

特别评论

2016年9月1日

中诚信国际 债券市场研究

级别下调次数与占比提升，过剩行业信用风险加速释放

——2016年1-7月信用评级调整报告

目录

概述	1
主体评级调整情况	2
债项信用等级调整分析	8
资产证券化级别调整分析	11
结论	12

联络人

作者

研究咨询部 宏观债券组

袁海霞 010-5760-2089

hxyuan@ccxi.com.cn

余璐 010-5760-2291

lyu@ccxi.com.cn

谭畅 010-5760-2109

chtan@ccxi.com.cn

杨小静 010-5760-2032

xjyang@ccxi.com.cn

刘心荷 010-5760-2031

xhliu@ccxi.com.cn

崔子晓 010-5760-2263

zxcui@ccxi.com.cn

其他联络人

中诚信国际董事总经理

张英杰 010-5760-2061

yjzhang@ccxi.com.cn

- 在信用风险水平日益加深的背景下，2016年前7月主体级别下调次数已经超过2015年全年水平。
- 从级别调整的行业分布可以看出，在债券市场整体信用水平继续恶化的同时，不同类企业信用风险分化的趋势也愈加明显。从大的部类来看，平台类企业与产能过剩行业企业信用风险呈两级分化趋势。前7月仍没有金融机构发生级别下调。不过，随着不良贷款率的持续上升，部分风控能力较弱的银行等金融机构的潜在信用风险也值得关注。
- 从区域上看，往年相比，今年煤炭、钢铁等能源大省内企业发生评级下调的次数明显增多，与整体去产能背景下过剩行业风险加深与释放相一致。
- 从企业性质上看，国有企业级别上调与下调次数均超过非国有企业。不过从占比上看，非国有企业下调次数在总调整次数中的占比仍高于国有企业，信用风险水平并不低于国有企业。
- 上调与下调原因与前两年基本一致，除了自身经营能力与行业前景及政府支持外，还需关注影响国有企业信用风险的三个因素：（1）股权变更导致企业脱离“国有”属性而带来的负面影响；（2）清产核资导致企业净资产减少降低企业偿债能力；以及（3）国有企业改革带来的不确定性影响。
- 1-7月资产证券化产品共发生76次级别调整，调整方向均为上调，发生级别变化的证券化产品均处于B档，级别上调的原因主要是因为优先档获得部分或全部偿还。考虑到国内债务风险水平较高，无论是从不断攀升的不良资产贷款率，还是从日益增多的违约事件来看，基础资产信用水平呈现出恶化趋势，这可能会导致未来资产证券化产品信用风险上升。

引言

根据监管要求，债券市场绝大部分发行人及相关债券的2016年跟踪评级报告已经于7月底之前发布。跟踪评级的结果，从级别调整方向上可以分为上调、下调和维持原有级别，分别表示未来1-2年内，受评对象的信用水平将较此前提升、下降或不变。评级展望和评级观察也是信用评级的组成部分，并表明信用评级可能变化的方向。按中诚信国际的定义，评级展望是基于当前的评级假设对评级对象未来信用品质发展趋势及变动概率的预估，但并不表示一定会对受评对象信用等级进行相应的调整，其中，展望正面、稳定与负面分别表示受评对象的信用等级在未来大约12~18个月内有较大的概率被调升、被维持或被调降。还有少数受评对象展望为待决，表示受评对象的信用等级在未来大约12~18个月内的变动概率及趋势有待进一步观察确定。评级观察表明未来6个月内评级很可能发生变化。评级观察通常有事件推动，其同样在相对较短的时间内完成。使得评级观察的事件可能是被预期或已经发生的，但是在这两种情形下，评级变动方向仍然未被最后决定。评级观察期通常用于搜集信息以更深度分析。引起评级观察的事件既有消极又有积极的，从国内实践来看，被列入信用评级观察的受评对象大部分发生了相对负面的信息，但也有受评对象发生了正面事件而被列入信用评级观察名单。

本文中，我们分别从主体和债项两个层面对跟踪评级信息进行了分析。主体跟踪评级情况主要从级别调整概况、所涉及的行业、地区及企业性质分布等四个维度分析，并对展望负面及列入观察名单的主体进行了梳理；债项级别下调主要从级别和券种等两个维度分析；同时我们还分析了资产证券化产品的级别调整情况。通过与前两年的情况进行适当对比，并结合前7月已经发生的信用及违约事件，我们进一步总结出2016年以来债券市场信用风险变化的几个特点。我们认为通过级别调整的次數能够更准确地反应债券市场风险的变化情况，因而在本文中主体和债项级别变动的统计和分析时均采用调整的次數作为单位。

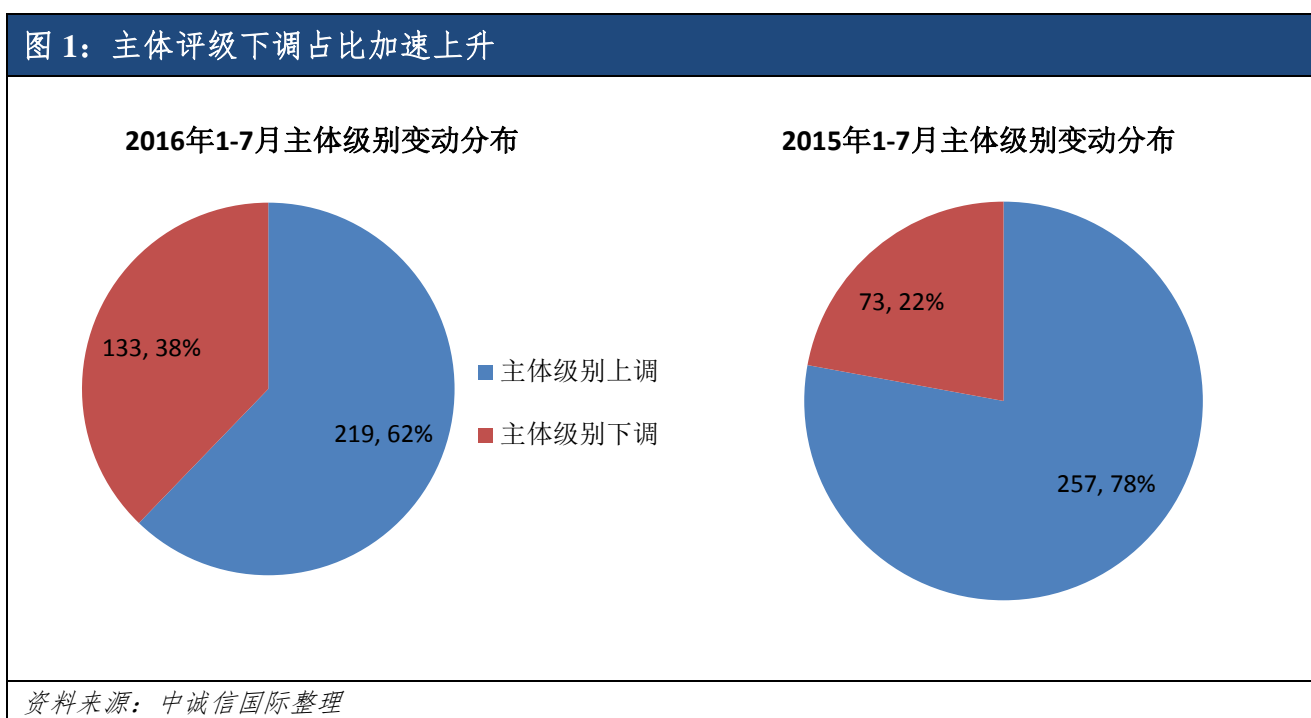
I. 1-7月主体评级调整情况

- i. **2016年1-7月违约事件频繁发生，级别下调次数已经超过去年全年水平，关注连续降级企业的存续债信用风险。**

2016年宏观经济仍处于筑底阶段，信用环境较去年进一步恶化。而随着去年底中央明确供给侧结构性改革的大方向，从中央到地方出台了一系列配套政策，“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”成为经济发展重中之重。在这样的背景下，债券市场信用风险继续发酵并在局部加速释放。年初以来债券市场违约事件频发，相应地，负面评级行动次数也较前几年明显增多。截止7月底，2016年已经公告挂网的评级报告中，主体级别下调次数达到133次，已经超过2015年全年级别下调次数，

与去年同期相比，增幅超过80%。与此同时，主体级别上调次数却较去年同期有所回落，前7月主体级别上调219次，较去年同期减少38次，降幅为14%。尽管主体级别上调次数仍远远超过级别下调次数，但主体级别下调次数占比加速上升，已经达到38%，较去年同期上升16个百分点。考虑到去产能的过程不会一蹴而就，经济短期难以出现明显改善，不排除未来一两年级别下调的次数和占比会更多，甚至超过主体级别上调次数。而从最新展望来看，截止7月底，发生级别或展望变动的主体中，有约120家企业展望负面，另有约50家企业被列入信用评级观察名单。考虑到在前7月133次的评级下调行动中，有92次前次展望为负面，或主体被列入信用评级观察名单，占比接近70%。展望负面或被列入信用评级观察名单的企业，在未来可能会有较大概率遭遇级别下调。

图 1：主体评级下调占比加速上升



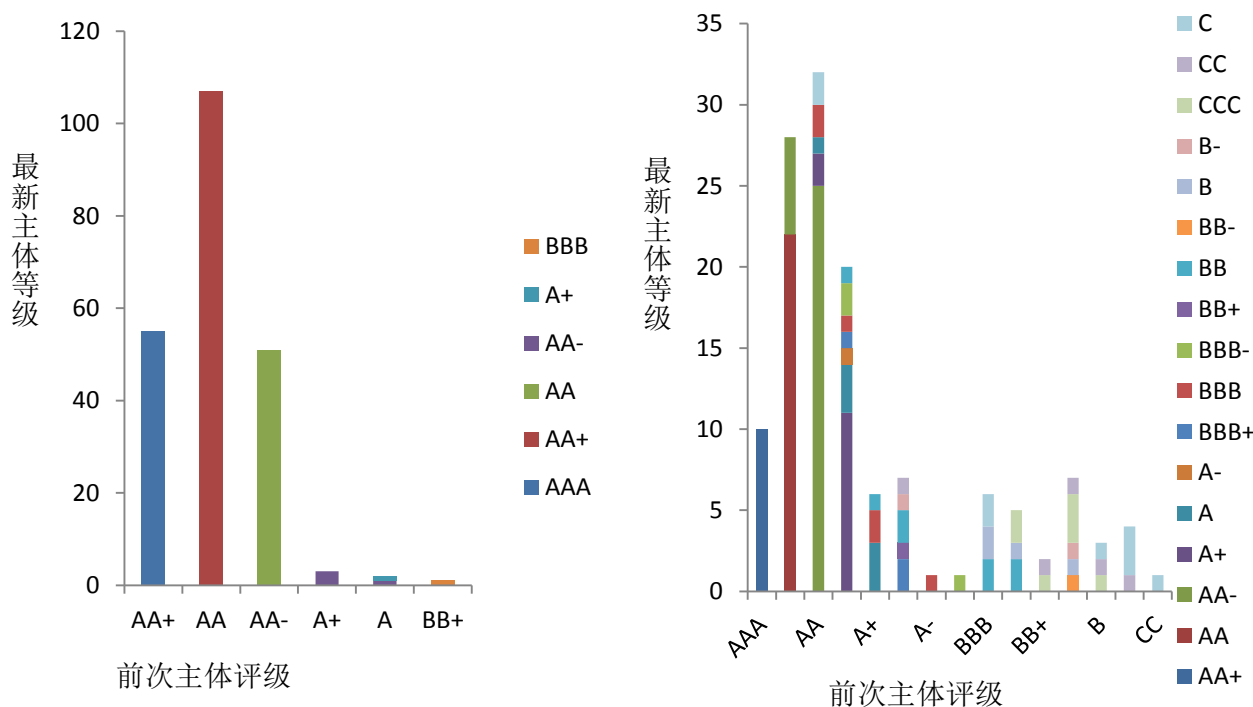
从评级调整所涉及的主体家数来看，前7个月219次主体级别上调行动涉及214家发行人，其中有5家发行人分别被两家评级机构上调一次主体等级，没有连续上调主体等级的现象发生。主体评级下调涉及106家企业，其中有15家企业在前7月发生了两次及以上的级别下调行动，包括了2家被两个评级机构同时降级2次及以上主体，另有4家企业分别被两家评级机构各下调一次主体等级。连续降级的15家企业，10家已经违约，1家到期兑付，另外4家债券尚未到期，需要关注这些债券的兑付风险。对比2015年、2014年主体级别下调的企业，可以发现，在2016年前7月遭遇级别下调的106家企业，有18家在2015年已经发生过级别下调，其中有5家在前7月已经违约，另有7家企业虽然在2015年级别未发生变化，但在2014年发生过级别调降行动。这些在近几年持续发生负面评级行动的企业存续债违约风险或逐步抬升。

ii. AA、AA+级主体调整次数最多，中高等级跨级下调现象增多，信用风险由低等

级向中高等级蔓延。

从评级调整的级别分布来看，级别上调的主体在调整前信用等级基本处在AA-到AA+这三个等级上，调整前级别为AA-以下的主体在前7月仅发生过6次级别上调行动——调整前级别为A+、A和BB+各发生3次、2次和1次评级上调行动。上调评级行动基本为上调到相邻级别，但也有两次级别上调行动跨了两个子级：由A上调为AA-以及由BB+上调为BBB。级别下调的主体在调整前信用等级分布范围较广，除了最低等级C之外，各个等级均有主体遭遇评级下调行动，但这些主体的级别仍集中在AA-及以上，在全部下调行动中的占比约三分之二。值得注意的是，此前级别较为稳定的AAA等级发行人也在前7月发生了10次评级下调行动。而调整前等级为AA+的发行人发生了多达28次级别下调行动，仅次于AA等级发行人评级下调次数32次。调整前等级为AA-等级的发行人发生了20次评级下调行动。另外三分之一的评级下调行动所针对的主体，在调级前的级别处于A+及以下等级，各等级发生下调行动次数从1次到7次不等。跨级下调现象依然较为明显。除AAA和CC等级外，各等级均发生过至少一次的跨级下调行动。相比之下，AA-以下等级更容易发生跨级下调行动。但AA-及以上等级发生跨级下调的行动次数较去年同期明显增多，在全部跨级下调行动的次数占比也有所上升。

图 2：AA 及 AA+ 级别调整最多，级别下调多有跨级调整（单位：次数）



资料来源：中诚信国际整理

- iii. 级别调整行业分化：产能过剩行业下调最多，城投企业上调最多。金融机构仍未发生下调行动，但随着不良贷款率的持续上升，需关注部分风控较弱的金融

机构潜在信用风险

从行业上看，与前两年类似，城投企业仍是主要的评级上调对象。一方面，城投企业作为政府性质的特殊经营主体，在其历史使命并未完全终结以前，地方政府与城投企业之间存在的利益关系难以立即斩断，在一段时间内地方政府仍将给以必要的信用支持。在这种情况下，地方财政实力及其对辖区内城投企业的支持力度仍将对平台企业偿还能力产生重大影响。随着辖区财政实力的增加以及政府对企业注资或采取了将平台企业债务列入财政预算等支持措施，前7月平台类企业发生了89次级别上调，数量远远高于其他类型企业。除此之外，包括银行、证券、担保公司以及租赁公司、金融控股集团等金融行业也是级别上调比较密集的行业。产业类企业中，房地产、建筑这两个行业企业级别上调次数相对靠前。其他级别上调的企业行业分布范围较广，甚至包括煤炭、有色、装备等过剩行业也有企业发生级别上调。

从主体级别下调的行业分布来看，在去产能的大背景下，钢铁、煤炭、有色、装备制造等产能过剩行业仍是级别下调的重灾区，其中煤炭企业遭遇级别下调行动排名最靠前，前7个月共发生37次主体级别下调行动，涉及29家煤炭企业，其中有两家煤炭企业已经违约，这两家企业在前7月发生了累计6次的评级下调行动。除此之外，违约较为集中的装备制造业、钢铁行业遭遇级别下调行动次数也均在10次以上，前7月分别发生17次和12次级别下调行动。周期性行业中，农业相关行业，包括农林牧渔、食品加工以及农药化肥生产销售等行业发生评级下调次数最多。除此之外，竞争较为激烈的电子产品制造、家电、零售批发等行业也均遭遇过评级下调。值得关注的是，截止7月底，有6家城投企业发生了主体级别下调行动。评级变动的原因多是由于所属辖区的财政、经济指标出现恶化，而公司本身业务也出现亏损，其中有一家城投公司还面临贷款逾期问题。

从级别调整的行业分布可以看出，在债券市场整体信用水平继续恶化的同时，不同类企业信用风险分化的趋势也愈加明显。从大的部类来看，平台类企业与产能过剩行业企业信用风险呈两级分化趋势。从同类型企业的信用水平来看，平台类企业信用等级虽然以上调为主，但也有部分企业发生主体级别下调，而产能过剩行业企业虽然有较大比例遭遇了级别下调，却也有发生级别上调的企业。前7月仍没有金融机构发生级别下调。不过，随着不良贷款率的持续上升，部分风控能力较弱的银行等金融机构的潜在信用风险也值得关注。

iv. 山东、山西、辽宁省主体级别下调次数最多，浙江、北京、江苏、四川主体级别下调次数靠前；山西、河南、内蒙古三省连续两年主体级别下调次数超过上调次数，区域风险值得关注

从主体级别下调次数的地域分布来看，山东、山西、辽宁三省发生主体级别下调次数在10次以上（含10次），分别为14次、12次和10次，高于其他地区。浙江、北

京、江苏、四川这几个发债大省企业级别下调次数也不少，前者发生9次主体级别下调行动，后三者各发生8次主体评级下调。除此之外，福建、河南、广东、河北、湖南、内蒙古、云南等省发生主体评级下调的次数也均在5次及以上。与往年相比，今年煤炭、钢铁等能源大省内企业发生评级下调的次数明显增多，与整体去产能背景下过剩行业风险加深与释放相一致。

发生主体评级上调的地区仍以江苏、广东、山东、浙江四省最多，上调次数依次为31次、25次、17次和16次。除此之外，四川、北京、上海、福建和湖南省市内企业主体级别上调的次数也不低于10次。

从上调与下调的相对占比来看，山西、辽宁这两个下调次数排名靠前的省份，其下调次数在总调整次数中的占比也非常高，分别达到92%和77%。河北、河南、内蒙古、云南、新疆、青海和甘肃省虽然调整次数的总数不是十分靠前，但下调次数均超过上调次数，其中青海省3次主体评级调整的方向均为下调。山西、河南、内蒙古三省在去年主体级别下调次数就已经超过上调次数，今年下调次数占比进一步抬升，这些地区的区域风险值得关注。

图 3：各地区主体评级变动分布（单位：次数）

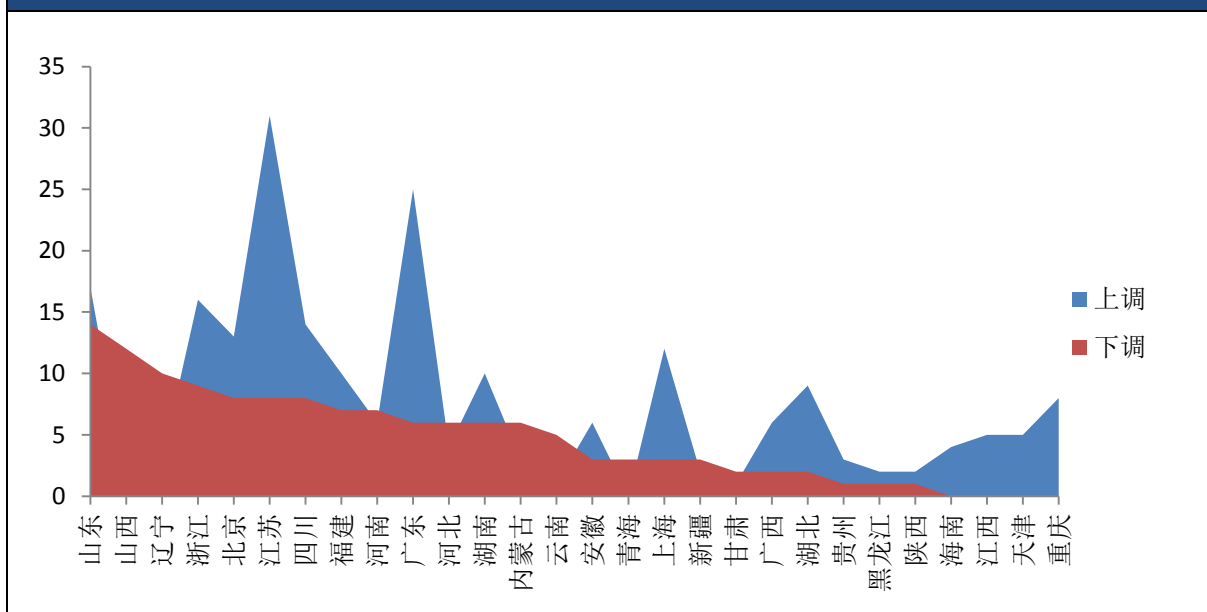
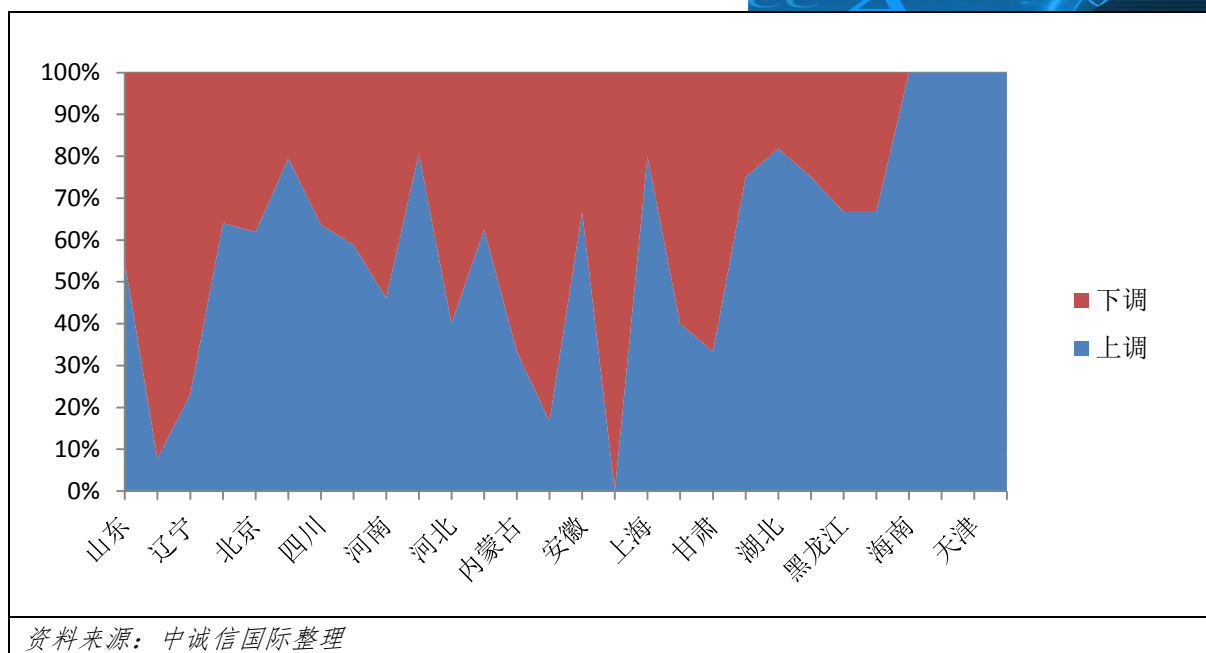


图 4：各地区上调和下调比例



v. 国有企业级别上调与下调次数均超过非国有企业，但从各主体自身下调次数占总调整次数的比例来看，非国有企业下调次数占比仍超过国有企业

从企业性质来看，在今年前7个月发生的133次主体评级下调事件中有84次涉及的主体具有国企背景，占比超过60%。这其中还包括6次城投企业主体级别下调行动。2014年我们就曾指出，国有企业大多集中在资本密集型和资源垄断型行业中，近年来由于需求不足、产能过剩和经济结构转型带来的经营压力让部分重资本的国有企业债务负担持续增加，杠杆率有增无减，已经积累了较高的债务风险，其中煤炭、钢铁、重型机械等行业更是重灾区。未来随着供给侧改革以及国有企业改革的逐步落实与推进，预计还将有更多信用水平弱化的国有企业发生评级下调行动。非国有企业在前7月遭遇评级下调行动49次，涉及32家发行人。其中7家发行人的债项已经发生实质违约，另有8家主体所发行债券已经到期兑付。剩下的17家发行人仍有存续期债券未到期，其中有8家企业年内有存续期债券到期，需关注这些债券的到期兑付情况。上调评级行动中，前7月包括银行、证券公司、租赁公司、担保公司等金融机构共发生37次级别上调，以农商行、城商行级别上调次数最多。非金融企业中，包括城投在内的国有企业仍是上调主力，发生127次级别上调行动，非国有企业则发生了56次评级上调行动。发生评级上调的国有企业大多为城投公司，而级别上调的非国有企业行业分布则较为广泛。

近几年国内债券市场信用风险不断加深，金融机构的信用风险偏好明显下降，民营企业进入债券市场融资变得更加困难，再加上在经济增速持续走低背景下，部分民营企业主动去杠杆，导致债券市场中存续的民营企业债券有所减少，这可能是民营企业主体评级下调次数不及国有企业的一方面原因。实际上，从各主体自身下调次数在全部调整次数占比来看，非国有企业下调占比仍比国有企业下调占比要高。

另一方面，非国有企业本身就很难获得较高等级，在经历降级行动后，非国有企业等级在AA-及以上的仅为6次，而在BBB+及以下的多达34次，占比将近70%。由此来看，非国有企业的信用风险水平并不比国有企业低。

vi. 级别调整原因与前两年基本一致，关注国有企业清产核资及国企改革对企业信用风险的影响

从主体级别下调的原因来看，宏观经济基本面持续弱化、行业景气度下行导致企业经营恶化、短期流动性压力大、偿债能力下降是企业主体等级遭遇下调的最普遍因素。公司治理问题也是部分企业偿债能力弱化、级别下调的一个重要因素，并已经造成部分企业发生违约。此前公司治理问题多发生在民营企业中，而今年以来，也有一些国有企业因为公司治理问题而导致信用水平发生变化。这其中比较典型的案例即是中城建实际控制人变更事件，4月下旬，中城建发布实际控制人变更公告，由“央企控股”变身为“民企”，这对公司融资产生了不利影响，直接导致评级机构将其主体评级由AA+下调至AA-，同时引发其在香港子公司点心债的违约。而绿地控股通过提前解除股权托管协议，划清与云峰集团的关系，更是直接导致云峰私募债的违约，同时该事件对绿地控股在资本市场的声誉也产生了部分影响，其主体信用等级被评级机构由AAA下调至AA+。除此之外，前7月有两家企业因为清产核资导致净资产规模大幅缩减，甚至出现资不抵债情况而发生级别下调。

评级上调方面，城投企业上调主要得益于所属辖区财政实力的增加以及政府对企业注资或采取了将平台企业债务列入财政预算等支持措施。金融机构级别上调主要是因为业务增长、资本实力增强。上市公司或控股上市公司的企业有较大一部分是因为完成定增，资本实力增强、财务结构改善而发生级别上调。非上市类企业则多得益于股东支持，还有一部分企业通过改善经营或将产业链衍生增强本身的竞争实力。前7月还有个别产能过剩企业或是因为融资渠道拓宽、资本实力增强、财务结构改善，或是因为业务范围拓宽，增强了自身的经营实力而发生级别上调。综合来看，在行业整体不景气的情况下，保证融资渠道通畅，避免发生资金链断裂以及本身在行业中处于优势地位的企业抗风险能力更高，较强的资本实力也更有利于企业为业务转型提供条件。

除此之外，前7月有两家企业获益于国企改革，发生级别或展望上调，而另有两家企业则因为国企改革带来的不确定性，级别遭遇下调。目前包括城投公司在内的国有企业改革已经逐步开展，未来随着国企改革的深入，国企改革可能会成为影响企业信用水平变化的一个重要因素。

II. 1-7月债项等级调整情况

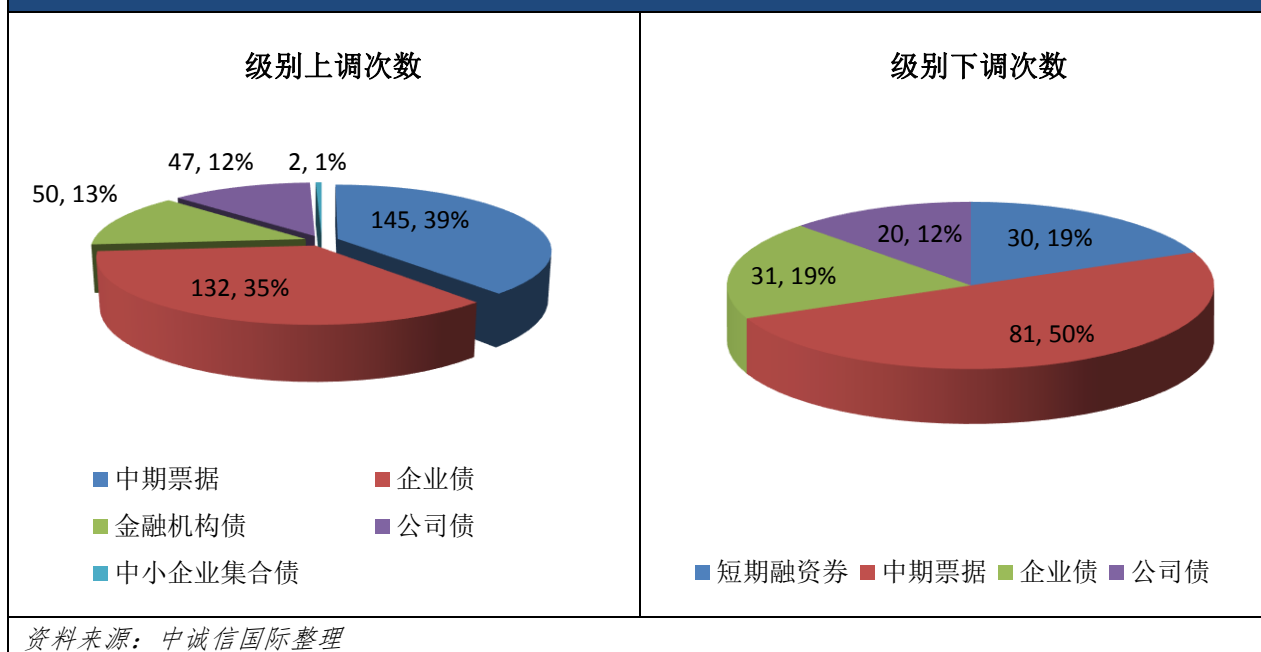
债券级别下调162次，涉及债券134只，中期票据下调次数最多，短期融资券发生

降级的次数与占比提升幅度最大。

1-7月债券信用等级被下调162次，已经超过去年全年债项级别下调的次数。其中有15只债券在前7月连续降级2次、5只债券连续降级3次、1只债券连续降级4次，共涉及134只债券。发生连续降级的这21只债券，10只债券已经发生违约，1只债券到期兑付，剩下的10只尚未到期，其中6只所涉及的发行人已经有过违约的行为。分券种来看，遭遇降级的券种包括短期融资券、中期票据、企业债和公司债。其中中期票据遭遇降级的次数最多，前7月共发生81次级别下调行动，远远超过其他三个券种的级别下调次数。短期融资券发生降级的次数与占比提升幅度最大，前7月，短期融资券共发生28次评级下调行动，涉及14只债券。这与今年以来短期融资券违约明显增多有关。发生降级的14只短券，只有2只如期兑付，剩下的12只中10只已经违约，2只尚未到期，但因为所涉及的主体已经发生过违约，债项等级已经降至C，后续能否如期兑付仍存在较大不确定性。公司债和企业债虽然降级次数较去年同期均有所上涨，但在总降级次数中的占比有不同程度的下降。其中公司债发生降级20次，占比12%，企业债发生降级33次，占比21%。

在级别上调的债券中，中期票据和企业债级别调升次数最多，分别为145次和132次，公司债和金融机构发行的债券分别上调47次和50次。除此之外，有2只中小企业集合债级别上调。

图5： 级别调整债券类型（单位：次数）

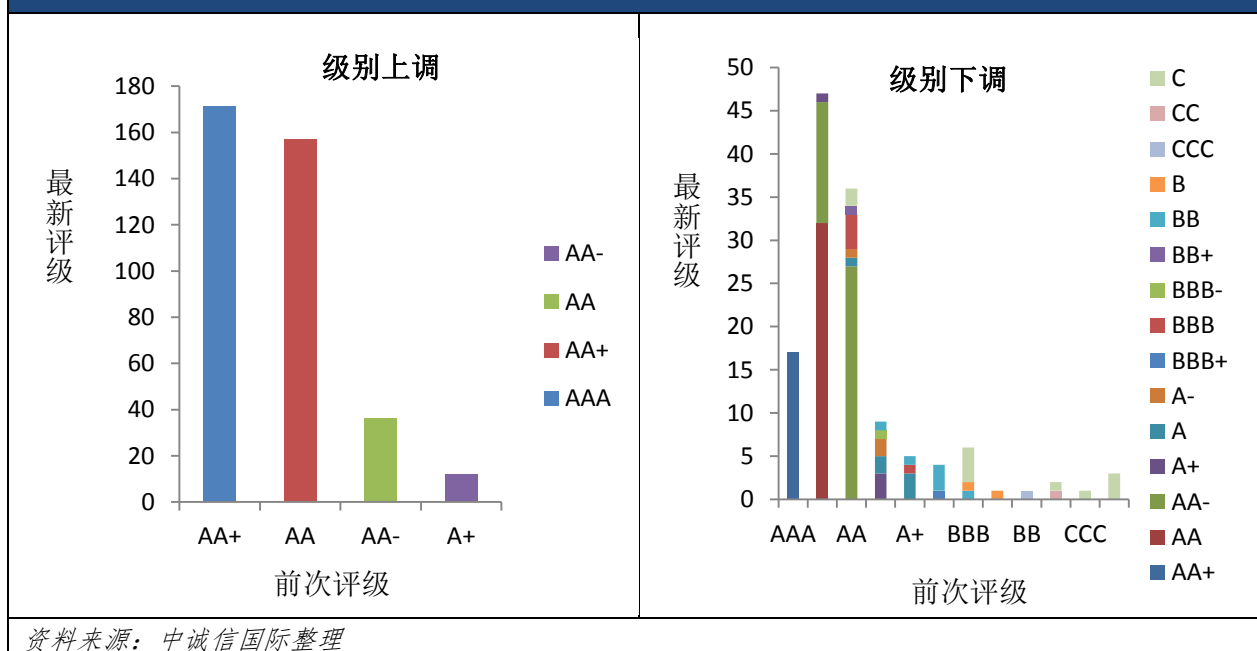


从债券级别调整的分布来看，短期融资券所遭遇的30次级别下调行动中，有19次为跨级下调，在下调总次数中的占比超过60%。其中有3次短期融资券的级别由最高等级A-1直接调至违约级D。短期债券偿还能力的恶化通常是企业受到突发事件的影响导致流动性出现问题，包括股东或实际控制人的突发变故，主营业务的突发情况

和金融市场剧烈波动等。因此，相比更长期债券，短期融资券更易发生跨级下调现象。

中长期债券品种中，不同于往年同期及主体级别调整分布，AA+级别的债券发生上调和下调的次数最多。另外，AAA等级债券前7月也发生了17次评级下调行动，比AA-等级债券下调次数（9次）还多。可以看出，今年以来债项级别调整，无论是级别上调还是下调均更偏向于中高等级，这一方面反映了信用风险由中低等级债券向更高等级传导，另一方面也可以看出不同企业之间的信用分化趋势愈加明显。由于债券的级别除了和发行主体相关还与债券自身的增信措施等相关，因而并没有与主体级别的变动完全一致。前7月中长期债券发生级别调整共计508次，其中有88次债项级别变动与主体级别变动不一致。具体来看，有10次债项级别下调而主体级别未发生变化的情况，这些债券级别下调主要是因为担保方信用恶化导致对债券的保证程度不及从前，还有1只债券因发行人将原来用于土地抵押担保的土地进行释放，而新增的抵押土地并未签订土地使用权抵押协议，对债券不具有增信作用，导致债券级别下调。另外有77次债项级别上调，而主体级别未发生变化，导致这些债券级别上调主要是因为债券担保方信用等级获得上升，或新增加了担保，使得债券偿还可能性较之前提升。还有1次债项级别上调，而主体级别反而下降。这主要是因为投资者在发现发行人债务偿还能力恶化后，通过债券持有人会议要求发行人追增担保，使得债项信用水平较原来有所提升。

图 6：债项级别变化情况（单位：次数）



在级别下调的债券中，产业债占绝大多数，但也有6只城投债各发生了1次降级。在降级的20只公司债中，12只债券级别均已降到AA级以下，根据中证登新修订的《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引》，已经不能作为质押券。信

用风险的日益显现不仅引起了投资者的注意更让参与市场的各类机构都做出了反应，未来低评级债券在信用风险上升的同时也将面临更大的流动性风险。

III.1-7 月资产证券化等级调整情况

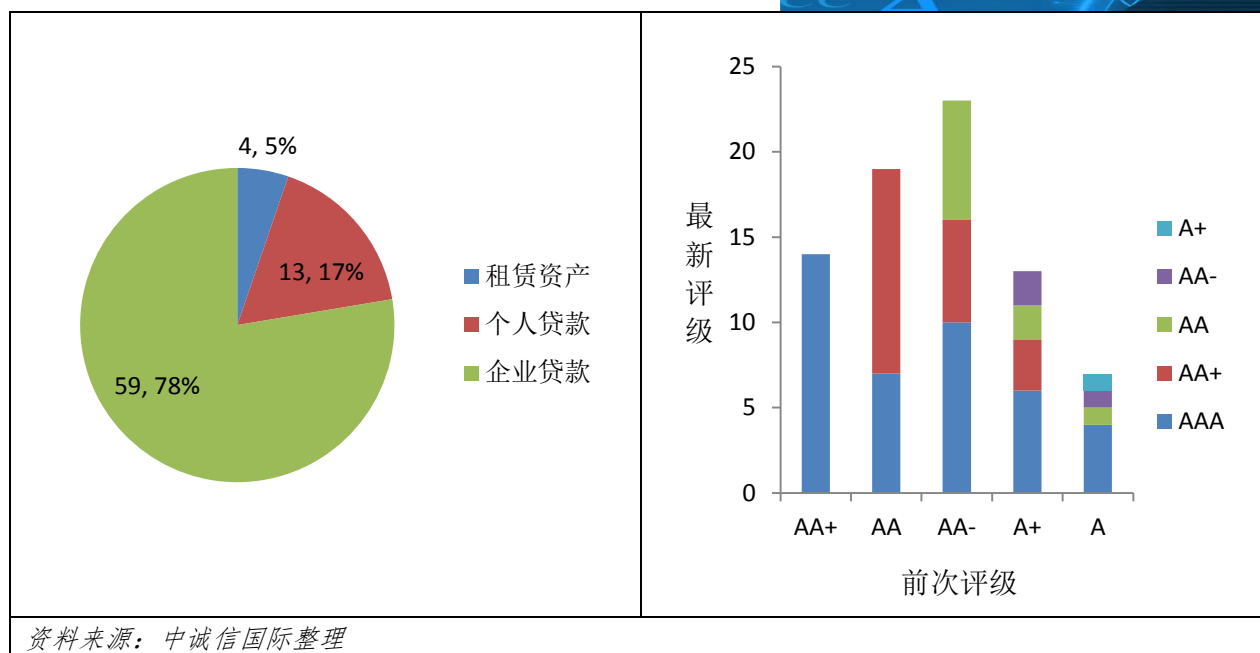
1-7月资产证券化产品共发生76次级别调整，调整方向均为上调，发生级别变化的证券化产品均处于B档，级别上调的原因主要是因为优先档获得部分或全部偿还，因而B档资产支持证券的风险程度和信用发生改善。

1-7月资产证券化产品共发生76次级别调整，调整方向均为上调，涉及65单资产证券化产品，其中有11单证券化产品同时被两家评级机构上调¹。从分层上看，发生级别变化的证券化产品均处于B档，级别上调的原因主要是因为优先档获得部分或全部偿还，因而B档资产支持证券的风险程度和信用发生改善。从基础资产类型上看，发生级别上调的资产证券化产品的基础资产以企业贷款为主，上调59次，占总调整次数的78%；基础资产为个人贷款的资产证券化产品级别上调13次，占总调整次数的17%；除此之外，以租赁资产为基础资产的证券化产品发生级别上调4次，占比5%。从调整前后的级别分布来看，调整前等级为AA-的债券发生级别上调的次数最多，为23次，其次为AA等级，级别上调19次。除此之外，调整前等级为AA+、A+和A的债券分别发生级别上调14次、13次和7次。与普通债券级别调整相比，证券化产品债项级别发生跨级上调的可能性更大。资产证券化产品大多采取分层以及超额利差等内部增信方式，一旦相对优先层部分或全部完成兑付，则次优层获得的由更低层提供的信用保证就会大幅提升，相应地，级别也可能会跨级上调。前7月，证券化产品中发生跨级上调的次数多达30次，在总调整次数中的占比将近40%，其中有4次证券化产品债项等级由A直接上调5个等级至AAA。

图 7：级别上调证券化产品的基础资产类型
(单位：次数)

图 8：资产证券化产品级别变动情况

¹目前我们统计的范围仅包括银行间市场产品，交易所证券化产品因为全部采取私募发行方式，评级信息难以获取



整体来看，国内资产证券化发展尚处于初期，大部分信贷资产证券化产品的基础资产信用质量良好，存续期内级别调整方向也均为上调，短期内这一风险水平相对较低。不过，考虑到国内债务风险水平较高，无论是从不断攀升的不良资产贷款率，还是从日益增多的违约事件来看，基础资产信用水平呈现出恶化趋势，这可能会导致未来资产证券化产品信用风险上升。实际上，8月份已经暴露出国内首单资产证券化产品违约，尽管违约的规模较小，对市场的实际影响有限，但也由此可见，基础资产信用水平的恶化已经开始向证券化产品传导。特别是上半年不良资产证券化已经重启发行，随着不良资产证券化产品的发展，对资产证券化产品的信用风险也要逐步重视。

IV.8 月债券市场等级变化概述

8月以来，债券市场发行主体又发生了35次评级变动行动，其中上调23次，下调12次，下调次数占比略低于前7月，为34%。本月没有发生主体连续降级或连续升级现象，但其中有3家企业在前7月已经发生过评级下调行动。三家企业中，一家本身已经违约，一家子公司的“点心债”发生违约，还有一家子公司国内债券违约，三者违约风险均较大。从行业分布来看，上调企业仍以城投为主，而下调企业则多涉及煤炭、钢铁、装备制造等产能过剩业务。值得注意的是，本月又有3家城投企业发生级别下调，且均位于辽宁省。未来仍需关注该省内行政级次较低、地区经济财政实力较弱的城投企业的信用风险。从债项等级变化来看，8月债项级别上调27次，下调18次，下调占比40%。从券种类型上看，本月有1只短期融资券级别下调，已经发生违约，除此之外，企业债和中期票据分别发生7次和10次下调；级别上调的债券中，企业债最多，发生14次级别上调，其次为中期票据，上调12次，另外有1只商业银行次级债级别上调。本月没有资产证券化产品的跟踪评级发布。总体而言，跨过跟踪期后，8月

债券市场级别调整次数不及6月、7月，但无论是调整次数总和及下调次数占比都远远超过2014年、2015年同期水平。债券市场的整体信用风险继续加深。

V. 结论

总结今年这一轮级别调整，随着信用风险的日益加深，一方面违约事件的发生越来越频繁，另一方面级别下调的次数与占比也较往年大幅提升。

从对下调主体和债券的分析中，我们看出以下几个特点：

1. 在信用风险水平日益加深的背景下，2016年前7月主体级别下调次数已经超过2015年全年水平。
2. AA、AA+级主体调整次数最多，此前级别较为稳定的AAA等级发行人也在前7月发生了10次评级下调行动。跨级下调现象依然较为明显。相比之下，AA-以下等级更容易发生跨级下调行动。但AA-及以上等级发生跨级下调的行动次数较去年同期明显增多。中高等级跨级下调现象增多，信用风险由低等级向中高等级蔓延。
3. 从级别调整的行业分布可以看出，在债券市场整体信用水平继续恶化的同时，不同类企业信用风险分化的趋势也愈加明显。从大的部类来看，平台类企业与产能过剩行业企业信用风险呈两级分化趋势。从同类型企业的信用水平来看，平台类企业信用等级虽然以上调为主，但也有部分企业发生主体级别下调，而产能过剩行业企业虽然有较大比例遭遇了级别下调，却也有发生级别上调的企业。前7月仍没有金融机构发生级别下调。不过，随着不良贷款率的持续上升，部分风控能力较弱的银行等金融机构的潜在信用风险也值得关注。
4. 从区域上看，山东、山西、辽宁省主体级别下调次数最多，浙江、北京、江苏、四川主体级别下调次数靠前。往年相比，今年煤炭、钢铁等能源大省内企业发生评级下调的次数明显增多，与整体去产能背景下过剩行业风险加深与释放相一致。
5. 从企业性质上看，国有企业级别上调与下调次数均超过非国有企业，民营企业去杠杆快于国有企业，导致债券市场中存续的民营企业债券有所减少，可能是造成这一现象的部分原因。不过从占比上看，非国有企业下调次数在总调整次数中的占比仍高于国有企业，信用风险水平并不低于国有企业。
6. 上调与下调原因与前两年基本一致，除了自身经营能力与行业前景及政府支持外，还需关注影响国有企业信用风险的三个因素：（1）股权变更导致企业脱离“国有”属性而带来的负面影响；（2）清产核资导致企业净资产

减少降低企业偿债能力；以及（3）国有企业改革带来的不确定性影响。

7. 从债项级别调整来看，由于今年以来短期融资券违约增多，因此，往年级别相对稳定的短期融资券在前7月也发生了30次级别下调。由于短期债券偿还能力的恶化通常是企业受到突发事件的影响导致流动性出现问题，包括股东或实际控制人的突发变故，主营业务的突发情况和金融市场剧烈波动等。因此，相比更长期债券，短期融资券更易发生跨级下调现象。
8. 1-7月资产证券化产品共发生76次级别调整，调整方向均为上调，发生级别变化的证券化产品均处于B档，级别上调的原因主要是因为优先档获得部分或全部偿还，因而B档资产支持证券的风险程度和信用发生改善。考虑到国内债务风险水平较高，无论是从不断攀升的不良资产贷款率，还是从日益增多的违约事件来看，基础资产信用水平呈现出恶化趋势，这可能会导致未来资产证券化产品信用风险上升。

从级别调整来看，2016年信用风险广度与深度双向扩张，基本符合我们去年年底的判断。这其中，产能过剩行业以及以产能过剩行业为支柱产业的地区级别下调较为频繁，而由于地方政府债务置换以及平台公司与地方政府间特殊利益关系短期难以完全切断，城投公司仍是主要的评级上调企业。然而，需要指出的是，目前由中国国新、诚通集团、中煤集团、神华集团出资组建的中央企业煤炭资产管理平台公司即国源煤炭资产管理有限公司已经成立运行，而银监会也已经下发《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务处置的若干意见》，称支持对资产负债率较高、在国民经济中占主要地位的钢铁煤炭骨干企业进行市场化债转股，而对于过剩行业作为支柱产业的省份而言，当地政府对部分重要性企业仍具有较强的支持意愿，由此来看，未来过剩行业企业的信用分化趋势或更加明显。同样地，城投企业虽然整体违约概率较小，但随着地方政府债务改革的逐步推进以及城投企业的转型，个别城投企业出现违约的可能性增大，而违约将会大概率的发生在地区经济落后、行政级次较低、无特别政治意义、平台地位功能边缘化、政府输血和自身造血功能严重不足、去政府化而丧失政府支持和市场化能力不足双重叠加的融资平台上。总体而言，未来债券市场的信用风险将进一步释放，同时随着各项改革政策的逐步落实，不同企业信用趋势将愈加分化。

附表：

附表 1：2016 年 8 月及累计级别变化（单位：次数）

评级机构		主体级别		债项级别		评级展望		列入信用评级观察名单
		上调	下调	上调	下调	正面	负面	
中诚信国际	8 月累计	8	2	11	3	0	1	3
	本年累计	54	22	91	29	1	22	21
联合资信	8 月累计	4	1	6	6	1	0	1
	本年累计	61	31	108	47	1	27	17
鹏元资信	8 月累计	6	2	6	4	0	4	1
	本年累计	36	23	42	24	4	23	16
大公国际	8 月累计	2	5	1	3	0	1	0
	本年累计	25	31	58	35	0	35	5
上海新世纪	8 月累计	1	2	2	2	0	3	0
	本年累计	28	27	58	31	3	27	9
东方金诚	8 月累计	2	0	1	0	0	1	0
	本年累计	10	0	12	1	0	2	2
中诚信证评	8 月累计	0	0	0	0	0	0	0
	本年累计	14	2	13	2	2	3	4
联合信用	8 月累计	0	0	0	0	1	0	0
	本年累计	14	9	21	11	2	7	8

资料来源：中诚信国际整理

附表 2：2016 年 1-7 月主体级别变化（单位：次数）

上次评级	跟踪评级																	
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B	B-	CCC	CC	C
AAA		10																
AA+	55		22	6														
AA		107		25	2	1			2									2
AA-			51		11	3	1	1	1	2		1						
A+				3		3			2			1						
A				1	1			2			1	2			1		1	
A-									1									
BBB+										1								
BBB												2		2				2
BBB-												2		1		2		
BB+								1								1	1	
BB													1	1	1	3	1	
B																1	1	1
CCC																	1	3
CC																		1

资料来源：中诚信国际整理

附表 3：2016 年 1-7 月中长期债券债项级别变化（单位：次数）

上次评级	跟踪评级															
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	B	CCC	CC	C
AAA		17														
AA+	171		32	14	1											
AA		157		27		1	1		4		1					2
AA-			36		3	2	2			1		1				
A+				12		3			1			1				
A								1				3				
BBB												1	1			4
BBB-													1			
BB														1		
B															1	1
CCC																1
CC																3

资料来源：中诚信国际整理

附表 4：2016 年 1-7 月短期融资券债项级别变化（单位：次数）

上次评级	跟踪评级				
	A-2	A-3	B	C	D
A-1	4	5	2		3
A-2		1		3	1
A-3			1	2	2
B				2	1
C					3

资料来源：中诚信国际整理

附表 5：2016 年 1-7 月资产证券化债项级别变化（单位：次数）

上次评级	跟踪评级				
	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AA+	14				
AA	7	12			
AA-	10	6	7		
A+	6	3	2	2	
A	4		1	1	1

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一支证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。