

2019 年我国公募债券市场发行人流动性风险研究报告

2020 年 8 月 18 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

网址：www.lhratings.com

邮箱：lianhe@lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

网址：www.unitedratings.com.cn

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

2019 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 刘晓光 林青

2019 年，受全球经济增长放缓，贸易保护主义不断升温以及国内供给侧结构性改革持续推进的影响，部分企业盈利能力下降，融资渠道收紧，导致企业流动性紧张，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¹原理，本文评估了我国公募债券市场 2083 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 2018 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 L-4 级别，且 L-3 及以下级别发行人合计占比有所上升，发行人流动性风险持续上升；部分重资产强周期行业、贸易行业和城投企业的流动性风险较大；民营企业流动性风险整体高于国有企业流动性风险，且民营企业和国有企业流动性风险均较上年有所加大；东南沿海地区（江苏、浙江、福建）、经济欠发达地区（新疆、陕西）以及北京发行人面临的流动性风险较高。

一、发行人流动性风险持续上升

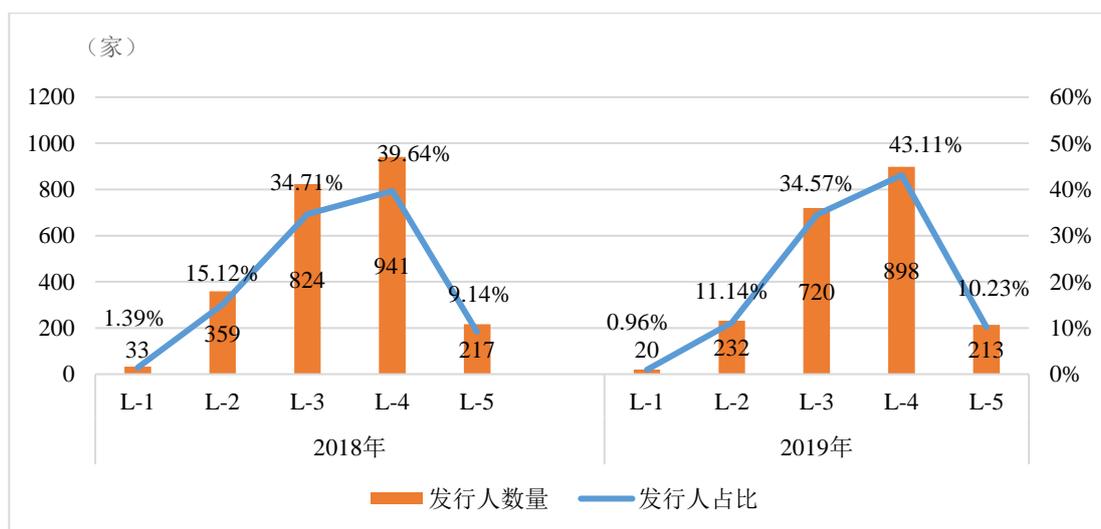
根据 Wind 数据，截至 2020 年 5 月 14 日，我国公募债券市场已披露 2019 年报的非 AAA 级和非 C 级企业共计 2083 家²，本文将以上述 2083 家企业为样本进行流动性评价。

依据上述样本企业 2019 年年报，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、L-4、L-5 级别，共 1831 家，合计占发行人总家数的 87.90%，较 2018 年（83.49%）显著上升。其中，流动性状况一般（L-3）的发行人共有 720 家，在发行人总家数的占比（34.57%）与 2018 年（34.71%）基本持平；流动性状况较差（L-4）的发行人共有 898 家，在发行人总家数的占比仍然最高（43.11%），且较 2018 年（39.64%）进一步上升；流动性状况很差（L-5）的发行人共有 213 家，占发行人总家数的 10.23%，较 2018 年（9.14%）有小

¹流动性评价方法见附件。

²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。

幅上升。此外，流动性状况很好（L-1）和流动性状况较好（L-2）的发行人分别为 20 家和 232 家，在发行人总家数的占比分别为 0.96% 和 11.14%，均较 2018 年（1.39% 和 15.12%）有所下降。整体来看，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，其中 L-4 和 L-5 级别发行人占比有不同程度上升，发行人流动性风险持续上升。



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价结果分布

2019 年我国公募债券市场发行人流动性风险上升主要受到了短期偿债能力以及盈利能力下降的影响。具体来看，2019 年，我国公募债券市场发行人盈利能力有所下降，整体债务水平及债务结构变化不大，但短期偿债能力有所下降，尤其是现金类资产对短期债务的保障能力以及经营活动现金流对流动负债的支撑能力均有明显下降。其中，L-4 和 L-5 发行人的总资本收益率中位数与市场整体水平相差不大，资产负债率、全部债务资本化比率和短期债务/全部债务中位数均明显高于市场整体水平，经营现金流动负债比、现金类资产短期债务比和现金比率、流动比率中位数均明显低于市场整体水平。

表 1 2018-2019 年流动性评价指标中位数（单位：%）

评价指标	2018 年				2019 年			
	合并报表		母公司报表		合并报表		母公司报表	
	L1-L5	L4-L5	L1-L5	L4-L5	L1-L5	L4-L5	L1-L5	L4-L5
资产负债率	57.64	64.48	50.83	57.54	57.85	63.92	50.11	56.04
全部债务资本化比率	44.38	52.32	36.53	43.73	45.64	52.66	37.34	43.29
短期债务/全部债务	33.17	47.62	36.41	51.99	33.96	44.53	44.45	59.08

经营现金流动负债比	5.10	4.57	4.36	1.93	4.47	4.29	3.07	1.72
现金类资产短期债务比	79.38	48.37	54.72	32.87	69.42	47.02	43.57	26.21
现金比率	30.09	21.49	18.49	11.93	28.68	21.88	16.21	12.14
总资本收益率	2.47	3.03	2.54	2.85	2.31	2.39	2.79	2.72
流动比率	210.13	135.18	163.43	122.13	212.82	147.43	136.34	108.72

资料来源：联合资信 COS 系统

二、部分重资产强周期行业、贸易行业和城投企业的流动性风险较大

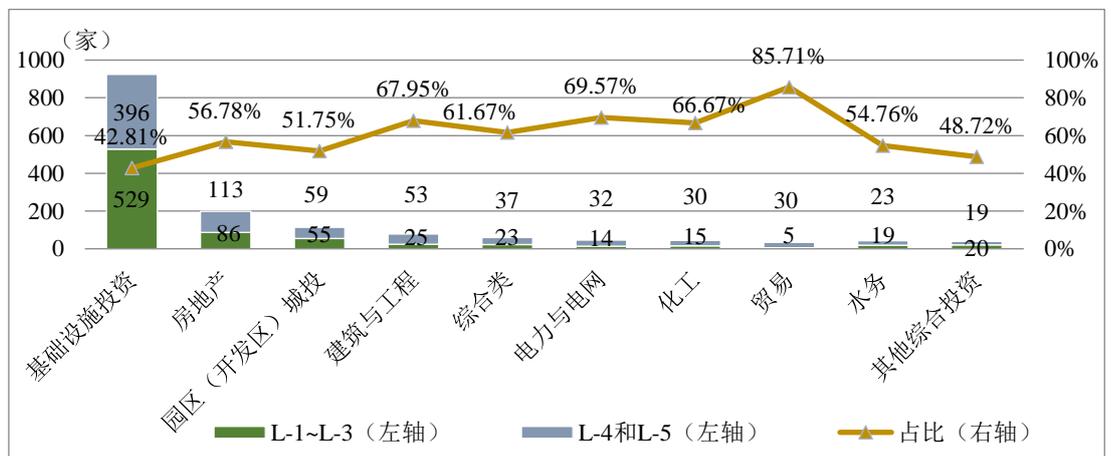
流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人的行业³分布主要集中在基础设施投资行业（396 家）和房地产行业（113 家），其他行业分布较为分散，主要是由于我国公募债券市场发行主体中基础设施投资行业和房地产行业企业数量较多。

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，贸易行业发行人中流动性评价结果为 L-5 和 L-4 企业的占比较高，占比高达 85.71%；其次是电力电网、建筑与工程、化工行业，L-5 和 L-4 企业占比在 60% 以上。与 2018 年相比，水务、园区（开发区）城投、基础设施投资、房地产与贸易行业中 L-5 和 L-4 企业的占比较 2018 年出现不同程度增长；建筑与工程、电力与电网、化工、其他综合投资行业企业中 L-5 和 L-4 企业的占比较 2018 年有所下降。

整体来看，部分重资产强周期行业企业（电力与电网、建筑与工程、化工、房地产）、贸易行业企业以及城投企业（基础设施投资）的流动性风险较大。其中，**贸易行业**毛利率较低，企业多通过提高杠杆、加快周转来提高收益水平，行业整体债务负担较重且以短期债务为主，近年来在世界经济增长放缓、全球贸易保护主义抬头、中美贸易冲突不断的背景下，外部需求下滑以及持续的贸易政策不确定导致贸易行业经营环境恶化，企业效益普遍下滑，流动性风险进一步加大。**电力与电网行业**存在产能过剩问题，近年来政策引导逐步淘汰落后产能，同时环保安监要求趋严，电力与电网行业企业经营持续承压，部分企业盈利的持续性和稳定性较为脆弱，加之部分电力与电网企业杠杆率较高，债务负担较重，行业整体面临较大流动性风险。**建筑与工程行业**具有较强的周期性，在我国经济进入新常态背景下，行业整体景气度趋弱，增长速度有所放缓，再加上建筑与工程行业企业普遍存在垫资施工的情况，行业资金周转压力较大，在下游房地产行业景气度下行影响下，建筑与工程行业资金回流畅缓，叠加融

³行业分类采用联合资信三级行业分类标准。

资环境收紧等因素影响，行业流动性风险逐步显现。化工是高污染行业，随着环保督查不断严格，化工行业企业经营面临巨大的监管压力，与此同时，受中美贸易反复及国内经济下行压力加大的影响，化工行业内需承压、出口受限，在结构性收紧的融资环境下，化工行业流动性风险较大。基础设施投资行业中部分企业自身缺乏创造现金流的能力，对外部融资较为依赖，随着城投企业与地方政府的信用关联性持续削弱，基础设施投资企业结构性分化加剧，对于自身经营状况较差、资金压力较大、债务集中到期或面临回售压力的企业，其流动性风险较大。近年来房地产行业处于调控周期，行业下行压力较大，受销售增速放缓和融资环境紧缩等因素影响，叠加债务集中到期压力较大，房企现金流承受较大压力，高杠杆、扩张激进、盈利能力差及短期债务高的房企面临较高流动性风险。



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 2 流动性评价结果为 L-4 和 L-5 的发行人行业分布

三、国有企业和民营企业面临的流动性风险均有所加大

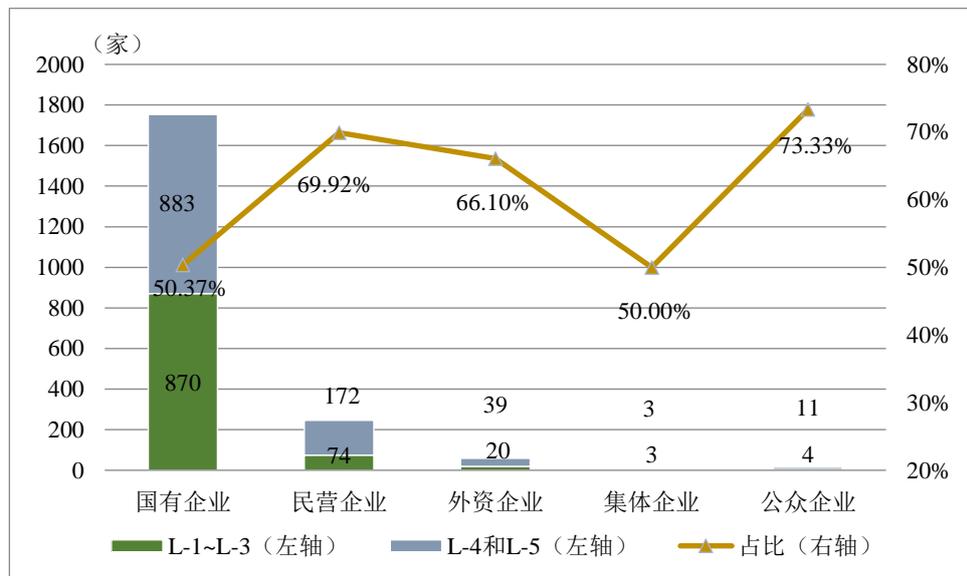
从发行人的企业性质来看，流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人多为国有企业⁴（883 家），其次为民营企业（172 家），主要是受到我国债券市场发行主体中国有企业数量较多的影响。

从流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人各类型发行人总样本的占比来看，民营企业发行人中 L-5 和 L-4 企业的占比（69.92%）高于国有企业发行人

⁴国有企业包括地方性国有企业和中央性国有企业。

中 L-5 和 L-4 企业的占比（50.37%），且民营企业发行人和国有企业发行人中 L-5 和 L-4 企业的均较 2018 年（66.28%和 44.97%）有所上升；其他类型企业发行人中 L-5 和 L-4 企业的占比也较高，均在 50%以上，其中外资企业中 L-5 和 L-4 企业的占比（66.10%）较 2018 年（60.56%）有明显上升，该结果可能受到企业样本数量较少的影响。

整体来看，民营企业流动性风险整体高于国有企业流动性风险，且民营企业流动性风险和国有企业流动性风险均较上年有所加大。其中国有企业受国内经济增速下行压力加大的影响，流动性风险较上年有所加大，但相较于其他类型企业，其所有制带来的融资优势仍较为明显，流动性风险相对较低；民营企业在金融去杠杆和民营企业违约事件频发背景下信用收紧，再融资难度加剧，面临的流动性风险有所上升。



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 的发行人企业性质分布

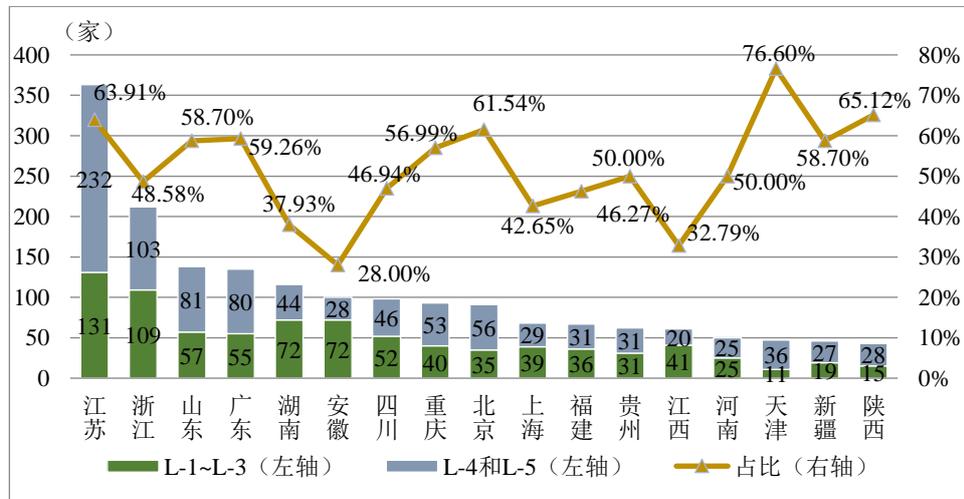
四、东南沿海地区、经济欠发达地区以及北京发行人面临的流动性风险较高

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（191 家）和浙江（119 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，天津、陕西、江苏和北京地区全部企业中 L-5 和 L-4 企业的占比较高，均超过 60%；广东、山东、新疆、重庆地区 L-5 和 L-4 企业占比均超过 50%。其中，

北京、江苏、广东和山东地区全部企业中 L-5 和 L-4 企业的占比在延续 2018 年（分别为 61.34%、55.36%、48.78%、和 45.39%）较高水平的基础上进一步增长；江西和四川地区全部企业中 L-5 和 L-4 企业的占比较 2018 年（22.22% 和 37.07%）出现大幅增长；福建、上海、浙江和贵州地区全部企业中 L-5 和 L-4 企业的占比较 2017 年（56.58%、50.75%、54.34% 和 55.07%）有所下降。

整体来看，东南沿海地区（江苏、浙江、福建）、经济欠发达地区（新疆、陕西）以及北京发行人面临的流动性风险较高。其中，江浙及福建地区经济发展水平较高，且以贸易、制造业和出口加工型为主的民营企业较多，民营企业受经济环境变化的冲击影响较大，在 2019 年供给侧改革继续深化、中美贸易摩擦等经济因素影响下，流动性风险较高；新疆、陕西和贵州经济欠发达，部分企业生产经营效益不佳，自身创造现金流的能力有待提高，在融资环境偏紧的情况下，流动性压力较大；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；重庆、北京地区主要受到流动性风险较高的基础设施投资、电力与电网、建筑与工程以及房地产行业企业数量较多的影响。



注：企业样本数在 40 家以下的地区未列于图中。

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）。

附表 1 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（总资本收益率）、负债水平（资产负债率、全部债务资本化比率、短期债务比重）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、流动比率和现金比率）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。