

专题研究

2020 年 3 月 25 日

中诚信国际
宏观经济

疫情冲击下地方国企融资如何？

——地方国企融资专题研究

主要观点

◇ 2020 年以来企业融资政策新变化

- 货币政策延续结构性宽松，引导市场利率下行
- 多措并举应对疫情冲击，融资提效严守风险
- 资本市场顶层设计优化，金融监管持续完善

◇ 现阶段地方国企融资特点

- 银行信贷占比超四成，疫情冲击下信托融资明显收缩
从存量融资结构看，较为依赖债权融资，股权融资占比较低，银行信贷占比超四成；从新增融资结构看，疫情冲击下信托、租赁等对于跨区域现场尽调较为依赖的融资方式收缩较为明显。
- 债券发行显著上升且以超短融为主，发行成本持续下行
发行规模及净融资额逐年增长，债券类型以超短融为主，非公开公司债占比明显增长，发行利率整体下行，利差多数收窄。
- 债券违约整体可控，海外美元债不确定性加大
地方国企债券违约整体可控，违约主体数量、债券规模占比较小；在全球金融市场波动加大叠加中资美元债市场快速扩容背景下，海外美元债不确定性加大。
- 增发和配股为股票融资主要方式，IPO 募资占比下降
股票市场中，地方国企融资占比相对较少，增发和配股为地方国企股票市场主要融资方式，地方国企 IPO 募资占全市场比重稳步递减、增发及配股占比呈上升走势。
- 行业及区域性融资分化显现，信用等级有所上移
从融资主体结构看，资本密集型行业、经济较发达区域地方国企新增融资规模较高；地方国企债券发行人中以中等级别为主，并呈现向高级别上移趋势，且级别调高的发行人以城投企业为主。

◇ 地方国企融资发展趋势及建议

- 趋势：成本下行，非标转标，分化加剧
 - 1、结构性宽松延续，融资成本下行空间仍存。
 - 2、直接融资占比提升，非标转标趋势不改。
 - 3、融资分化持续加剧，马太效应凸显。
- 建议：创新工具精准支持，底线思维严守风险
 - 1、从地方国有企业角度：加强对全球经济局势的研判，充分考虑现阶段金融、贸易及汇率等不确定性冲击，树立底线思维。
 - 2、从地方政府角度：加强财政金融资源统筹管理，严守极端情况下流动性踩踏引发的债务危机。
 - 3、从国家层面：加大对受全球疫情及经济波动明显的行业及区域企业的财税及金融支持，探索融资工具及风险缓释工具创新，加快地方国企改革与多层次资本市场建设。

研究院 宏观金融研究部

赵京浩 010-66428877-274
jjzhao@ccxi.com.cn
刘心荷 010-66428877-280
xhliu@ccxi.com.cn
袁海霞 010-66428877-261
hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

疫情冲击一季度或现负增长，新冠全球蔓延加剧不确定性——2020 年 1-2 月宏观经济形势分析与展望，2020 年 3 月 20 日

宏观数据未充分体现疫情冲击，后续影响将显现——2020 年 1 月宏观经济形势分析与展望，2020 年 3 月 6 日

专题研究：疫情冲击下，政策如何稳增长？——近期重要会议释放的经济信号，2020 年 2 月 28 日

市场回暖分化加剧，关注机遇挑战并存下的风险演化——城投行业 2019 年回顾与 2020 年展望之市场运行篇，2020 年 1 月 2 日

2020 年以来，新冠肺炎疫情冲击下我国经济下行压力持续加大，一系列严厉管控措施下，我国防控形势持续向好，复工复产有序推进，但伴随海外疫情加速蔓延，全球金融市场波动加剧，外部扰动持续加大。在复杂严峻的内外部环境下，企业融资面临重重挑战，其中地方国有企业作为当前各地区复工复产的主力军，其资金融通状况对于地方当前稳增长、稳基建、稳就业及守住风险底线均至关重要。本文从现阶段融资政策新变化出发，对疫情冲击下地方国企融资呈现新特点及未来发展趋势进行全面梳理分析，并对改善地方国企融资状况提出建议。

一、2020 年以来企业融资政策新变化

面对疫情冲击，我国及时出台多项政策组合拳，有力保障企业融资需求，保持资金流动性合理充裕，增强监管弹性，精准帮扶困难企业。与此同时，年初以来资本市场多项重要改革陆续落地，构建长效机制提升企业融资效率。

（一）货币政策延续结构性宽松，引导市场利率下行

1 月初央行进行全面降准，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放约 8000 亿元长期资金，加大逆周期调节。伴随疫情形势加剧，2 月央行下调 7 天、14 天操作利率利率 10BP，3 月实施普惠金融定向降准，释放长期资金 5500 亿元，应对疫情对实体经济的冲击，保障流动性供给。央行积极引导下，货币市场资金利率显著下行，企业融资成本有所降低。截至 3 月 20 日，货币市场资金利率 R007 累计下行 142.07BP 至 1.6524%，银行贷款利率基准 LPR1 年、5 年报价分别下行 20BP、10BP 至 4.05%、4.75%，企业债收益率累计下行 36.10BP 至 3.0432%。此外，央行及时设立 3000 亿元的专项再贷款和增加 5000 亿元的再贷款再贴现额度，有力精准地支持疫情防控和复工复产，对疫情防控重点企业、受疫情影响的困难企业等予以定向支持，保障企业现金流稳定。

（二）多措并举应对疫情冲击，融资提效严守风险

面对疫情严峻冲击，1 月 26 日银保监会发布首个专项政策¹提出应对疫情的专项金融服务举措，此后人民银行、财政部、发改委、证监会等多个部门及地方相关部门相继出台共计 39 项²政策，围绕疫情期间受困企业金融支持、疫情期间金融相关业务安排等方面出台详细举措，保障企业资金融通顺畅，具体包括加大专项再贷款资金支持、中央财政安排贴息资金降低融资成本、对特定企业临时性延期还本付息、优化融资担保服务、推出“疫情防控债”专项融资工具、在债券发行及外汇结算等领域搭建“绿色通道”等。从地方政策看，在中央政策红利基础上，各省统筹协调地方财政及金融资源，重点对不裁员、少裁员的企业、区域性特色优势行业、受疫情影响严重的服务类企业定向给予资金支持、财政贴息、贷款展期等资金保障，缓解企业资金流动性压力，并针对重大投资项目，加大地方政府专项债券的资金支持。在多措并举保障企业资金融通的同时，监管弹性有所提升，如人民银行及银保监会将对《资管新规》过渡期延长进行评估，降低疫情叠加压力。

（三）注册制改革正式落地，金融协同机制持续优化

2020 年 3 月 1 日，修订后的《证券法》正式实施，作为我国资本市场的基本法，此次修订中全面推行证券发行注册制度、完善证券交易制度等举措对于企业直接融资影响深远。国务院办公厅出台

¹ 《关于加强银行业保险业金融服务，配合做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》

² 地方政策统计截至 2 月 17 日，国家相关政策详见附件

《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》，就新《证券法》落地进行详细部署。此后证监会、上交所、深交所分别出台相关系列文件，就公开发行公司债券实施注册制，进一步简化公开发行公司债券流程，放开发债企业最低公司净资产要求，同时精简上市公司证券发行条件，拓宽创业板再融资服务覆盖面，优化非公开制度安排，支持上市公司引入战略投资者。在资本市场证券发行机制持续优化的同时，金融监管相关制度持续完善，1月国务院金融稳定发展委员会发布《国务院金融稳定发展委员会办公室关于建立地方协调机制的意见》，将在各省建立金融委办公室地方协调机制，加强中央和地方在金融监管、风险处置等领域协作。此后3月5日央行、发改委等六部门联合发布《统筹监管金融基础设施工作方案》，进一步统筹金融资产登记托管系统、清算结算系统等金融基础设施重点领域监管，提升金融基础设施整体水平。

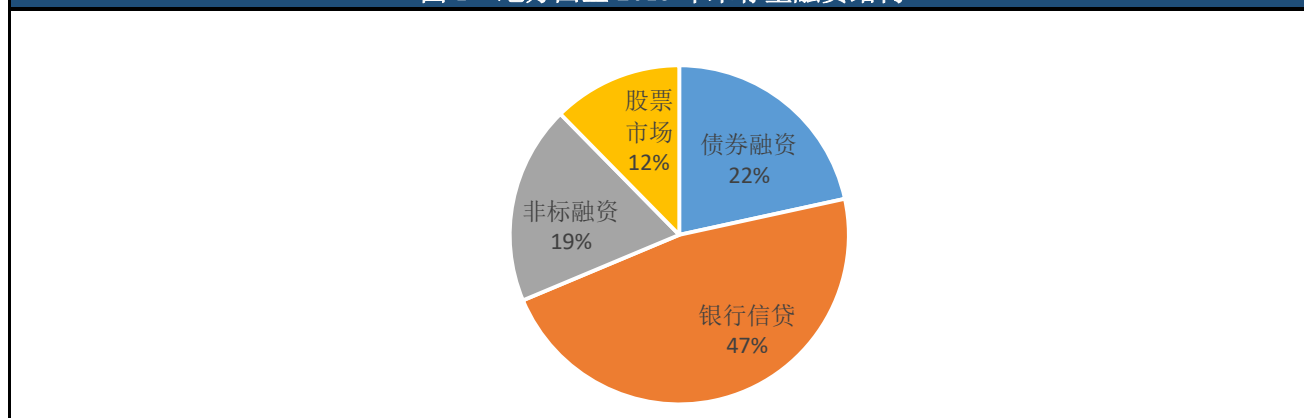
二、现阶段我国地方国企融资特点

在国家一系列积极有效的政策保障下，我国金融市场运行稳定，地方国有企业融资整体保持良好运行，但也同时在内外部环境变化下呈现新特点。由于地方国企融资信息披露有限，以下仅以股票市场及债券市场地方国企融资主体³为样本，对地方国企融资状况进行分析。

（一）银行信贷占比超四成，疫情冲击下信托融资明显收缩

从地方国企外部融资渠道看，主要包括银行信贷、债券融资、股票融资、非标融资，其中股票融资包括首次发行、增发及配股。从融资性质看，银行信贷、债券融资、非标融资为债权型融资，股票融资为股权型融资。从存量融资结构看，地方国企对债权融资较为依赖，股权融资占比较低。统计样本2019年末财务数据披露显示，银行信贷仍为地方国企的主要融资渠道，占比达到47%，其余依次为债券融资、非标融资⁴与股票市场融资，占比分别为22%、19%与12%。其中股票市场融资以增发为主要，该类融资在股票市场融资中占比达到74%，首次发行及配股分别占25%及1%。从新增融资结构看，疫情冲击下信托、租赁等对于跨区域现场尽调较为依赖的融资方式收缩较为明显，根据大智慧财汇数据库对公开市场披露公告统计，2020年1-2月样本企业信托融资额同比下降86%。与此同时，疫情期间由于监管对债券融资申报及发行的灵活性安排，债券净融资额呈现明显攀升，2019年1-2月债券净融资额达到6100亿元，同比增长59.9%。

图1 地方国企2019年末存量融资结构



³ 具体样本范围为截至2020年2月末股票市场及债券市场存量融资主体中非金融类地方国企，剔除重复企业后，具体涵盖3793家企业，其中上市公司673家

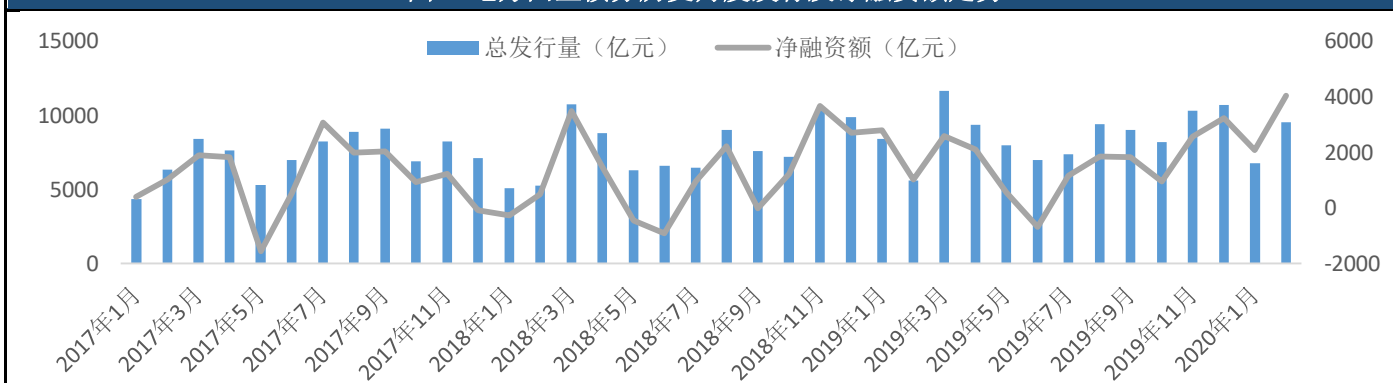
⁴ 非标融资涵盖信托贷款、融资租赁贷款、动产及不动产抵押借款等，由于非标融资披露信息不足，本文以企业有息债务减银行贷款余额、债券余额进行测算

资料来源: choice, 中诚信国际整理

(二) 债券发行显著上升且以超短融为主, 发行成本持续下行

近年来地方国企债券发行规模及净融资额呈逐年增长态势, 2019 年全年累计发行规模较 2017 年增长 19.93% 至 10.48 万亿元, 截至 3 月 20 日, 2020 年地方国企债券发行规模为 2.81 万亿元, 同比增长 9.58%, 净融资额增长 50.21% 至 19.94 万亿元。从债券类型看, 地方国企新发行债券以超短融为主, 同时非公开公司债占比明显增长。2019 年地方国企累计发行超短融债券规模为 1.58 万亿元, 占地方国企信用债发行规模比重为 26.66%, 居于首位, 2020 年以来截至 3 月 20 日, 该占比升至 30.28%; 从券种占比变化看, 2019 年地方国企发行非公开公司债累计规模 1.29 万亿元、占比 21.79%, 较 2017 年显著增长近 11 个百分点。针对疫情推出的疫情防控债券, 至 3 月 20 日, 全市场疫情防控债券累计发行 1544.40 亿元, 其中地方国企发行 664.60 亿元, 占比达到 43.03%。2020 年新《证券法》⁵实行后, 交易所公开发行的短期公司债券创新品种落地, 截至 3 月 24 日, 公开发行的短期公司债共 3 只、规模超 10⁶ 亿元, 发行主体均为地方国有企业, 预计此类型债券发行规模将稳步增长。从发行利率及利差⁷看, 2017 年 1 月至 2020 年 2 月期间, 各级别地方国企债券发行利率整体下行, 其中 AAA 级下行幅度最大, 2020 年 2 月加权平均发行利率较 2017 年同期下行 153.73BP 至 3.67%; 除 AA 级发行利差小幅走阔外, 利差多数收窄, 其中 AAA 级收窄幅度最大, 2020 年 2 月发行利差收窄 111.15BP 至 105.71BP。2020 年新冠疫情爆发以来, 在结构性宽松的货币政策下, 各评级地方国企利率延续下行、利差均收窄, 其中 AA 级发行利率下行幅度、利差收窄幅度最大, 2 月加权平均发行利率较 2019 年 12 月下行 65.68BP 至 5.59%, 利差收窄 28.83BP 至 298.85BP。

图 2 地方国企债券历史月度发行及净融资额走势



数据来源: 中诚信国际整理, Choice

图 3 地方国企债券债券类型分布及走势

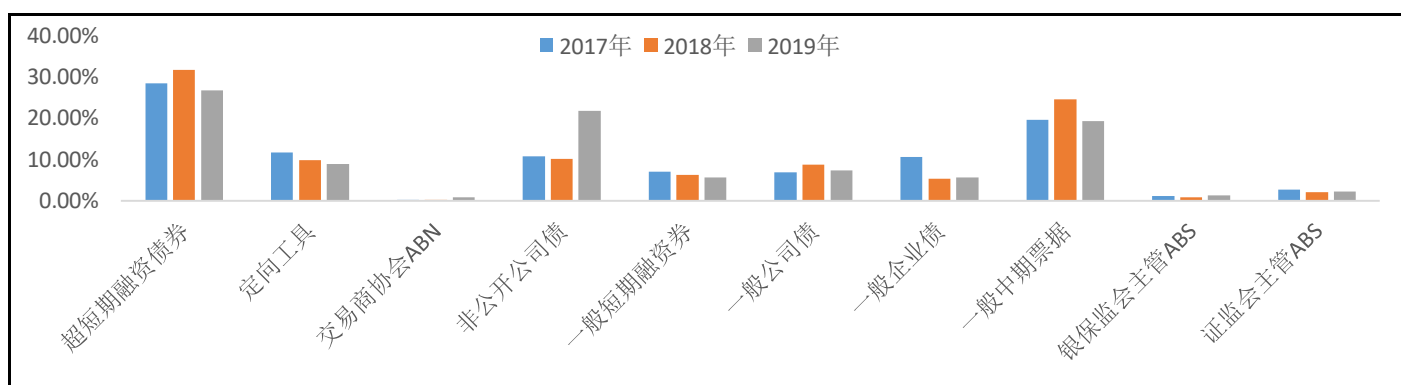
(三) 债券违约整体可控, 海外美元债不确定性加大

地方国企债券违约整体可控, 在全球金融市场波动加大叠加中资美元债市场快速扩容背景下, 海外美元债不确定性加大。从违约情况看, 根据中诚信国际统计, 2014 至今债券违约主体共 161 个, 地方国有企业违约主体共 15 个, 2019 违约规模 1259.02 亿元, 其中地方国企违约债券规模为 79.90 亿元, 占全市场违约债券的比重为 6.35%。从 2020 年地方国企新增违约看, 截至 3 月 20 日, 国内债券市场尚无地方国企违约事件, 离岸美元债市场青海省投资集团有限公司 (以下简称“青海省投”)

⁵ 新《证券法》取消公司债券上市交易条件中“公司债券期限为一年以上”的限制。

⁶ 截至 3 月 24 日, 仅披露 1 只债券发行规模为 10 亿元, 另外 2 只债券发行规模尚未披露。

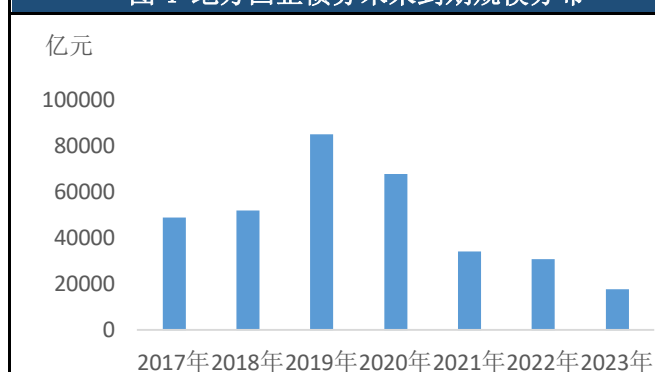
⁷ 根据中诚信国际统计, 地方国企发行债券期限 5 年期占比居于首位, 故此处发行利率、利差均以 5 年期作为统计样本。



数据来源: 中诚信国际整理, Choice

图4 地方国企债券未来到期规模分布

图5 地方国企债券发行期限分布及走势

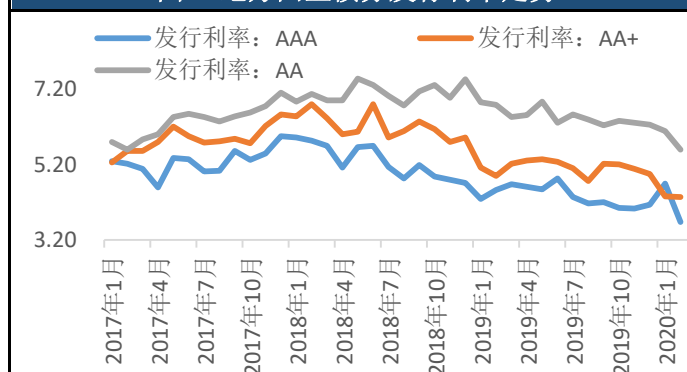


数据来源: 中诚信国际整理, Choice

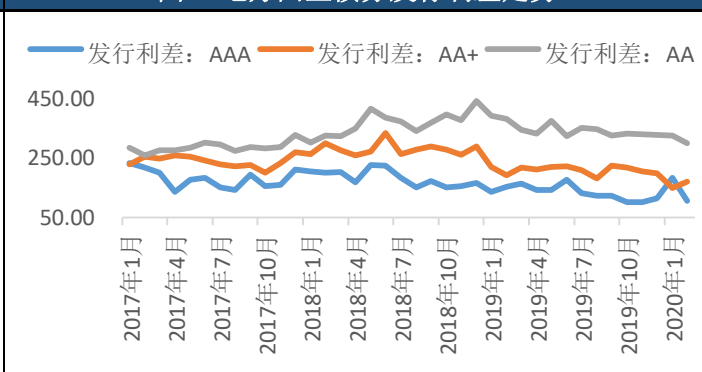
数据来源: 中诚信国际整理, Choice

图6 地方国企债券发行利率走势

图7 地方国企债券发行利差走势



数据来源: 中诚信国际整理, Choice



数据来源: 中诚信国际整理, Choice

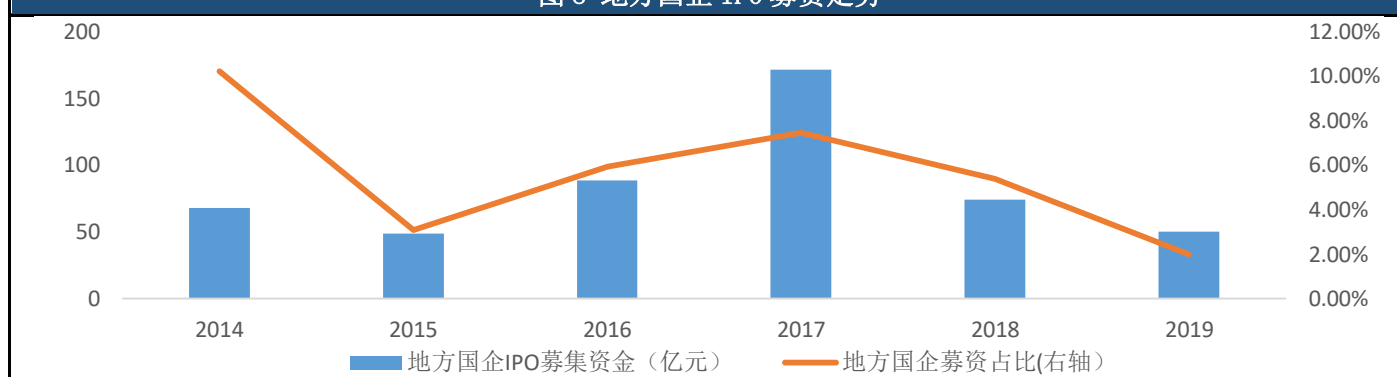
再度违约: 1月10日, 青海省投未能按期支付美元债券利息, 构成实质违约, 并触发另外两笔美元债券的交叉违约保护条款; 2月22日, 未能按期支付美元债到期本息, 再度构成实质违约, 青海省投已发布公告拟对违约的3只规模合计8.5亿美元的美元债券进行要约收购, 收购价格在36.75%至41.19%区间。**值得关注的是**, 伴随近年来中资美元债持续扩容, 地方国企发行美元债券规模持续上升, 2017年至2019年期间, 地方国企发行美元债券规模增长近4倍, 截至2020年3月20日, 中资美元债存续规模为9736.63亿美元, 其中地方国企占比4.16%。从发行利率看, 2017年至2019年期间, 地方国企美元债加权平均发行利率先升后降, 与美国国债走势基本趋同, 2019年地方国企美元债加权平均发行利率⁸为4.15%, 与国内相同期限地方国企债券发行利率相比低105BP。2020年海外新冠疫情爆发以来, 伴随全球金融市场波动加剧、汇率波动加大, 海外美元债市场不确定性也将随之上升。

⁸ 以发行期限为5年期的债券作为统计样本。

（四）增发和配股为股票融资主要方式，IPO 募资占比下降

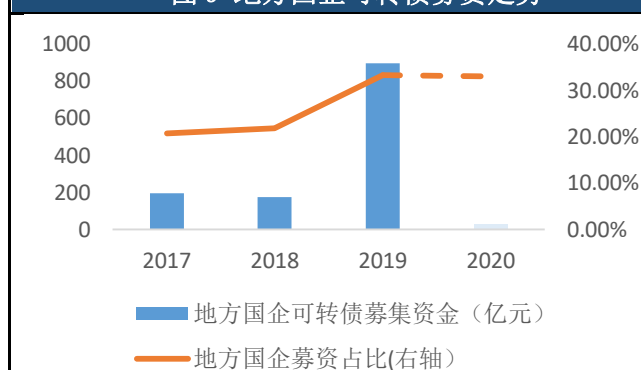
从股票市场融资看，地方国企在上市公司中占比较少，截至 2020 年 2 月底，国内共有 3816 家上市主体，其中地方国企 673 家，占比达到 17.64%，市值占比为 15.97%。从融资方式构成看，首发上市、增发及配股、发行优先股为股票市场进行融资的主要方式，其中增发和配股为股票市场再融资最主要的方式，2019 年地方国企通过增发和配股募集资金规模为 1486.26 亿元，在其他各类股权融资方式中募资规模占比居于首位。从不同融资方式走势看，2017 年至 2019 年期间，全市场首发募集资金规模呈波动上升走势，其中地方国企首发募资及占全市场首发募资的比重呈稳步递减趋势；配股及增发方面，全市场配股及增发募集资金规模呈现逐年递减，但地方国企募资规模占比呈现上升趋势。截至 3 月 20 日，2020 年 IPO 总规模为 382 亿元，较去年同期增长近 50%，新增上市主体尚无地方国企；增发及配股融资规模为 888.75 亿元，其中地方国企增发及配股募集资金规模占比 7.26%。

图 8 地方国企 IPO 募资走势



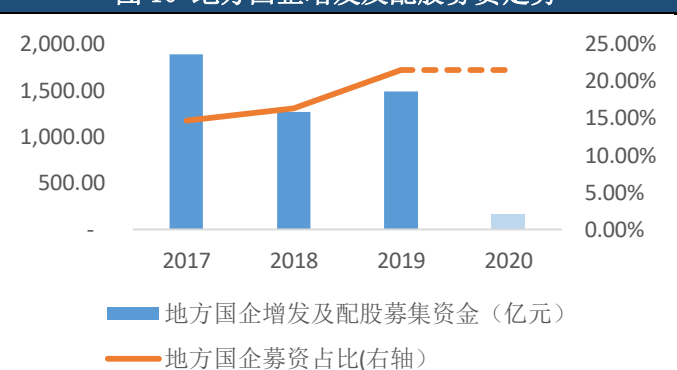
数据来源：中诚信国际整理，Choice

图 9 地方国企可转债募资走势



数据来源：中诚信国际整理，Choice

图 10 地方国企增发及配股募资走势



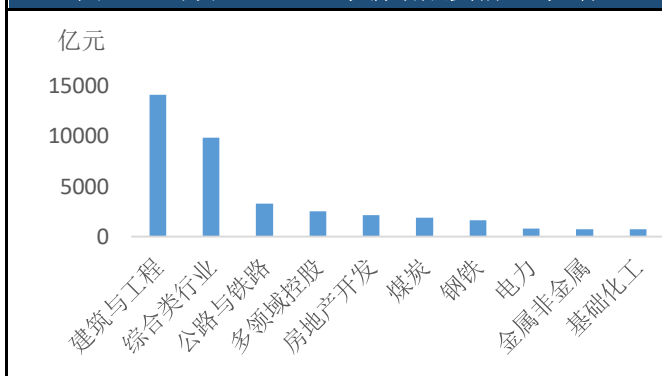
数据来源：中诚信国际整理，Choice

（五）行业及区域性融资分化显现，信用等级有所上移

从融资主体结构看，全国地方国企 2019 年新增融资数据显示，资本密集型行业、经济较发达区域地方国企新增融资规模较高，同时地方国企债券发行人中以中等级别为主，并呈现向高级别上移趋势，且级别调高的发行人以城投企业为主。从行业看，建筑与工程业 2019 年新增融资规模在所有行业中居于首位，达到 1.41 万亿元，其次前五大分别为综合类行业、公路与铁路业、多领域控股及房地产等重资产、资本密集型行业，其新增融资规模均超 2000 亿元，休闲娱乐、食品零售、广告及应用软件等轻资产行业地方国企新增融资规模较小、均低于 30 亿元。从区域看，江苏省地方国企 2019 年新增融资规模在全国居于首位、达到 7366 亿元，山东、浙江、北京、广东等 8 个省及直辖市新增融资规模超 2000 亿元，宁夏、西藏、黑龙江及海南地方国企新增融资规模居于末位，均低于 200 亿

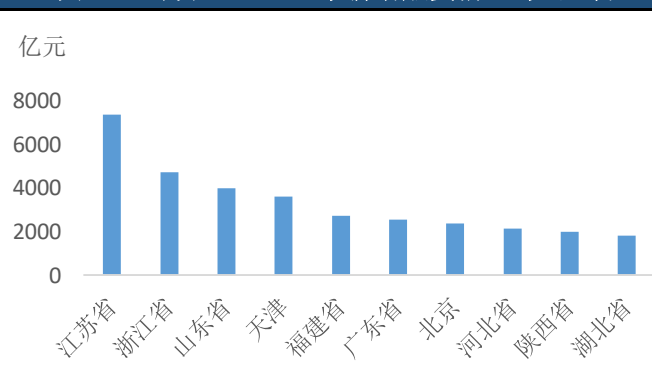
元。从信用级别看，地方国企主体评级以中等级别为主，呈现向中高评级上移趋势。截至2019年12月31日，地方国企债券发行主体信用级别以AA级为主，发行主体数量占比49.73%，但从趋势上看，AAA级与AA+级主体数量占比呈现逐年稳步增长态势，AA级与AA-（及以下）级主体数量占比下降明显，2019年全年，共有177家地方国企主体评级有所上调，其中有104个地方国企为城投类企业，占比58.76%，居于首位。截至3月16日，2020年地方国企主体评级上调的企业共9家，城投企业共8家，其中江苏省经开区城投企业3家，评级上调的原因多为所在经开区经济财政实力增强；主体评级调低的地方国企共有3家，分别为青海省投资集团有限公司（美元债违约）、吉林省交通投资集团有限公司（业绩亏损、目前处于重组状态）、山东地矿集团有限公司（目前处于资产重组及平台公司划转状态）。

图 11 地方国企 2019 年新增融资前 10 大行业



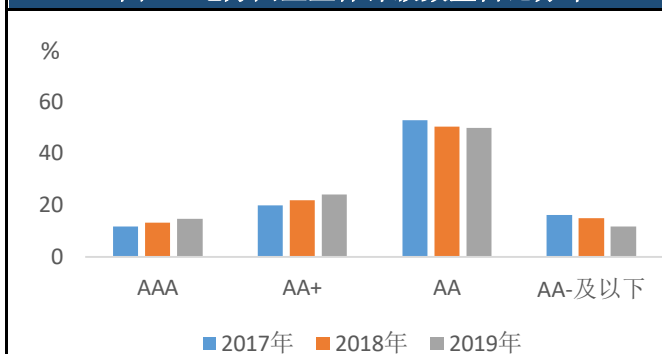
数据来源：中诚信国际整理，Choice

图 12 地方国企 2019 年新增融资前 10 大区域



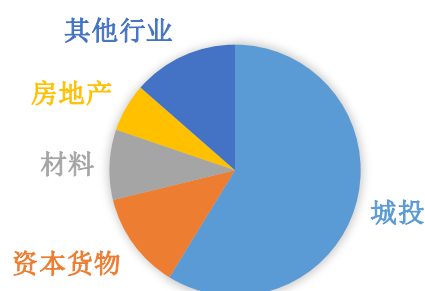
数据来源：中诚信国际整理，Choice

图 13 地方国企主体评级数量占比分布



数据来源：中诚信国际整理，Choice

图 14 地方国企评级上调行业分布



数据来源：中诚信国际整理，Choice

三、地方国企融资发展趋势及建议

（一）地方国企融资趋势：成本下行，非标转标，分化加剧

当前地方国企融资整体稳定，伴随未来国内经济下行压力持续加大，全球金融市场不确定性增加，影响地方国企融资的变量也将更加复杂，地方国企面临的融资形势仍难言放松，结合当前政策及地方国企融资特点，预计未来地方国企融资将呈现以下趋势。

1、结构性宽松延续，融资成本下行空间仍存

从目前国内经济情况看，疫情影响下供需两弱，货币政策延续结构性宽松，3月16日，央行实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点；此外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。从外部因素看，美联储3月3

日下调基准利率及超额存款准备金率 50BP,3 月 15 日下调基准利率 100BP 至 0-0.25% 的零利率区间,并启动 7000 亿美元量化宽松计划,3 月 23 日,美联储宣布开启无限量 QE,将不限量按需买入国债、MBS 及债券 EFT,以应对疫情对经济冲击、预防经济衰退,海外货币政策重回宽松周期,国内货币政策空间持续打开,短期看在疫情防控下,更多加大信贷支持力度的货币政策或将落地,长期看在经济下行压力加大背景下,货币政策将加大逆周期调节力度,延续结构性宽松,融资成本下行空间仍存。

2、直接融资占比提升,非标转标趋势不改

伴随资本市场改革红利释放,多层次资本市场建设持续推进,地方国企直接融资占比将持续提升。从股票市场看,目前地方国企股权融资占比整体较低,但仍存在较大发展空间,2020 年 2 月落地的再融资新规进一步放宽上市公司定增要求,后续地方国企定增规模有望延续增长;新规明确“战略投资者”角色,或将有助于已上市的地方国企引入多类型战略投资者、推进混合所有制改革,有助于未上市的地方国企参与上市民企股权收购实现借壳上市、拓展其股权融资渠道。从债券市场看,公司债和企业债将全面实行注册制后,发债流程有所缩短,发债条件有所放松,删除了旧《证券法》中“累计债券余额不超过公司净资产 40%”等要求,债券发行门槛明显降低,加之资金利率持续下行,极大利好地方国企债券融资扩容。伴随直接融资占比上升,传统非标类融资将有所收缩,《资管新规》过渡期仍存不确定性,但非标转标趋势仍不会改变。此外,值得关注的是,中资美元债近两年来均实现较快增长,美联储超常规宽松货币政策或将对高资质中资美元债形成一定利好,但需警惕全球金融市场不确定性加大对可转债及中资美元债的估值及偿付影响。

3、融资分化持续加剧,马太效应凸显

伴随内外部不确定性持续上升,地方国企融资在不同维度的分化将持续加剧。从行业看,经济下行压力下,未来稳增长、稳基建政策持续加码,对于基础设施建设等相关行业,以及在区域经济发展、民生保障、就业等领域具有较高重要性的企业,政策倾斜力度将持续加大,对企业及重大项目的资金需求给予更多保障支持,降低企业资金压力;对于市场化程度较高且受全球疫情冲击影响明显的行业,及依赖全球产业链分工的行业,经营环境将持续恶化,企业流动性压力将加大。从区域看,当前疫情防控重点聚焦防控境外输入,沿海及境外输入压力较大的区域,地方国企复工复产或将受到一定影响,进而或对企业资金融通状况带来冲击,同时对于外贸类企业集中的区域,未来受全球经济停摆冲击较大,整体面临较高融资压力。从行政层级看,地方财政及金融资源是影响地方政府对当地国企资金支持力度的重要因素,对于行政层级较高且区域重要性较高的地方国企,地方政府所调用的财政

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6299

