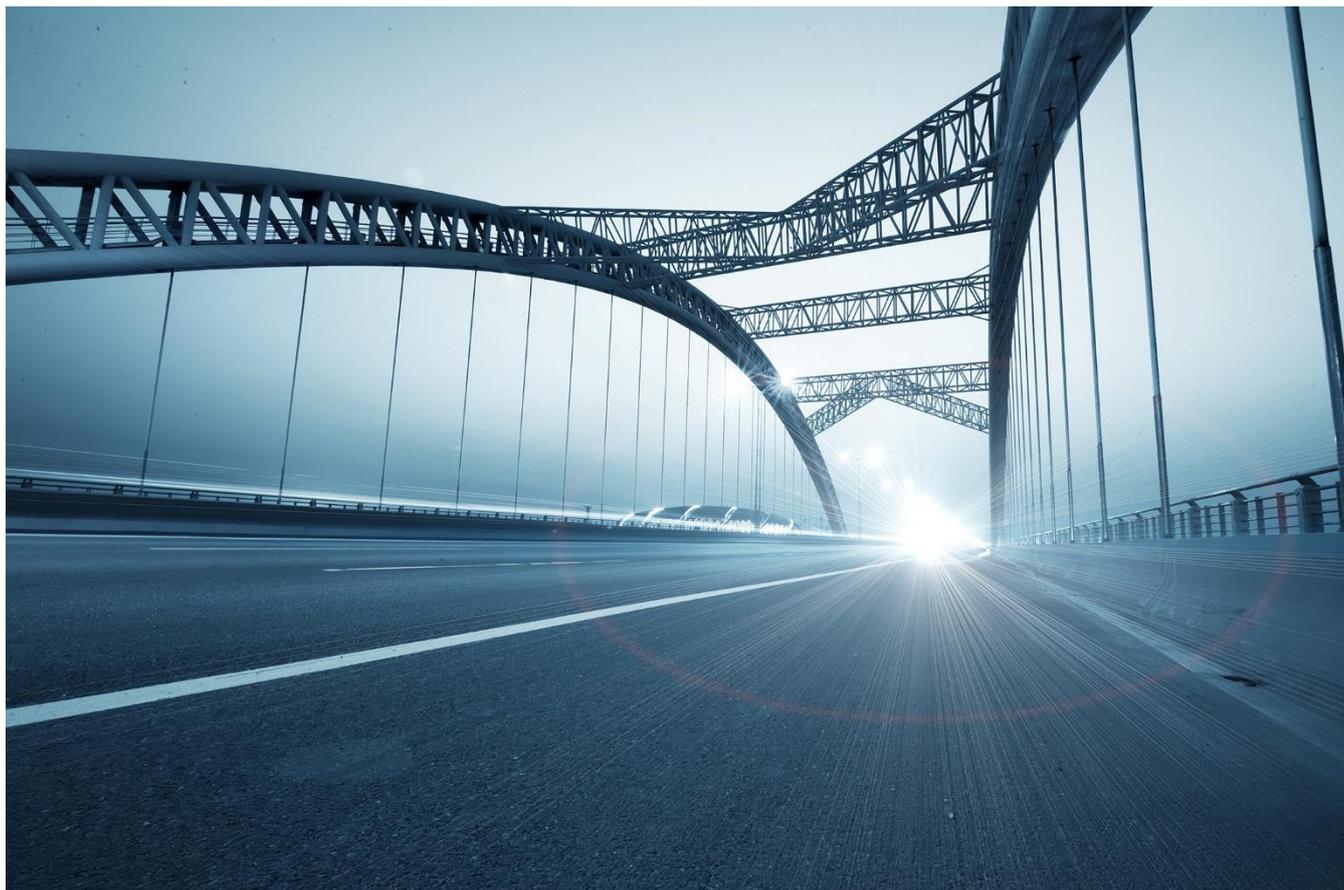


# 2018 上半年我国公募债券市场发行人流动性风险 研究报告

2018年10月31日



---

**联合资信评估有限公司**

电话：010-85679696

网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

---

**联合信用评级有限公司**

电话：010-85172818

网址：[www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

邮箱：[lh@unitedratings.com.cn](mailto:lh@unitedratings.com.cn)

---

## 2018 上半年我国公募债券市场发行人流动性风险研究报告

联合资信评估有限公司 胡颖 林青

2018 年以来,在我国经济去杠杆、金融强监管背景下,企业融资渠道收紧,再融资压力进一步增大,因流动性紧张导致的企业违约事件时有发生。在此背景下,分析企业流动性对防范债务违约风险具有重要意义。

流动性评价是在不考虑企业发行人外部融资、有关股东和政府支持等情况下,对其短期(通常一年内)债务偿还保障能力的评价。流动性评价可以有效揭示企业流动性风险,对于因流动性紧张引发的违约风险起到一定的预警作用。

根据流动性评价<sup>1</sup>原理,本文评估了我国公募债券市场 2297 家发行人的流动性风险。评估结果显示,发行人流动性风险整体较 2017 年及 2017 年上半年有所上升,发行人流动性评价结果分布仍主要集中在 L-3 及以下级别,但 L-4 和 L-5 级别发行人数量占比有所上升;较低信用等级发行人的流动性风险相对较大,且呈现明显增长趋势;部分产能过剩行业、城投行业、房地产行业、贸易行业和零售行业企业的流动性风险较大;国有企业和民营企业面临的流动性风险有所加大;江浙沪、新疆、重庆、河南以及北京地区发行人的流动性风险较高。

### 一、发行人流动性风险持续上升

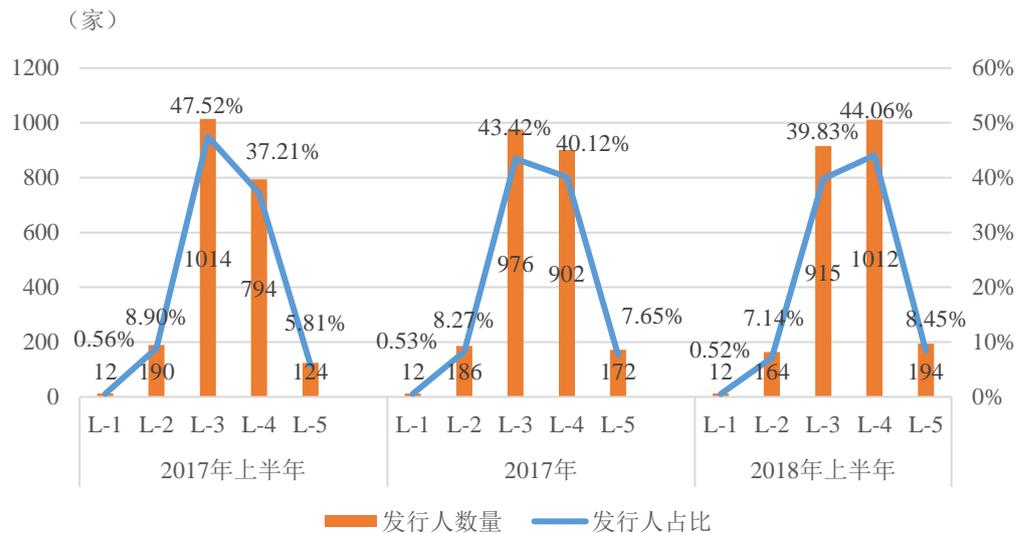
根据 Wind 数据,截至 2018 年 10 月 31 日,我国公募债券市场已披露 2018 上半年年报的非 AAA 级和非 C 级企业共计 2297 家<sup>2</sup>,本文将以上述 2297 家企业为样本进行流动性评价。

依据上述样本企业 2018 年半年报,流动性评价结果显示(见图 1),流动性评价结果仍主要集中在 L-3 及以下级别,共 2121 家,合计占发行人总家数的 92.34%,较 2017 年(91.19%)及 2017 年上半年(90.53%)有所上升。其中,流动性状况较差(L-4)的发行人共有 1012 家,在发行人总家数的占比最高(44.06%),较 2017 年(40.12%)及 2017 年上半年(37.21%)均有明显上升;流动性状况很差(L-5)的发行人共有 194 家,占发行人总家数的 8.45%,较 2017 年(7.65%)及 2017 年上半年(5.81%)均有所上升;流动性状况一般(L-3)的发行人共有 915 家,在发行人总家数的占比(39.83%)较 2017 年(43.42%)及 2017 年上半年(47.52%)均有所下降。此外,流动性状况很好(L-1)和流动

<sup>1</sup>流动性评价方法见附件,本次报告对该方法部分指标计算作出修订,并对历史数据进行追溯调整。

<sup>2</sup>统计范围为我国债券市场存续的非金融企业债券发行人,也包括集合债和集合票据发行人。

性状况较好（L-2）的发行人分别有 12 家和 164 家，在发行人总家数的占比分别为 0.52%和 7.14%，合计占比（7.66%）较 2017 年（8.81%）及 2017 年上半年（9.47%）均有所下降。整体来看，公募债券市场流动性状况很差（L-5）和流动性状况较差（L-4）发行人占比有明显提升，发行人流动性风险呈现持续上升趋势。



资料来源：联合资信 COS 系统

图 1 我国债券市场发行人流动性评级结果分布

## 二、较低信用等级发行人的流动性风险相对较大，且呈现明显增长趋势

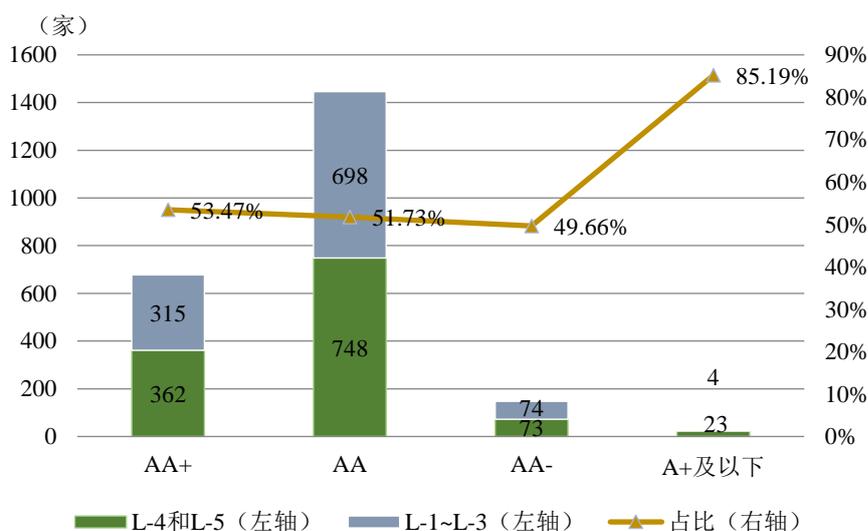
流动性评价是在不考虑发行人外部融资、有关股东和政府支持等情况下，对其短期（通常一年内）债务偿还保障能力的评价，其评价结果对于揭示发行人短期违约风险具有重要参考意义。下文分析中，将以流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人作为样本，分析存在较高流动性风险发行人的分布特征。

从流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人的信用等级<sup>3</sup>分布来看，AA 级发行人 748 家；其次为 AA+级 362 家和 AA-级 73 家，A+级及以下级别发行人共 23 家。

从流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人在各信用等级发行人总样本的占比来看，AA+~AA-级发行人中流动性评价结果为 L-5 和 L-4 发行人的占比在 50% 左右，较 2017 年及 2017 年上半年增幅分别超过 3 个和 8 个百分点，其中各级

<sup>3</sup>具有多个不同评级的企业将按照较低等级统计。

别发行人中 L-5 和 L-4 发行人的占比未随信用等级的降低而升高，主要是流动性评价与信用评级方法的差异所致<sup>4</sup>；A+级及以下发行人中，流动性评价结果为 L-5 和 L-4 发行人的占比达到 85.19%，较 2017 年（57.89%）及 2017 年上半年（66.67%）增幅明显，较低信用等级发行人流动性风险进一步增大。整体来看，较低信用等级（A+级及以下）发行人流动性风险仍然相对较大，与 2017 年及 2017 年上半年相比，各信用等级发行人的流动性风险均有所上升，其中较低信用等级发行人的流动性风险大幅增长。



资料来源：联合资信 COS 系统

图 2 流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人信用等级分布

### 三、部分产能过剩行业、城投行业、房地产行业 and 贸易行业企业的流动性风险较大

流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人的行业<sup>5</sup>分布主要集中在基础设施投资行业（472 家）和房地产行业（138 家），其他行业分布较为分散，主要是由于我国公募债券市场发行主体中基础设施投资行业和房地产行业企业数量较多。

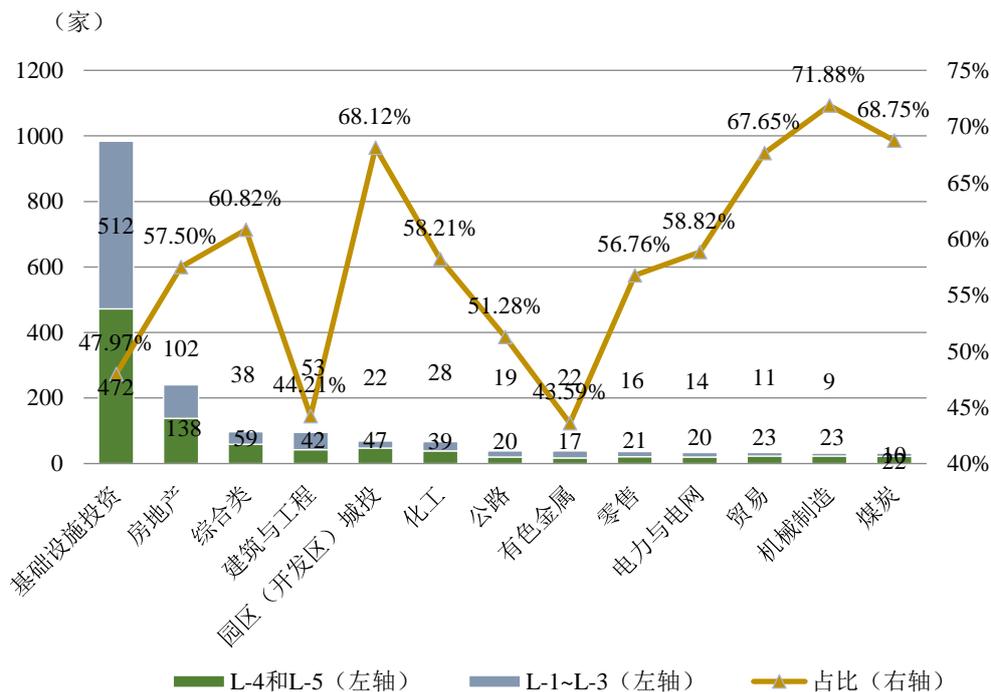
从流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人在各行业发行人总样本的占比来看，机械制造、煤炭、园区（开发区）城投、贸易行业发行人中流动性评价结果

<sup>4</sup>信用评级是在考虑发行人企业外部融资、有关股东和政府支持等情况下，对发行人长期偿还债务能力及偿债意愿的综合评价，而流动性风险评价不考虑发行人的外部融资和外部支持、仅对发行人短期内流动性状况进行评价。

<sup>5</sup>行业分类采用联合资信三级行业分类标准。

为 L-5 和 L-4 企业的占比较高，均在 70%左右；其次是电力与电网、化工、房地产和零售行业，L-5 和 L-4 企业占比在 58%左右。各行业，机械制造、贸易、化工、房地产和零售行业中 L-5 和 L-4 企业的占比延续了 2017 年及 2017 年上半年的较高态势，且呈现进一步增长趋势；煤炭行业企业中 L-5 和 L-4 企业的占比仍保持较高水平，但较 2017 年及 2017 年上半年出现明显下降；园区（开发区）城投、基础设施投资、电力与电网行业企业中 L-5 和 L-4 企业的占比较 2017 年及 2017 年上半年均有较大增长；有色金属行业企业中 L-5 和 L-4 企业的占比较 2017 年及 2017 年上半年出现大幅下降。

整体来看，部分产能过剩行业（煤炭、化工、机械制造、电力与电网）、城投行业、房地产行业、贸易和零售行业企业的流动性风险较大。在产业结构调整及去产能不断推进背景下，加之 2018 年上半年融资环境偏紧，产能过剩行业企业整体仍面临较大流动性风险，尤其是部分中下游行业（化工、机械制造、电力与电网）企业，流动性风险呈现上升趋势，但是需要注意的是，在供给侧改革效果显现以及原材料产品价格上涨的影响下，部分上游行业（煤炭、有色金属）企业盈利能力和现金流出现改善，流动性风险有所下降。城投企业方面，部分城投企业盈利能力较弱，自身流动性较差，对外部融资较为依赖，随着地方政府债务管理不断趋严以及资管新规等监管政策的陆续出台，城投公司的融资来源受到较多限制，部分城投企业流动性承压。房地产行业方面，近年来受到房地产调控政策影响，房企销售难度加大、现金流回笼速度放慢，同时房地产行业债券发行门槛提高、限制通道业务、资管新规等措施也对房企融资产生了较大影响，再加上 2018 年以来房企面临债券大规模集中到期的情况，房地产企业流动性压力显著增加。贸易行业方面，中美贸易摩擦加剧、人民币汇率波动增强叠加国内综合成本上升，导致贸易行业企业经营环境恶化，企业效益普遍下滑，流动性风险加大。部分实体零售企业受到电商冲击较大，销售出现放缓甚至负增长，经营压力加大，流动性有所恶化。



注：企业样本数在 30 家以下的行业未列于图中。

资料来源：联合资信 COS 系统

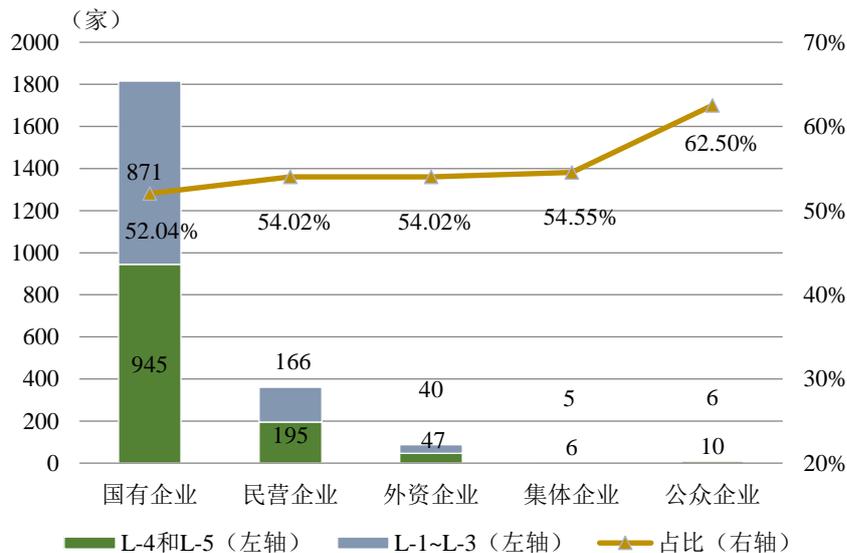
图 3 流动性评价结果为 L-4 和 L-5 的发行行业分布

#### 四、国有企业和民营企业面临的流动性风险有所加大

从发行人的企业性质来看，流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人多为国有企业<sup>6</sup>（945 家），其次为民营企业（195 家），主要是受到我国债券市场发行主体中国有企业数量较多的影响。

从流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人在各类型发行人总样本的占比来看，样本数量较多的国有企业和民营企业发行人中 L-5 和 L-4 企业的占比分别为 52.04%和 54.02%，较 2017 年（47.16%和 52.14%）及 2017 年上半年（42.93%和 43.35%）均有所上升，国有企业和民营企业面临的流动性风险有所加大。其中，国有企业方面，由于国有企业中城投企业和产能过剩行业企业较多，流动性相对较差；民营企业方面，部分民营企业自身盈利能力差、债务负担重，加之金融去杠杆和民营企业违约事件频发背景下，民营企业再融资难度加剧、融资成本上升，流动性风险有所上升。

<sup>6</sup>国有企业包括地方性国有企业和中央性国有企业。



资料来源：联合资信 COS 系统

图 4 流动性评价结果为 L-4 和 L-5 的发行人企业性质分布

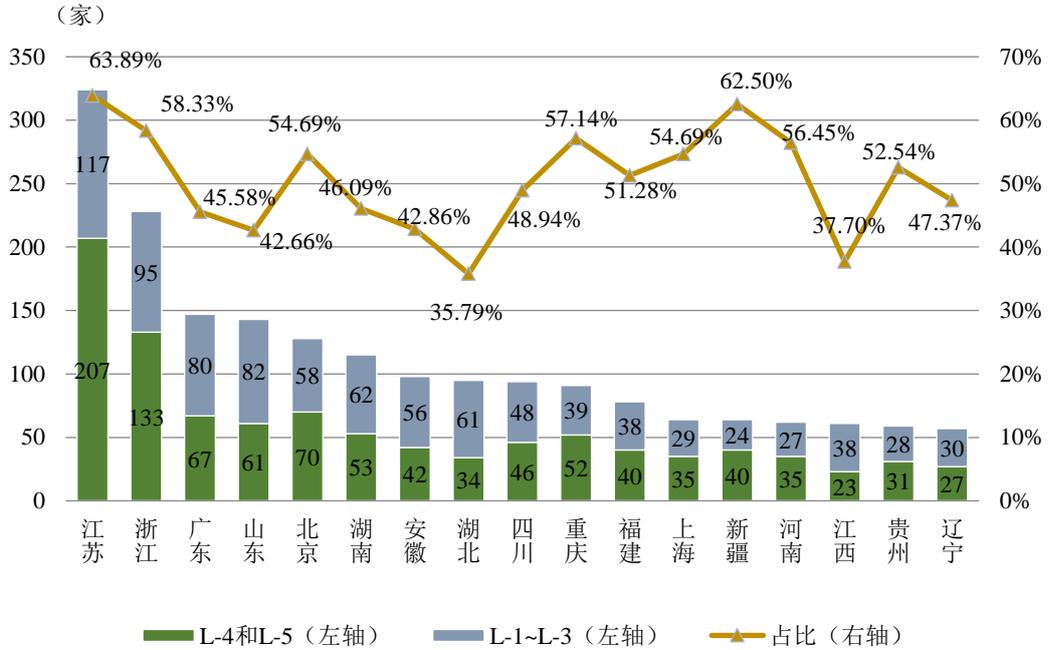
## 五、江浙沪、新疆、重庆、河南以及北京地区发行人的流动性风险较高

从地区分布来看，流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人主要集中在江苏（207 家）和浙江（133 家），主要原因是江浙地区债券发行人数量较多。

从流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人在本地区发行人总样本的占比来看，江苏和新疆地区全部企业中 L-5 和 L-4 企业的占比较高，均超过 60%；其次是浙江、重庆、河南、北京和上海地区，L-5 和 L-4 企业占比均超过 54%。其中，江苏、新疆、浙江、重庆地区全部企业中 L-5 和 L-4 企业的占比在延续 2017 年（分别为 55.63%、60.32%、52.75%和 52.22%）和 2017 年上半年（分别为 55.29%、55.56%、50.00%和 50.00%）较高水平的基础上进一步增长；北京、河南和上海地区全部企业中 L-5 和 L-4 企业的占比较 2017 年（42.52%、41.38%和 50.00%）和 2017 年上半年（38.66%、45.16%和 42.56%）增长幅度较大。

整体来看，江浙沪地区、新疆、重庆、河南以及北京发行人面临的流动性风险较高。其中，江浙地区经济发展水平较高，民营企业多且以贸易、制造业和出口加工型为主，易受到宏观经济环境变化的冲击，陷入经营利润下滑、流动资金紧张的困境，再加上金融去杠杆引发的信用紧缩，民营企业融资难度加大，导致江浙地区流动性风险较高；新疆地区经济欠发达，部分企业盈利能力不佳，在融资环境偏紧的背景下，流动性压力较大；重庆地区主要受到流动性风险较大的房地产和城投企业较多的影响；河南地区产能过剩的重工业企业较多，在

去产能稳步推进的情况下，部分企业盈利能力持续下降，流动性风险不断上升；北京和上海地区流动性风险较高，主要是受到流动性风险较大的房地产行业发行人较多的影响，此外由于北京地区中小民营软件行业企业较多，经济下行压力较大、民营企业融资环境趋紧背景下面临经营下滑、流动性压力加大的问题。



注：企业样本数在 50 家以下的地区未列于图中。

资料来源：联合资信 COS 系统

图 5 流动性评价结果为 L-4 和 L-5 的发行人地区分布

### 附件 流动性评价方法简介

流动性评价是基于对企业流动性风险分析，在不依赖外部融资、有关股东和政府支持等情况下，对其短期（通常一年内）债务偿还保障能力的评价。我国评级机构目前针对企业主体的评级主要为长期信用评级，针对债券的短期评级（例如短期融资券）的区分性也不强。在我国债市信用风险不断暴露的背景下，联合资信尝试开展企业流动性评价，以作为传统评级结果的补充或验证，也可以丰富评级风险揭示手段和提升评级预警功能，更好地为投资者服务。

联合资信的流动性评价结果按受评企业的流动性状况由好到差划分为 5 个等级，分别为 L-1（很好）、L-2（较好）、L-3（一般）、L-4（较差）和 L-5（很差）。

#### 流动性评价等级设置及其含义

等级	含义
L-1	企业流动性状况很好，在不依赖外部融资、有关股东和政府支持等情况下，未来 1 年内债务偿还保障能力很强。
L-2	企业流动性状况较好，在不依赖外部融资、有关股东和政府支持等情况下，未来 1 年内债务偿还保障能力较强。
L-3	企业流动性状况一般，在不依赖外部融资、有关股东和政府支持等情况下，未来 1 年内债务偿还保障能力一般。
L-4	企业流动性状况较差，在不依赖外部融资、有关股东和政府支持等情况下，未来 1 年内债务偿还保障能力较差。
L-5	企业流动性状况很差，在不依赖外部融资、有关股东和政府支持等情况下，未来 1 年内债务偿还保障能力很差。

通过对近年我国债券市场违约企业进行分析，我们发现多数违约企业在发生债务违约前均表现出流动性不足且债务负担较重。联合资信的流动性评价综合评估了企业经营状况、负债水平和短期偿债能力，以企业公开财务数据（包括合并报表和母公司报表）为依据，通过联合资信的流动性评价模型得到流动性评价结果。一般而言，经营状况良好，负债水平较低，短期偿债能力较好的企业面临的流动性风险较低，偿还短期债务的能力较强，违约风险较低。因此，联合资信根据企业最新发布的财务报表，选取反映企业经营状况（现金流入量增长率、净资产收益率和总资本收益率）、负债水平（资产负债率和全部债务资本化比率）和短期偿债能力（经营现金流动负债比、现金类资产短期债务比和现金比率）的财务指标，综合评估企业流动性风险。

该流动性评价方法适用于我国债券市场非金融企业债券发行主体，作为对传统评

级结果的补充或验证。当前流动性评价对象包括债券市场存续的发行非金融企业债券的非金融企业发行人，也包括集合债和集合票据发行人。