

抢筹城投债：战火蔓延二级市场

本报记者 石健 北京报道

今年城投债的“抢手”，从城投债的批文上已开始显现。截至2022年4月末，交易

所城投批文更新数据显示，终止项目共计79个，拟发行金额合计1218亿元。对此，有业内人士向《中国经营报》记者透露，“城投批文终止的原因，不仅有城投自身经营、债务等

自身的原因，还可能在融资过程中出现问题而导致。比如，有些债券处于‘红色区域’，发行债券必须要找多位投资者购买债券，从而分散风险。那么，在寻找投资者的过程中，

就出现批文到期而未找到投资者的情况。”

随着今年城投债市场转热，加之城投债数量有所下降，不少投资者选择转战二级市场去抢城投债。对此，一位

从事城投融资的业内人士告诉记者，“目前，一级市场绝大部分的债券发行倍数太高，很难抢到。因此，很多人现在转到二级市场去寻找投资机会。与一级市场不同的

是，二级市场债券分为两种，一种是城投公司自持的债券，另一种则是一级市场购买的债券转售形成二级市场，投资者直接参与购买，所以竞争更加激烈。”

抢滩二级市场

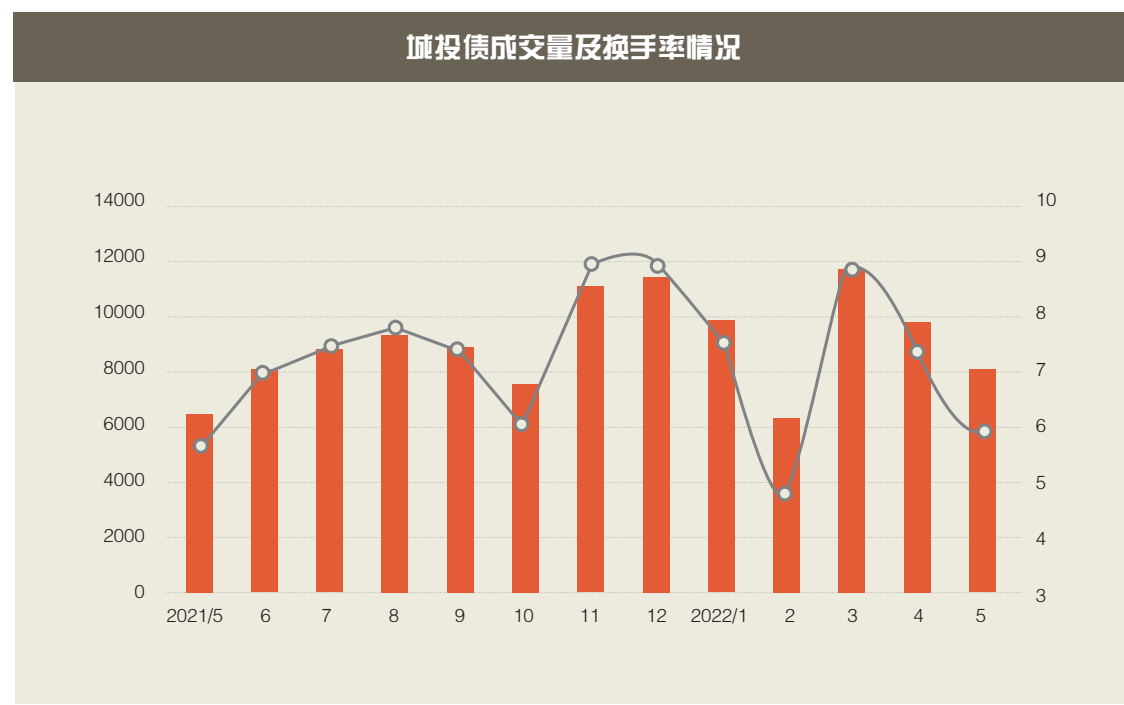
在江苏省淮安市某区级城投公司融资部负责人看来，大量投资者青睐城投债二级市场的原因，除了在一二级市场很难抢到份额之外，还在于二级市场的债券利率略高、收益略好。

湖南某城投公司负责人告诉记者，2021年年底，城投债批文作废的情况很多，“因为去年的城投债发行量大，投资者选择性也较大，所以资质相对较弱的城投债就很难得到选择。但是，随着今年城投债审批收紧，城投债出现‘僧多粥少’的情况，在一级市场，很多投资者通过提升投标倍数来获取债券投资资格。但是，二级市场不存在承销商承销债券，投资者选债更加自由，投资人‘暗战’情况出现。”

二级市场究竟呈现出怎样的“暗战”局面？江苏省淮安市某区级城投公司融资部负责人告诉记者，“因为一级市场需要投标，尤其从4月开始，大部分债券的城投的投标倍比大幅提升，竞争异常激烈。但是，在二级市场不存在投标倍比，往往是城投债券还有一部分没有发行成功，就会转到二级市场来卖。”

北方某城投公司的负责人也表示，以往城投拿到批文后，都是在一级市场通过投标的方式让投资者认购债券，忽视了二级市场的补充作用，直至没有找到全部的认购者，最终致使发债批文作废。对于目前市场的情况，他们也注意到，二级市场往往有更多数量的投资人。同时，一级市场发行只能通过券商承销商寻找资金，由于券商在寻找资金的能力上存在差异，导致不能够有效地覆盖投资者群体基本面，所以很多城投已经把注意力投在了二级市场上。

在江苏省淮安市某区级城投



注：左轴：成交量，单位（亿元）右轴：换手率，单位（%）

数据来源：光大证券研究所

公司融资部负责人看来，大量投资者青睐城投债二级市场的原因，除了在一二级市场很难抢到份额之外，还在于二级市场的债券利率略高、收益略好。“投资者在二级市场买城投债，不像一级市场那么大一出手就要上亿元，但是在二级市场，单笔债券额度都是几千万元，加上现在市场情况好，转债很快就会被抢购一空，且资金成本要比一级市场低1%左右。”

出现上述情况，与城投债的融资环境不无关系。根据光大证券研究所统计，截至2022年5月末，我国存量城投债券余额为13.64万亿元。2022年5月，城投债发行量为2558.18亿元，环比下降49.45%；城投主体净融资额为

254.36亿元，环比下降84.08%。此外，东方金诚固收分析师于丽峰表示，城投债5月发行规模最大的省仍为江浙两省，另有8个省份的城投债净融资为负。其中，天津市城投债5月的发行规模较大，但净融资依旧为负。“在东北、西北、西南等城投债整体净融资为负或为0的省中，多数省各评级城投债的发行均为0，债券融资难度不言而喻。”

记者注意到，在2021年12月之前，由于债券市场城投债存量较大，导致投资者在一级市场的选择较多。但是根据相关规定，“红色区域”发行的债券必须要按照比例寻找投资者，即发行一笔5亿元的债券，需要分成2亿元、2亿元和1亿元的比例去寻找投资者，

这就导致很多城投公司在批文到期之前，还没有找到合适的投资者，只能转到二级市场。有业内人士告诉记者，彼时由于城投债存量较大，导致一些资质不高的城投债在二级市场的债券成本就达10%，“如此高的比例，就让城投寻找投资者更加困难。”

与以往批文被“拖黄”不同的是，很多投资者今年更加关注城投发债批文的相关消息。

但是，年前的不利局面正随着今年城投债的走热而发生变化，一位二级市场投资人告诉记者，“现在我们非常关注交易所的批文信息，一旦发布城投公司的发债批文信息，就会第一时间与城投公司进行联系，询问二级市场的转债份额有多少。”

弱资质机会在哪儿？

一方面，城投债在二级市场出现分化。另一方面，受政策影响，化解隐性债务风险仍是城投尤其是弱资质城投的重点工作。

无论是从发行的数量上，还是从城投债发行的主体资质上看，今年以来，城投发债门槛的门槛显著提高。换言之，城投发债批文在减少，市场上可供选择的城投债也在减少。不过，随着城投债分化的日益加重，一些弱资质的城投仍然存在一定的融资难题。

对此，兴业固收认为，二级市场一定会出现分化明显的情况，根据各省公募城投债的信用变动特征来看，总体可以划分为四个梯队。第一梯队省的城投债受到青睐，各等级、各行政层级城投债利差普遍收窄；第二梯队省的中高等级以及省级、国家级园区这类高行政层级的城投债利差大多收窄，而AA级以及部分市和区县级城投债利差走阔；第三梯队省仅AAA级及省级城投债信用利差收窄，中低等级和非省级城投利差多走阔；第四梯队的城投债，各等级及各行政层级的城投债信用利差普遍走阔，受到市场规避。

一方面，城投债在二级市场出现分化。另一方面，受政策影响，化解隐性债务风险仍是城投尤其是弱资质城投的重点工作。

中证鹏元研发部研究员吴廷辉认为，“从目前来看，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。同时，经济下行压力大，远超预期，基建要起，城投要边放。需要指出的是，目前阶段存量隐性化解主要是针对2018年8月之前新增的债务。总体来看，保障城投公司合理融资需求的底线是隐性不增，合法合规，不发生系统性风险。在此前提下，城投公司可根据自身和市场情况新增债

务，依法依规开展融资。后续需要关注是否还有增量政策出台松绑城投融资。要统筹好城投融资宽松和隐性债务化解，兼顾两者，做到发展安全。”

Wind显示，2021年以来监管对区县AA级平台审批趋严的态势明显。按地区来看，广东、上海等债务压力不大、市场认可度较高地区，公司债审批态度边际变化不大；江苏、浙江、山东、河南、重庆等发债量大，2021年以来皆出现了审批趋严的势头；贵州、天津、四川等债务压力较大、城投债存量相对不低的地区，2021年审批趋严明显，终止审查规模占比大幅提高，但2022年1季度天津、贵州过审率有所提升。

在一位从事城投融资的业内人士看来，目前发债困难的主要集中在AA级城投公司以及小部分资质较弱的AA+级城投公司。同时，就市场风险偏好来看，在银行理财全面净值化转型的背景下，市场风险偏好整体偏低，省间分化加剧，且省之间出现背离。浙江、江苏、上海、广东、福建等强省份城投债依然保持净流入，二级市场利差收窄。而天津、云南、贵州、辽宁等弱省份城投债一级发行受阻，净融资为负，信用利差大幅走阔。

对此，他建议，“虽然现阶段城投债走阔，但是对于一些公共预算低于50亿元区域的城投，尤其是评级水平不高的，还是应该在批文时间内主动找到投资者。对于已经备案的城投债，更应该抓住有利时机，否则一旦错过发行期限，下阶段申请发债的难度将会加大。”

多地“竞速”元宇宙 核心应用落地仍待时日

本报记者 郑瑜 北京报道

在数字经济发展提速背景下，新兴技术与经济的快速融合正在催生数字化新业态，元宇宙概念也随之持续升温。

“元宇宙”的本质是现实世界数字孪生体，作为继互联网之后，对于数字世界的最新探索，

元宇宙发展竞速

目前，对于元宇宙赛道的布局正在呈现以城市为单位发力的趋势。

“今年以来，上海市虹口区已经发布了两个元宇宙产业园计划，有的已经正式推进。6月以来，上海市政府也提出建设两个元宇宙产业园。”复旦大学国家智能评价与治理实验基地副主任赵星向《中国经营报》记者透露。

值得注意的是，江西省近日印发《江西省“十四五”数字经济发展规划》，也提出将努力实现规模倍增，南昌“元宇宙”等聚集区蓬勃发展，力争数字经济整体发展水平跨入全国先进行列。

根据中商产业研究院发布的《中国元宇宙行业市场前景及投资机会研究报告》，国家层面及各省市“十四五”规划纲要中均多次提到相关行业，促进了元宇宙相关产业的发展。政策支持下，国内的元宇宙产业迎来发展新机遇，预计2027年元宇宙市场规模将达1263.5亿元。

公开信息显示，2021年底，上海市经济和信息化委员会发布的《上海市电子信息产业发展“十四

其被视为开启新一轮数字经济布局与科技博弈的关键要素。

6月中旬，2022年上海全球投资促进大会召开，集中发布了元宇宙、绿色低碳、智能终端、数字经济四个“新赛道”相关内容，上海对于元宇宙的发展计划再次引发元宇宙对全球竞争格局影响的



各地的政策研究和发声，有利于社会各界逐渐形成对于元宇宙发展方向的共识。新华社/图

“五”规划》首次将元宇宙写入地方产业规划。

2022年1月，在深圳市福田区的《政府工作报告》中，首次写入了“元宇宙”。福田区《政府工作报告》中提出，深入实施数字经济发展三年行动方案，探索建立数字经济监测评价体系，大力发展数字新基建、数字新科技、数字新智造、数字新金融、数字新文化、数字新商贸六大数字产业，积极引导数字经济领军企业和示范项目，推动区块链等未来产业的技术转化成果加速落地，多领域拓展数字人民币、元宇宙等技术应用场景，扎实推进深圳数据交易中心建设，打造数字经济发展新高地。

同月，浙江省数字经济领导小组办公室发布的《关于浙

关注度。

到目前为止，除了上海，目前北京、杭州、广州、合肥、厦门也先后公布了元宇宙探索计划与发展规划。

多地竞相公布元宇宙政策布局背后，是对数字化发展新路径的探索，亦是数字经济的历史机遇。

江苏省未来产业先导区建设的指导意见》也表示，元宇宙与人工智能、区块链、第三代半导体并列，是浙江省到2023年重点未来产业先导区的布局领域之一。

赵星认为，国内主要城市对元宇宙的发声与布局，是对元宇宙于社会经济发展良性作用的肯定，给了当地产业和企业信心。各地在元宇宙的政策研究和发声，也有利于社会各界逐渐形成对于元宇宙发展方向的共识。如上海于去年12月表态的“虚实交互”、“以虚促实”和“以虚强实”路径，目前已成为各方较为认可和关注的元宇宙发展模式。这一模式依托于实体经济和线下场景，与西方最早提出的构建虚拟世界的模式，是显著不同的。

需多项技术共同支撑

无锡数字经济研究院执行院长吴琦向记者透露，目前受制于技术、产业和商业模式的不成熟，元宇宙仍处于发展初期，仅在有限的范围内试点应用。而业内倾向认为，元宇宙从概念到落地的关键，需要创造一种全新的生态圈模式。

全联并购公会信用管理委员会专家安光勇表示，相较于此前的数字化风口，元宇宙有其自身的特性。“在大数据、人工智能等新兴技术落地过程中，只要企业自身技术能力过硬，就可以拥有可观的市场空间与发展资源。但是，元宇宙作为一个完全数字化的新兴概念，需

研发与人才培养应当先行

那么，各方主体究竟应如何实现元宇宙的真正落地？

中国移动通信联合会元宇宙产业委员会执行主任、火大教育校长、中信出版《元宇宙》作者于佳宁认为，各地元宇宙产业园在建设过程中，要充分结合当地产业结构优势，有针对性地打造具有未来应用空间元宇宙产业园生态。元宇宙既是数字空间的新物种，也是孕育数字经济新物种的母体，每个地区都可以在其优势产业中找到与元宇宙结合更好的方式，也能在弱势产业中找到产业创新创造的“良方”。

赵星强调，发展产业还不是整件事的全部，当务之急是要以“元宇宙产业集群”的发展为契机，以

要的是各项配套设施与完善的生态，仅仅依靠一两项核心技术无法发挥其潜力。”

在赵星看来，元宇宙并非是一技术，也不是单一具体产业，而是一个“产业集群”概念。“有些技术和产业已经进入成熟期，例如5G、云计算等；有些技术和产业则处于爆发前的黎明，比如数字藏品。在这些技术和产业中，有的并非互斥品，而是一定程度的替代品，例如VR和AR，最终谁能成为元宇宙中的主流显示交互应用，犹未可知。”

“当下各地政策已经给出了地方在元宇宙赛道上形成自身特色

的信号，例如浙江杭州，相对侧重增强现实，而山东青岛，选择发展虚拟现实为主；上海、长三角、大湾区则是一个整体全产业链建设的态势。”赵星介绍道。

萨摩耶云科技集团首席经济学家郑磊认为，建设元宇宙产业园对信息基础设施提出较高要求。“即使主要做扩展范围(extended-range)硬件，也需要5G通信网配套与强大的算力支持。目前有条件大范围布局元宇宙产业园的城市仍主要集中在长三角与粤港澳大湾区范围，传统工业区的基础设施如果达不到行业的基本要求，盲目跟风也难以收获实效。”

释，产业园在促进元宇宙产业发展上，首先要尽可能多地利用自身核心竞争优势进行布局，有针对性地打造具有未来应用空间元宇宙产业园生态。其次则是联合各地、各企业在其他领域多尝试创新。

“各方主体对于元宇宙的产业支持，应该从多个方面打造。比如在主体支持上还需‘产学研’多方协同。在良性环境打造方面，政府从政策监管、成果保护、科技金融等方面都应实施预先治理，保障并对产业形成激励。比如在资金支持上，不论是种子基金、创投基金、创业工场天使投资等社会资本，还是配套金融机构的科技信贷政策，都将为不同成长期企业带来一定支撑。”赵星进一步表示。