人”组合可以平衡风险，同时提供一定的投资性价比。

定的难度，势必通过‘强担保+弱资质’的组合，来提升城投的融资综合水平。”

此外，据天风固收研报显示，相比较2020年四季度内无城投债担保情况出现，2021年四季度，为城投公司进行担保的担保公司已达到34家，涉及的债券共194.8亿元，多集中在安徽、四川、湖南、江苏、江西等省份，且主要以省级融资担保公司担保为主。

值得注意的是，以往集团母公司为城投做担保的情况开始减少，而省级政府政策性担保公司成为融资担保行业发展的主线。

对于为什么集团母公司为子公司担保数量有所减少，有业内人士分析认为，“这可能与现阶段城投不断整合有关。随着整合，集团体系内各子公司的融资定位都会发生变化，集团母公司则不会向以往一样按照‘一盘棋’的思维对子公司进行担保”。

在多位业内人士看来，集团公司担保数量的减少，对城投融资而言，并非更趋困难。相反，通过“强担保+弱资质”的模式，可以挖掘一些投资机会。

根据Wind显示，截至今年4月，担保公司担保的城投债主要集中在企业债，其次为私募公司债，规模分别为4462.61亿元、1622.31亿元，占比分别为54.96%、19.98%。由于企业债券一般要对应

项目且有担保措施要求，如“资产负债率在60%以上的城投类发债申请企业和资产负债率在70%以上的一般生产经营性发债申请企业，原则上必须提供担保措施；主体信用级别达到AAA级的，可适当放宽为资产负债率在70%以上的城投类发债申请企业和资产负债率在75%以上的一般生产经营性发债申请企业，必须提供担保措施”，因此企业债占据了担保公司担保城投债的半数。

从行权剩余期限来看，担保公司担保城投债剩余期限主要集中在2年至3年以及5年以上。其中，2年至2.5年、2.5年至3年以及5年以上的规模分别为1258.80亿元、1105.68亿元以及1366.40亿元，分别占总担保公司担保城投债的15.50%、13.62%和16.83%。

东方固收研究团队认为，经过2021年的投资“抱团”，城投债信用利差进一步收窄，主流区域城投债挖掘充分，票息水平吸引力偏弱。同时，城投整体融资政策趋紧，区域间分化演绎。尽管尾部区域虽还未出现公开市场实质性违约，但估值波动存在一定风险，城投债投资继续下沉空间不足，投资收益挖掘难度加大。可以关注由专业担保公司所担保的城投债，“偏弱的发行人+偏强的担保人”组合可以平衡风险，同时提供一定的投资性价比。

分化中挖掘价值

有业内人士认为，“寻求与优质担保公司进行合作，也不失为一种价值收益的挖掘。”

虽然业内普遍竞逐AAA级担保公司，但从实际的担保效力来看，亦存在一定的分化。

根据东方固收研报显示，同一发债主体在同一发行方式下有担保和无担保的发行信用利差，以发债主体信用利差压缩幅度来衡量担保公司的担保效力。公募债方面，全国性担保公司的信用利差压缩幅度居前，平均可压缩近100bp；非担保公司的信用利差压缩幅度次之，平均压缩40bp至70bp；地方性担保公司的利差压缩幅度相对更大，平均压缩80bp至90bp。综合来看，全国性担保公司的担保效力更强，地方性担保公司中，江苏、安徽、湖北的担保效力更强，而西南地区的部分担保公司并未带来信用利差的显著压缩。

就投资策略而言，江西某担保公司工作人员告诉记者，“担保效力较好的，往往所担保的各期限城投债的估值收益率普遍偏低，收益率水平在3.5%~4.0%，可以采取中长期策略；处于中档的担保公司，或存在一定代偿风险的，适当控制投资期限，可以考虑期限1年至2年的债券，收益率一般在4%以上；剩余担保公司资质分化，主要考虑1年以内的短债，

其平均收益率水平虽低，但存在一定的代偿风险，普遍在4.5%以上。同时，省级担保公司在目前以及未来融资担保体系中，重要程度较高，未来可能获取更多政府支持，而且政策性较强的地方性担保公司在协调当地资源方面具备优势。首先，建议积极关注省内唯一且聚焦省内业务的担保公司所担保债券，这类公司会得到政策偏重，同时也会得到所属地方政府的支持。

其次，对于省内唯一但在省外也有业务的担保公司，建议关注其省外业务范围及开展的稳健程度，较为稳妥的公司可以关注。最后，对于省内非唯一但业务聚焦于省内，同时区域整体经济实力等较强的，可以结合被担保主体的信用资质适当关注。”

采访中，有业内人士认为，“寻求与优质担保公司进行合作，也不失为一种价值收益的挖掘。”记者梳理发现，在省级担保公司中，包括浙江省担保、安徽省担保、北京首创、广东粤财等21家AAA级，以及东北中小企业担保、福建省再担保、黑龙江省担保等7家AA+级。

中泰证券认为，省级担保公司可以进一步细分为省内唯一和

非唯一的担保公司。省内唯一的担保公司方面，在AAA级中，聚焦于省内业务的江苏再担保、安徽省担保、浙江省担保、广东粤财、晋商增信担保效力较好，担保利差相对较高；湖北省担保、陕西省信用增进业务以省内为主，同时拓展省外业务，但整体业务开展较为稳健，市场认可度尚可；而湖南、贵州、广西等地的一些担保公司，或与其被担保省内弱资质城投本身认可度过差有关，认可度不高。在AA+级中，福建省再担保所属区域较好，聚焦省内业务，认可度较高。

此外，中泰证券研报还认为，主要地方性担保公司均为当地国有企业，能够受益于股东外部支持，且政策性较强的地方性担保公司在协调当地资源方面具备优势。安徽担保、江苏再担保、甘肃金控担保和武汉信用担保的净资产规模较大，担保放大倍数还处于偏低水平；而天府信用增进、重庆进出口担保的放大倍数则偏高。代偿方面，浙江担保、贵州担保、天府信用增进和晋商信用增进还未出现代偿，出现代偿的担保公司多数代偿率水平仍可控，但需要关注未来代偿风险。

“稳信贷”举措密集出台 农商行多措并举纾困小微

普惠金融的“供需矛盾”

本报记者 郭建杭
北京报道

近日，央行、银保监会连续出台多项稳增长、稳信贷的相关政策，推动银行等金融机构建立普惠小微长效机制。在此背景下，农商行对于服务小微企业的需求将得到释放。

部分农商行有对小微企业贷后坏账的担忧，农商行人士告诉《中国经营报》记者，“现在疫情对小微企业影响较大，会担心未来贷后的风险。”记者在采访中了解到，相对于金融机构对信贷风险的担忧，小微企业信贷需求减弱是信贷资金“淤堵”的主要原因。

对二季度以来受疫情影响信贷投放如何，以及是否对2022年信贷计划产生影响等问题，常熟银行(601128.SH)方面认为，“今年以来，受疫情影响，人员流动受限，客户需求、客户经理展业均受到影响”。但同时，常熟银行方面也表示，将提前做好客户授信储备。

近期，“稳增长”等一系列相关举措陆续出台，并着重针对建立普惠小微信贷长效机制出台了相关通知。

公开信息显示，5月23日，国务院常务会议进一步部署稳经济的6方面33项一揽子措施；25日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，要求前期确定的稳经济一揽子政策5月底前都要出台实施细则；26日，中国人民银行印发《关于推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制的通知》(以下简称“央行20条措施”)。

记者注意到，在“央行20条措施”出台后，农村金融机构积极响应，部分农商行已依据该措施的指引，有落地动作安排。

在当前经济大环境的客观情况下，农商行在支持小微企业、服务实体的过程中都存在哪些制约因素？农商行又该如何依据政策的指引，积极应对解决？

科技助力“纾困小微”

对于目前的信贷需求端整体情况，光大证券金融研究团队在5月29日发布的分析报告中指出，“中小企业和个体工商户经营压力加大；出口订单有所萎缩，制造业相关订单和产业有从国内向东南亚地区转移的苗头等”。同时，信贷需求明显偏弱时，流动性淤积在资金市场上形成“堰塞湖”，未来银行贷款利率或下行。

在业内人士看来，“央行20条措施”中对于建立普惠型小微信贷长效机制所面临的解决之道，是从多维度入手解决制约金融机构放贷的因素，如健全容错和风险缓释机制，调动信贷人员敢贷积极性；

对此，江苏如皋农商银行普惠金融部主管王晓告诉记者，近年来，随着供给侧结构性改革深化，普惠金融成为金融机构下沉服务的重要环节，同时也是金融机构改善客户结构的重要方式。目前，总量层面的“融资难”得到了初步解决，但普惠小微信贷的供需矛盾仍然存在。

王晓认为，在供给方面，部分小微企业出现“多头授信”，增加信贷风险。随着各家金融机构下沉服务小微企业，资产充足、资质较好的小微企业的信贷需求得到充分满足，但信贷投放的过度无形中积聚了优质客户的风险压力。

此外，符合信用贷款条件的客户量少。为加大对普惠小微客户的支持力度，江苏如皋农商银行出台了一系列信用贷款产品鼓励发放信用贷款。而普惠小微客户中有信用贷款需求的客户，往往是经营一般、财务状况欠佳、负债偏高等类型的客户，不太符合信用贷款

条件，一定程度上加大了金融机构信用风险。

而在需求方面，当前信贷政策环境下，小微企业对金融机构的期待有较大幅度的提升，往往期望获得更高质量、更低价格的信贷产品，而金融机构需要基于风险等角度综合考量成本，难以满足客户的全部要求。

王晓指出，“普惠小微企业具有灵活性的特点。经营情况好的企业，往往积极采取措施降低成本、适应市场环境，以提升经营收益。部分小微企业主或个体工商户无融资需求或不具备融资条件，如有暂时性的融资需要，这部分客户更愿意选择熟人借款，达到短期融资的目的。”

针对以上农商行服务小微企业中存在的制约因素，结合“央行20条措施”的引导性政策，江苏如皋农商银行积极响应，给出相应的解决方案。

王晓告诉记者，首先是完善正向激励机制。印发《普惠信贷业务尽职免责管理办法》，增加经办人员容错、纠错的容忍度，同时突出服务“三农”宗旨，强化支农、支小的市场定位。

其次是创新信贷产品方面，推动数字化转型，依托大数据开展客户精准营销，完善线上产品体系，深入践行普惠金融的发展理念，拓宽服务渠道，解决小微企业融资难的问题。通过对“线下调查、网点办贷”的传统服务模式进行优化，创新打造阳光E贷、如意快贷等特色产品，简化信贷流程，实现信贷便利化。

以及从抵质押物方面解决企业足额贷款的问题，王晓告诉记者，积极采用“不动产抵押+其他补充担保措施”的组合担保方式，扩大抵押率，解决企业足额贷款问题。注重对企业第一还款的分析判断，在第一还款覆盖充分和风险可控的前提下，对符合国家产业政

策、公司治理完善、负债水平合理、履约记录良好的优质企业适当提高贷款比例。

最后是从贷款利率端给予调整，记者了解到，江苏如皋农商银行整体贷款利率水平普遍下调，在同等条件的基础上，对制造业企业利率下调5个基点。同时，针对普惠小微企业客户再下调10个基点，利率优于其他客户。

截至4月末，江苏如皋农商银行2022年面向普惠小微企业客户共投放金额54.56亿元，惠及9269户普惠小微客户。对于未来在普惠小微贷上的投放计划，江苏如皋农商行方面表示，下一步，该行将继续加大对实体经济的支持力度，发展普惠金融业务，降低普惠小微融资成本，在确保普惠小微贷款增速高于各项贷款增速的基础上，将信贷政策进一步向普惠小微企业倾斜，支持普惠小微企业纾困恢复和高质量发展。

做好资金保障和渠道建设，拓宽信贷资金来源，并结合近期人民银行普惠小微贷款支持工具及再贷款的相关政策，保证农商行支持小微企业的可持续发展；以及推动金融科技的创新和产品创新。

熟悉农商行领域的专家们则较为关注，科技在农商行普惠小微贷业务上可以发挥的作用。

中国社会科学院金融研究所金融科技研究室主任尹振涛告诉记者，近期的相关政策多次强调了金融科技的能力。央行的政策更充分肯定了金融科技在整个支持小微企业贷款方面发挥重大作用。金融科技可以通过嵌入到整

个金融信贷环节的各个流程中，在支持小微企业贷款方面发挥重要作用。

尹振涛表示，“加强大数据风控能力，能够减少不良提高金融机构‘敢贷’的动能；降低金融机构融资成本和运营成本，有利润空间才能实现商业可持续，增加金融机构‘愿贷’的意愿；‘能贷’则考验金融机构在信贷场景的切入能力，通过科技能力、产业链等方式链接出贷款场景，而不是坐在网点等用户上门；‘会贷’则考验金融机构使用标准化的工具和手段来为小企业服务的能力。”

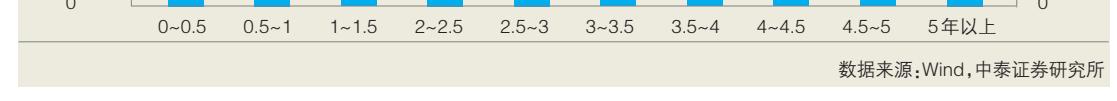
此外，记者注意到“央行20条

措施”中给出了多个指导性的举措，如拓宽资金来源，鼓励通过权益市场融资；优先核销小微贷款坏账，应核尽核；建立容错机制等。

对于政策如何对金融机构发挥推动作用，需要哪些外部力量或者是具体的变化等问题，尹振涛认为，此前的政策没有发挥出相应作用。一方面是执行方面存在障碍，可通过激励机制，配套的政策来完善等方式解决；另一方面是部分中小银行自身的问题阻碍了政策发挥作用，特别是在公司治理、股东结构以及业务集中度业务特色等方面的影响到对小微企业的支持力度。

小银行资本金；支持符合条件的银行机构通过发行股票、无固定期限资本债、二级资本债等方式补充资本等。

对于政策如何对金融机构发挥推动作用，需要哪些外部力量或者是具体的变化等问题，尹振涛认为，此前的政策没有发挥出相应作用。一方面是执行方面存在障碍，可通过激励机制，配套的政策来完善等方式解决；另一方面是部分中小银行自身的问题阻碍了政策发挥作用，特别是在公司治理、股东结构以及业务集中度业务特色等方面的影响到对小微企业的支持力度。



数据来源：Wind, 中泰证券研究所