

目录

- 一、城投债认购
- 二、信托非标融资
- 三、保理融资
- 四、城投平台及施工单位的融资租赁融资
- 五、城投平台涉房类项目融资
- 六、通过线上拍卖平台融资
- 七、城投平台合伙企业或基金份额认购
- 八、AMC参与城投平台主导的纾困项目

自12月份逐步放开疫情管控措施以来，尽管自上而下都在传递积极的信号，但经济的缓慢复苏仍旧让市场各方充满担忧，尤其是居民端对就业和收入的预期仍旧没有明显改善。近段时间，房地产的银行信贷、债券融资、股权融资、内保外贷相继落地，但因楼市销售端的回暖情况远远不及预期，因此对土地财政依赖度很高的地方政府及城投平台仍旧得通过滚债的形式解决补血的问题。

我们认为，2023年是二十大的开局之年，国家的底线是不会有重大的风险事件，因此城投平台不太可能出现大面积的爆雷或违约风险。因此，对于我们投资机构而言，城投业务仍旧是中短期内最好的业务方向之选。展望2023年，不论是城投债的认购，信托、保理、融资租赁等非标融资，还是城投平台涉房融资或城投平台合伙份额/基金份额的认购，亦或是创新型的线上拍卖融资等，这些不仅是城投平台主流的融资渠道，也是我们投资机构可以选择的主流投资产品。为便于说明，我们在总结相关业务经验的基础上，就城投平台的上述融资模式进行梳理，以供同业人士参考。

一、城投债认购

中国证券业协会12月9日发布的《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引（2022年修订）》将地方政府融资平台（城投平台）剔出发债的负面清单后，城投债很有可能迎来爆发期，不过我们在目前城投债的投资方面仍旧保持着审慎的原则，比如挑选城投债投资产品时，单一资金投放的情况下我们重点考虑

城投平台本身综合实力（主体评级在AA+以上的优先），并考虑债项评级（AA+以上优先）及收益（非银单一资金投资一般要求在年化6%-7%以上的收益）；持有期限不宜过长（如1年以内）；城投区域则优选长三角、大湾区、福建、川渝主城区及省会城市等等；具体操作可直接在一级市场认购或在二级市场受让债券持有人的债券。

在城投定融产品受限的情况下，不少操作定融产品的财富人员以及原出险房企的财富人员正大面积地涌向底层是城投债产品的募集洪流中，具体如协助募集私募证券基金产品份额、期货或券商资管产品份额，并通过直接投资交易所市场发行的城投债或通过嵌套信托计划后投资银行间市场发行城投债等等，以此把之前定融的客户重新归集。由于私募证券基金产品、券商或期货资管等产品主要是自然人投资人投资，因此，该类产品投向的城投债对综合成本要求比较高（有的要到年化14%、15%以上），所以，在具体操作时，投资机构一般都会绑定施工单位并要求其贴息，施工单位则进一步锁定城投平台某些项目的工程施工等等。此外，募集类的资金投向的城投债对城投平台所在区域（如非存在负面舆情、延期或出险的网红区域即可）、主体评级准入（如主体评级AA以上即可）等则相对宽松。

二、信托非标融资

根据我们目前与各家信托机构的合作情况，城投平台的信托融资主要取决于信托机构的风控和准入限制，我们投资人对产品和收益的接受度倒并未受到经济下行等因素太大的影响。就风控准入及投资要素而言，一般有如下要求：

（一）融资主体

融资主体需为财政部系统无政府隐债且不涉及房地产开发的主体，若融资主体发债评级在AA的，则需同时提供发债评级在AA以上的担保主体，另外，根据城投资质情况，有时需要提供其他土地等资产抵押担保。弱区域的城投平台一般要求操作市级以上的平台。此外，各家信托机构对城投平台所在区域一般公共预算收入要求不同，有的要求在25亿以上，有的要求在30亿以上，不一而足。

（二）融资规模

单笔融资规模则根据城投平台的资质要求一般2亿元以上起步，但由于越是优质的城投平台，其落实银行等金融机构代销的可能性越高，因此授信额度首次审批也可以在8-10亿以上。

(三) 融资期限

融资期限通常为1年，不超过2年，到期可续作。

(四) 综合成本

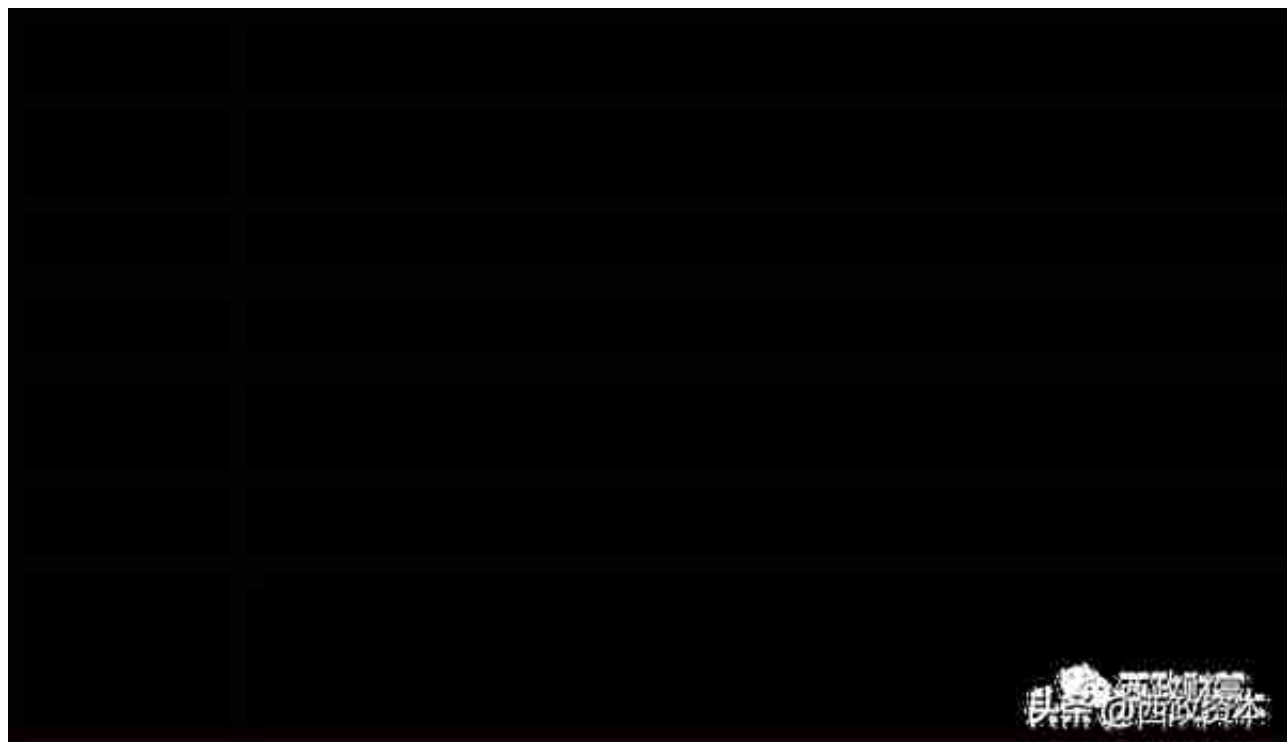
综合考虑城投的资质、当地市场的募集难度、市场环境的变化、同一时期当地同时募集的信托产品的情况、募集优势等，综合成本一般在年化9%左右（优质的城投平台若由银行等金融机构代销，则综合成本更低），相对弱一些的城投平台及区域有的要求在年化10%以上。若涉及到施工单位贴息的，通常要求施工单位一次性贴息。

(五) 融资模式

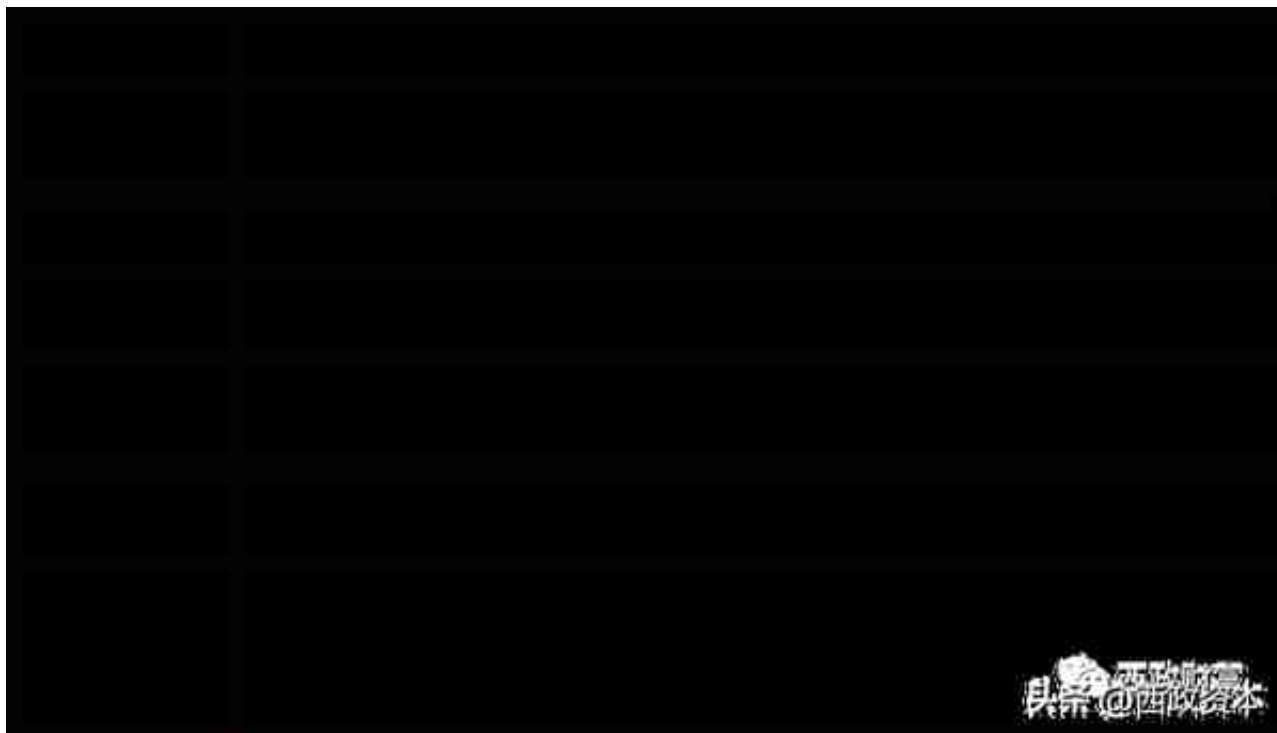
信托机构投资方式包括信托贷款或债权融资、购买专项债权、应收账款转让、购买城投债或标准化债券、认购项目收益权、股权收益权等等。

以下以常见的信托贷款及收益权类产品、应收账款类产品举例说明：

1. 城投平台信托贷款及收益权融资



2. 城投平台信托应收账款融资



备注：该模式放款需提供债权人与债务人形成相关债权合同（如借款合同）、银行回单、记账凭证、债权确认合同、内部审批文件（根据章程，如提供股东会决议、董事会决议等）、债权专项审计报告等等。

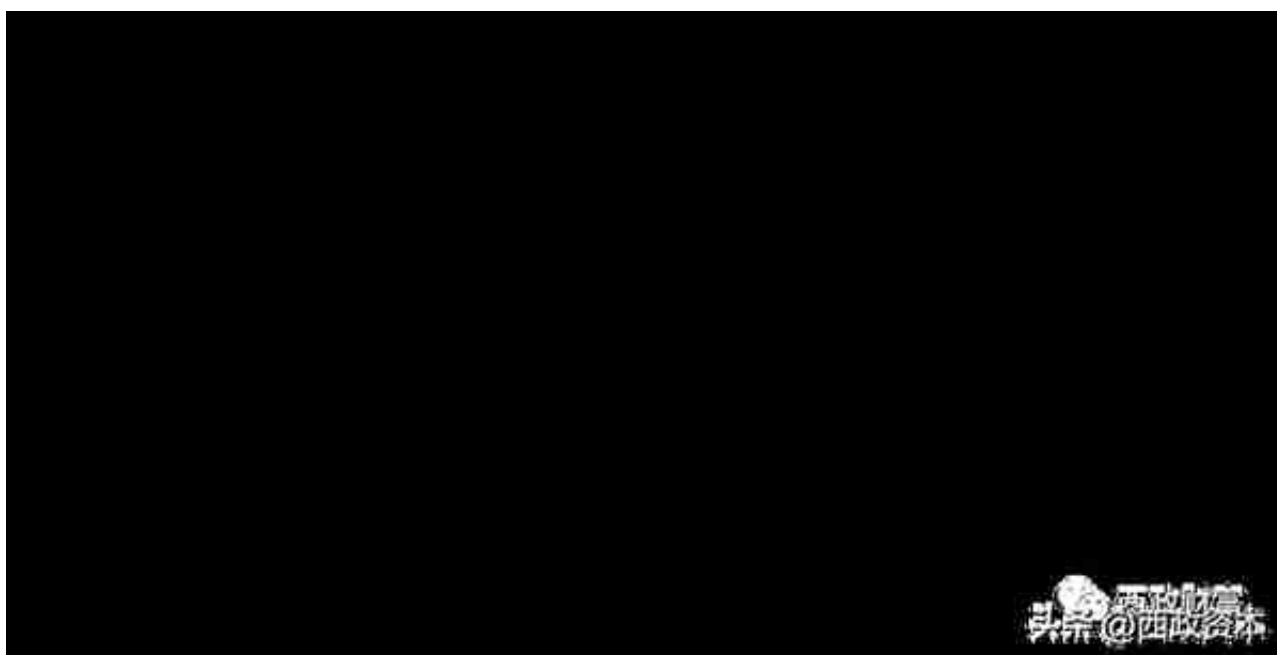
三、保理融资

核心企业	央企施工单位，局级单位优先，或处级单位发起，局级单位增信
授信额度	依央企级别及经营情况确定总授信额度，单个主体额度不超过2亿元
业务期限	不超过2年
综合成本	综合成本8%左右，具体一事一议，相关成本可以由业主方支付或分担支付
确权要求	央企总包单位作为核心企业签订保理合同，地方国企作为业主方（债务人）在《应收账款转让通知书》上盖章确权，对该笔应收账款的转让进行确认，并签署《资金支付协议》
决策要求	根据章程的约定，如提供央企施工单位出具同意保理融资的股东会决议、董事会决议或总经理决议，具体存在沟通空间
保理合同签署	<p>央企施工单位与西政保理或指定机构签订《保理合同》转让应收账款，同时业主方进行确权；根据施工单位的情况，可以采取如下几种方式操作</p> <p>(1) 无追保理合同+回购模式，即央企施工单位签署无追索权保理合同，但需施工单位签署回购协议；</p> <p>(2) 无追保理合同+商票结算与背书模式，即央企施工单位签署无追索权保理合同，业主开具商票给央企施工单位，经央企施工单位背书转让给保理公司。</p> <p>(3) 表外子公司联合保理模式。便于施工单位出表操作，由施工单位用参股的表外子公司作为授信主体，并与央企施工单位签署《联合保理业务合同》，无需央企施工单位出具融资决议。</p>
业务优势	<p>1. 不计入业主方融资，延长付款期限，缓解资金压力；</p> <p>2. 不计入央企施工单位征信、不计入表内融资，帮助施工单位盘活应收账款，收回货币资金；</p> <p>3. 无行业限制、区域限制、资产负债率限制等</p> <p style="text-align: right;">头条@西政资本</p>

2. 交易架构图



2. 交易架构图



(二) 国央企总包单位联合租赁融资

以我们目前的业务为例，央企总包单位及非并表项目公司（如城投平台控股与央企总包单位共同成立的项目公司，央企总包单位不并表）作为联合承租人，与西政融资租赁公司或指定租赁机构签订《三方联合租赁合同》；西政融资租赁公司或指定租赁机构向项目公司发放融资租赁款。融资租赁物为建筑设备、工程设备等，城投项目须提供5%-10%的设备相关发票，授信额度根据项目具

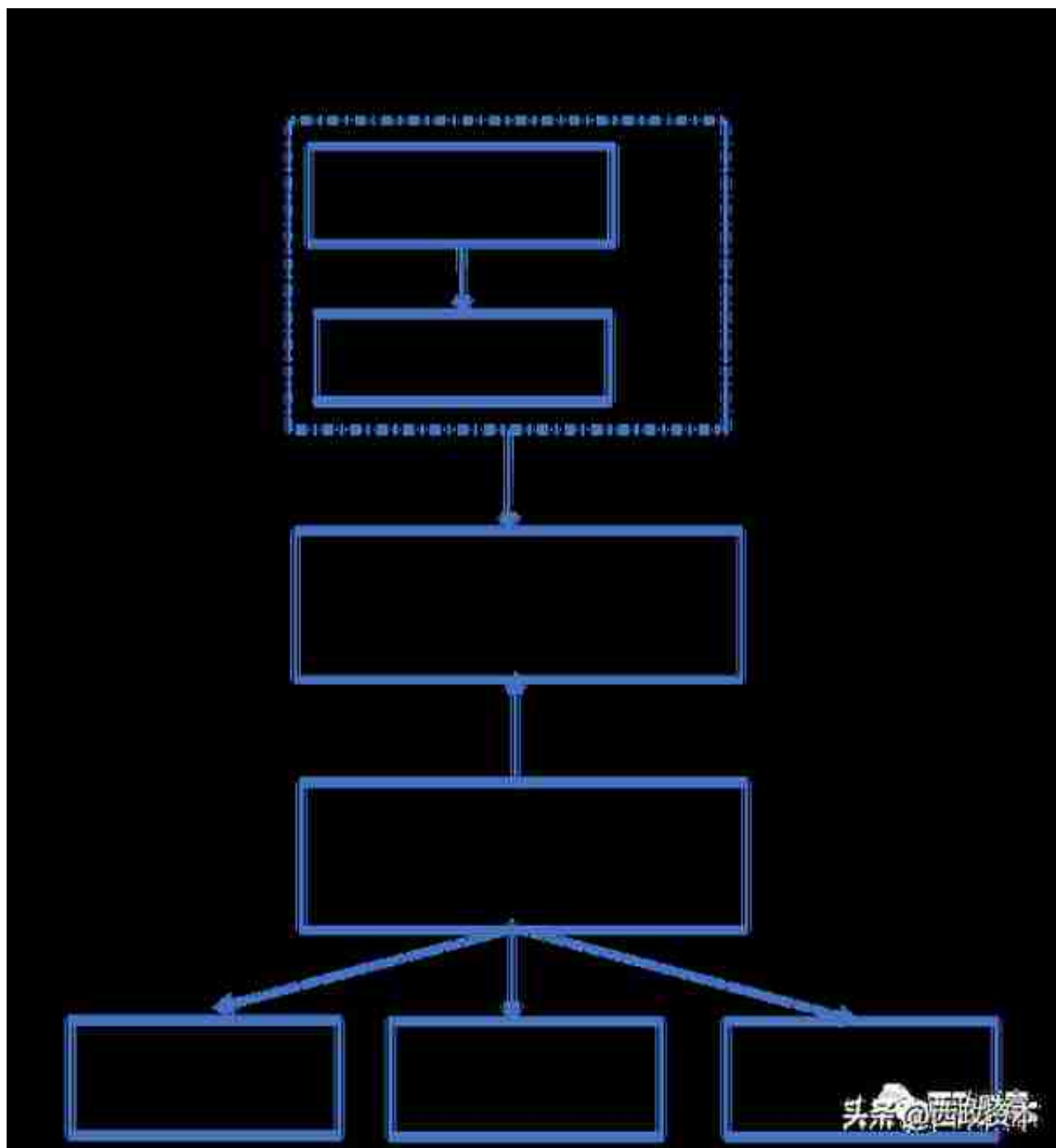
体情况确定，融资期限在3-5年。具体操作时，央企总包单位及非并表项目公司均不纳入征信，央企总包单位不上中登，仅非并表项目公司需上中登。

五、城投平台涉房类项目融资

对于城投平台托底拿地项目以及底层系保障房、安置房等涉房项目，亦有城投平台在寻求同股同投的资金合作。但是，就目前可操作的该类投资的资金机构而言，大多数资金机构可接受由其认可的城投平台（如主体评级在AA+）进行回购的基础上，通过优先股等方式提供融资，并引入其认可的国央企开发商进行代建。

由于城投平台自身融资成本相对较低，一般要求控制在年化6%-8%以内，而目前可参与城投平台涉房业务的资金机构对收益的要求一般在年化9%-12%左右（部分信托机构需要在土地款支付完毕后介入），因此，还需引进施工单位对收益差额部分进行补贴。

出于出表的考量，一般根据资金机构的投资金额由资金机构持有大股（在城投平台出表的同时，对未来引入施工单位进行贴息一定程度上可避免公开竞标）。与此同时，城投平台涉房项目的融资还需注意不得导致国有资产流失，如不得设定资金机构单方降价销售权，以及假设城投平台前期已投入10亿，现资金机构投入5亿进行资金置换，资金机构要求对项目公司持股90%以上，在审计层面均有可能被认为国有资产流失，而导致融资方案不被认可。



在竞拍人角度，由于其对应收账款、债权等资产相对熟悉，所以希望参拍的底层资产为城投平台享有的应收账款或债权，暂时不接受票据权利（担心系城投平台的自融票）或其他存量资产收益权（如租金收益权）等作为底层资产；且不接受混改企业作为债权人。另外，便于出险后可直接向城投平台主张权利，还要求竞拍成功后，竞拍资金可直接打入城投平台的账户，以确保资金流向的明确。

在城投平台角度，由于线上拍卖模式相对新颖，其作为国企接受新的融资模式

还需先进行充分论证。此外，竞拍成功后，若大量个人账户资金直接汇入城投平台，则存在审计解释的难度；且若到期城投平台回购相关权益，还存在公转私问题，以及面对即将上线的金税四期还需考虑为个人代扣税款等问题。此外，城投平台亦无法配合将竞拍成功的债权或应收账款在中国人民银行征信中心动产融资统一登记公示系统办理转让登记。

对于财富人员而言，由于担心投资人的信息留存在拍卖平台而导致其核心资源的泄露，因而，在实际操作中财富人员通常会要求将其自身的信息留存在线上拍卖平台。但是，考虑到风险，财富人员又不愿意作为受托人接受自然人客户将竞拍资金划转至财富人员账户后，再由财富人员统一划转至城投平台。

就线上拍卖平台而言，因其负有审慎管理义务与责任，出于对竞拍人利益的保护，其对底层资产真实性的审核也十分严格。若竞拍的底层资产为债权的，则要求城投平台按照2022年2月1日施行的《动产和权利担保统一登记办法》在竞拍成功后，将债权在中国人民银行征信中心动产融资统一登记公示系统办理转让登记。由于部分城投平台无法进行债权转让登记，因此，线上拍卖平台也接受城投平台用票据作为支付方式，将相关票据权利作为底层资产，以最终通过利用票据法相关规则来保障底层的真实性。此外，由于政策鼓励民间资金参与城投平台存量资产盘活，因此，线上拍卖平台也很欢迎城投平台将其名下的商业资产、车位等资产租赁权、收益权等作为底层资产进行拍卖。然而，自然人客户对除债权以外的资产接受度暂时不高。

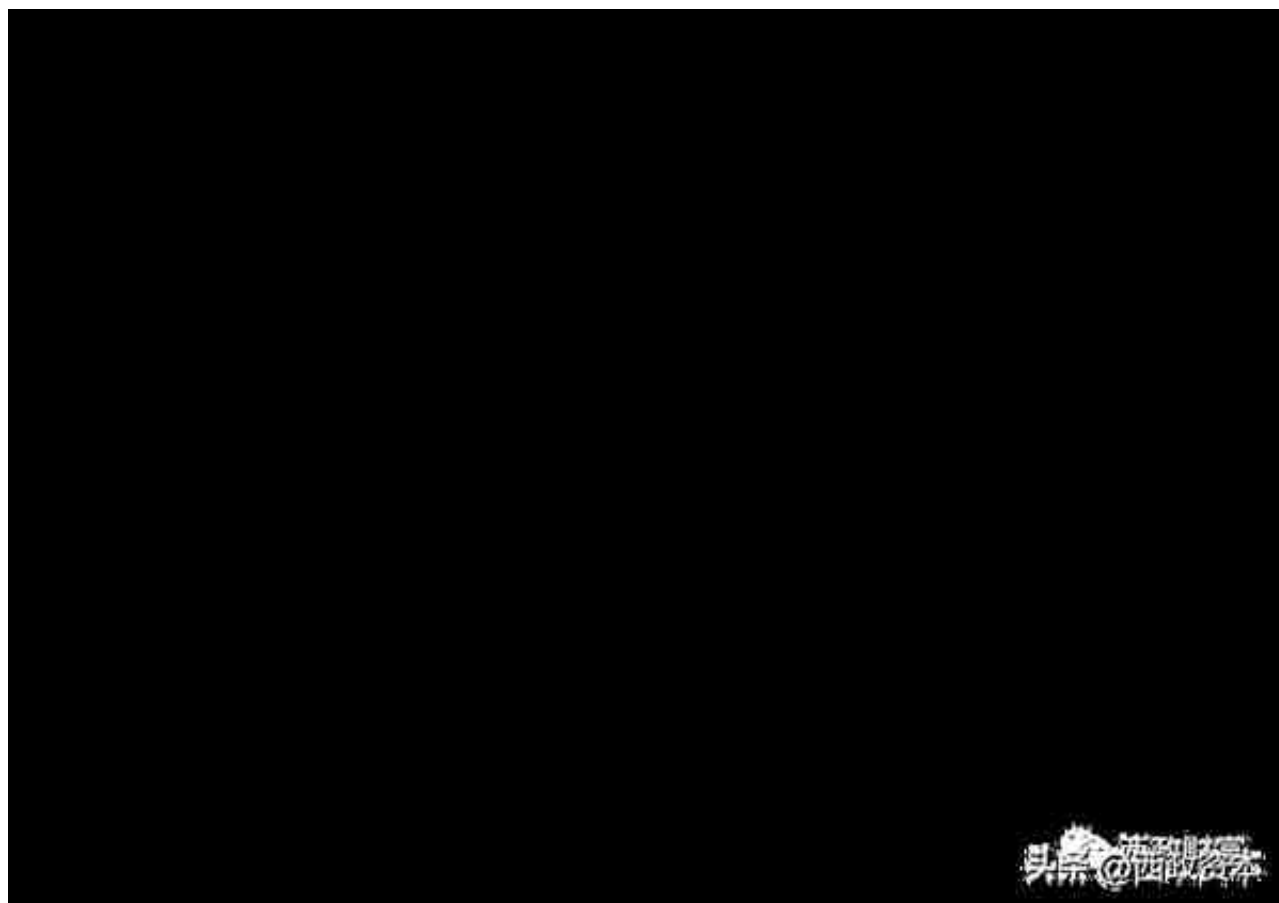
七、城投平台合伙企业或基金份额认购

出于政府隐债和降低负债率的考量，不少城投平台搭建了合伙企业架构或合伙型基金架构（如产业发展基金、城市更新基金等），并希望投资机构认购合伙企业份额。一般投资的预期收益在年化5%-6%左右（有的城投要求期间不付息，退出时付息），期限在3年以上，投资到期后城投平台指定机构回购作为投资机构退出方式。

考虑到城投平台整体收益和现金流情况，目前有少数可以认购合伙企业份额的投资机构，在业务操作方面会要求国央企施工单位最终承担回购义务作为合作的前提条件（有的投资机构考虑到收益要求，还同时要求绑定部分工程），但是受国央企施工单位监管限制，这类施工单位往往无法承担兜底或回购责任，另外考虑到投资期限（一般在3年以上）相对较长，因此，社会投资机构认购合伙企业份额在实际推动时一般往往相对困难。

但是，我们对于位置相对优质的区域以及核心城市的城投平台（主体评级在AA+以上）可参与该相关份额的认购，基本架构及合作要求如下：

1. 融资要素



八、AMC参与城投平台主导的纾困项目

目前也有AMC以及不良资产投资机构锚定城投平台对当地房地产市场的纾困投资，比如在城投平台牵头的破产重整类项目中，为城投平台提供重整资金（如认购纾困基金份额），参与对困境企业的重整等。除此之外，城投平台基础设施类项目出现资金链断裂时，AMC等资金机构也比较愿意提供接续的资金等等。

更多地产、城投平台、施工单位融资合作事宜，欢迎联系西政财富和西政资本（电话：13632668685；微信号：xz_fortune）。