

银行间债券市场发行人流动性风险研究报告

2017 年 11 月 17 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱: lianhe@lhratings.com

街 2 号 PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

银行间债券市场发行人流动性风险研究报告

作者：联合资信 林青 王磊

近年来，在我国宏观经济增速下行背景下，债券市场违约事件多发。在多数情况下，企业在触发债务违约前会出现流动性紧张。2014 年以来，公募债券市场约有 80% 的违约发行人在其违约前一年或半年出现较大流动性风险，因此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。根据流动性评价¹原理，我们评估了银行间债券市场 2355 家发行人的流动性风险。评估结果显示，发行人流动性评价结果集中在 L-3（流动性状况一般）；国有企业发行人面临的流动性风险高于民营企业；产能过剩行业集中地区和东南沿海地区发行人面临较高流动性风险；资金密集、高杠杆以及产能过剩行业发行人面临的流动性风险较大。

一、发行人流动性评价结果分布呈“两头少、中间多”形态

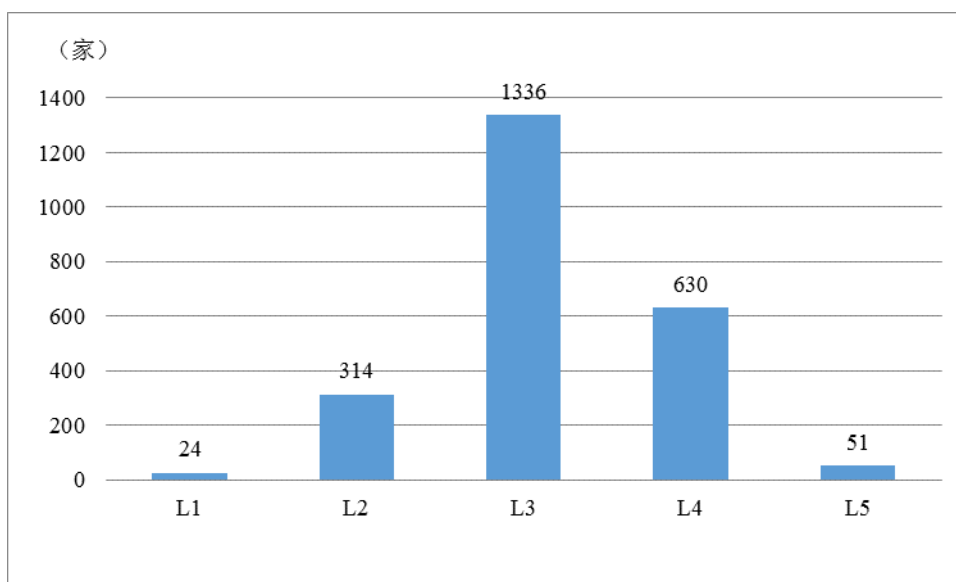
根据 Wind 资讯数据，截至 2017 年 10 月 19 日，银行间债券市场已披露 2017 年中报以及尚未披露 2017 年中报、但已完成 2016 年年报披露的非 AAA 级和 C 级企业共计 2355 家²。根据流动性评价原理，我们以上述 2355 家企业为样本进行流动性评价。

流动性评价结果显示（见图 1），银行间债券市场发行人的流动性评价结果分布呈现“两头少、中间多”的形态。具体而言，流动性状况一般（L-3）的发行人共有 1336 家，在发行人总家数的占比最高（56.73%）；流动性状况很好（L-1）和流动性状况较好（L-2）的发行人分别有 24 家和 314 家，在发行人总家数的占比分别为 1.02% 和 13.33%；流动性状况较差（L-4）和流动性

¹流动性评价方法见附件

²统计范围为银行间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。

状况很差（L-5）的发行人有 630 家和 51 家，分别占发行人总家数的 26.75% 和 2.17%。



资料来源：联合资信 COS 系统

图 1 银行间债券市场发行人流动性等级分布

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。对于流动性状况很差（L-5）的发行人，建议投资者予以重点关注；对于流动性状况较差（L-4）的发行人，尤其是发行的债券即将到期，或其最新流动性评价较上次流动性评价下降 2 个级别或以上的发行人，建议投资者予以适当关注。因此，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。

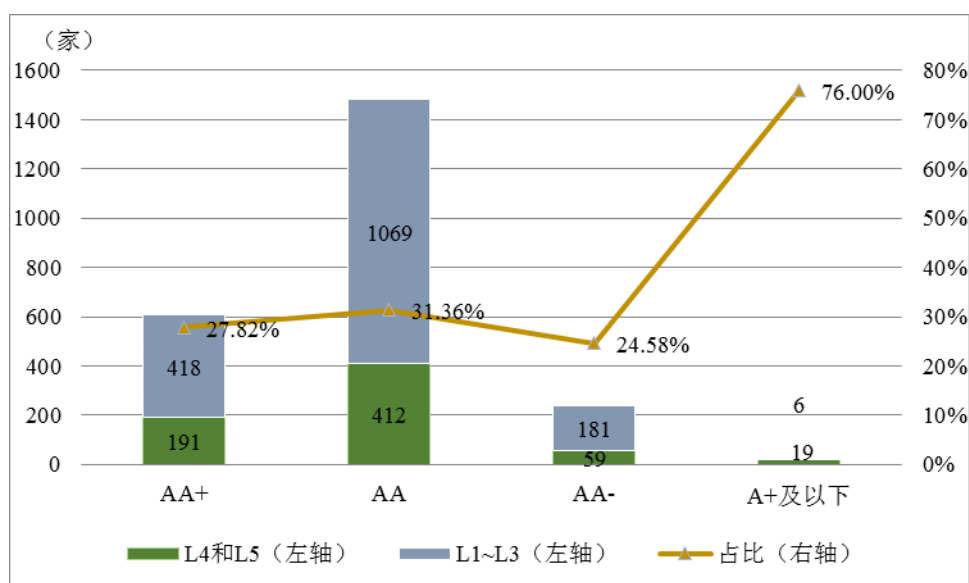
二、较低信用评级的发行人流动性风险相对较大

从流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人的信用等级³分布来看，流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人中，AA 级发行人（414 家）占比最高，为 60.53%；其次为 AA+ 级（191 家）和 AA- 级（59 家），各占 27.92% 和

³具有多个不同评级的企业将按照较低等级统计。

8.63%；A+级及以下级别发行人（19 家）占比最少，仅为 2.79%，但上述分布特征主要是受到各级别样本基数的影响。

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+级、AA 级和 AA-级发行人中流动性评价结果为 L-5 和 L-4 发行人的占比均在 30%左右，该占比并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，与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不同，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。但从 A+级及以下发行人中流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人占比达到 76.00%可以看出，较低信用评级的发行人流动性风险相对较大。



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

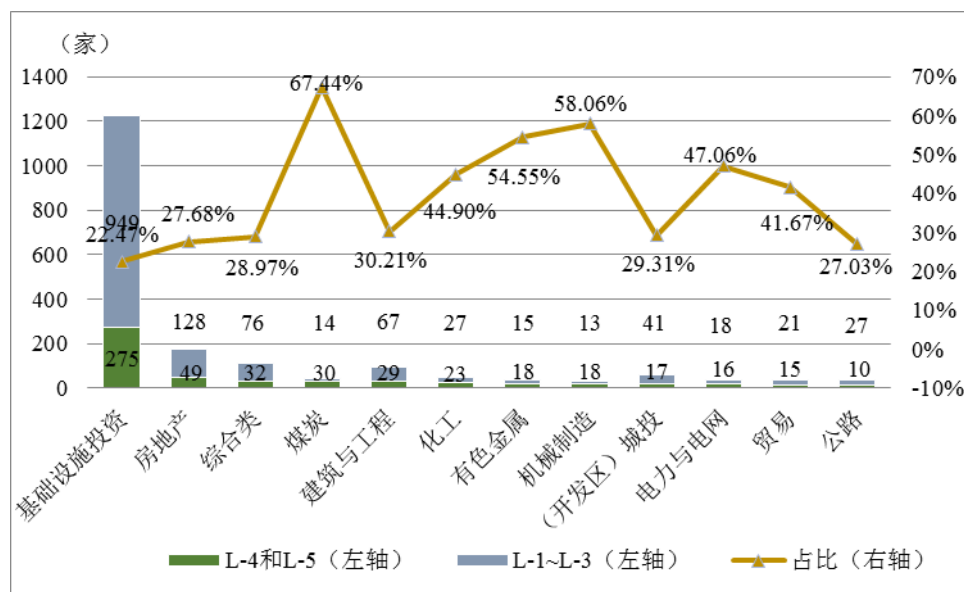
三、资金密集、高杠杆行业以及产能过剩行业发行人面临的流动性风险较大

从流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人所属的行业⁴来看，流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人中，基础设施投资行业的发行人数量最多（275

⁴行业分类采用联合资信三级行业分类标准。分布统计未包含综合类。

家），占比达到 40.38%，主要是由于作为资金密集型行业，基础设施投资企业存在投资资金规模大、成本回收慢、杠杆率高等特点；房地产行业的发行人也较多（49 家），占比为 7.20%，一方面是房地产行业自身资金密集、杠杆率高的行业特点导致；另一方面是受到房地产行业宏观调控、地方政府限购限售和监管层收紧房地产发债等因素的影响。

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，产能过剩的煤炭、机械制造和有色金属行业发行人中，流动性评级结果为 L-5 和 L-4 的企业占比较高，分别达到 67.44%、58.06%和 54.55%，这主要是由于上述行业具有资金密集、杠杆率高等特点，在供给侧结构性改革的背景下，上述行业的部分企业面临资产周转速度慢、盈利状况恶化等问题，流动性风险不断上升，导致过剩产能行业违约事件频发，这进一步引起银行惜贷以及市场风险溢价要求提升，对企业外部融资造成负面影响，导致流动性进一步趋紧。



注：企业样本数在 30 家以下的行业未列于图中。

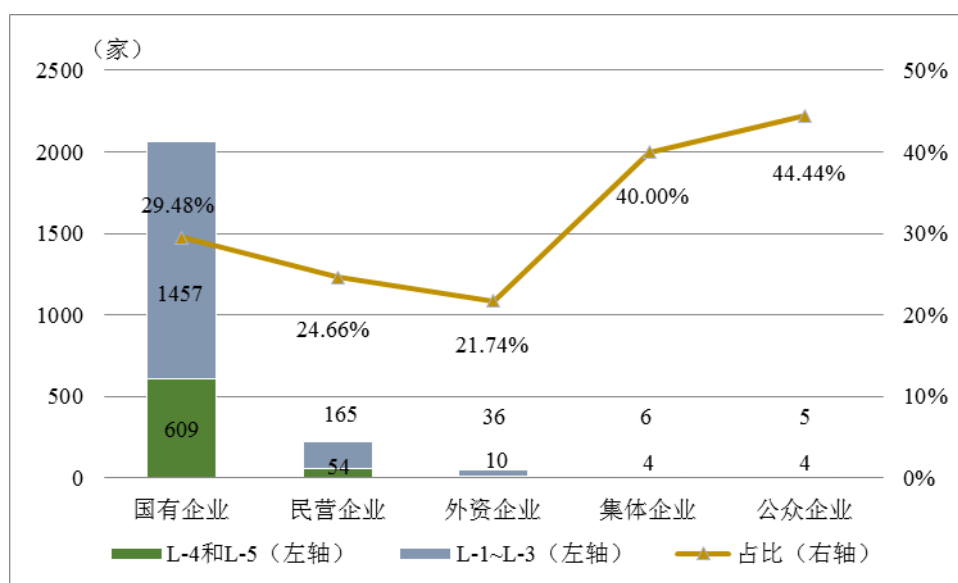
资料来源：联合资信 COS 系统

图 3 流动性评价结果为 L-4 和 L-5 的发行人行业分布

四、国有企业发行人面临的流动性风险高于民营企业

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⁵（609 家），其次为民营企业（54 家），主要是受到发行债券的国有企业数量较多影响。

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，剔除样本数量较少的外资企业、集体企业和公众企业，流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的国有企业发行人和民营企业发行人占各自企业发行人样本总数的比重分别为 29.48%和 24.66%，国有企业中存在较高流动性风险的企业的占比相对较高，这主要是由于国有企业中较大比重的企业归属于基础设施投资行业，这些企业承担的大部分项目为城市公益性项目，存在收益率低、周转期长的特点，流动性相对较差。



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

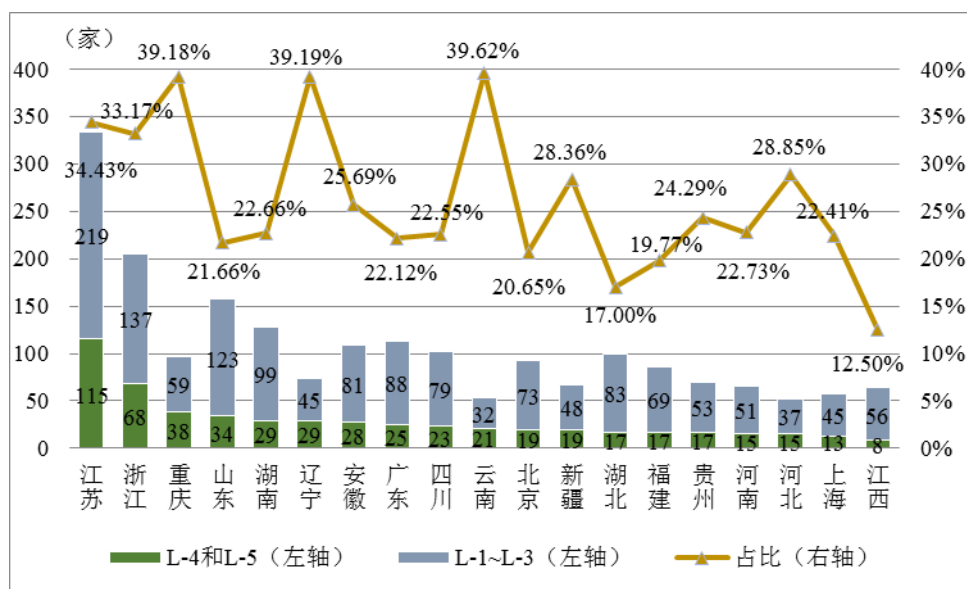
⁵国有企业包括地方性国有企业和中央性国有企业。

五、产能过剩行业集中地区和东南沿海地区发行人面临较高流动性风险

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（115 家）和浙江（68 家），合计占比达到 25% 以上，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，云南、辽宁和重庆地区全部企业中 L-5 和 L-4 企业的占比较高，均在 39% 以上，其次为江苏和浙江，占比分别为 34.43% 和 33.17%。

整体来看，产能过剩行业集中地区（如辽宁、山东）以及东南沿海地区（如江苏、浙江）发行人面临的流动性风险较高。其中，东、辽宁和云南地区过剩产能行业集中，部分企业负债率高，盈利能力差，加之区域违约事件对当地信用环境和融资的影响较大，企业面临较大流动性压力；江苏和浙江等东南沿海地区经济发达，发债企业数量较多，区域内企业相互依存度较高，在经济进入新常态的背景下，部分企业发行人可能面临较高流动性风险，且传导效应较广。



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（包括一季报、半年报、三季报和年报），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银行间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。流动性评价结果将根据企业财务数据的更新情况适时发布。

对于流动性评价为 L-5 的企业,建议市场或投资者重点关注;对于流动性评价为 L-4 的企业,尤其是发行的债券即将到期,或其最新流动性评价较上次流动性评价下降 2 个级别或以上的企业,建议市场或投资者也应适当关注。