

2022年，评级调整有哪些新变化？本文聚焦于此。总览来看：2022年至今主体评级及展望被上调主体数量进一步下滑，主体评级及展望被下调主体数量较2021上半年略有减少，但仍不低，总体呈现出评级趋严的态势。

► 城投主体评级调整有何变化？

年初至今，被上调评级的城投主体数量共8家，相比于2021年进一步减少，而从行政层级、省份分布、评级调整迁移情况来看，仍延续往年趋势。

(1) 行政层级上：2022上半年评级上调和下调的城投平台均以地级市、区县级为主。**(2) 省份分布上：**2022上半年评级调升的平台主要分布在江苏、浙江和贵州，2022年主体评级下调分布在贵州、山西、湖北、广西、云南等区域。**(3) 评级调整迁移上：**2022年的城投评级调升仍以评级AA调升到AA+主体占比为多。评级下调以AA调至AA-居多。**(4) 评级公司上：**东方金诚、联合资信给予的城投评级上调数量相对多一些。而中证鹏元、东方金诚、中诚信国际给予调降的平台数量大幅上升。

从评级调整原因来看：**(1) 上调原因：**主要为区域经济财政实力增长；公司地位突出；地方政府支持力度加大（财政注资、资产注入、股权划转深化整合转型），并且有一定的区域集中性。**(2) 下调原因：**所处地区财政实力持续下滑；公司业务可持续性较差，款项回售存在不确定性；借款出现逾期，偿债能力下降，集中兑付压力大；资产、股权的划出和整合。

此外，我们进一步观察城投隐含评级的变化，并同时结合主体评级的迁移来看，两者均调升的主体有分布在江苏、河北、河南。

► 产业债发行人评级调整有何变化？

2022年上半年，被上调评级的非金融产业债发行主体数量仅3家。主体评级下调数量明显多于上调企业数量，下调的数量达到55家，且跨级下调的情况比较普遍。**从结构上来看：****(1) 行业分布上：**房地产、建筑装饰为主体评级下调最多的行业，主要受行业景气度的影响。**(2) 企业性质上：**主体评级下调主要集中在民营企业。**产业债主体评级下调原因主要有：**债券违约/债务逾期；债务压力增加，流动性风险加剧，回款不确定性，涉及重大诉讼等；盈利方面：经常性业务亏损，盈利空间降低和营收下降等；行业景气度下行和市场竞争加强。

► 金融债发行人评级调整有何变化？

2022年上半年，上调评级的金融债发行主体数量仅4家，其中涉及一家浙江的农商行，在受到增资扩股之后评级上调。主体评级下调数量一直保持较低水平，金融债发行主体评级被下调的数量有6家，和往年水平不相上下，下调原因主要是资产流动性差、偿债压力大和大额亏损。

► 投资建议进一步思考

从2022年以来各行业的评级调整可以看出，在监管愈发规范外部评级的当下，受制于宏观经济大背景，企业基本面是承压的，而在隐性债务监管趋严之下，城投融资有所趋紧，只是稳增长诉求之下还须有可为之处，整体有保有压，但反映到主体评级上来看则是调升不多，调降并不少，由此角度出发我们需保有一份审慎的态度，但结构性资产荒预估短期内难以破局，基本面短期“脱敏”现象或许还会存在，理想与事实之间总有取舍，在当下，一定程度下沉或是可取的。

► **风险提示：**城投口径偏差；政策不确定性；宏观经济、地方政府债务压力。



分析师 谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

- 1.高频数据跟踪 20220716：汽车开工稳步加速，国际能源价格下行-2022/07/16
- 2.利率债周度跟踪 20220716：本周利率债发行缩量，净融资额走低-2022/07/16
- 3.可转债周报 20220716：权益市场深度下跌，转股溢价率震荡上行-2022/07/16
- 4.流动性跟踪周报 20220716：本周MLF等量平价续做，同业存单收益率下行-2022/07/16
- 5.利率专题 20220716：下半年经济能站上潜在增速吗？-2022/07/16

目录

1 2022 上半年以来评级调整有何特征?	3
2 城投主体评级调整有何变化?	5
2.1 城投主体评级上调情况如何?	5
2.2 城投主体评级下调情况如何?	7
2.3 城投隐含评级调整有何变化?	9
3 产业债发行人评级调整有何变化?	13
4 金融债发行人评级调整有何变化?	16
5 小结	18
6 风险提示	20
插图目录	21

自永煤事件以来，监管针对评级的规范逐步趋严：央行会同发改委、财政部等部门于 2021 年 3 月联合起草《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》，而后人民银行会同国家发展改革委、财政部、银保监会、证监会于 2021 年 8 月联合发布《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》。

对应的 2022 年以来，评级调整有哪些新变化？本文聚焦于此。

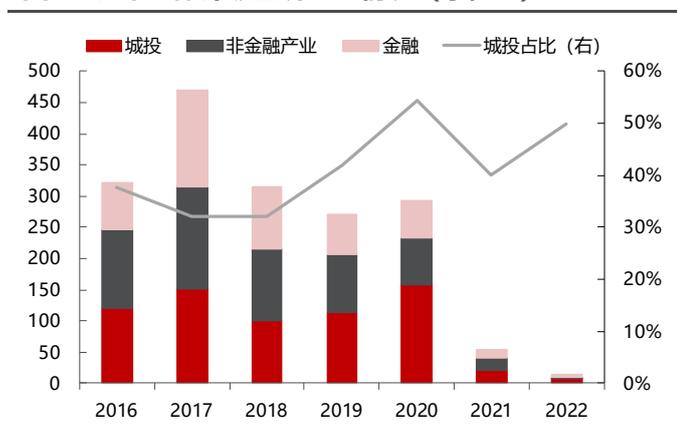
1 2022 上半年以来评级调整有何特征？

年关过半，发债企业信用跟踪评级陆续完成，在有存续债的 5200 多家发行主体中，截至目前有 3624 家在 2022 年披露了评级情况。以此为样本范围，我们进行相应分析。

首先从整体上来看：

2022 上半年，主体评级及展望被上调主体数量进一步下滑。截至 2022 年 7 月 15 日（下文同），评级上调的主体仅 15 家，相比于 2021 上半年的 42 家大幅减少。评级公司在展望调升上同样更加谨慎，上半年仅有 7 家主体评级展望被调升。

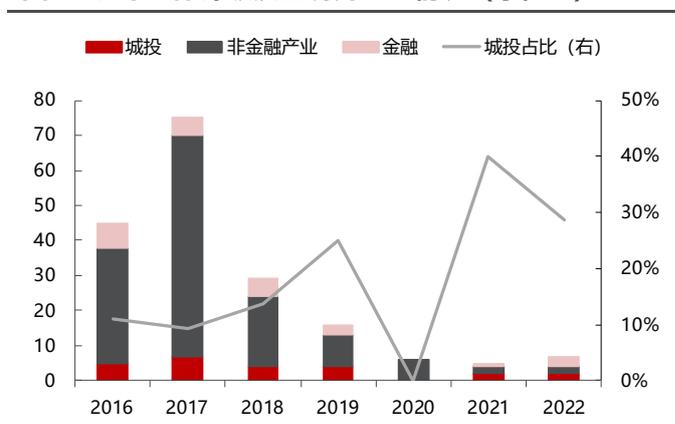
图1：历年主体评级上调企业情况（家，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：年内被不同评级机构调升的平台仅计一次，剔除仅有展望提升的平台；图中 2022 年数据仅指 2022 年上半年（截止 2022 年 7 月 15 日），其他历史年份数据均为全年数据，下同。

图2：历年主体评级展望调升企业情况（家，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

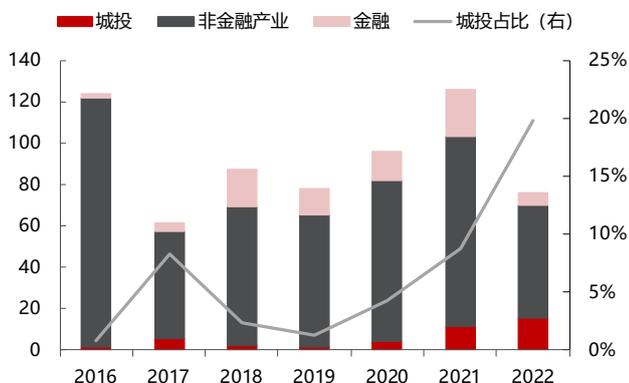
注：指仅有展望调升、评级未变动的平台

主体评级及展望被下调主体数量较 2021 上半年有所减少，与 2020 年以前年份半年期水平基本一致。年初至今，共有 76 家主体评级被调降，低于 2021 上半年的 88 家。

展望下调方面，年初至今下调主体有 19 家，虽低于 2021 年上半年调低水平，但和 2020 年以前上半年的水平保持一致。在主体评级及展望下调的主体中，城投

占比比较前几年增长较大。

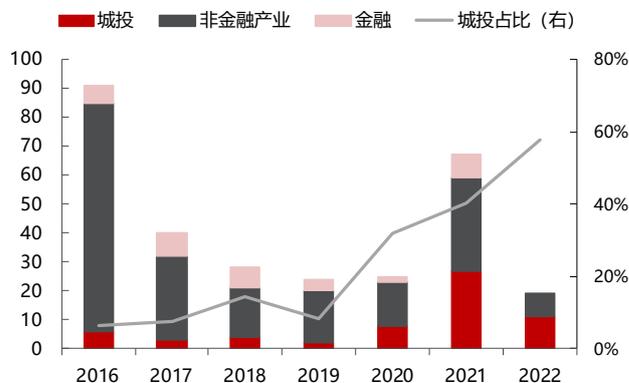
图3：历年主体评级下调企业情况（家，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：年内被不同评级机构调升的平台仅计一次，剔除仅有展望调降的平台。

图4：历年主体评级展望调降企业情况（家，%）



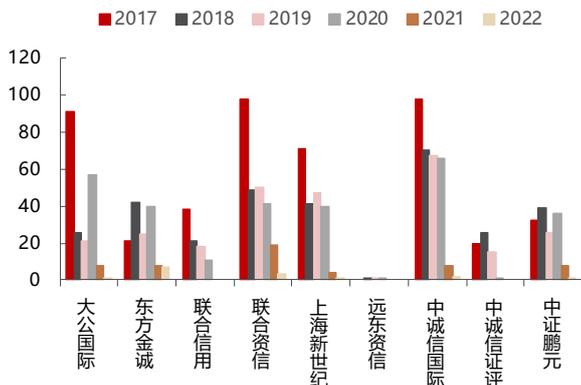
资料来源：wind，民生证券研究院

注：指仅有展望调降、评级未变动的平台

分评级机构来看：上调方面，历年来大公国际、联合资信、中诚信国际、上海新世纪给予的评级上调数量较多，而2022年以来（截至2022年7月15日）东方金诚给予上调数量最多；自2021年来，各家评级机构给予评级上调均大幅减少。

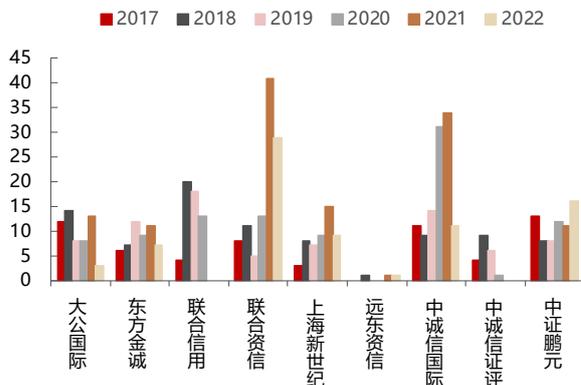
下调方面，自2021年来机构给予的评级下调数量普遍有所上升，其中联合资信给予的评级下调最多。

图5：历年各评级机构上调评级数量（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：历年各评级机构下调评级数量（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

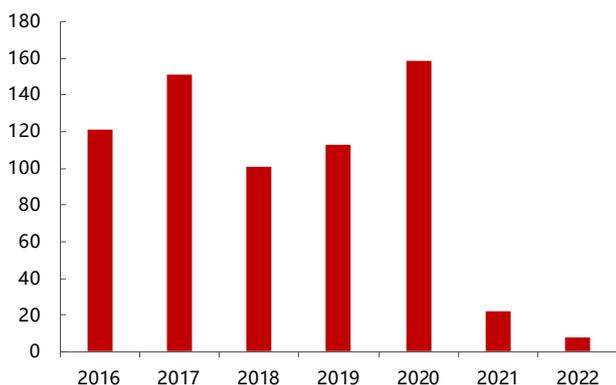
进一步，我们分城投平台、产业类主体和金融主体，研究分析其主体评级调整情况和原因。

2 城投主体评级调整有何变化？

2.1 城投主体评级上调情况如何？

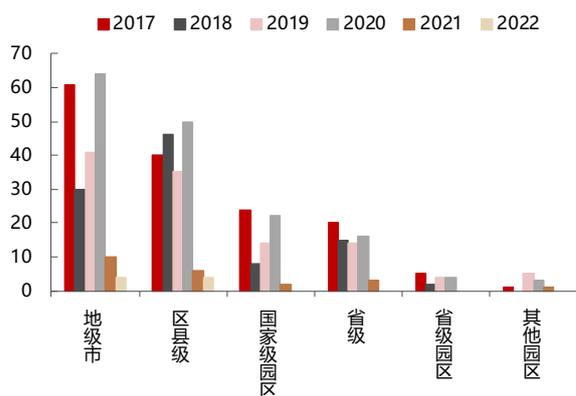
年初至今，被上调评级的城投主体数量共 8 家，相比于 2021 年进一步减少，对应来看，2021 上半年共有 16 家城投主体被上调评级。

图7：历年主体评级调高城投情况（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：主体评级调高城投行政层级分布（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

结构上来看：

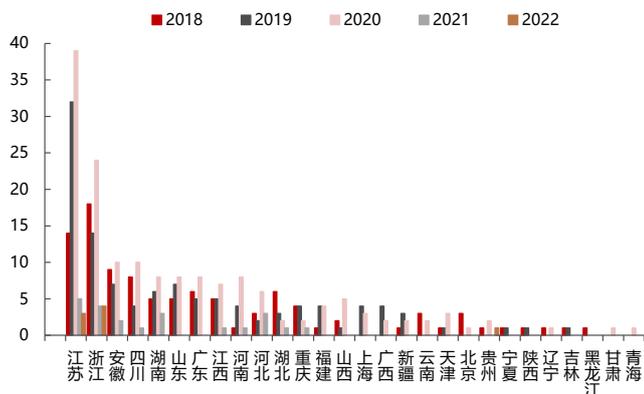
(1) 从行政层级来看，2022 上半年评级调高的城投平台仍以地级市、区县级为主，基本延续前几年的特征。

(2) 从省份分布来看，2022 上半年评级调升的平台主要分布在江苏（3 家）、浙江（4 家）和贵州（1 家）。其中多是中游偏上且平台较多、发债较为活跃的区域，一方面受益于所属区域经济财政实力逐步提升迈入评级提升的门槛，另一方面受所属区域平台整合加速推进，整合后的大平台信用资质提升助力外评提升。

(3) 从具体评级调整情况来看，2022 年的城投评级调升仍以评级 AA 调升到 AA+ 主体占比为多，其次是 AA+ 调升至 AAA。从 AA- 调升到 AA 的主体数量不断减少。这也在一定程度上体现了城投内部信用资质的分化。

(4) 从不同评级公司给与评级调升的层面来看，评级机构给予城投评级上调的数量大幅下降，东方金诚、联合资信给予的城投评级上调数量相对多一些。

图9：历年主体评级调高城投省份分布情况（家）



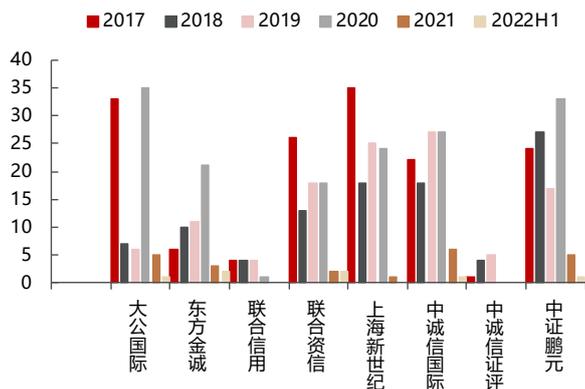
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2022 年初至今城投主体评级上调迁移矩阵（家）

后前	AAA	AA+	AA	总计
AA+	3			3
AA		4		4
AA-			1	1
总计	3	4	1	8

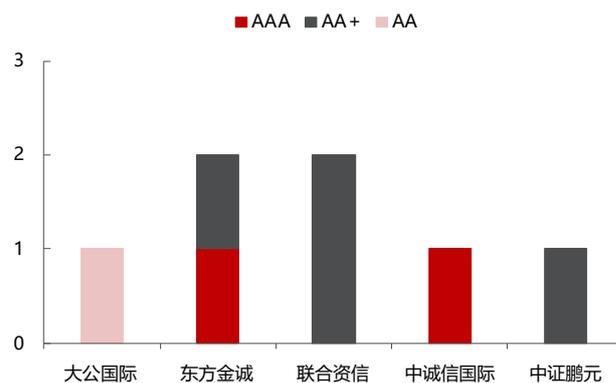
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：历年不同评级公司给予城投外部评级调升分布（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2022 年不同评级公司给予外评上调的分布情况（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

城投主体评级缘何调升？

通过梳理发现，上调原因主要包括**区域经济财政实力增长，公司地位突出，地方政府支持力度加大（财政注资、资产注入、股权划转深化整合转型）。**

进一步，列举重点省份的评级上调城投主体，将其根据调整前后评级分类，可以发现：

1) 由 AA+ 调升至 AAA：主要是浙江和贵州的地级市平台，经济财政实力较强。

2) 由 AA 调升至 AA+：主要是江苏、浙江的地级市和区县级平台，省内财政收入一般但债务率尚可的地级市，如江苏（镇江、泰州）、浙江（湖州、金华）。

图13：2022 年评级上调城投主体

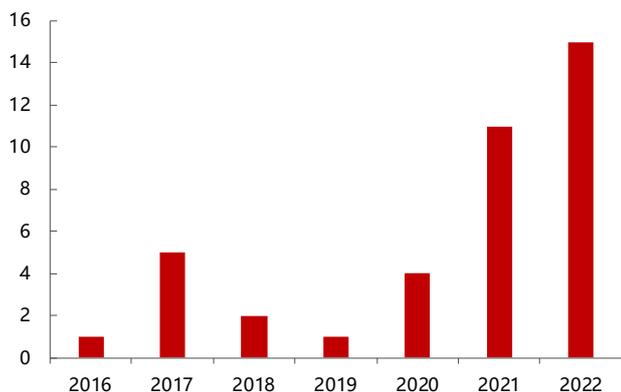
上次评级	最新评级	省份	地级市	企业名称	行政层级	评级机构
AA	AA+	浙江省	湖州	浙江安吉国控建设发展集团有限公司	区县级	联合资信
AA	AA+	浙江省	金华	金华市交通投资集团有限公司	地级市	东方金诚
AA+	AAA	浙江省	杭州	杭州市国有资本投资运营有限公司	地级市	中诚信国际
AA+	AAA	浙江省	绍兴	绍兴市镜湖开发集团有限公司	地级市	东方金诚
AA	AA+	江苏省	泰州	泰州海陵城市发展集团有限公司	区县级	联合资信
AA-	AA	江苏省	泰州	兴化市城市建设投资有限公司	区县级	大公国际
AA	AA+	江苏省	镇江	江苏句容福地生态科技有限公司	区县级	中证鹏元
AA+	AAA	贵州省	贵阳	贵阳市城市建设投资集团有限公司	地级市	东方金诚

资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 城投主体评级下调情况如何？

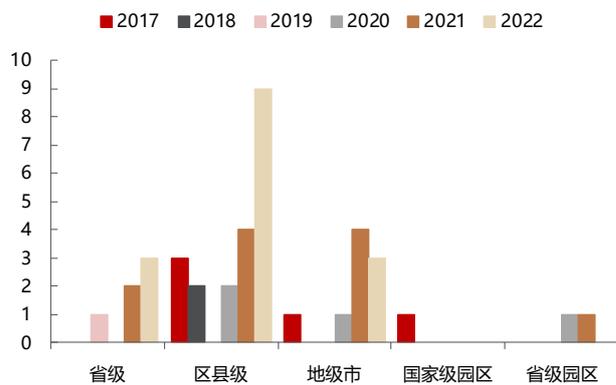
年初至今，被下调评级的城投主体数量共 15 家，超过 2021 年全年的 11 家，城投主体评级下调数量有所增加。

图14：历年主体评级调低城投主体情况（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：历年主体评级调低城投行政层级分布（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

结构上来看：

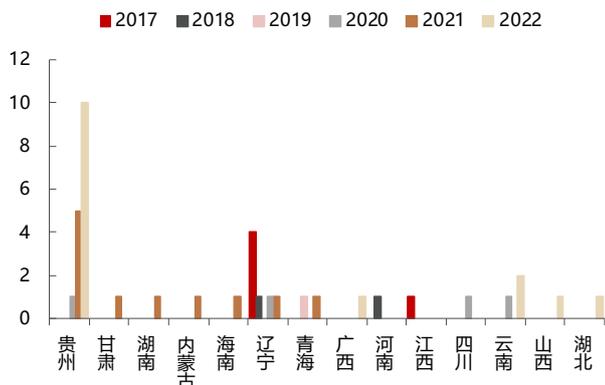
(1) 从行政层级来看，2022 年评级调低的城投平台以地级市和区县级为主。

(2) 从省份分布来看，2022 年主体评级下调分布在贵州、山西、湖北、广西、云南等省。其中贵州省最多，有 10 家平台下调。

(3) 从具体调整迁移情况来看，2022 年评级下调以 AA 调至 AA- 居多，AA- 调至 A+ 次之。跨级下调的平台有 3 家。

(4) 从不同评级公司给予评级下调的层面来看，中证鹏元、东方金诚、中诚信国际给予调降的平台数量大幅上升，中证鹏元 2022 上半年给予的评级下调数量位居第一。

图16: 历年主体评级调低城投省份分布情况 (家)



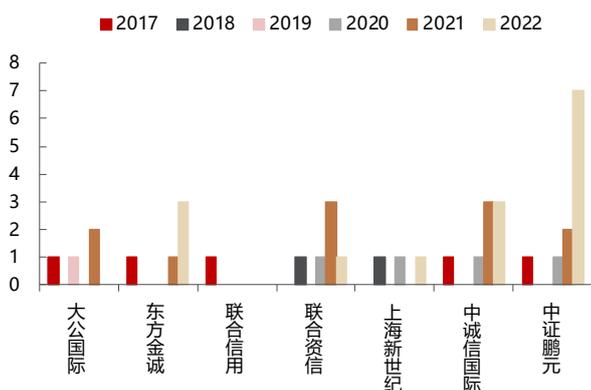
资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2022 年初至今城投主体评级下调迁移矩阵 (家)

后 前	AA+	AA	AA-	A+	总计
AAA	1				1
AA+		2			2
AA			11		11
AA-				1	1
总计	1	2	11	1	15

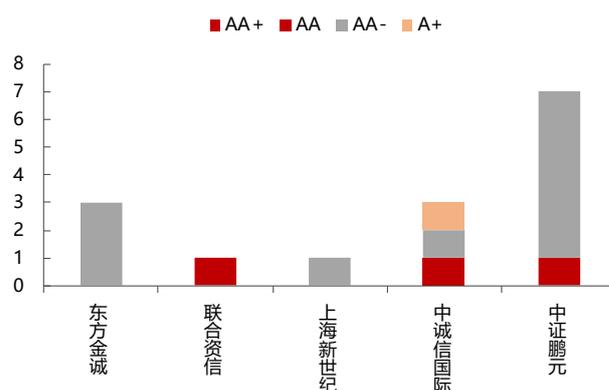
资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 历年不同评级公司给予城投外部评级下调分布 (家)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 2022 年不同评级公司给予外评下调的分布情况 (家)



资料来源: wind, 民生证券研究院

城投主体评级缘何调低?

对 2022 年以来评级下调主体的调整原因进行梳理分析, 主要有以下方面:

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44073



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn