

城投专题之三：

城投企业债权及股权债权性融资缺口分化研究

作者：联合资信、联合评级宏观研究部

王妍 吴玥 马顺福 侯睿 王信鑫 丁继平

摘要：2014年至2018年，城投企业面临着融资环境恶化及融资渠道收缩的紧张局面，特别是在2016年以后，城投企业融资缺口大幅扩大，2019年上半年及三季度，虽然融资环境有所改善但回升幅度有限。本文设置了债权性融资缺口及股权债权性融资缺口指标，通过观察其中位数及负值占比的变化情况，印证了市场投资者对经济欠发达或地方政府债务负担重的区域，以及行政等级和信用等级较低的城投企业更为担忧的信用风险判断。

一、城投企业融资缺口指标选取

企业融资包括债权融资和股权融资，其中城投企业的债权融资渠道有银行借款、债券融资以及信托融资等，是城投企业的主要融资方式，在现金流量表中主要计入“取得借款收到的现金”和“发行债券收到的现金”科目，对应的现金流出主要计入“偿还债务所支付的现金”；股权融资则主要来自股东注资，是城投企业外部支持的部分体现，资金流入主要计入“吸收投资所收到的现金”。此外，城投企业融资还包括拆借和融资租赁等，计入“收到其他与筹资活动有关的现金”，但由于大部分城投企业该类融资方式的融资量占比较低，因此后文不做详细分析。

城投企业的融资缺口为企业当期融入资金与偿还资金的差额。本文采用（取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务所支付的现金）/偿还债务所支付的现金代表企业的**债权性融资缺口**，采用（吸收投资所收到的现金+取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务所支付的现金）/偿还债务所支付的现金代表**股权债权性融资缺口**，该指标是考虑了城投企业股权融资后的资金缺口状况。对于上述指标而言，零值是一个很重要的分界点，当指标为负值时，则表示企业资金融入量已无法覆盖偿还量，城投企业大概率呈现融资困难、流动性

紧张、偿债压力大的局面。

之所以在指标设置时将融资缺口比上“偿还债务所支付的现金”，主要是考虑到企业规模对融资缺口规模的影响，往往体量越大的城投企业对应的筹资活动现金流量规模也越大。如果只比较企业的融资缺口，则体量小的城投企业融资缺口状况很容易被忽略；而如果取融资缺口与偿还债务支付的现金比值，则能够提高不同规模城投企业融资缺口的可比性，更加全面的考虑不同信用质量的城投企业的融资缺口情况。

企业融资状况一方面受外部融资环境的影响，一方面也受企业自身融资能力影响。本文通过时间轴的纵向比较，可以观察外部融资环境对同一类城投企业的影响；通过横向多样本比较，则可以分析不同类型城投企业自身融资能力及融资缺口状况。

表 1 城投企业融资缺口指标

指 标		经济含义
债权性融资缺口	$(\text{取得借款收到的现金} + \text{发行债券收到的现金} - \text{偿还债务所支付的现金}) / \text{偿还债务所支付的现金}$	反映了银行信贷和债券市场对公司融资的支持程度
股权债权性融资缺口	$(\text{吸收投资所收到的现金} + \text{取得借款收到的现金} + \text{发行债券收到的现金} - \text{偿还债务所支付的现金}) / \text{偿还债务所支付的现金}$	反映了股权融资、银行信贷和债券市场对公司融资的综合支持程度

二、城投企业数据处理方式

本文城投企业样本来自于 Wind“城投债”的发行主体，在此基础上，甄选可导出 2014—2018 年及 2019 年 6 月和 9 月财务数据的企业，根据业务类型剔除参与较多贸易、建筑施工等业务的企业后，最终获得 1604 家城投企业样本。

由于我们选取的指标若分母为零则没有实际意义，所以剔除每年样本中分母（即偿还债务所支付的现金）为零的数据，每年的数据样本均有所不同，样本数量按时间顺序依次为 1543、1567、1570、1587、1589、1532、793，除了 2019 年 9 月的样本之外差异不大，数据可比性较强。

在 2019 年 9 月获得的 793 家城投样本中，省、市级城投占比分别为 12% 和 51%，AAA 及 AA+ 占比分别为 16% 和 35%，而其他年度样本中省、市级城投占比分别在 7% 和 42% 左右，AAA 及 AA+ 占比分别在 9% 和 23% 左右，可见 2019 年 9 月样本中的城投企业资质水平普遍较高，因此 2019 年 9 月样本外部融资情

况指标可能会优于年度样本实际的平均水平。

在前两个城投系列专题《城投专题之一 从城投企业债务及投资看分化及基建投资发展路径》《城投专题之二 多维度看城投企业流动性分层及演变》中，样本平均数反应总体数据的代表性较好，所以我们均使用研究指标的平均数进行分析。平均数反映了一组数据的平均大小，代表数据总体的平均水平，与每一个数据都有关，反映出来的信息较充分。但是同时，由于平均数与每一个数据都有关，其中任何数据的变动都会相应引起平均数的变动，在个别的数据值过大或过小的情况下，平均数会受到较大影响，代表数据整体水平是有局限性的。

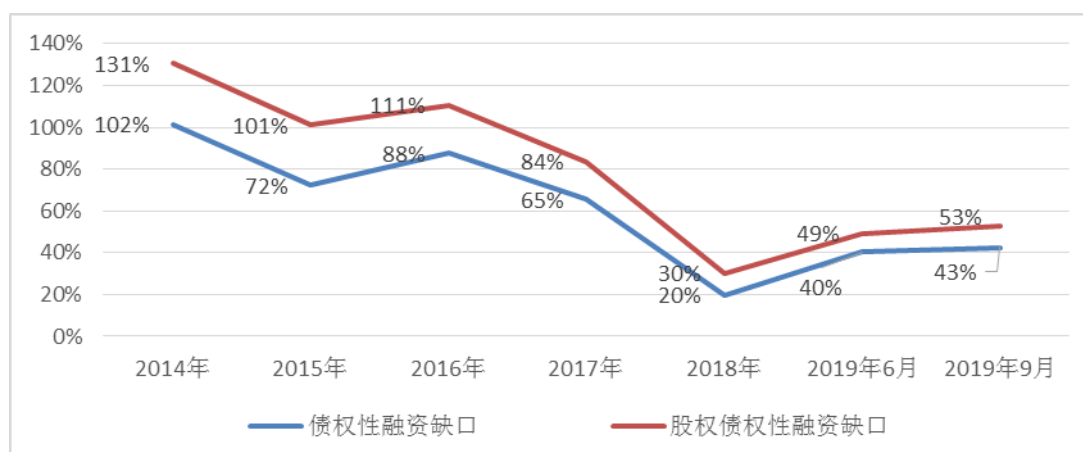
由于本文研究的融资缺口指标两侧数据比较不均衡，极端值对平均数影响较大，加之指标分母为零则没有实际意义，因此平均数代表的平均整体水平可能不具有代表性，而中位数在一组数据的数值排序中处中间的位置，表示数据的中等水平，部分数据的变动对中位数没有影响，可以避免受到指标数据偏大或者偏小的极端值的影响，因此我们在本专题中选择用融资缺口指标的中位数描述数据的集中趋势进行分析。

三、城投企业融资缺口总体表现

（一）城投企业融资缺口的变化

2014—2016 年，城投企业融资缺口指标降幅较小，融资环境逐步显现恶化苗头。其中债权性融资缺口中位数由 2014 年的 1.02 降至 2016 年的 0.88，股权债权性融资缺口中位数由 2014 年的 1.31 降至 2016 年的 1.11。**2016—2018 年，融资缺口指标呈大幅下滑态势，城投企业的外部融资环境在不断的恶化，企业融资难度陡增。**其中 2018 年，城投债权性融资缺口和股权债权性融资缺口分别为 0.20 和 0.30，较 2016 年大幅下滑。**2019 年上半年和三季度，融资缺口指标小幅回升，城投企业紧张的融资环境有所缓释。**其中 2019 年上半年，债权性融资缺口和股权债权性融资缺口分别为 0.40 和 0.49，较 2018 年有所回升，但不及 2017 年水平，回升幅度有限，2019 年三季度，上述两指标仍保持小幅回升态势。

图1 城投企业整体融资缺口中位数的演变

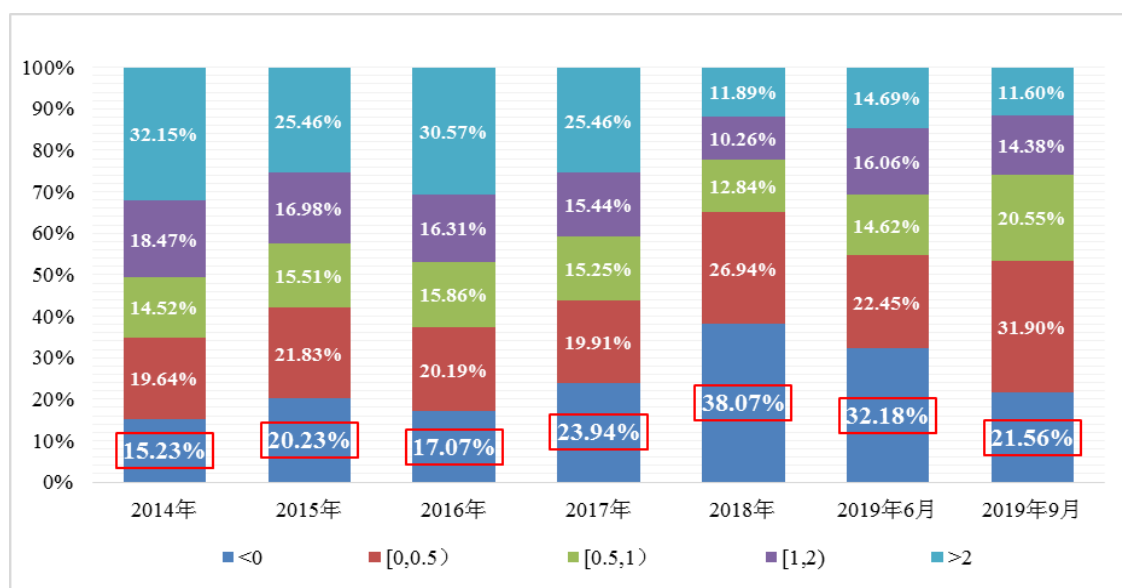


资料来源：Wind，联合资信整理

（二）城投企业融资缺口分布情况

从城投企业融资缺口分布来看，2014 年，城投企业整体融资环境尚可，其中，债权性融资缺口和股权债权性融资缺口大于 2 的城投企业占比较高，分别为 32.15%和 37.52%，指标小于 0 的城投企业占比仅分别为 15.23%和 11.54%，表示 2014 年大多数城投企业正在大举融入资金，需要偿还债务的资金量也较小，企业债务在不断扩张。2016 年起，融资缺口指标小于 0 的城投企业占比不断提升，2018 年债权性融资缺口和股权债权性融资缺口占比分别达到最高值 38.07%和 33.35%，指标为 0—0.5 的企业占比也分别升至 26.94%和 26.62%，两者合计占到城投企业总体的一半以上，表明当年一半以上的城投企业融资缺口都急剧扩大，且其中大部分企业甚至呈现融资入不敷出的紧张局面。2019 年上半年及三季度，融资环境紧张的局面并未好转，其中债权性融资缺口及股权债权性融资缺口小于 0 的城投企业占比仍居高位。

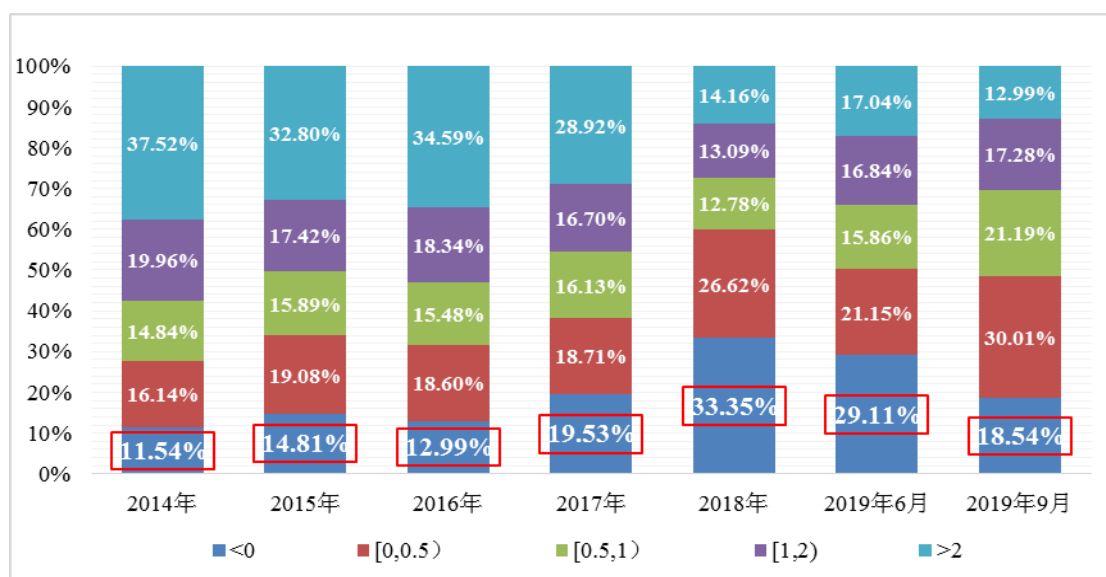
图2 城投企业债权性融资缺口分布



注：2019 年季度样本不同于其他年度样本

资料来源：Wind，联合资信整理

图2 城投企业股权债权性融资缺口分布



注：2019 年季度样本不同于其他年度样本

资料来源：Wind，联合资信整理

总体看，2014 年至 2016 年城投企业融资缺口状况小幅变化，随着去杠杆政策加码及政府债务监管加强，2017 年起企业的融资缺口呈指数型扩大，2018 年三分之一城投企业陷入融资紧张局面，2019 年随着基建托底、债券市场回暖等积极信号，城投企业融资缺口的紧张程度有所缓释。

四、各省份城投企业融资缺口比较

将城投企业按所属省份划分，江苏省城投企业数量最多，其次是浙江，东部区域总体数量较为庞大，西北区域城投企业数量少。

2014—2018 年，大部分省份融资缺口指标中位数走低，企业融资缺口不断扩大。各省份的经济发展程度一定程度上影响了当地企业的融资缺口的状态，发达省份的金融环境、企业的融资渠道和便利性、信用水平等方面是明显优于经济欠发达省份的企业。2014 年，宁夏、甘肃、贵州等西部经济欠发达省份的债权性融资缺口中位数值高，基本在 1.40 以上，2018 年，上述省份债权性融资缺口和股权债权性融资缺口中位数大幅下滑，降至 0 左右，2019 年上半年及三季度，城投企业融资状态并未全面好转，特别是内蒙古，叠加呼经开等信用风险事件，债权性融资缺口和股权债权性融资缺口中位数仍维持在-0.4 左右，当地融资环境恶化程度进一步加深。2014—2018 年，北京、广东、福建及江浙两地等经济发达的省份债权性融资缺口及股权债权性融资缺口中位数整体呈小幅下滑态势，表明上述省份的城投企业抵御外界融资环境恶化的能力较强。2019 年上半年及三季度债权性融资缺口及性指标回升幅度也较大。

表 2 各省份城投企业债权性融资缺口中位数

债权性融资缺口中位数	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年6月	2019年9月
宁夏	5.17	1.28	0.62	0.39	-0.45	0.30	0.08
甘肃	2.66	1.34	1.04	0.74	0.12	0.06	0.40
贵州	2.54	4.17	2.08	1.38	0.14	0.08	0.17
内蒙古	1.88	0.63	1.18	0.84	-0.44	-0.49	-0.39
广西	1.76	0.96	1.13	0.93	-0.09	0.61	0.40
新疆	1.44	0.93	1.12	1.38	-0.33	-0.16	0.00
云南	1.40	1.28	0.89	0.62	-0.09	-0.01	0.48
山西	1.43	0.41	0.68	0.11	0.06	0.05	0.39
湖南	1.57	1.33	1.82	0.95	0.20	0.49	0.71
天津	0.89	0.40	0.42	-0.03	-0.42	-0.19	-0.05
山东	1.40	1.02	0.97	0.51	0.12	0.39	0.53
辽宁	0.52	0.41	0.69	-0.02	-0.70	-0.55	-0.01
陕西	1.42	1.13	0.96	1.28	0.20	0.57	0.61
青海	1.36	0.72	0.13	0.57	0.21	-0.89	0.10
吉林	0.96	0.30	0.77	0.20	-0.09	0.20	0.41
河北	1.13	0.77	0.80	0.43	0.12	0.44	0.54
江西	1.43	0.76	1.58	1.13	0.53	0.65	0.63
黑龙江	0.46	0.68	0.98	0.59	-0.42	-0.30	0.04
江苏	0.96	0.69	0.69	0.53	0.17	0.48	0.36
河南	1.02	0.65	2.17	0.91	0.27	0.40	0.82
浙江	1.04	0.41	0.50	0.55	0.35	0.71	0.40
北京	0.71	0.15	0.69	0.38	0.08	0.37	0.30
安徽	0.80	1.07	1.95	1.32	0.19	0.25	0.49
四川	0.84	1.06	1.06	1.03	0.48	0.73	0.70
福建	0.43	0.52	0.55	0.38	0.12	0.47	0.41
广东	0.37	-0.02	0.14	0.09	0.11	0.14	0.38
重庆	0.57	0.70	1.00	0.67	0.39	0.48	0.52
上海	-0.08	-0.23	-0.07	-0.13	0.02	0.31	0.35
湖北	0.96	2.07	2.02	2.75	1.22	1.08	1.15

资料来源：Wind，联合资信整理

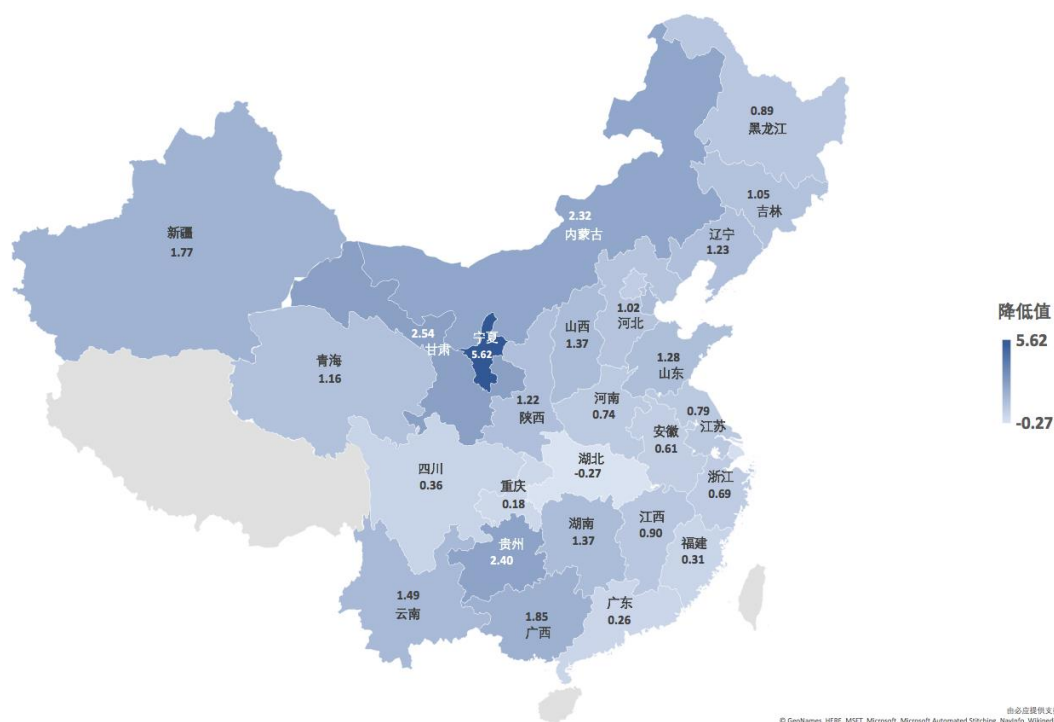
表 3 各省份城投企业股权债权性融资缺口中位数

股权债权性 融资缺口中 位数	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年6月	2019年9月
宁夏	5.41	2.49	1.29	0.95	0.07	0.70	0.40
甘肃	2.66	1.34	1.07	0.75	0.12	0.06	0.40
贵州	2.92	4.39	2.65	1.63	0.26	0.13	0.29
内蒙古	2.64	0.64	1.40	0.84	-0.40	-0.46	-0.30
广西	2.06	1.06	1.51	1.00	-0.02	0.61	0.48
新疆	1.81	0.96	1.25	1.54	-0.26	-0.13	0.01
云南	1.69	1.60	1.38	0.83	-0.07	0.18	0.74
山西	1.73	0.80	0.74	0.16	0.15	0.06	0.44
湖南	1.98	1.62	1.91	1.07	0.28	0.50	0.71
天津	1.12	0.70	0.46	0.21	-0.40	-0.13	0.01
山东	1.79	1.28	1.37	0.82	0.24	0.44	0.62
辽宁	1.00	0.59	0.86	0.00	-0.70	-0.55	0.35
陕西	1.72	1.27	1.30	1.35	0.32	0.60	0.74
青海	2.66	0.84	0.97	0.70	0.28	0.03	0.12
吉林	1.01	0.83	1.08	0.33	-0.08	0.22	0.41
河北	1.24	0.88	0.84	0.55	0.21	0.51	0.66
江西	1.57	1.21	1.62	1.42	0.90	0.81	0.74
黑龙江	0.50	0.79	1.03	0.59	-0.41	-0.30	0.05
江苏	1.25	1.00	0.85	0.63	0.26	0.53	0.40
河南	1.55	0.94	2.26	1.03	0.44	0.61	0.99
浙江	1.20	0.46	0.55	0.63	0.44	0.81	0.54
北京	1.39	0.44	0.79	0.65	0.14	0.51	0.31
安徽	1.40	1.55	2.22	1.46	0.41	0.44	0.52
四川	1.08	1.35	1.28	1.37	0.52	0.79	0.77
福建	0.51	0.70	0.89	0.47	0.22	0.61	0.58
广东	0.88	0.53	0.47	0.38	0.38	0.18	0.58
重庆	0.75	0.92	1.10	0.82	0.51	0.52	0.56
上海	0.09	-0.10	0.08	0.04	0.11	0.31	0.38
湖北	1.40	3.18	2.75	2.75	1.34	1.11	1.21

资料来源：Wind，联合资信整理

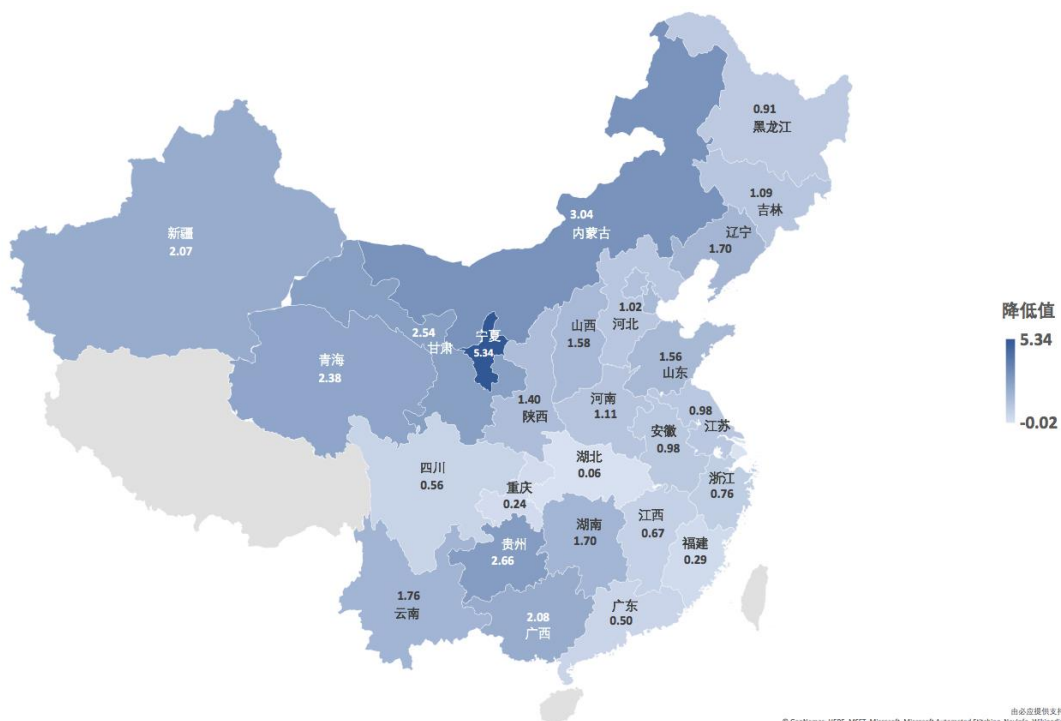
下图呈现了各省份2014年到2018年债权性融资缺口和股权债权性融资缺口中位数的变化。融资缺口扩大幅度越大，债权性融资缺口和股权债权性融资缺口降低值越大，下图对应省份的颜色越深。可见，东北地区、西南地区以及西北地区的城投企业融资缺口中位数降低值整体大于东部省份，特别是宁夏、甘肃、贵州等西部经济欠发达省份成为2014—2018年降幅最大的省份，表示当地企业融资环境恶化程度更深，企业融资及偿债压力更大，一方面由于信用收缩导致投资人及债权人风险偏好降低，经济欠发达省份或政府债务负担重的省份成为次优选项，另一方面也因上述省份的城投企业前期大幅度融资而导致后期偿债量增加，加深了企业融资入不敷出的下行压力。

图 4 各省份城投企业债权性融资缺口中位数 2018 年较 2014 年降低值



资料来源：Wind，联合资信整理

图 5 各省份城投企业股权债权性融资缺口中位数 2018 年较 2014 年降低值



资料来源：Wind，联合资信整理

债权性融资缺口和股权债权性融资缺口零值对于企业融资缺口状态是一个很重要的分界点，当指标为负值时则表示企业资金融入量已无法覆盖偿还量。通过观测债权性融资缺口和股权债权性融资缺口负值的城投企业数量占比，可以分析该省份城投企业的整体融资缺口情况。下表蓝色代表债权性融资缺口和股权债权性融资缺口的负值比例低，红色代表比例高。2014 年，债权性融资缺口及股权债权性融资缺口负值比例最高的是上海、广东等经济发达省份，而内蒙古、黑龙江等地维持在较低水平，主要由于发达省份获得外部支持力度较大且自身造血功能较好，从财务报表中可见，其基础设施建设任务可以获得大规模财政资金支持，对银行借款及债券等融资渠道依赖程度有限。随着信用政策紧缩，两类省份城投企业负值比例呈现反向变动，上海、广东两省负值比例下降，2018 年，东北三省城投债权性融资缺口和股权债权性融资缺口负值比例变动至前位，2019 年上半年及三季度也仍维持较高的负值比例，主要由于外部信用环境的紧缩导致其融资缺口扩大，加之经济欠发达省份的城投企业可获得外部支持有限且自身经营活动常年呈现现金流出状态，当地城投企业大概率呈现融资困难、流动性紧张、偿债压力大的局面。

表 4 各省份城投企业债权性融资缺口负值比例（单位：%）

债权负值比例	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年6月	2019年9月
宁夏	0.00	50.00	50.00	50.00	100.00	0.00	0.00
新疆	15.38	26.92	19.23	18.52	82.14	55.56	50.00
天津	4.55	4.55	27.27	54.55	81.82	68.18	52.94
辽宁	32.26	31.25	22.58	51.61	80.00	75.86	57.14
内蒙古	16.67	27.78	16.67	22.22	77.78	62.50	75.00
黑龙江	21.43	21.43	28.57	7.14	64.29	57.14	33.33
云南	18.18	18.18	14.29	27.27	59.09	50.00	22.22
吉林	18.75	6.25	6.67	26.67	56.25	40.00	22.22
广西	3.45	10.71	7.14	20.69	55.17	24.14	22.22
甘肃	0.00	9.09	8.33	25.00	50.00	36.36	40.00
上海	53.57	71.43	60.71	60.71	48.15	34.78	13.33
河北	21.74	25.00	16.67	25.00	47.83	22.73	13.33
贵州	15.38	12.07	9.84	17.19	43.75	47.54	36.36
山西	18.75	43.75	40.00	50.00	43.75	43.75	25.00
山东	11.11	14.44	18.28	28.72	43.62	37.78	17.95
安徽	19.51	21.18	10.59	23.53	41.18	37.35	28.21
青海	20.00	20.00	40.00	40.00	40.00	80.00	33.33
湖南	7.08	18.26	6.03	17.24	38.79	31.53	19.57
福建	14.89	20.83	26.53	18.75	38.78	20.83	18.18
广东	30.19	51.85	45.10	46.30	38.18	41.18	14.81
北京	9.52	40.91	30.00	23.81	36.36	30.00	31.25
江苏	8.83	16.78	15.73	21.72	34.48	22.54	18.86
河南	12.50	26.83	4.76	16.67	33.33	29.27	9.52
江西	23.88	16.18	11.59	20.59	30.77	25.00	13.79
陕西	18.42	10.26	15.38	15.79	28.21	21.05	17.65
四川	23.53	14.42	16.19	17.76	26.17	28.85	21.82
浙江	7.97	20.29	22.46	23.19	25.36	27.74	17.57
重庆	9.59	14.86	10.53	23.68	19.74	28.17	24.49
湖北	24.36	15.19	9.09	15.19	18.52	21.33	12.12

资料来源：Wind，联合资信整理

表 5 各省份城投企业股权债权性融资缺口负值比例（单位：%）

股权债权 负值比例	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年6月	2019年9月
宁夏	0.00	50.00	0.00	0.00	50.00	0.00	0.00
新疆	11.54	19.23	11.54	14.81	78.57	51.85	50.00
天津	4.55	0.00	18.18	40.91	72.73	63.64	47.06
辽宁	22.58	28.13	16.13	48.39	80.00	72.41	42.86
内蒙古	11.11	16.67	16.67	16.67	77.78	62.50	75.00
黑龙江	21.43	21.43	21.43	7.14	64.29	57.14	33.33
云南	18.18	9.09	4.76	22.73	54.55	45.45	22.22
吉林	12.50	6.25	6.67	13.33	56.25	40.00	22.22
广西	3.45	7.14	7.14	13.79	51.72	20.69	16.67
甘肃	0.00	0.00	0.00	25.00	50.00	36.36	40.00
上海	39.29	57.14	46.43	46.43	40.74	34.78	13.33
河北	17.39	16.67	12.50	25.00	43.48	18.18	13.33
贵州	15.38	12.07	8.20	15.63	35.94	44.26	36.36
山西	12.50	37.50	40.00	50.00	43.75	43.75	25.00
山东	8.89	12.22	15.05	26.60	40.43	36.67	15.38
安徽	13.41	17.65	5.88	17.65	34.12	33.73	23.08
青海	0.00	20.00	0.00	40.00	20.00	40.00	33.33
湖南	6.19	13.04	5.17	14.66	33.62	31.53	19.57
福建	12.77	16.67	16.33	8.33	32.65	14.58	12.12
广东	22.64	31.48	35.29	33.33	29.09	37.25	11.11
北京	9.52	27.27	20.00	19.05	27.27	25.00	31.25
江苏	6.01	11.54	12.94	17.24	28.62	19.37	16.00
河南	12.50	21.95	2.38	9.52	26.19	24.39	4.76
江西	17.91	10.29	8.70	19.12	26.15	21.88	6.90
陕西	13.16	7.69	15.38	15.79	23.08	21.05	11.76
四川	16.67	10.58	13.33	14.02	22.43	26.92	16.36
浙江	6.52	16.67	19.57	20.29	21.74	22.63	14.86
重庆	8.22	9.46	6.58	21.05	19.74	23.94	22.45
湖北	15.38	7.59	3.90	11.39	17.28	20.00	12.12

资料来源：Wind，联合资信整理

总体看，2014 年以来，大部分省份城投企业融资易得性下降，出现融资缺口的城投企业占比呈不同程度变化。经济欠发达省份因投资人风险偏好减弱及自身融资能力弱等因素导致融资缺口扩大幅度较大，而经济发达省份的城投企业因地区融资便利性高、信用环境良好，因此即使面对信用环境收紧，城投企业融资缺口扩大幅度小，受外部融资环境影响较小。

五、各行政级别城投企业外部融资比较

将城投企业按不同行政级别划分，市级城投企业数量最多，占比超过城投企业总数的四成，其次是县级，省级和区级数量相对较少。由于园区发展阶段、园区层级等因素对园区城投业务类型影响较大，因此下文分析时暂不涉及园区城投企业。各行政级别城投企业数量具体如下：

表 6 各行政级别城投企业数量

企业数量	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月	2019 年 9 月
省级	108	111	110	112	111	110	98
市级	642	650	655	663	665	641	403
区级	204	206	208	207	209	204	81
县级	364	372	368	373	373	353	74
园区	225	228	229	232	231	224	137
合计	1543	1567	1570	1587	1589	1532	793

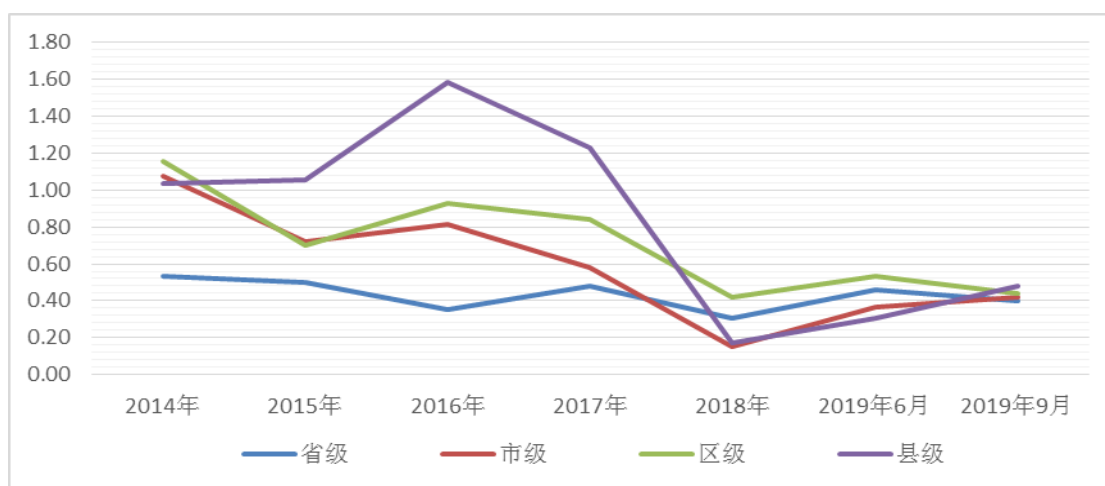
资料来源：Wind，联合资信整理

债权性融资缺口中位数方面，各行政级别城投企业的债权性融资缺口中位数均在 2018 年达到最低点，2019 年有所回升，其中，行政等级低的城投企业债权性融资缺口中位数波动较大。省级城投企业债权性融资缺口中位数在 0.4 左右小幅波动，县级城投企业债权性融资缺口中位数波动最大，从 2016 年的 1.59 降低到 2018 年的最低点 0.17。

股权债权性融资缺口中位数与债权性融资缺口中位数趋势大致相似，省级城投融资缺口中位数较为稳定，在 0.6 左右小幅波动。县级城投企业债权性融资缺口中位数波动最大，从 2016 年的 1.87 降低到 2018 年的最低点 0.26。

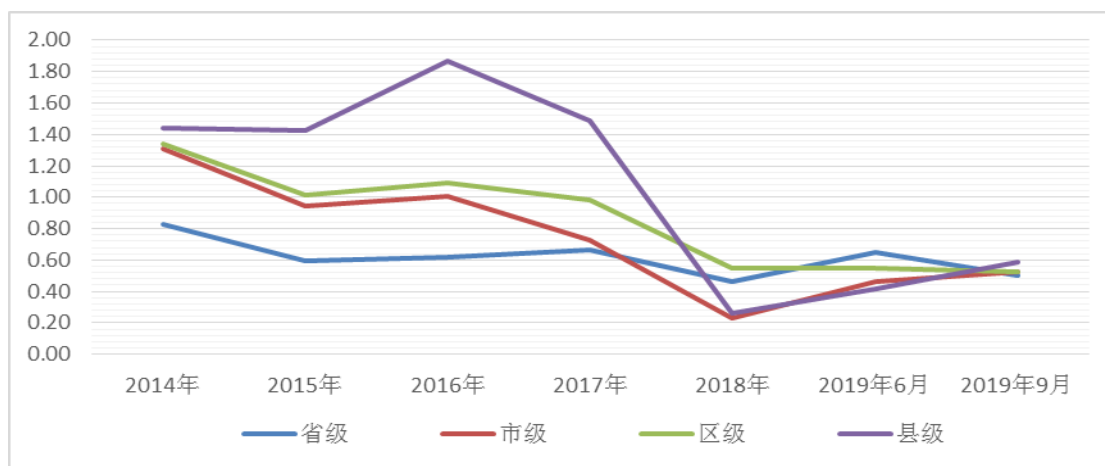
在宽松的信用背景下，各行政级别城投企业的外部融资缺口分化程度较大，行政级别较低的城投企业外部融资缺口中位数处在较高的水平，外部融资的资金较为充裕，股权融资、银行信贷和债券市场的资金支持比较充足。信用环境紧缩后，市、区、县城投企业的融资缺口中位数大幅下降，降至省级城投的融资缺口中位数水平附近，投资者风险偏好普遍较低，对行政等级低的城投企业的资金支持减少，行政等级低的城投企业外部融资难度加大。省级城投的外部融资缺口则一直保持在较为稳定的水平，主要系企业资质水平较高，背景实力较强，融资渠道比较丰富、顺畅，信用环境变化对省级城投的外部融资情况影响不大，股权融资、银行信贷和债券市场对省级城投企业的资金支持比较稳定。

图 6 各行政级别城投企业债权性融资缺口中位数



资料来源：Wind，联合资信整理

图 7 各行政级别城投企业股权债权性融资缺口中位数



资料来源：Wind，联合资信整理

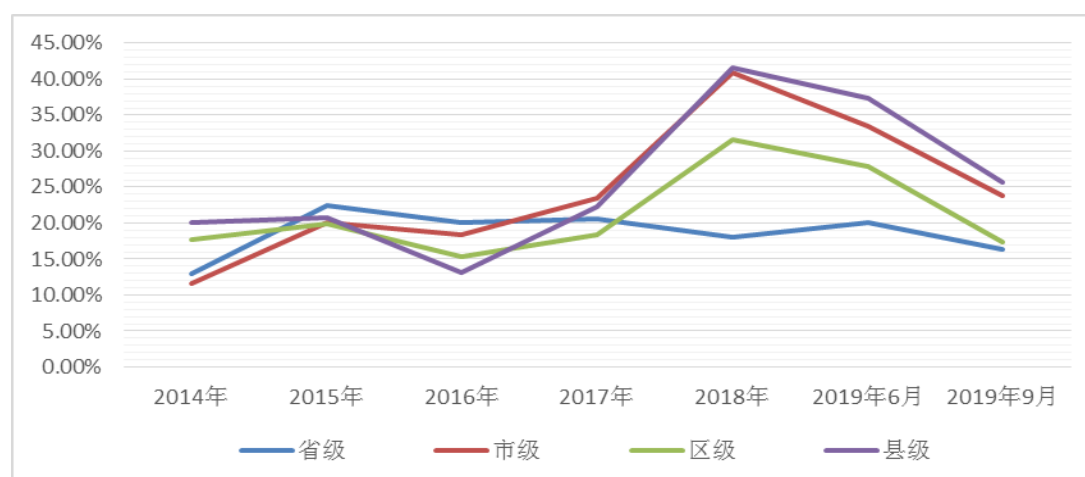
债权性融资缺口负值比例方面，2014—2016 年，市、区、县级城投债权性融资缺口负值的比例基本保持在低于 20%的水平，2017 年开始上升，2018 年大幅上升至 30%-40%左右，2019 年有所回落。而省级城投的债权性融资缺口负值比例保持在 20%左右的水平，近年整体波动较小。

股权债权性融资缺口负值比例的大致趋势与债权性融资缺口负值比例相似，在 2017 年之前，各行政等级城投企业的股权债权性融资缺口负值比例比较接近，均在 10%左右的水平；2018 年出现明显的分化现象，且分化程度要大于债权性融资缺口负值比例，省级城投企业的股权债权性融资缺口负值比例逆势降低至 9.01%，而县级城投企业的股权债权性融资缺口负值比例上升到 37.53%；2019

年分化程度有所减弱。

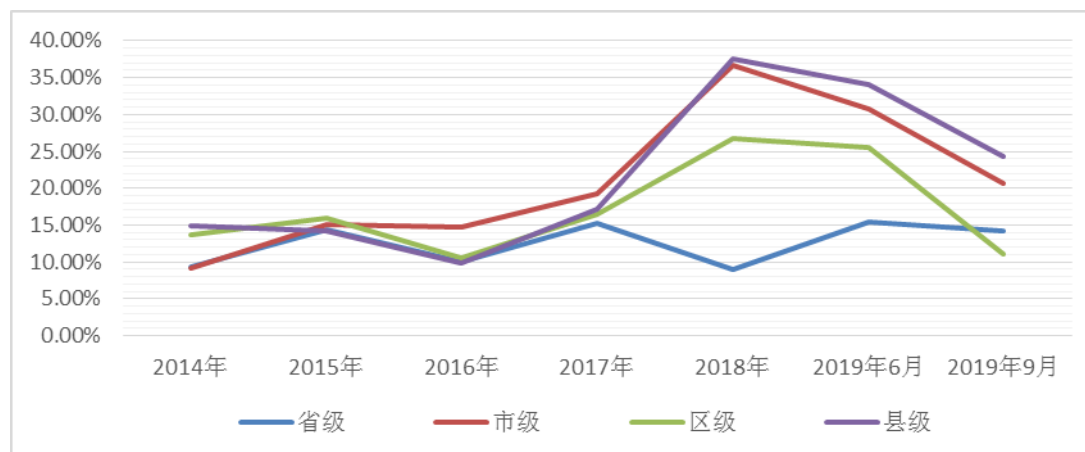
近年来外部融资缺口的变化趋势反应出省级城投企业较市、区、县级城投企业融资缺口维持在一个更加稳定的水平，外部融资的资金支持情况较为稳定，受外部信用紧缩环境影响更小；而行政级别较低的城投企业，在宽松环境下可以得到股权融资、银行信贷和债券市场的充分支持，而在紧缩的环境下，各方资金支持收缩明显，外部融资难度加大，资金更为紧张。

图 8 各行政级别城投企业债权性融资缺口负值比例



资料来源：Wind，联合资信整理

图 9 各行政级别城投企业股权债权性融资缺口负值比例



资料来源：Wind，联合资信整理

总体看，信用环境变化会导致省级城投与市、区、县级城投外部融资缺口的分化程度改变，外部信用环境对前者影响较小，对后者产生的影响较大。值得关注的是，市级城投外部融资缺口表现不同于《城投专题之一 从城投企业债务及投资看分化及基建投资发展路径》中有息债务及应付债券增速指标的表现，

在有息债务及应付债券指标上，市级城投变化趋势更贴近省级城投，而外部融资缺口指标却更贴近区、县级城投，主要是融资缺口是由融资偿债的实际收付现金流计算的，反馈更快也更为直接。

六、各信用等级城投企业外部融资比较

将城投企业按不同信用等级划分，AA 城投企业数量最多，除 2019 年 9 月之外占比超过城投企业总数的 58%，其次是 AA+，AAA 和 AA-企业数量相对较少。各信用等级城投企业数量具体如下：

表 7 各信用等级城投企业数量

企业数量	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月	2019 年 9 月
AAA	142	142	142	144	142	141	130
AA+	359	362	364	363	364	358	281
AA	900	921	923	936	940	902	375
AA-	135	133	133	134	133	124	4
合计	1543	1567	1570	1587	1589	1532	793

资料来源：Wind，联合资信整理

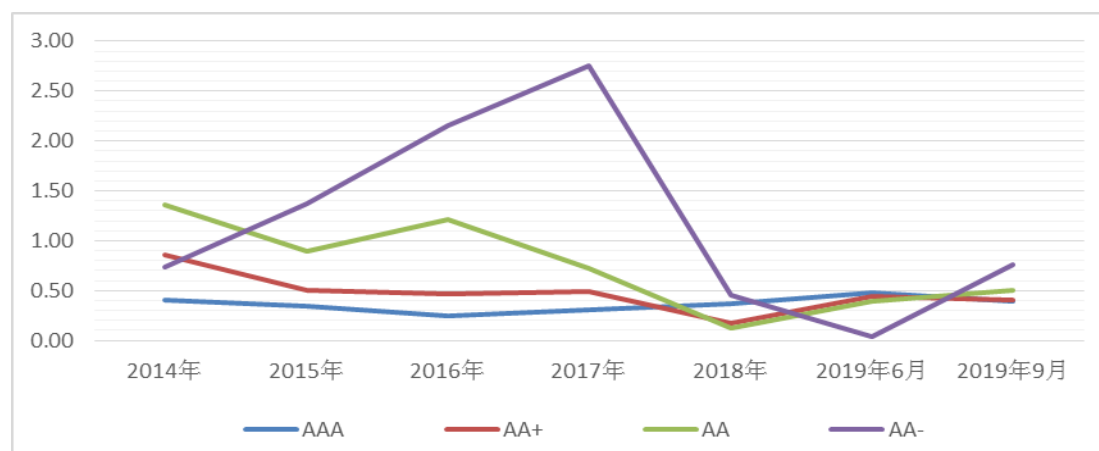
债权性融资缺口中位数方面，信用等级越低的城投企业债权性融资缺口中位数波动越大。AAA 和 AA+城投企业债权性融资缺口中位数较为稳定，基本在 0.2-0.5 左右小幅波动，AA-城投企业债权性融资缺口中位数波动最大，从 2017 年的 2.76 降低到 2019 年 6 月的最低点 0.04。

股权债权性融资缺口中位数与债权性融资缺口中位数趋势大致相似，AAA 和 AA+城投企业债权性融资缺口中位数较为稳定，基本在 0.3-0.6 左右小幅波动，AA-城投企业债权性融资缺口中位数波动最大，从 2017 年的 2.95 降低到 2019 年 6 月的最低点 0.21。

在宽松的信用背景下，AA-城投企业与信用等级较高的城投企业外部融资缺口分化程度较大，外部融资缺口中位数处在较高的水平，外部融资资金较为充裕，股权融资、银行信贷和债券市场的资金支持比较充足；信用环境紧缩后，信用等级较低的城投企业的融资缺口中位数降至 AAA 城投的融资缺口中位数水平附近，明显的分化现象消失，投资者对低信用等级的城投企业的资金支持减少，导致信用等级低的城投企业外部融资难度加大，而这类企业因自身信用品质较弱，是否能够在融资缺口较大的情况下，与高信用等级的城投主体一样保证企业的流

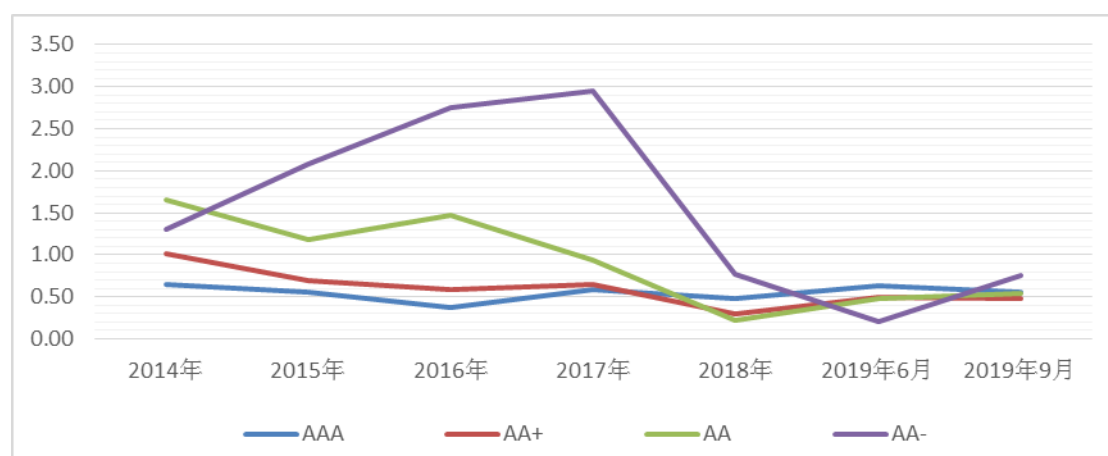
动性，是值得投资人密切关注的。

图 10 各信用等级城投企业债权性融资缺口中位数



资料来源：Wind，联合资信整理

图 11 各信用等级城投企业股权债权性融资缺口中位数



资料来源：Wind，联合资信整理

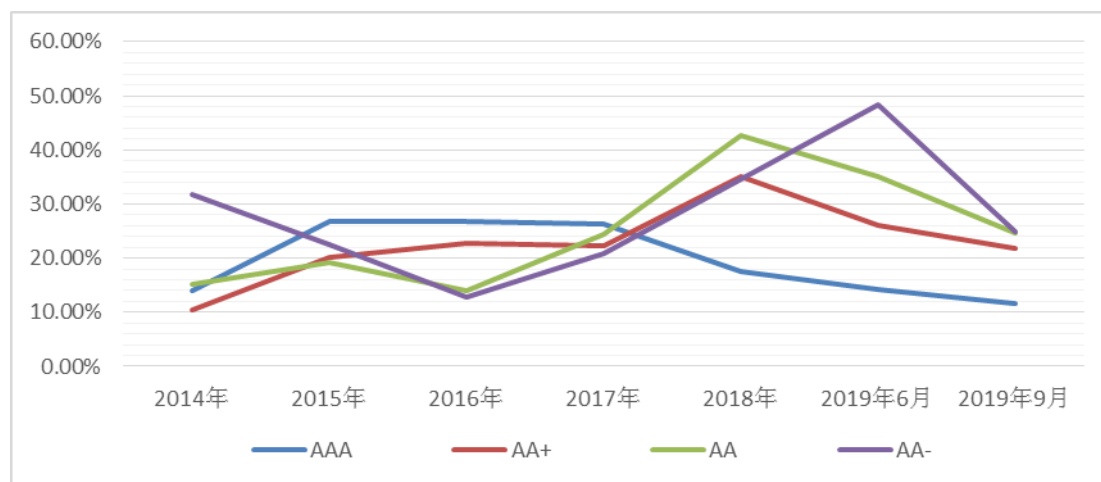
债权性融资缺口负值比例方面，2014—2017 年，AA+及以下的城投企业债权性融资缺口负值的比例基本低于 AAA 城投的负值比例，2018 年大幅上升至 30%以上，2019 年有所回落。而 AAA 城投的债权性融资缺口负值比例近年整体波动较小，2018 年更是逆势降低至 17.61%。

股权债权性融资缺口负值比例的大致趋势与债权性融资缺口负值比例相似，2014—2017 年，各信用等级城投企业的股权债权性融资缺口负值比例比较接近，基本在 20%以下；2018 年出现明显的分化现象，AAA 城投企业的股权债权性融资缺口负值比例降低至 11.97%，而 AA+及以下的城投企业的股权债权性融资缺口负值比例均大幅上升；2019 年分化程度有所减弱。

近年外部融资缺口中位数的变化趋势反应出 AAA 城投企业较信用等级低的

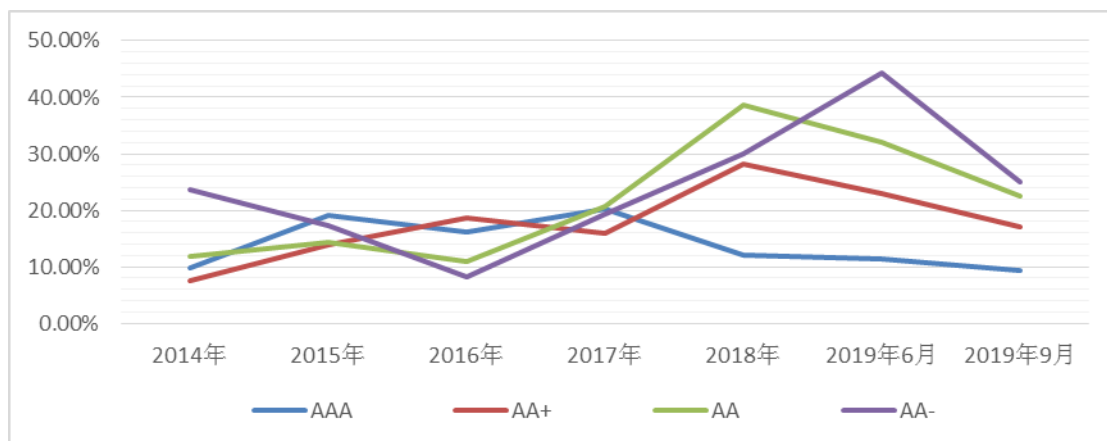
城投企业融资缺口维持在一个更加稳定的水平，银行和债券市场的支持程度较为稳定，受宏观经济波动影响更小；而信用等级较低的城投企业，在宽松环境下可以得到股权融资、银行信贷和债券市场的充分支持，而在紧缩的环境下，各方资金支持收缩明显，外部融资难度加大，资金更为紧张。

图 12 各信用等级城投企业债权性融资缺口负值比例



资料来源：Wind，联合资信整理

图 13 各信用等级城投企业股权债权性融资缺口负值比例

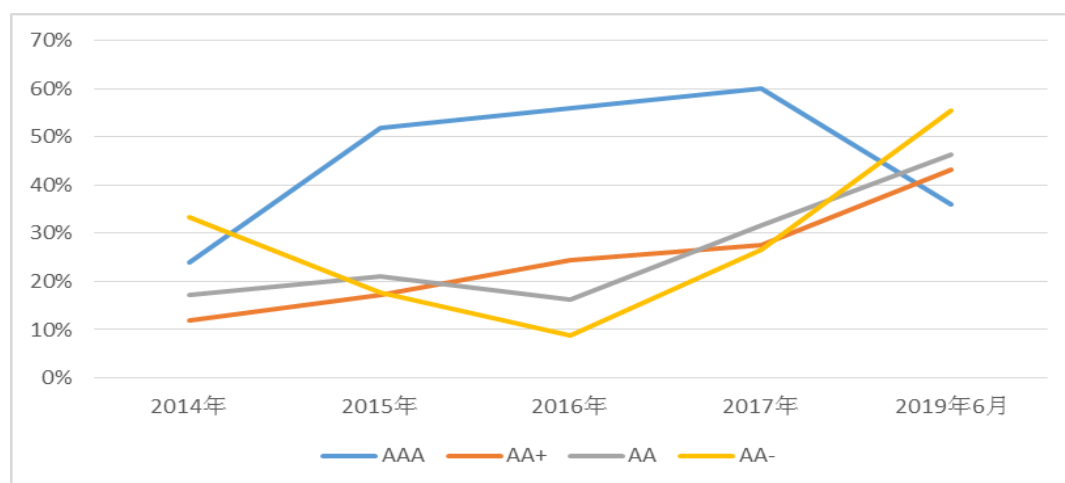


资料来源：Wind，联合资信整理

聚焦于债权性融资缺口负值的样本，可以观测不同信用等级负值样本的变迁与恶化信号。我们将 2018 年债权性融资缺口指标为负值的样本选出，基于 2018 年的 603 家负值样本，计算 2014 年至 2019 年 6 月城投企业也出现债权性融资缺口为负值的占比。2018 年 603 家债权性融资缺口为负值的样本中，AAA 城投企业占 4.15%，AA+ 占 21.06%，AA 占 66.17%，AA 企业数量最多。由于 2019 年 9 月许多城投企业未披露三季报，导致可获得财务数据的样本数量与 2018 年差

异较大，因此我们暂不考虑 2019 年三季度情况。如下图所示，2018 年债权性融资缺口为负值的城投企业中，50%以上的 AAA 城投企业在 2015—2017 年债权性融资缺口也为负值，而 AA+、AA 及 AA-城投企业债权性融资缺口为负值的占比却较低，其中 AA 债权性融资缺口为负值企业占比由 2014 年 17%波动降至 2016 年的 16%，继而快速增至 2017 年的 32%，表明，2018 年债权性融资缺口为负值的 AAA 城投更大程度上是主动因素造成的，因其有更强的外部支持以及自身造血功能，对银行借款及债券融资的依赖程度有限；而低信用等级的城投则更多的是由外部信用环境紧缩而被动形成融资缺口，特别是 2017 年外部信用环境对低信用等级城投企业的负面影响开始大幅度扩散。2019 年上半年，低信用等级的城投企业债权性融资缺口负值占比较 2017 年仍维持较高水平，表明 2018 年存在融资缺口的城投企业在 2019 年上半年融资紧张的环境仍未得到全面改善。

图 14 基于 2018 年各信用等级城投企业债权性融资缺口负值比例



资料来源：Wind，联合资信整理

可见外部信用环境的变化会改变各信用等级城投企业外部融资缺口状态，其对 AAA 城投企业的影响较小，对信用等级较低的城投企业产生的影响较大，外部融资情况波动较大，更容易陷入融资难的困境。

总体看，外部融资情况与城投企业所处区域、企业归属行政等级以及其自身信用等级存在一定的相关性，债权性融资缺口及股权债权性融资缺口指标能够较好的反应这种相关关系。在近年信用紧缩及融资环境恶化的大背景下，经济欠发达区域，以及行政等级和信用等级较低的城投企业融资缺口扩大幅度深，企业普遍面临融资压力以及偿债压力大的紧张局面。