

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

严监管下城投企业 ABS 融资路径

联合资信 结构评级三部 | 王劲蒙 | 刘玉婷

2023 年 9 月国务院发布了《国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》提出了严控融资平台各类债务新增，此后城投融资逐渐收紧。本文结合近期城投企业成功发行的资产证券化产品，整理了城投企业资产证券化融资路径，并探讨不同类型资产证券化产品的特点并列举相关案例，从而为城投企业通过资产证券化产品融资提供相应的思路。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



背景介绍

2023 年四季度以来，受《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35 号文）《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》（国办发〔2023〕47 号文）以及《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》的影响，交易所对地方城投企业债券类融资监管趋严，由于资产证券化产品涉及的交易相关方较多，往往交易结构中任一方在相关监管名单内均可能导致审核受阻。特别是重要参与方如增信主体、重要债务人，如不满足 335 要求，或所在区域债务负担较重，项目审核亦会受阻。

2023 年，全国城投债共发行 9725 只，同比增长 24.41%，发行总额为 69091.77 亿元，同比增长 22.99%。2024 年 1—9 月，全国城投债共发行 6851 只，发行总额为 48731.17 亿元，发行总额同比下降 11.10%。

2024 年 1—9 月，交易所共终止资产证券化 133 单，其中也包括很多城投企业申报的资产证券化产品，如“五矿-龙岩城发供水收费收益权资产支持专项计划”“兴证圆融-声赫-城发供应链 1-20 期资产支持专项计划”等。虽然监管对于城投债的发行趋严，但是 2024 年以来依然有部分城投企业通过发行资产证券化产品实现了融资。2024 年 1—9 月，城投企业共发行资产证券化产品 53 单，实现融资规模（含次级）359.23 亿元。涉及的产品类型主要有供应链、保障房、CMBS、收费收益权、类 REITs 等。

本文将分析上述几种类型的资产证券化产品涉及的资产类型以及发行不同资产证券化产品的难点，为城投企业在严监管形势通过资产证券化产品进行融资提供一定的思路。

一、供应链项目

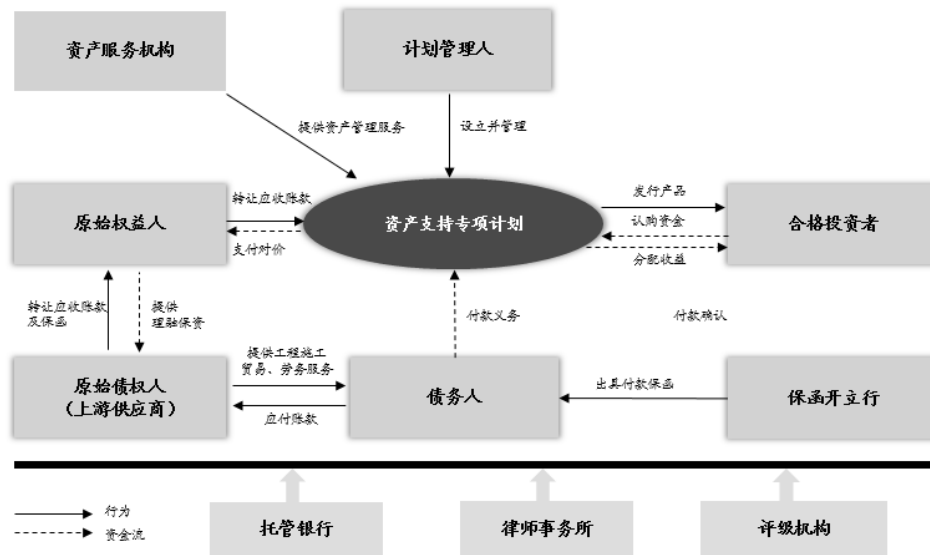
如城投企业拥有足够的应付账款，可以将工程款、贸易款等应付款项作为底层资产发行供应链 ABS，供应链 ABS 具备拉长账期，同时不增加有息负债以及资产负债率，募集资金无使用用途限制，可以储架申报分期发行等优点。但供应链 ABS 需要满足监管对于入池应收账款的要求，部分企业筛选入池资产的流程较长。

传统供应链 ABS 的交易结构为债权人将向核心企业下属公司（即债务人）提供货物买卖或境内工程服务等而对债务人享有的应收账款债权转让予原始权益人，并由原始权益人将上述应收账款债权作为基础资产转让予专项计划，债务人到期按时偿还应付款项后，计划管理人根据交易文件的约定向资产支持证券持有人还本付息。同时核心企业对专项计划或底层应付账款提供一定增信，如承担共同债务人、差额支付承诺人等角色。

但是随着监管对城投企业融资趋严，目前有一种新型供应链 ABS 逐渐出现在了大众的视野中，新型供应链 ABS 可能突破现有产品对债权人、债务人数量的限制。

新型供应链 ABS 采用“银行保函+多城投公司债务人供应链应付款+保理公司”模式发行,如首创证券-鲁融 1 期资产支持专项计划。新型供应链 ABS 的交易结构图如下。

图 1 新型供应链 ABS 交易结构图



资料来源：联合资信整理

新型供应链 ABS 除了具有传统供应链 ABS 的优点外还具备以下几个优势：1、不需要依赖单一强主体提供增信，债务人可以是资质较弱的城投企业；2、发行成本对于资质较弱的城投企业来说相对较低；3、可以突破现有产品对债权人、债务人数量的限制。但是新型供应链 ABS 的难点在于，在传统交易结构中加入多家城投企业并需要银行的配合，从而导致发行时间会拉长且有较高的沟通成本。

二、保障房项目

如城投企业负责保障房建设运营业务且保障房已竣工，可以将保障房作为底层资产发行资产组证券化产品。从近期发行的保障房 ABS 来看，部分被 Wind 认定为城投企业的发行人仍可以正常申报、受理；但需要注意的是当前明确禁止将直接或间接债务人为地方政府的资产作为基础资产开展证券化业务，所以筛选基础资产时需要回避上述事项。

保障房 ABS 的底层资产通常为保障性住房，保障性住房可以按照资金回收方式划分为出售型保障房（如经济适用房、安置回迁房、限价房和共有产权房等）以及出租型保障房（如公共租赁住房、廉租房等），目前最常见的保障房资产 ABS 的底层资产为安置房以及公租房。

保障房资产证券化的难点在于合格资产的筛选，《负面清单》明确禁止将直接或间接债务人为地方政府的资产作为基础资产开展证券化业务，而传统保障房项目的现金流来源多为政府，会触发《负面清单》，在筛选基础资产时需要回避；第二点为保障房资产证券化项目的底层资产应纳入省级保障房项目目录并已经竣工，且尽量保证选取项目的拆迁行为合法有效；第三点为底层资产所涉手续合法，主要包括下列七项：

①确保开发建设主体《营业执照》《房地产开发企业资质证书》满足相关保障房的开发需求；②涉及拆迁的要确保相关企业《房屋拆迁许可证》《委托拆迁（征收）协议书》《营业执照》等证照拥有拆迁资格；③涉及代建方的，确保《委托代建协议》《工程造价咨询企业乙级资质证书》《营业执照》等证照拥有代建资格；④涉及施工方的，确保相关企业《建设工程施工合同》《建筑业企业资质证书》《营业执照》等证照拥有施工资格；⑤确保入池项目资本金到位情况和资本金来源的合法合规；⑥确保入池项目立项、规划、开工、建设手续合法合规，四证齐全（国有土地使用权证、建设用地规划许可证、建筑工程规划许可证、建筑工程施工许可证），且完成环评手续；⑦确保销售主体按照当地法律法规办理相关预售许可证/现售许可证，若未取得或无需取得，应披露相关主管部门出具说明文件（其中需明确办理进度及预计办结时间）。

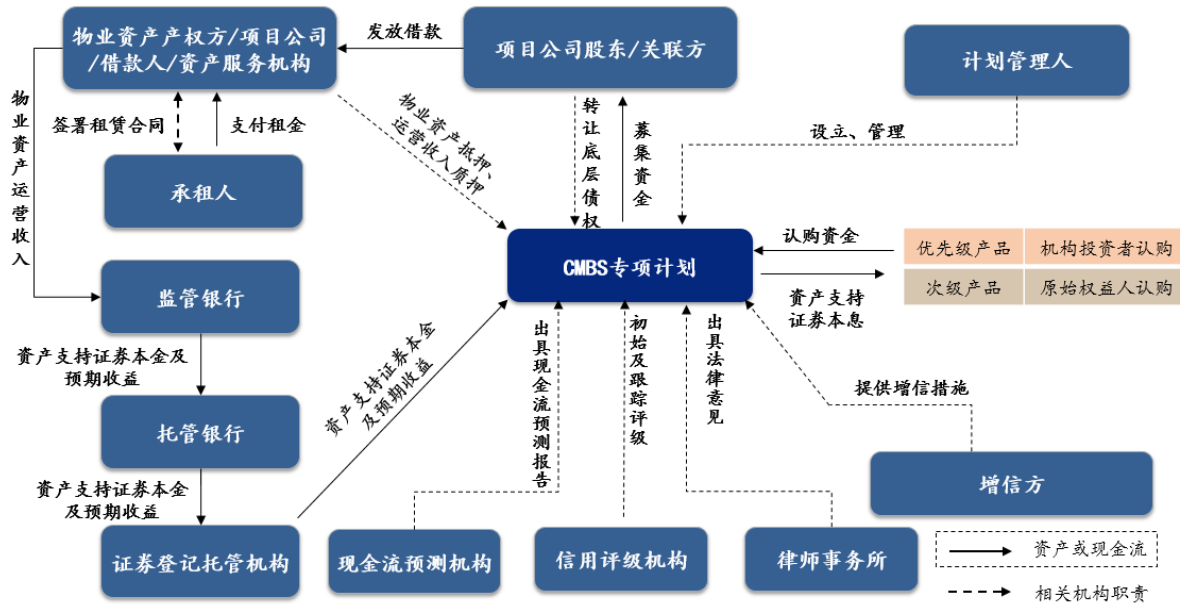
三、CMBS 和类 REITs 项目

如城投企业持有对外出租的写字楼、自有产权的酒店、商场和步行街等物业资产，可将物业资产作为底层资产发行 CMBS 和类 REITs。通常情况下，类 REITs 在交易结构上无实质性的风险敞口的情况下，可获得更高的抵押率和发行规模，并且类 REITs 还可以通过不同的交易结构来达到出表或并表的特定财务优化目的，但国有资产转让程序和审批流程较为繁杂，可能对产品的发行进度造成一定的影响。此外，需注意的是物业资产的处置限制、关联方租户占比高、租户集中度高等均会削弱资产对证券的保障程度，从而使得证券兑付较为依赖于主体信用。

城投企业发行 CMBS 和出表型类 REITs 的常见问题和潜在影响

从 CMBS 的交易结构来看，物业资产产权人（项目公司）与原始权益人构建底层债权，在底层债权转让至专项计划后，项目公司将物业资产与其运营产生的现金流设定抵质押为专项计划提供担保。在此结构下，物业资产现金流通过底层债权归集至专项计划，专项计划享有抵押资产处分权及优先受偿权。

图 2 CMBS 项目交易结构图



资料来源：联合资信整理

从类 REITs 的交易结构来看，除物业资产产权人（项目公司）与原始权益人构建底层债权外，还需要将项目公司的股权转让给专项计划，通过这种交易结构的设计，专项计划直接拥有了项目公司的股权，可以更好的做到破产隔离，另外可以选择处置标的的股权来进行退出，若选择处置标的的股权进行退出相关的交易费用会更低，底层资产对优先级证券的保障程度也会更好，因此在物业资产估值相同且类 REITs 产品在交易结构上没有实质性风险敞口的情况下，该类 REITs 产品的抵押率和发行规模普遍高于 CMBS 产品。

根据监管要求和 CMBS 和类 REITs 的产品结构，可发行 CMBS 和类 REITs 的物业资产需要满足一定条件，城投企业持有的物业资产可能会涉及以下事项进而影响 CMBS 和类 REITs 项目的申报发行。

表 1 城投企业发行 CMBS 和出表型类 REITs 的常见问题和潜在影响

常见问题	潜在影响
物业资产产权和所涉的土地使用权有瑕疵	无论是 CMBS 还是出表型类 REITs，项目公司均需持有物业资产产权和所涉的土地使用权。如物业资产及其所涉土地使用权存在处置限制，则将影响 CMBS 产品抵押物对证券的实际保障效果进而影响优先级证券的发行规模。 但对于出表型类 REITs 产品而言，构建产品结构的过程中应已确认可实现持有资产的项目公司股权转让，这意味着即使物业资产存在处置限制亦不影响以股权转让的方式完成处置，对优先级证券发行规模的影响可控。
建设运营的合规性瑕疵 物业资产的实际用途与规划用途/证载用途不一致	可能影响物业资产作为 CMBS 抵押物的处置，或将限制 CMBS 产品抵押物对证券的实际保障效果进而影响优先级证券的发行规模。CMBS 和出表型类 REITs 项目通常均需要项目公司及其关联方出具承诺函，承诺如因该瑕疵被政府处罚，由项目公司/关联方缴纳罚金。

<p>物业资产存在权利负担</p>	<p>无论是 CMBS 还是出表型类 REITs，在专项计划设立后物业资产均不可存在其他的第三方权利负担。其他抵押和融资租赁需要在专项计划设立前或约定的时限内解除。</p>
<p>物业资产出租予当地政府部门或机关单位作为办公地点</p>	<p>考虑到城投企业定位和承担的职能，或存在持有的物业资产出租予当地政府部门或机关单位作为办公地点的情况。但是基于《资产证券化业务基础资产负面清单指引》（中基协发〔2024〕3号）规定，承租人为政府部门/机关单位的物业资产属于列明的不适宜采用资产证券化业务形式、或者不符合资产证券化业务监管要求的基础资产。该条件也是限制城投企业发行 CMBS 和出表型类 REITs 的主要原因。</p>

资料来源：联合资信根据公开资料整理

除上述限制性因素以外，以下两种因素或可能对城投企业 CMBS 和 REITs 的发行规模和可行性产生负面影响。（1）物业资产关联方占比较高、租户集中度较高。城投企业持有的写字楼通常出租予同集团内关联企业或当地其他城投企业用作办公，关联方占比较高且租户集中度较高。关联方租户多数租金低于当地市场平均水平，且租金实际收缴情况一般。租户集中度较高则可能引发租户退租对物业资产未来现金流产生较大影响。（2）出表型 REITs 虽然具备抵押率高、优化财务报表等优势，但其出表流程涉及较为繁杂的国有资产转让审批程序和国资流程。根据《企业国有资产交易监督管理办法》，出表型类 REITs 项目公司的股权转让，在按照企业内部管理制度履行相应决策程序或经国家出资企业审核批准后，即可采用公开/非公开方式进行股权转让，无需经国资监管机构层层批准。对于项目公司和计划管理人的实际控制人为不同主体时，需在产权交易中心将项目公司股权进行公开转让；对于项目公司和计划管理人的实控人为同一主体时，该国家出资企业审议决策，可以采取非公开协议转让方式，无需在产权交易中心进场交易。

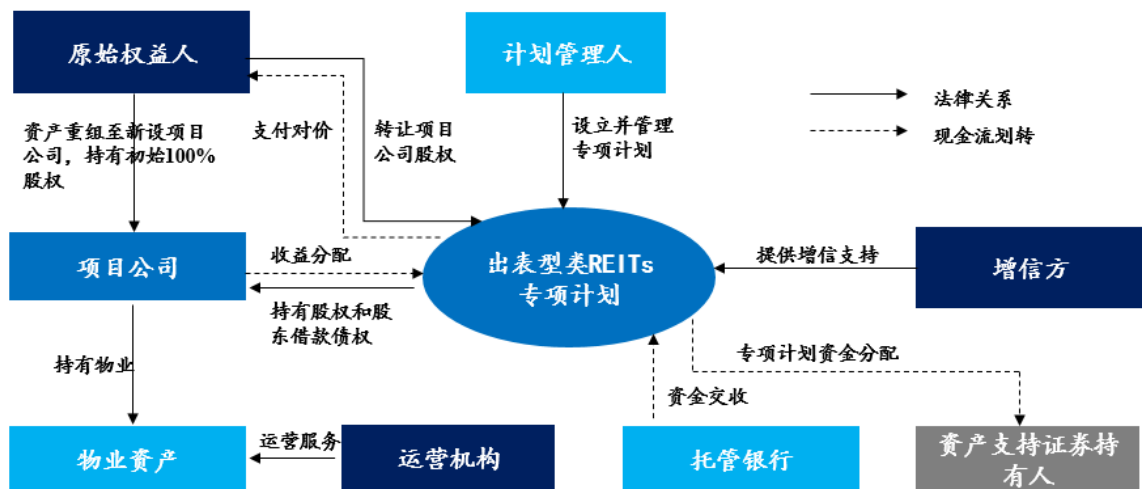
类 REITs 产品可以通过不同交易结构的设计来达到调节企业报表的作用

（1）出表类 REITs

对于出表类 REITs 而言，城投企业将持有物业资产产权的项目公司股权转让予专项计划，实现资产出表并计提投资收益，专项计划通过持有项目公司股权间接持有物业资产的产权和未来运营收益。出表型类 REITs 产品主要通过构建项目公司和专项计划间的标的债权来抽取物业资产未来收益进而支付券端利息，券端本金主要依赖优先收购和流动性支持等外部信用支持或项目公司股权债权以及物业资产的市场化处置。出表类 REITs 的优势是可以让企业实现轻资产运营，帮助企业在合并报表口径上面确认利润，并且项目公司资产负债率较高的情况下发行出表类 REITs 可以帮助企业降杠杆。

出表类 REITs 之所以可以出表是因为其增信方式与单纯的融资型类 REITs 有一些区别。目前市场上出表类 REITs 有无主体增信以及主体有限增信两种类型。无主体增信的出表类 REITs 对底层资产的质量要求极高，通常位于一线城市的核心区域、无任何权属瑕疵且具有市场化处置条件；主体有限增信的出表类 REITs 考虑到会计师对出表的判定方式，增信主体通常不会对专项计划的兑付日及各个开放期做全额兜底。

图 3 出表型类 REITs 项目交易结构图



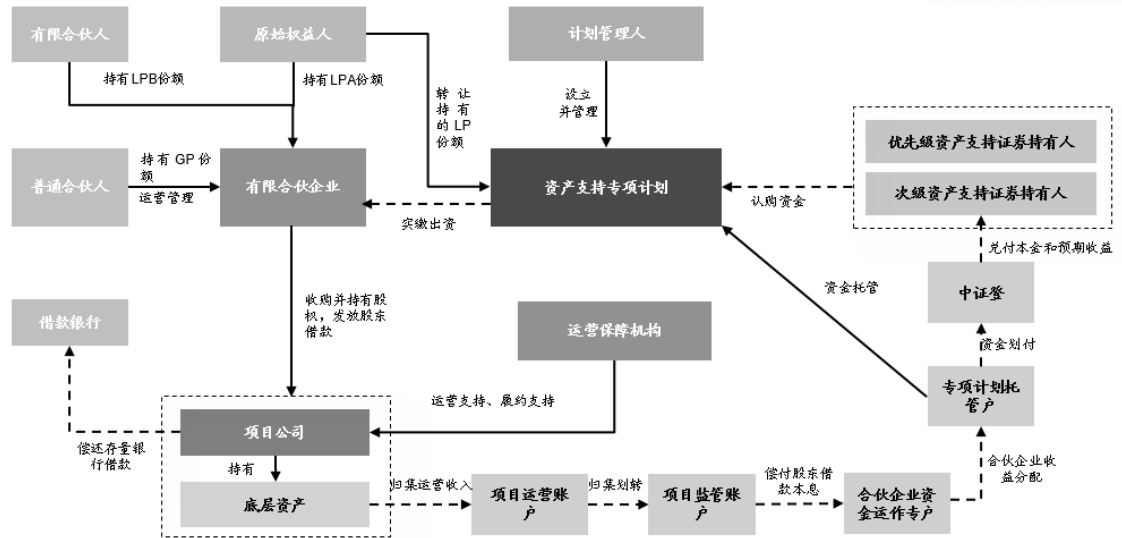
资料来源：联合资信整理

(2) 并表类 REITs

并表类 REITs 理论上讲城投企业也可以发行，但目前市场上成功发行并表类 REITs 的底层资产大多为电厂及高速公路等。并表类 REITs 最大的优势为可以帮助企业改善资产负债率。但发行并表类 REITs 将占用企业部分资金，并且操作较为复杂，发行时间较久。

从交易结构来看，并表类 REITs 通常成立一个合伙企业，原始权益人作为 A 类有限合伙人，增信方的子公司作为 B 类合伙人以及普通合伙人。合伙企业根据交易文件的安排持有项目公司的股权并发放借款。并表类 REITs 的基础资产为 A 类有限合伙份额所有权，计划管理人从原始权益人处受让 A 类有限合伙份额。在不考虑其他外部增信设置的情况下，基础资产现金流为项目公司以偿还标的债权本息及股东投资收益（或有）形式支付至合伙企业，进而按照合伙企业决策流程分配予 A 类有限合伙份额持有人的运营目标项目形成的对应可分配现金流，也包含特定情形下 A 类份额持有人应获特定资产对应处置现金流（或有）。并表类 REITs 项目交易结构图如下。

图 4 常见并表类 REITs 产品交易结构图



资料来源：联合资信整理

正是因为上述交易结构的设置，并表类 REITs 可以帮助企业改善报表，降低资产负债率，并且项目公司不涉及出表且融资规模较大，募集资金使用用途较为灵活。但是 B 类有限合伙人和普通合伙人需要实缴可能会对自有资金造成一段时间的占用；在特定情况下还需要进行专家评审，可能会对发行的时间造成一定的影响。

四、收费收益权项目

如城投拥有供水、供热、供气等民生类的特许经营权以及收费收益权，可将上述收费收益权作为底层资产发行收费收益权 ABS。收费收益权 ABS 可以帮助城投企业将现金流提前变现，而且可以选择发行期限较长的资产证券化产品，此外若底层用户分散度较高则可以通过结构设计实现产品增级来降低发行成本。但同时收费收益权 ABS 通常要求城投企业拥有特许经营权，且特许经营权可以覆盖专项计划存续期，若特许经营权无法覆盖专项计划存续期则可能需要与政府相关部门进行沟通，签署续期相关证明。

收费收益权 ABS 的基础资产一般为“原始权益人转让给计划管理人的、原始权益人依据《相关收费协议》在特定期间对特定用户享有的收费收益权及附属权益”。为确保专项计划可以顺利设立以及特定原始权益人在专项计划存续期间能够持续稳定提供相关服务并获得相关收益，中介机构需要对相关的《特许经营协议》进行核查，且特许经营协议中的特许经营期限及范围应当覆盖本专项计划入池的特定期间及范围。若由于历史原因特定原始权益人未与相关主管部门签署特许经营协议或获得特许经营资质，或基础资产现金流来源不属于必须实施特许经营范畴，需要与相关主管部门协商，并由相关主管部门出具确认文件，以明确特许经营资质。具体各类收费收益权项目常见资质文件详见下表。

表 2 常见收费收益权项目资质文件

项目类型	文件资质
供电	电力业务许可证、承装（修）电力设施许可、电工进网作业许可证
供水	取水许可证、卫生许可证、城市供水特许经营协议
供气	燃气经营许可证、城市管道燃气特许经营协议
供热	供热经营许可证、城镇供热特许经营协议
公共交通票款	道路运输经营许可证、线路运营许可证
新能源补贴	列入国家补贴名录或有明确的补贴文件

资料来源：联合资信根据公开资料整理

需要注意的是，根据《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 2 号——大类基础资产》，专项计划存续期间内，特定原始权益人经营现金流入扣除向专项计划归集的基础资产现金流后应当能够覆盖维持基础资产运营必要的成本、税费等支出。通常情况下负责民生类的城投企业较为依赖政府补贴，城投企业若满足上述要求可能也面临一定的困难；但在实操中部分资质较为优异且有运营支持的城投企业也可以将毛现金流进行入池。另一方面，收费收益权底层资产的资金混同风险风险以及资产的特定化也是需要解决的问题，如城投企业负责某一城市多个片区的供水业务，而入池的是某一个片区的收费收益权，则可能由于水费收入都归集到同一个账户而产生资金混同风险，或由于无法区分各笔水费收入归属于某个片区而导致资产无法特定化。

另外收费收益权 ABS 在满足底层用户分散且现金流表现稳定的情况下可以进行增级，如居民供水、居民供热及居民供电的收费收益权。理论上公共交通票款收费收益权也可以进行增级，但是考虑到近年来公共交通工具种类越来越多以及私家车保有量逐步上升可能会导致公共交通票款未来收入的不确定性，可能会对公共交通票款收费收益权是否能增级带来一定的不确定性。

除上文重点分析的资产类型以外，城投企业因持有特许经营权而享有安保费以及海域港口租金收费收益权，可将该收费收益权作为基础资产发行收费收益权 ABS 项目，具体资产类型对应的关注点如下表所示。

表 3 不同资产类型对应的收费收益权 ABS 项目的关注点

项目类型	关注点
安保费收费收益权	需取得《保安服务许可证》以确保区域垄断性以及特许经营性质；安保服务公司签署《武装押运服务合同书》 相关案例：东营市财金投资集团有限公司 2023 年度第一期资产支持票据
海域租赁和港口服务费用的收费收益权	需取得《海域使用权证书》以及《海域使用权租赁合同》，海域使用金已缴纳年限应覆盖专项计划存续期 相关案例：华创-荣成财鑫海域租金二期资产支持专项计划
停车场收费收益权	需取得《停车场备案登记证明》《停车位登记证明》《产权证明》以及《停车费收费标准

	备案》
--	-----

	相关案例：渤海汇金-龙城智慧停车资产支持专项计划
--	--------------------------

资料来源：联合资信根据公开资料整理

五、结语

虽然城投企业融资受到了一定的限制，但是考虑到资产证券化产品由于底层资产较为丰富，交易结构设置也较为灵活，城投企业可以选择适合自己的资产进行融资。另外城投企业可以密切跟踪国家以及各部门发布的政策并结合自身情况筛选符合政策导向的资产作为底层资产利用资产证券化进行融资，比如交易所推动的停车场资产证券化、九部委发布的支持公交票款资产证券化产品以及国务院办公厅发布的支持冰雪企业发行资产证券化产品。

在当前的宏观背景下，城投企业的融资行为已经全口径收紧，许多城投企业谋求通过退平台或者宣布为市场化经营主体来试图脱离城投身份，但是从 2024 年以来城投企业融资的规模可以看出上述行为对于融资的影响其实较为有限。本文旨在分析城投企业还可以发行哪些资产证券化产品以及不同类型的产品适合哪些类型的城投企业发行以及可能面临的困难，以给城投企业提供利用资产证券化产品融资的思路。