

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。

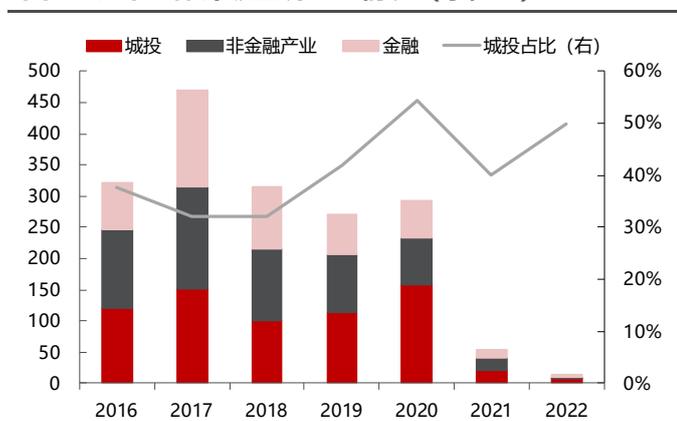
1 2022 上半年以来评级调整有何特征？

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。

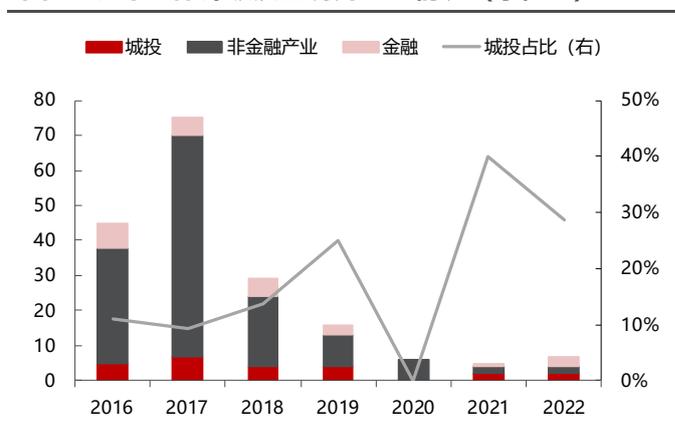
图1：历年主体评级上调企业情况（家，%）



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

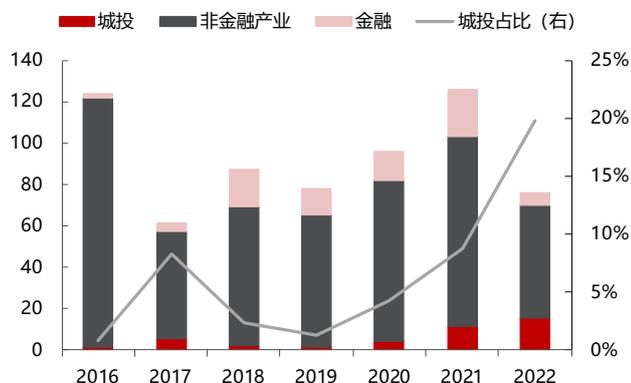
注：指仅有展望调升、评级未变动的平台

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。

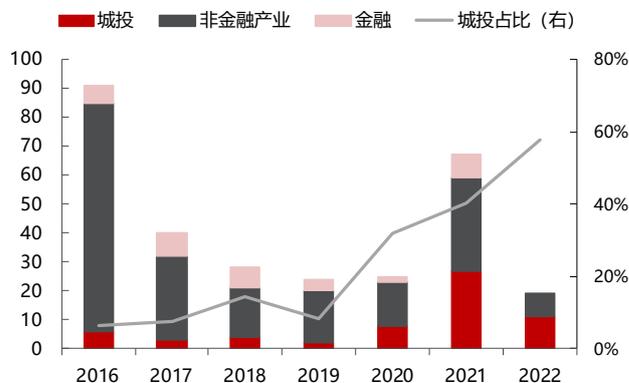
图3：历年主体评级下调企业情况（家，%）



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，%）



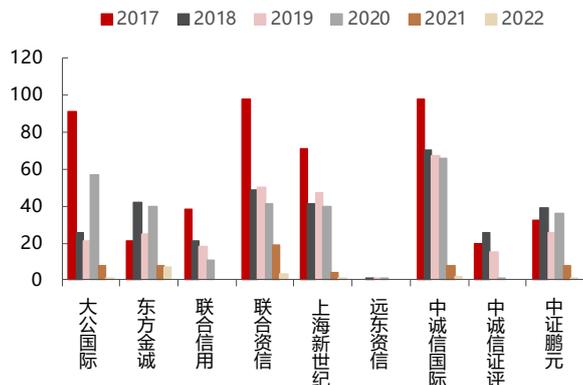
资料来源：wind，民生证券研究院

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。

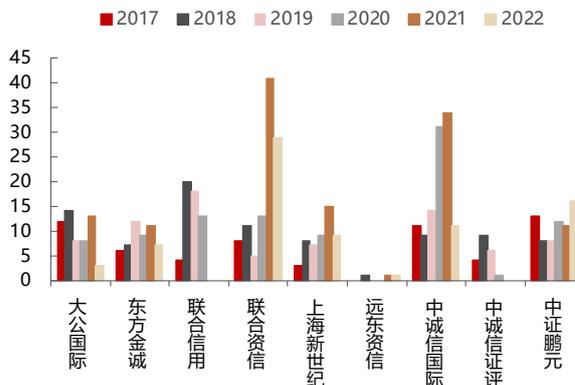
下调方面，自2021年来机构给予的评级下调数量普遍有所上升，其中联合资信给予的评级下调最多。

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

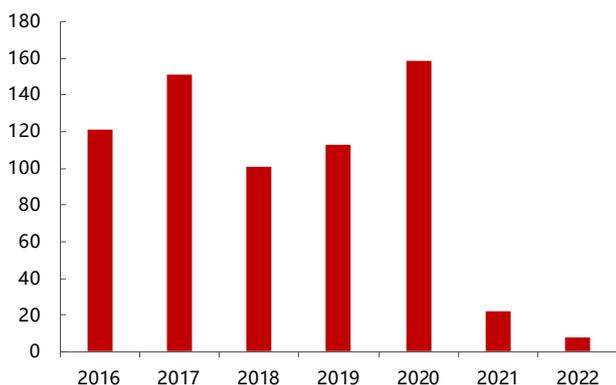
进一步，我们分城投平台、产业类主体和金融主体，研究分析其主体评级调整情况和原因。

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？

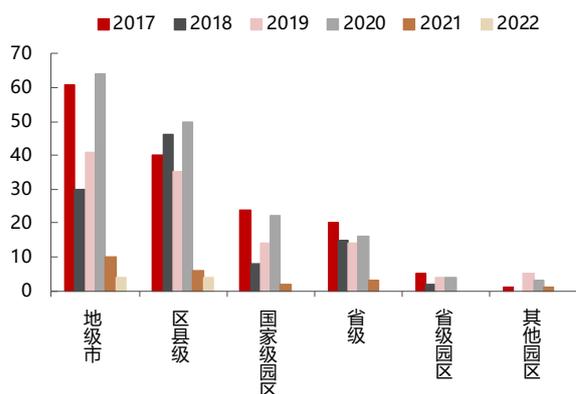
年初至今，被上调评级的城投主体数量共 8 家，相比于 2021 年进一步减少，对应来看，2021 上半年共有 16 家城投主体被上调评级。

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：

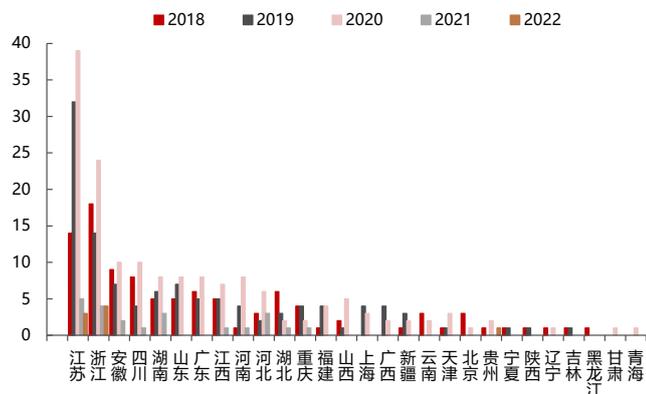
(1) 从行政层级来看，2022 上半年评级调高的城投平台仍以地级市、区县级为主，基本延续前几年的特征。

(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）



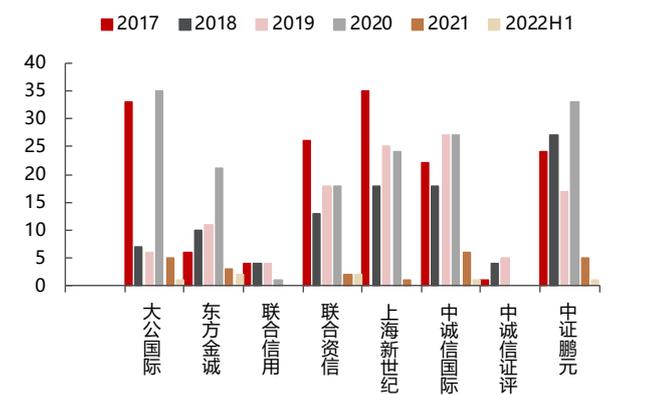
资料来源：wind，民生证券研究院

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

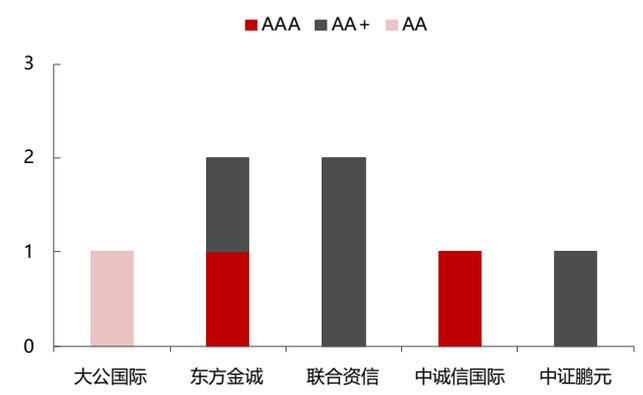
资料来源：wind，民生证券研究院

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

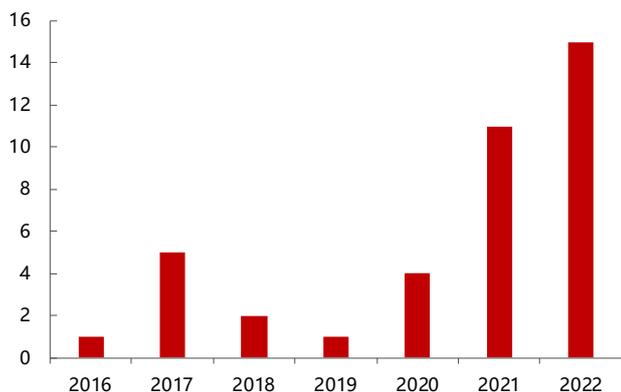
上次评级	最新评级	省份	地级市	企业名称	行政层级	评级机构
AA	AA+	浙江省	湖州	浙江安吉国控建设发展集团有限公司	区县级	联合资信
AA	AA+	浙江省	金华	金华市交通投资集团有限公司	地级市	东方金诚
AA+	AAA	浙江省	杭州	杭州市国有资本投资运营有限公司	地级市	中诚信国际
AA+	AAA	浙江省	绍兴	绍兴市镜湖开发集团有限公司	地级市	东方金诚
AA	AA+	江苏省	泰州	泰州海陵城市发展集团有限公司	区县级	联合资信
AA-	AA	江苏省	泰州	兴化市城市建设投资有限公司	区县级	大公国际
AA	AA+	江苏省	镇江	江苏句容福地生态科技有限公司	区县级	中证鹏元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

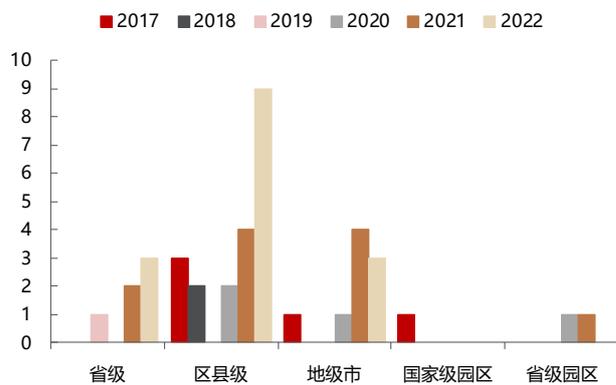
年初至今，被下调评级的城投主体数量共 15 家，超过 2021 年全年的 11 家，城投主体评级下调数量有所增加。

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

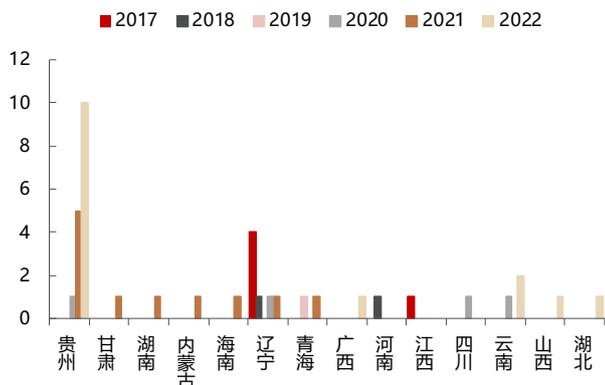
结构上来看：

(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。

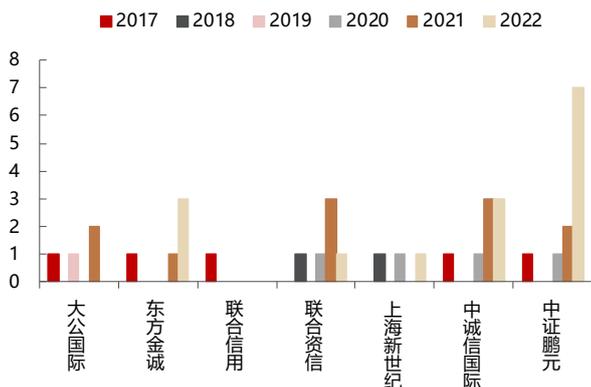
图16: 历年主体评级调低城投省份分布情况 (家)


资料来源: wind, 民生证券研究院

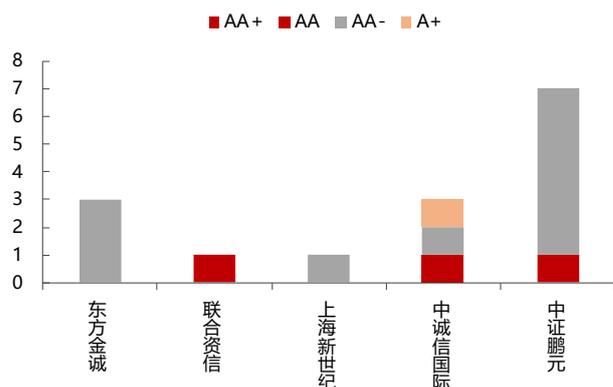
图17: 2022 年初至今城投主体评级下调迁移矩阵 (家)

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:

- (1) 所处地区财政实力持续下滑, 区域内再融资环境未有改善。
- (2) 公司业务可持续性较差, 款项回售存在不确定性。
- (3) 借款出现逾期, 偿债能力下降, 集中兑付压力大。
- (4) 资产、股权的划出和整合。

列举所有评级下调的城投主体, 将其根据调整前后评级分类, 可以发现:

1) 由 AAA 调至 AA+: 云南康旅主要系下属子公司云南水务流动性趋于紧张, 以及子公司云南城投经营未见改善。

2) 由 AA+调至 AA: 有柳州龙建和云南水务, 柳州龙建下调原因为区域经济

增长乏力、债务增长较快、运营不确定性以及 2021 年部分土地被注销。

3) 由 AA 调至 AA-: 主要是贵州省的区县级平台, 区域财力下滑加上公司偿债压力大导致评级下调。湖北宜昌交投主要系 2022 年大桥集团无偿划出对公司业务稳定性及多元化经营造成较大不利冲击。

图20: 2022 年评级下调城投主体

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	广西	柳州市	柳州市龙建投资发展有限责任公司	地级市	中证鹏元
AA	AA-	贵州	遵义市	遵义市红花岗城市建设投资经营有限公司	区县级	东方金城
AA	AA-	贵州	六盘水市	贵州水城水务投资有限责任公司	区县级	东方金城
AA-	A+	贵州	遵义市	遵义市播州区城市建设投资经营(集团)有限公司	区县级	中诚信国际
AA	AA-	贵州	遵义市	遵义市湘江投资(集团)有限公司	地级市	东方金城
AA	AA-	贵州	遵义市	遵义市播州区交通建设投资有限公司	区县级	中证鹏元
AA	AA-	贵州	毕节市	毕节市碧海新区建设投资有限责任公司	区县级	中证鹏元
AA	AA-	贵州	毕节市	毕节市德溪建设开发投资有限公司	区县级	中证鹏元
AA	AA-	贵州	毕节市	毕节市七星关区新宇建设投资有限公司	区县级	中证鹏元
AA	AA-	贵州	毕节市	毕节市天河城建开发投资有限公司	区县级	中证鹏元
AA	AA-	贵州	六盘水市	贵州钟山开发投资有限责任公司	区县级	中证鹏元
AA	AA-	湖北	宜昌市	宜昌市交通投资有限公司	地级市	中诚信国际
AA	AA-	山西	-	山西省经济建设投资集团有限公司	省级	上海新世纪
AAA	AA+	云南	-	云南省康旅控股集团有限公司	省级	中诚信国际
AA+	AA	云南	-	云南水务投资股份有限公司	省级	联合资信

资料来源: wind, 民生证券研究院

2.3 城投隐含评级调整有何变化?

2022 年至今共有 65 家平台中债隐含评级上调, 其中 AA-提升至 AA(2)的平台最多, 有 54 家, 隐含评级从 AA (2)提升至 AA 只有 5 家, 且 5 家均分布在江苏。

图21: 2022 年初至今城投隐含评级上调迁移矩阵 (家)

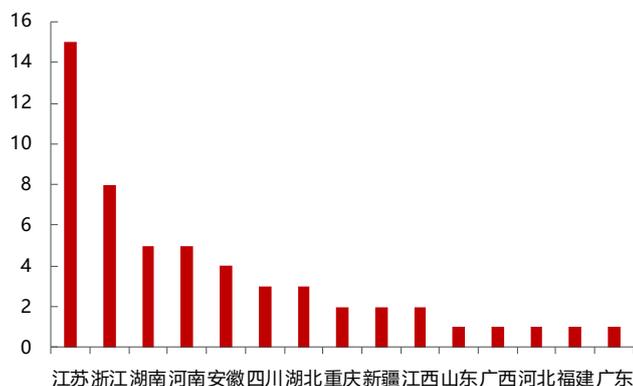
后 前	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	总计
AA+	1					1
AA		1				1
AA(2)			5			5
AA-			3	54		57
A+					1	1
总计	1	1	8	54	1	65

资料来源: wind, 民生证券研究院

关注由 AA-提升至 AA(2)的平台:

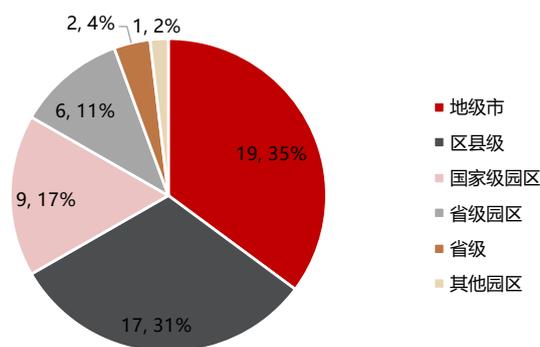
由 AA-提升至 AA (2)平台集中分布在江苏、浙江两省, 其中又以经济财政实力较强的地级市为多, 如江苏 (南京、苏州、无锡)、浙江 (杭州、宁波、温州)。

图22: 2022 年来由 AA-提升至 AA(2)城投平台省份分布 (家)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 2022 年来由 AA-提升至 AA(2)城投平台行政层级分布 (家)



资料来源: wind, 民生证券研究院

2022 年至今共有 134 家平台中债隐含评级下调, 其中隐含评级从 AA-下调至 A+的平台最多, 达到 38 家。从 AA 下调至 AA (2)、AA (2) 下调至 AA-的平台分别有 32 家和 27 家。

图24: 2022 年初至今城投隐含评级下调迁移矩阵 (家)

后前	AA	AA(2)	AA-	A+	A	A-	BBB	总计
AA+	6							6
AA		32	11					43
AA(2)			27					27
AA-				38				38
A+					13	1	1	15
A						4		4
A-							1	1
总计	6	32	38	38	13	5	2	134

资料来源: wind, 民生证券研究院

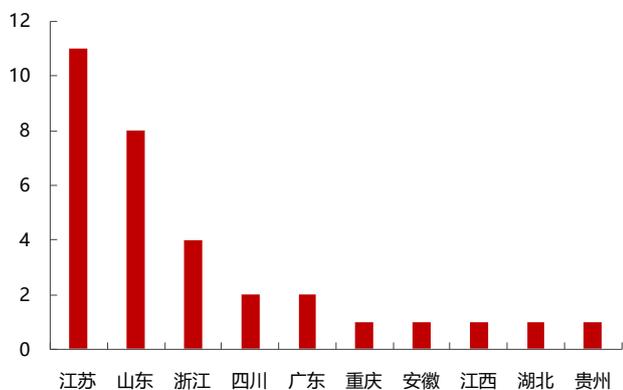
重点关注由 AA 下调至 AA (2)、由 AA-下调至 A+两类平台:

由 AA 下调至 AA (2) 的平台集中在江苏、山东两省。其中区县级平台较多, 尤其是山东青岛的区县级平台达到 5 家。

由 AA-下调至 A+的平台集中在贵州, 尤其遵义市平台多达 12 家。区县级、

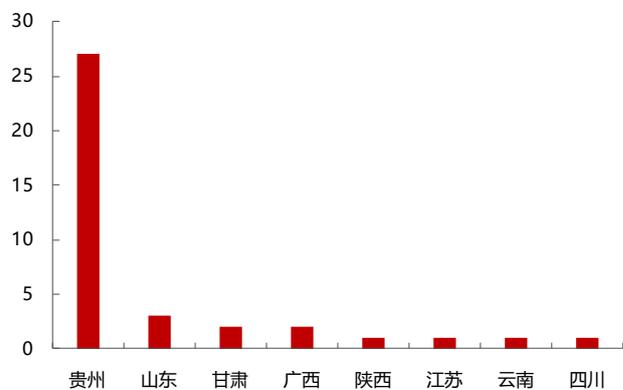
地级市平台下调比较多，分别有 14、11 家。

图25：2022 年来由 AA 下调至 AA(2)城投平台省份分布 (家)



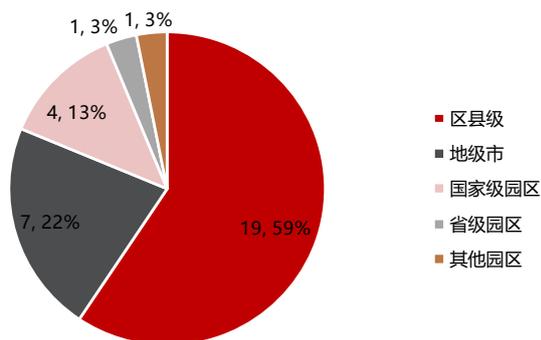
资料来源：wind，民生证券研究院

图26：2022 年来由 AA-下调至 A+城投平台省份分布 (家)



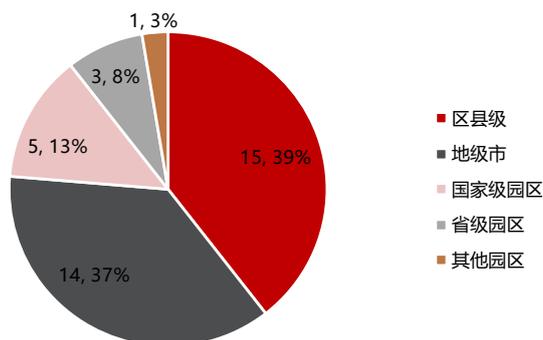
资料来源：wind，民生证券研究院

图27：2022 年来由 AA 下调至 AA(2)城投平台行政层级分布 (家)



资料来源：wind，民生证券研究院

图28：2022 年来由 AA-下调至 A+城投平台行政层级分布 (家)



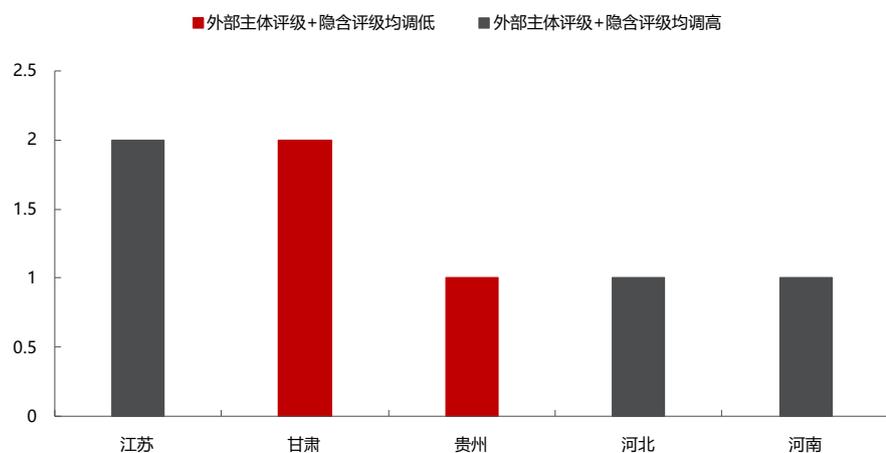
资料来源：wind，民生证券研究院

另外，年内隐含评级调整的平台当中，有 3 家平台涉及 2022 年内主体评级下调，4 家涉及年内主体评级上调。其余平台在年内并未涉及主体外部评级调整（一部分在以前年度外部主体评级便已提升，另一部分则目前仍保持原有主体外部评级）。

3 家外部主体评级、隐含评级均下调的主体，主要分布在甘肃、贵州。

4 家外部主体评级、隐含评级均上调的主体，分布在在江苏、河北、河南。

图29：2022 年以来隐含评级与外部主体评级同步调整情况（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

3 产业债发行人评级调整有何变化?

首先，评级上调的企业数量同样锐减。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，而 2021 上半年，非金融产业类主体评级被上调的数量有 18 家。

主体评级下调数量明显多于上调企业数量，产业债发行主体评级被下调的数量达到 55 家，且跨级下调的情况比较普遍。

图30：2022 年初至今产业债主体评级迁移矩阵

后 前	AAA	AA+	AA-	AA	A+	A-	A	BBB-	BBB	BB+	BB	B+	B-	B	CCC	总计
AAA	2	1														3
AA+				3			1									4
AA-					7	1	5									13
AA		1	9		2		4									16
A+						3	3									6
A-									1	1	1					3
A								3			1					4
BBB+								3								3
BBB-											1					1
BBB														1		1
BB												1				1
B													1		2	3
总计	2	2	9	3	9	4	13	3	4	1	3	1	1	1	2	58

资料来源：wind，民生证券研究院

从产业债主体评级上调来看，分别是华远集团、厦门安居、凯胜科技，上调原因主要是股东背景强和重大资产重组。

图31：2022 年以来产业债主体评级上调情况

上次评级	最新评级	企业名称	申万行业	评级机构	上调原因
AA	AA+	北京市华远集团有限公司	房地产开发	中诚信国际	西城区国资委股东背景强，持有型物业具备较强的成长潜力。
AA+	AAA	厦门安居控股集团有限公司	房地产开发	上海新世纪	厦门市经济基础良好、区域人口导入能力较强，置业需求较为旺盛，且地方财力较强，项目资金较有保障。安居控股进行重大资产重组，无偿受让安居集团 100% 股权。
AA+	AAA	凯胜科技集团有限公司	玻璃制造	联合资信	公司股东中国建材集团综合实力强，在资产注入、增资以及融资担保等方面给予公司大力支持。2021 年底，公司完成重大资产重组，合并范围新增中建材国际工程，

资料来源：wind，民生证券研究院

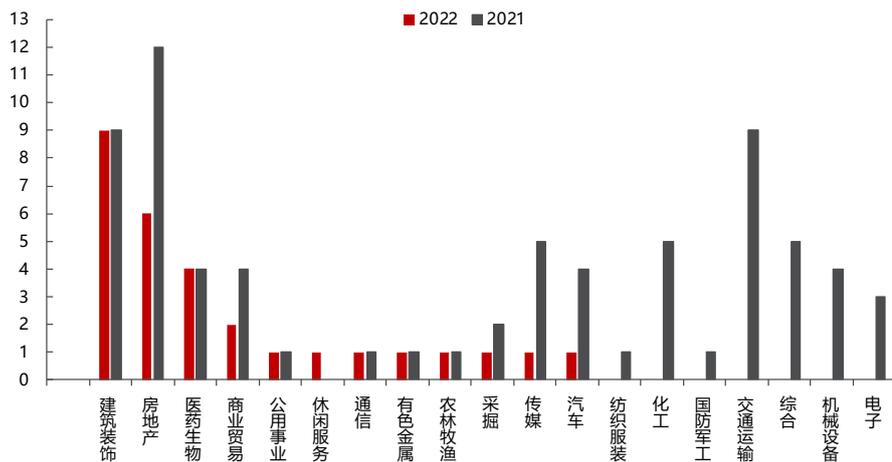
从产业债主体评级下调来看，有 55 家下调，但是剔除仅发行了可转债的 23

家公司，关注这 32 家产业债主体评级下调的情况。

从结构上来看：

(1) 从行业分布来看，对比往年情况，房地产、建筑装饰均为主体评级下调最多的行业，主要受行业景气度和企业经营情况弱化的影响。

图32：产业债主体评级下调行业分布情况（家）

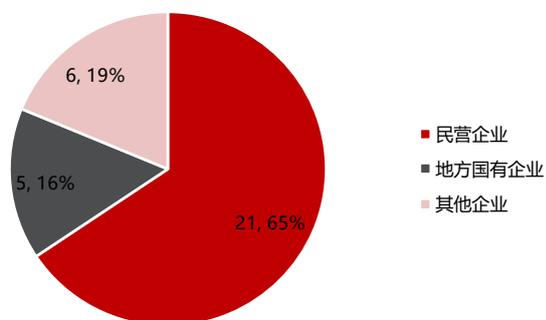


资料来源：wind，民生证券研究院

(2) 从企业性质来看，主体评级下调主要集中在民营企业，占比高达 65%，其中少数有国企。

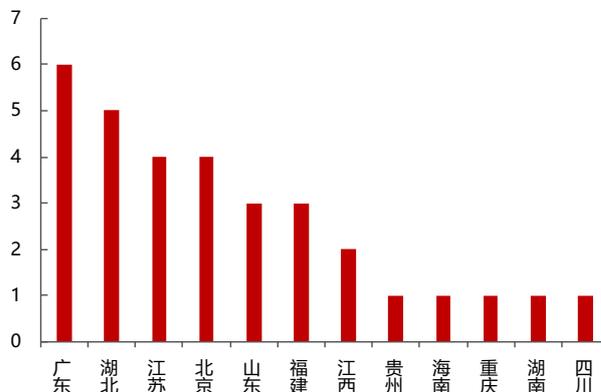
(3) 从省份分布来看，2022 上半年产业债主体评级下调主要分布在广东、湖北、江苏、北京等地，广东的产业债主体评级下调数量历年保持最高。

图33：2022 上半年产业债主体评级下调企业性质分布（家，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图34：2022 上半年产业债主体评级下调的省份分布情况（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

归纳总结，产业债主体评级下调原因主要有：

(1) **债券违约/债务逾期**，如当代节能、美尚、福建阳光、雪松实业、和佳医疗、江西奇信等；

(2) **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**，如奥园集团、洪涛股份、中南建设等；

(3) **盈利方面：经常性业务亏损，盈利空间降低和营收下降等**，如中南建设、和佳医疗等；

(4) **行业景气度下行和市场竞争加强**，如江苏建工等。

4 金融债发行人评级调整有何变化？

首先，评级上调的企业数量延续去年锐减趋势。2022 年上半年，被上调评级的金融债发行主体数量仅 4 家，而 2020 上半年，金融债发行主体评级被上调的数量有 31 家。

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达到 6 家，和往年水平不相上下。

图35：2022 年初至今金融债主体评级迁移矩阵

后 前	AAA	AA	AA-	A+	A-	B-	总计
AA+	3	2					5
AA-		1		1			2
AA			1		1		2
B+						1	1
总计	3	3	1	1	1	1	10

资料来源：wind，民生证券研究院

从金融债主体评级上调来看，分别是合肥兴泰、江西融资担保、江西信用担保、金华成泰农商行，上调原因主要是股东背景强和增资扩股，其中多是受到注资的担保公司。

图36：2022 年以来金融债主体评级上调情况

上次评级	最新评级	省份	企业名称	企业性质	评级机构	上调原因
AA+	AAA	安徽	合肥市兴泰融资担保集团有限公司	地方国有企业	东方金诚	股东背景强，三次增资扩股
AA+	AAA	江西	江西省融资担保集团有限责任公司	-	东方金诚	江西“二担”之一，股东背景强
AA+	AAA	江西	江西省信用融资担保集团股份有限公司	地方国有企业	东方金诚	股东实力强，现金类资产占比高
AA-	AA	浙江	浙江金华成泰农村商业银行股份有限公司	地方国有企业	东方金诚	增资扩股，盈利能力强

资料来源：wind，民生证券研究院

从金融债主体评级下调来看，分别是武汉担保、武汉天盈投资、华融融德、武汉光谷租赁、珠江人寿、信中利，下调原因主要是资产流动性差、偿债压力大和大量亏损。

图37：2022年以来金融债主体评级下调情况

上次评级	最新评级	省份	企业名称	企业性质	评级机构	下调原因
AA+	AA	湖北	武汉信用风险管理融资担保有限公司	地方国有企业	联合资信	资产流动性差，其他应收款规模大，不符合监管要求，有息债务规模大
AA	A-	湖北	武汉天盈投资集团有限公司	民营企业	联合资信	偿债压力大，通过资产处置偿还债务
AA+	AA	北京	华融融德资产管理有限公司	中央国有企业	上海新世纪	房地产市场调控影响，问题资产占比高、处置周期长
AA	AA-	湖北	武汉光谷融资租赁有限公司	地方国有企业	联合资信	2021年租赁资产规模缩减，资产质量下滑，经营大额亏损
AA-	A+	广东	珠江人寿保险股份有限公司	民营企业	联合资信	较大的不动产投资规模、较大的股权质押规模、股东权益规模明显收缩导致的资本实力减弱、偿付能力指标接近监管红线、亏损金额
B+	B-	北京	北京信中联投资股份有限公司	民营企业	联合资信	公司被纳入失信被执行人，连续两年大额亏损，期末净资产为负

资料来源：wind，民生证券研究院

5 小结

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，与 2020 年以前年份半年期水平基本一致，总体体现了评级趋严的态势。

1、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。

2、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。

3、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。

4、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需有可为之处，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。

6 风险提示

1、城投口径偏差。本文所采用的城投口径系非传统产业类的广义城投口径，较传统意义上的城投，口径更为广泛。

2、政策不确定性。宏观图景复杂，城投政策总体有保有压，但边际调整仍存在不确定性。

3、宏观经济、地方政府债务压力、区域及平台评价的主观性。债务风险与经济发展紧密相关，宏观经济下行或导致各地市偿债压力超预期抬升。

插图目录

图 1: 历年主体评级上调企业情况 (家, %)	3
图 2: 历年主体评级展望调升企业情况 (家, %)	3
图 3: 历年主体评级下调企业情况 (家, %)	4
图 4: 历年主体评级展望调降企业情况 (家, %)	4
图 5: 历年各评级机构上调评级数量 (家)	4
图 6: 历年各评级机构下调评级数量 (家)	4
图 7: 历年主体评级调高城投情况 (家)	5
图 8: 主体评级调高城投行政层级分布 (家)	5
图 9: 历年主体评级调高城投省份分布情况 (家)	6
图 10: 2022 年初至今城投主体评级上调迁移矩阵 (家)	6
图 11: 历年不同评级公司给予城投外部评级调升分布 (家)	6
图 12: 2022 年不同评级公司给予外评上调的分布情况 (家)	6
图 13: 2022 年评级上调城投主体	7
图 14: 历年主体评级调低城投主体情况 (家)	7
图 15: 历年主体评级调低城投行政层级分布 (家)	7
图 16: 历年主体评级调低城投省份分布情况 (家)	8
图 17: 2022 年初至今城投主体评级下调迁移矩阵 (家)	8
图 18: 历年不同评级公司给予城投外部评级下调分布 (家)	8
图 19: 2022 年不同评级公司给予外评下调的分布情况 (家)	8
图 20: 2022 年评级下调城投主体	9
图 21: 2022 年初至今城投隐含评级上调迁移矩阵 (家)	9
图 22: 2022 年来由 AA- 提升至 AA(2) 城投平台省份分布 (家)	10
图 23: 2022 年来由 AA- 提升至 AA(2) 城投平台行政层级分布 (家)	10
图 24: 2022 年初至今城投隐含评级下调迁移矩阵 (家)	10
图 25: 2022 年来由 AA 下调至 AA(2) 城投平台省份分布 (家)	11
图 26: 2022 年来由 AA- 下调至 A+ 城投平台省份分布 (家)	11
图 27: 2022 年来由 AA 下调至 AA(2) 城投平台行政层级分布 (家)	11
图 28: 2022 年来由 AA- 下调至 A+ 城投平台行政层级分布 (家)	11
图 29: 2022 年以来隐含评级与外部主体评级同步调整情况 (家)	12
图 30: 2022 年初至今产业债主体评级迁移矩阵	13
图 31: 2022 年以来产业债主体评级上调情况	13
图 32: 产业债主体评级下调行业分布情况 (家)	14
图 33: 2022 上半年产业债主体评级下调企业性质分布 (家, %)	14
图 34: 2022 上半年产业债主体评级下调的省份分布情况 (家)	14
图 35: 2022 年初至今金融债主体评级迁移矩阵	16
图 36: 2022 年以来金融债主体评级上调情况	16
图 37: 2022 年以来金融债主体评级下调情况	17

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026