

# 2017 年我国公募债券市场发行人 流动性风险研究报告

2018 年 7 月 2 日



**联合资信官方微信平台**

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
PICC 大厦 17 层 100022  
电话 010-85679696  
[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)  
[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)



**联合评级官方微信平台**

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
PICC 大厦 10 层 100022  
电话 010-85172818  
[www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)  
[lh@unitedratings.com.cn](mailto:lh@unitedratings.com.cn)

## 2017 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 林青 胡颖

2018 年以来,在金融去杠杆持续推进以及资管新规出台等多重因素影响下,企业融资环境整体收紧,部分对外部融资依赖度较高的企业面临较大的流动性压力,并最终爆发违约风险。在整体流动性紧平衡的背景下,流动性风险已经成为我国债券违约的重要因素之一,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 2495 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分布仍主要集中在 L-3 及以下级别,且发行人流动性风险整体较上年略有上升;较低信用评级的发行人流动性风险相对较大;民营企业发行人面临的流动性风险有所上升;产能过剩行业以及消费服务行业发行人面临的流动性风险较大;东北地区、东南沿海地区和经济欠发达地区部分发行人面临较高流动性风险。

### 一、发行人流动性风险略有上升

根据 Wind 数据,截至 2018 年 5 月 30 日,我国公募债券市场已披露 2017 年年报的非 AAA 级和 C 级企业共计 2495 家<sup>2</sup>,本文将以上述 2495 家企业为样本进行流动性评价。

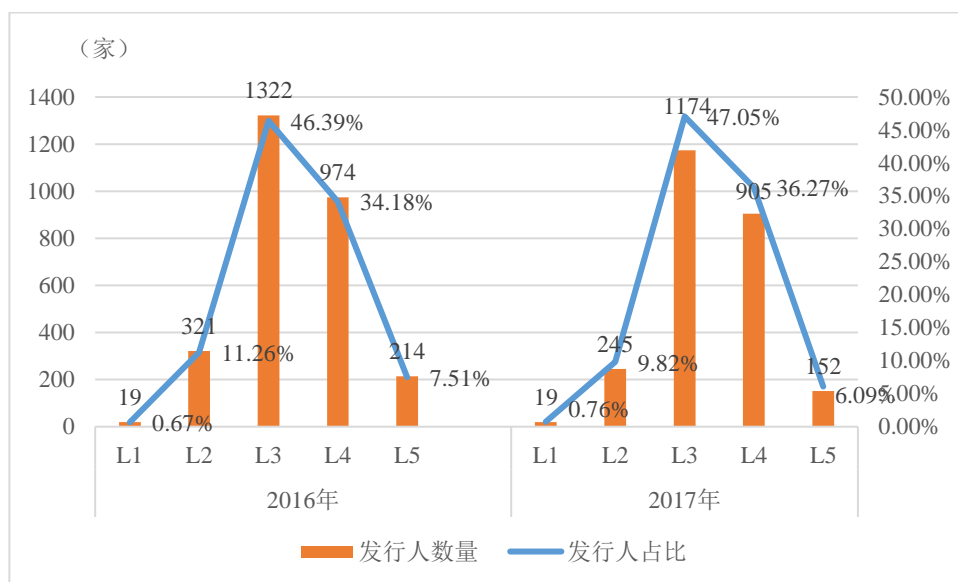
依据上述样本企业 2017 年年报,流动性评价结果显示(见图 1),公募债券市场发行人的流动性评价结果仍主要集中在 L-3 及以下级别,共 2231 家,合计占发行人总家数的 89.42%,较上年同比(88.07%)略有上升。其中,流动性状况一般(L-3)的发行人共有 1174 家,在发行人总家数的占比最高(47.05%),较上年(46.39%)略有上升;流动性状况较差(L-4)和流动性状况很差(L-5)的发行人有 905 家和 152 家,合计占发行人总家数的 42.36%,占比较上年(41.68%)略有上升。此外,流动性状况很好(L-1)和流动性状况较好(L-2)

---

<sup>1</sup>流动性评价方法见附件

<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。

的发行人分别有 19 家和 245 家，在发行人总家数的占比分别为 0.76% 和 9.82%，合计占比较上年（11.93%）略有下降。整体来看，公募债券市场发行人流动性风险较上年略有上升。



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级结果分布

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。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。

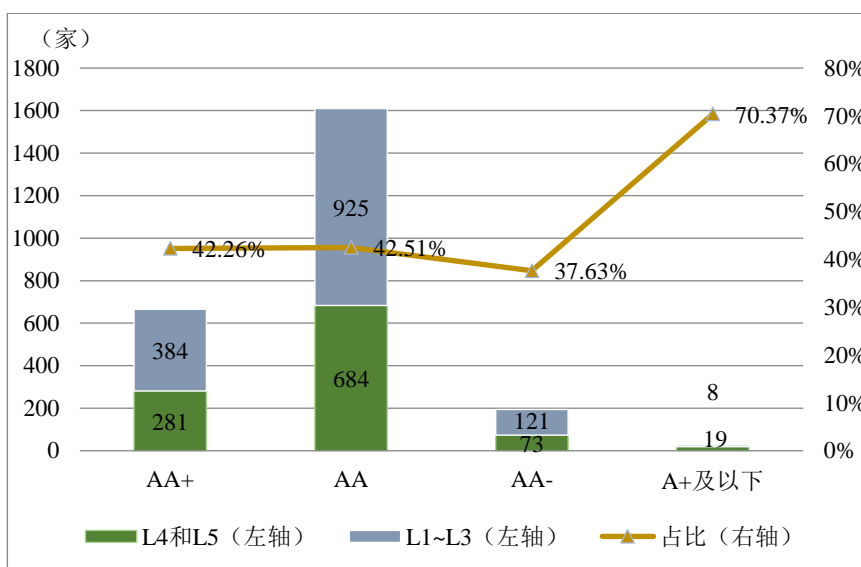
## 二、较低信用评级的发行人流动性风险相对较大

从流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人的信用等级<sup>3</sup>分布来看，AA 级发行人 684 家；其次为 AA+级 281 家和 AA-级 73 家，A+级及以下级别发行人共 19 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 发行人的占比均在 40%左右，与上年相比变化不大；A+级及以下发行人中的占比为 70.37%，较上年（78.38%）有所下降。整体来看，较低信用评级的发行人流动性风险相对较大。此外，AA+~AA-级发行人中 L-5 和 L-4 发行人的占比未随信用等级的降低

<sup>3</sup>具有多个不同评级的企业将按照较低等级统计。

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。



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

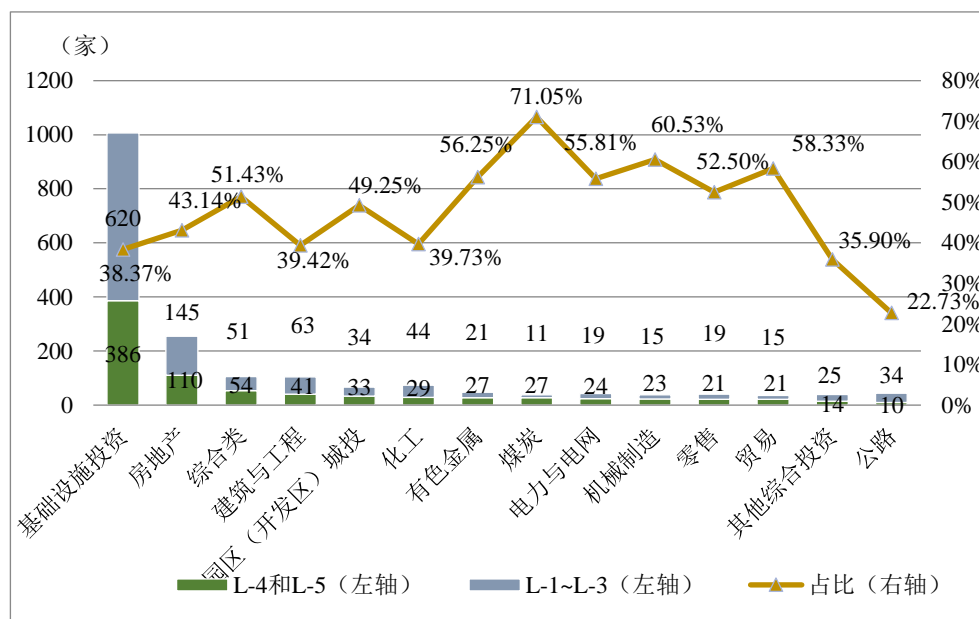
### 三、产能过剩行业 and 消费服务行业发行人面临的流动性风险较大

流动性评价结果为 L-5 和 L-4 的发行人的行业<sup>4</sup>分布主要集中在基础设施投资行业和房地产行业，其他行业分布较为分散。其中，基础设施投资行业的发行人数量最多（386 家），房地产行业的发行人数量次之（110 家），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，产能过剩行业（煤炭、机械制造、有色金属）以及消费服务相关行业（贸易、零售）发行人中流动性评价结果为 L-5 和 L-4 企业的占比较高，均在 50% 以上。其中产能过剩行业（煤炭、机械制造、有色金属）发行人中 L-5 和 L-4 企业的占比较上年均有所下降（2016 年煤炭、机械制造、有色金属占比分别为 77.97%、63.46% 和 63.46%），主要是由于在供给侧改革的推动下，部分企业盈利有所好转，但考虑到产能过剩行

<sup>4</sup>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。

业企业具有资金密集、杠杆率高等特点，且产业结构调整及去产能进程仍在不断推进过程中，部分企业盈利的持续性和稳定性仍较为脆弱，在外部融资环境收紧的情况下，产能过剩行业企业仍面临较大流动性风险。消费服务相关行业（贸易、零售）发行人中 L-5 和 L-4 企业的占比较上年有所上升（2016 年贸易和零售占比分别为 54.17%和 48.89%），一方面是受到国际贸易摩擦增多、国际需求增速放缓、国内成本上升和国内贸易竞争激烈等因素影响，部分贸易企业经营困难增多，流动性压力增大，另一方面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 35 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

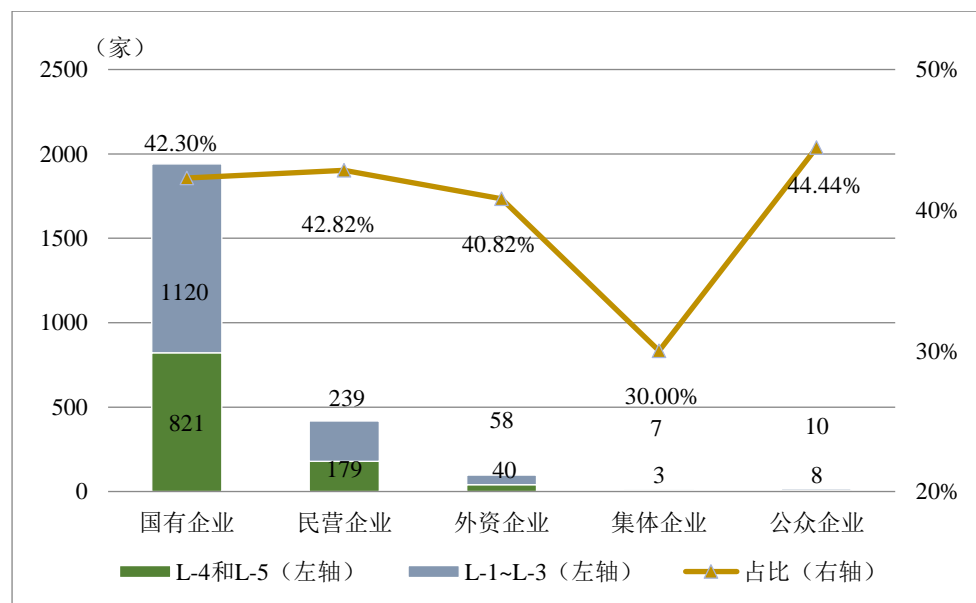
#### 四、民营企业发行人面临的流动性风险有所上升

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>5</sup>（821 家），其次为民营企业（179 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 42.30%和 42.82%，国有企业中 L-5 和 L-4 企业的占比与上年（42.28%）大致

<sup>5</sup>国有企业包括地方性国有企业和中央性国有企业。

相同，民营企业中 L-5 和 L-4 企业的占比较上年（39.74%）有所上升。国有企业方面，由于国有企业中基础设施投资行业企业较多，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。民营企业方面，部分民营企业自身盈利质量差、财务杠杆高，随着公司债等进入债务偿付期，民营企业短期偿债压力加大，但受制于金融去杠杆和由此而来的信用收紧，民营企业再融资难度加剧，面临的流动性风险有所上升。



资料来源：联合资信 COS 系统

图 4 流动性评价结果为 L-4 和 L-5 的发行人企业性质分布

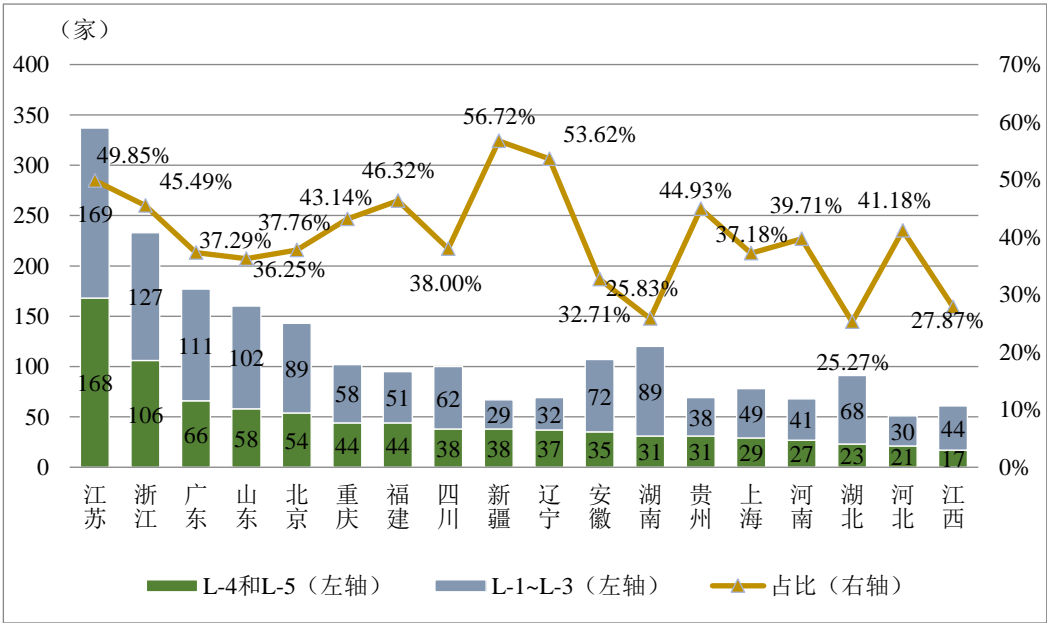
## 五、东北地区、东南沿海地区和经济欠发达地区部分发行人面临较高流动性风险

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（168 家）和浙江（106 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，新疆、辽宁、江苏、福建、浙江地区全部企业中 L-5 和 L-4 企业的占比较高，均在 45% 以上，其次为贵州、重庆和河北地区，占比分别为 44.93%、43.14% 和 41.18%。与上年相比，江苏地区 L-5 和 L-4 企业占比延续上年较高的态势（上年为 49.01%），浙江、重庆、河北地区 L-5 和 L-4 企业占比略有下降（上年分别为 47.62%、43.81% 和 44.93%），福建、辽宁、新疆、贵州地区 L-5 和 L-4 企业占比则有明显上升（上年分别为 30.63%、46.51%、50.68% 和 40.54%）。

整体来看，部分东北地区（如辽宁）、东南沿海地区（如江苏、浙江、福建）

以及经济欠发达地区（如新疆、贵州、河北）发行人面临的流动性风险较高。其中，辽宁地区过剩产能行业集中，部分企业负债率高，盈利能力差，易出现流动资金紧张，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、浙江和福建等东南沿海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，受经济环境变化的冲击较大，更容易陷入经营利润下滑、流动资金紧张的困境；新疆、贵州等地区经济欠发达，部分企业盈利能力不佳，流动性压力较大。



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。