

# 2016 年三季度城投债发行情况和市场表现分析

上海新世纪资信评估投资服务有限公司 公共融资部

陆奕璇

2016 年三季度，城投债发行稳中有升，490 家企业共发行 671 支城投债，发行规模合计 6604.50 亿元，发行支数和规模分别较上一季度增长 18.55% 和 24.57%。从债券种类看，企业债发行规模继续位居各券种首位。发行期限以中长期为主，5 年期发行量最大。发债主体级别主要集中在 AA 级。从发行人所在区域看，江苏省发行规模继续领跑各省，2016 年前三季度累计发行规模超千亿元的省市还包括湖南、重庆、天津和浙江。

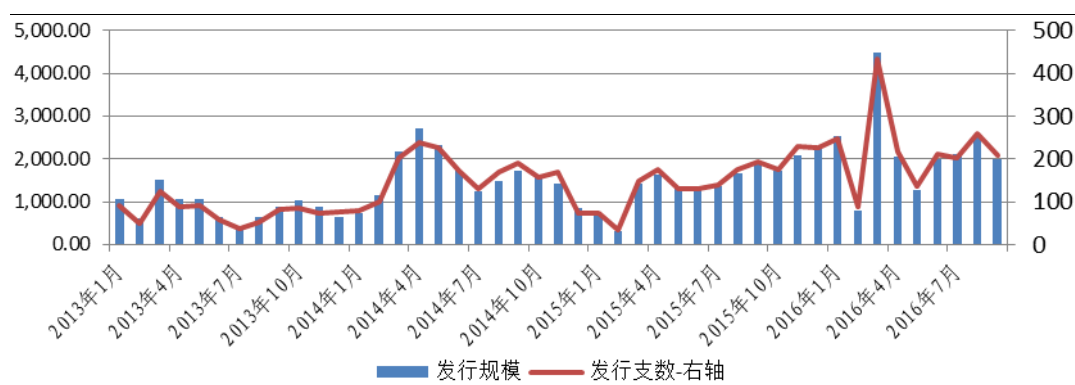
发行利差方面，发债主体信用等级越低，发行利差越向上扩散趋势越明显。三季度，AAA 级发行利差有所上浮，而 AA 级发行利差呈一定程度下行。发行利差在一定程度上反映了城投债发行定价受地方政府经济财政影响显著。三季度，辽宁、山西和河北三省的发行利差均值位列各省降序排名前三位。

级别调整方面，三季度评级机构对 33 家城投债发债主体评级进行上调，1 家评级展望上调；对 4 家主体评级下调，4 家评级展望下调。导致城投债主体信用等级（评级展望）下调的触发因素，主要为地方经济财力下滑、盈利水平大幅下降、债务压力加重和存在极大的或有风险等四大因素。

## 一、城投债发行支数及规模

2016 年三季度，共有 490 家企业发行城投债，发行支数合计 671 支，发行规模合计 6604.50 亿元，发行支数和规模分别较上季度增长 18.55% 和 24.57%。其中，在 3 月创下单月发行规模峰值后，二季度整体发行节奏放缓，三季度发行规模稳中有升。7-9 月单月发行数量分别为 203 支、259 支和 209 支，发行规模分别为 2105.10 亿元、2500.90 亿元和 1998.50 亿元。

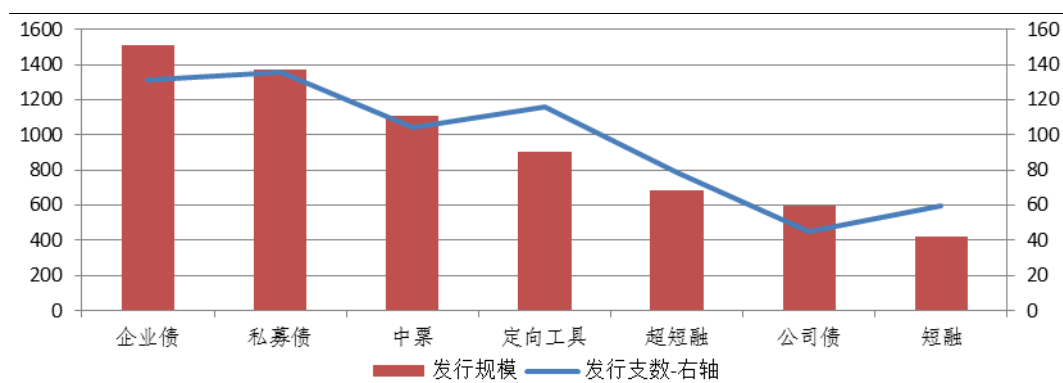
图表 1. 2013 年以来城投债发行时间分布 (单位: 亿元、支)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

从债券种类看, 2016 年三季度城投债发行量前三的券种分别为企业债、私募债和中票, 发行规模分别为 1511.60 亿元、1371.90 亿元和 1111.50 亿元。其中, 企业债发行规模继续位居各券种首位, 发行占比为 22.89%, 与上季度基本持平; 超短融发行规模较上季度减少 19.38%, 是三季度唯一发行规模较上季度环比下降的券种。

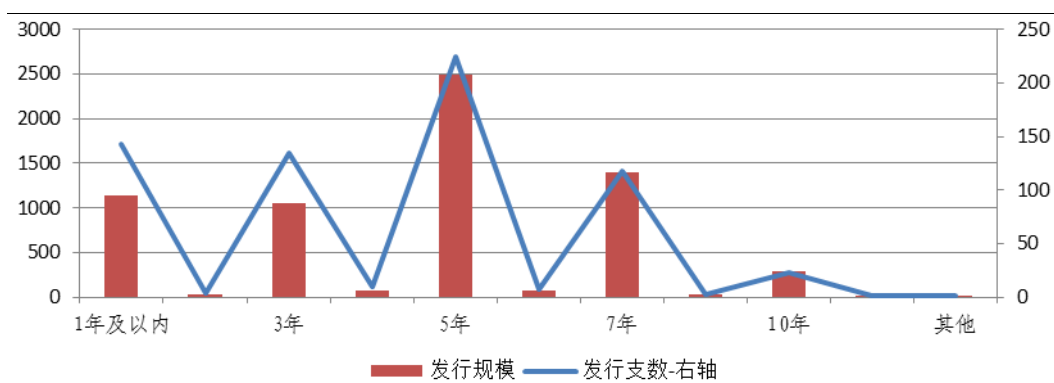
图表 2. 2016 年三季度城投债发行品种分布 (单位: 亿元、支)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

从发行期限看, 2016 年三季度城投债发行期限以中长期为主, 其中 5 年期发行量最大, 发行总额为 2497.70 亿元, 占总发行量的 37.82%; 其次为 7 年期、1 年及以内期限和 3 年期, 发行总额分别为 1394.20 亿元、1132.50 亿元和 1057.70 亿元; 其余各期限发行量较小。

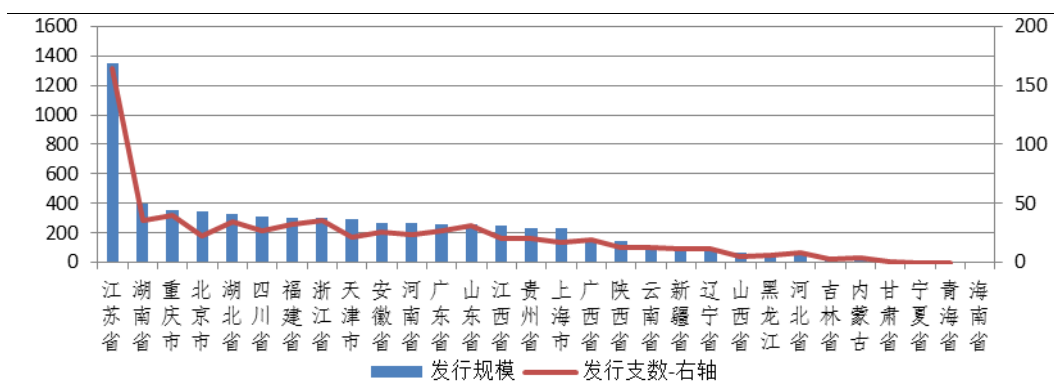
图表 3. 2016 年三季度城投债发行期限分布（单位：亿元、支）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从发行人所在区域看，2016 年三季度，除海南、西藏、宁夏、青海之外，其余 27 个省市均发行了城投债。三季度发行总额排名前三位的省市分别为江苏、湖南和重庆，发行规模分别为 1351.90 亿元、400.50 亿元和 350.50 亿元，江苏省发行规模继续领跑各省。结合上半年城投债发行情况，2016 年前三季度共有 5 个省市累计发行规模超千亿元。其中，江苏省累计发行规模 3785.40 亿元，占总发行金额 19.88%，位列各省市首位；湖南、重庆、天津和浙江分别以 1359.60 亿元、1201.00 亿元、1053.60 亿元和 1042.00 亿元发行规模分列第二至第五位。此外，四川、广东、北京、福建、山东和湖北累计发行规模均超 800 亿元。

图表 4. 2016 年三季度城投债发行人所属区域分布（单位：亿元、支）



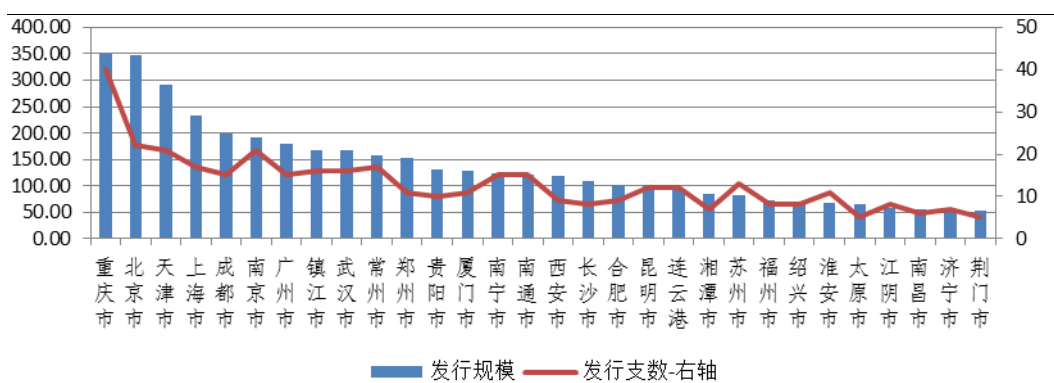
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从发行人所在地方政府层级看，2016 年三季度城投债发行人主要集中在省及省会（单列市），发行规模 3263.80 亿元，占总发行量的 49.42%；地级市、县及县级市的城投债发行规模分别为 2362.50 亿元和 978.20 亿元，分别占总发行量的 35.77%和 14.81%。

除直辖市外，三季度发行规模超 150 亿元的省及省会（单列市）包括成都、

南京、广州、武汉和郑州；发行规模超 100 亿元的地级市包括镇江、常州和南通。

图表 5. 2016 年三季度城投债发行城市分布（单位：亿元、支）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从主体信用级别分布看，2016 年三季度城投债发行主体信用等级分布在 AA- 级至 AAA 级 4 个信用等级。发行时主体级别主要集中在 AA 级，发行支数 347 支，占比 51.71%；发行规模 2868.80 亿元，占比 43.44%。

图表 6. 2016 年第三季度城投债主体信用等级分布

发行主体信用等级	债券发行支数		债券发行规模	
	支数 (支)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
AAA	112	16.69	1607.50	24.34
AA+	178	26.53	1820.90	27.57
AA	347	51.71	2868.80	43.44
AA-	28	4.17	253.30	3.84
未披露级别 <sup>1</sup>	6	0.89	54.00	0.82
<b>合计</b>	<b>671</b>	<b>100.00</b>	<b>6604.50</b>	<b>100.00</b>

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 二、城投债公开发行业利率和利差分析<sup>2</sup>

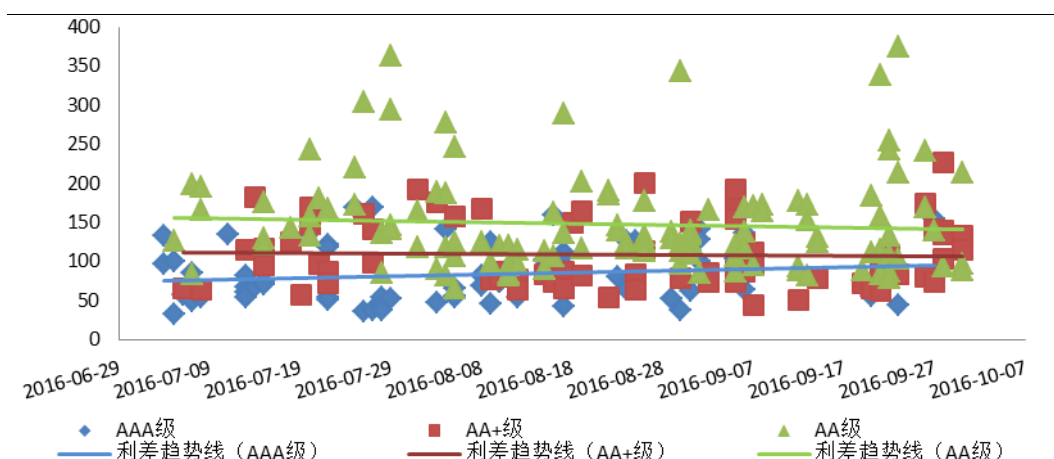
### 1. 主体信用等级与利差分析

2016 年三季度公开发行的城投债中，一年期短券、中票、公司债和企业债（剔除具有增信措施债券）共计 273 支。从发行利差看，AAA 级发行利差有所上浮，AA+ 级发行利差基本保持稳定，AA 级发行利差呈一定程度下行。

<sup>1</sup> 包括“16 邳新城项目 NPB”、“16 萍棚改项目 NPB”、“16 巴南棚改项目 NPB”、“16 株洲磐龙项目 NPB01”、“16 常棚改项目 NPB”和“16 泸扶贫项目 NPB01”6 期债券、6 家发债主体信用等级未公开披露。

<sup>2</sup> 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券（不含超短期融资券、1 年以内的短期融资券、项目收益债/票据）。

图表 7. 2016 年第三季度城投债发行利差分布



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

注：发行利差=债券发行利率-债券起息日同期限中债国债到期收益率，下同。

由于部分期限城投债发行支数较少，新世纪评级选取 2016 年三季度发行的期限为 1 年、5 年和 7 年的共 215 支城投债作为研究样本，以 1 年为短期债券代表，以 5 年和 7 年为中长期债券代表，分期限进行利差统计分析。

从图表 8 中可以看出：同期限下，信用等级与发行利差呈现负相关关系，即信用等级越高，利差均值越低；同信用等级下，AA 级和 AA+ 级短期债券利差均值显著低于中长期债券利差均值，AAA 级债券利差与发行期限的相关性较弱，即不同期限的利差均值差别相对较小。

图表 8. 2016 年三季度城投债各期限主体信用等级对应的发行利率和发行利差统计

期限	主体信用等级	样本数	发行利率 (%)			利差 (BP)		
			区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
1 年	AAA	12	2.74-2.92	2.92	0.17	54.26-99.36	71.80	14.92
	AA+	20	2.76-3.00	3.00	0.22	57.62-164.85	82.54	22.83
	AA	27	2.84-3.25	3.25	0.39	65.40-289.96	109.17	40.87
5 年	AAA	32	2.92-3.46	3.46	0.41	32.71-169.79	87.35	40.92
	AA+	34	3.09-3.81	3.81	0.43	51.18-199.65	124.61	41.44
	AA	31	3.36-4.04	4.04	0.51	82.90-343.37	146.86	49.98
7 年	AAA	9	3.18-3.44	3.44	0.19	43.50-100.42	68.74	17.75
	AA+	9	3.23-3.60	3.60	0.21	53.75-115.98	86.92	16.73
	AA	41	3.59-4.26	4.26	0.50	81.50-363.48	149.12	50.21

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

在 2016 年三季度公开发行的一年期短券、中票、公司债和企业债（剔除具有增信措施债券）共 273 支城投债中，发行利差降序排列前 10 名的债券如图表 9 所示。

图表 9. 2016 年三季度发行利差降序排列前 10 名城投债明细

债券简称	债务主体	发行时间	规模 (亿元)	期限 (年)	利率 (%)	利差 (BP)	主体信 用等级	展望	区域	评级机 构
16 锦小微债 01	锦州经济技术开发区发展 (集团)有限公司	2016/9/27	6.00	4	6.23	375.04	AA	稳定	辽宁省	鹏元
16 新路鑫债	新民市路鑫市政工程有限公 司	2016/8/1	9.00	7	6.41	363.48	AA	稳定	辽宁省	鹏元
16 曹妃投资 MTN001	唐山曹妃甸发展投资集团有 限公司	2016/8/29	10.00	5	6.00	343.37	AA	稳定	河北省	中诚信 国际
16 朝阳建投 小微债	朝阳市建设投资有限公司	2016/9/23	4.60	4	5.90	338.34	AA	稳定	辽宁省	联合资 信
16 铜小微债	铜陵大江投资控股有限公司	2016/7/28	7.00	4	5.60	304.42	AA	稳定	安徽省	新世纪
16 毕节开源 小微债	毕节市开源建设投资(集团) 有限公司	2016/8/2	8.00	4	5.48	293.98	AA	稳定	贵州省	联合资 信
16 赣建工 CP001	江西省建工集团有限责任公司	2016/8/15	2.80	1	5.00	289.96	AA	稳定	江西省	大公
16 南康小微 债	赣州市南康区城市建设发展 有限责任公司	2016/8/5	10.00	4	5.30	278.42	AA	稳定	江西省	鹏元
16 凯宏专项 债	黔东南州凯宏资产运营有限 责任公司	2016/9/26	14.00	10	5.30	255.44	AA	稳定	贵州省	东方金 诚
16 营经开债 01	营口经济技术开发区城市开 发建设投资有限公司	2016/8/5	15.00	7	5.20	246.04	AA	稳定	辽宁省	大公

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 2. 发行区域与利差分析

发行区域的利差均值受各省市城投债当期发行量、券种、期限、信用等级等多重因素影响，但发行利差仍在一定程度上反映了城投债发行定价受地方政府经济财政影响显著。在 2016 年三季度公开发行的一年期短券、中票、公司债和企业债（剔除具有增信措施债券）共 273 支城投债中，利差均值降序排名前五位的省市分别为辽宁、山西、河北、贵州和江西，利差均值分别为 253.33BP、192.67BP、189.69BP、177.07BP 和 151.96BP。其中，辽宁、山西、河北 2015 年经济增速低于全国水平，经济下行压力明显，财政增收乏力，辽宁和山西一般公共预算收入均为负增长；而贵州省政府债务率已超过 100% 的地方政府债务风险警戒线，居各省首位。（见附录一）

分期限看，中长期（5 年和 7 年）债券利差均值超过 150BP 的省市除辽宁、河北和山西外，还包括河南，而江西、新疆和广西在短期（1 年）债券利差均值降序中分列前三位。

### 三、城投债级别调整分析

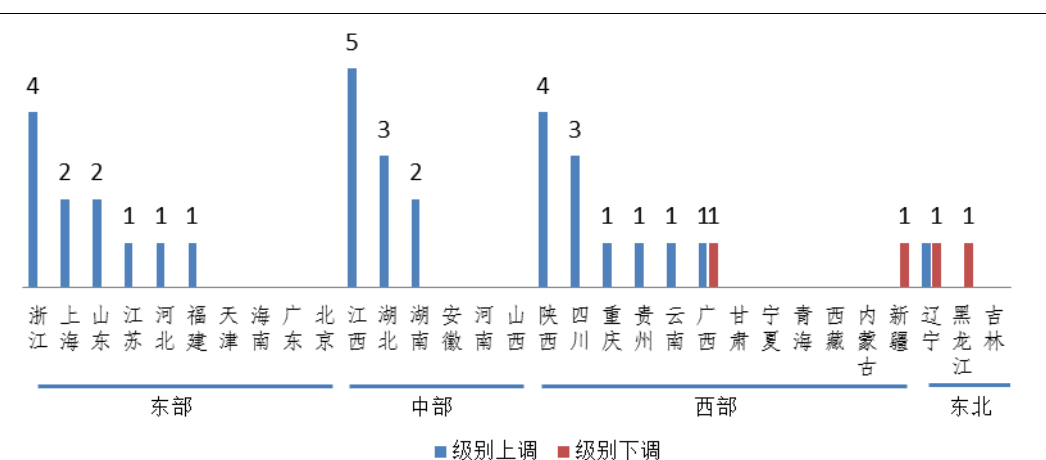
2016年三季度，评级机构对33家城投债发债主体评级进行上调，1家评级展望上调；对4主体评级进行下调，4家评级展望下调<sup>3</sup>。

#### 1. 评级上调分析

2016年三季度，鹏元对16家城投债发债主体评级进行上调，大公和中诚信国际分别上调6家和5家，联合资信、东方金诚和新世纪分别上调3家、2家和1家。从上调级别看，共计5家发债主体由AA+级上调至AAA级；10家发债主体由AA级上调至AA+级；18家发债主体由AA-级上调至AA级；1家AA级发债主体评级展望由稳定调至正面。（见附录二）

从政府行政层级看，级别上调发债主体主要集中在地级市和省及省会（单列市）城投平台，三季度分别上调级别14家和13家，县及县级市上调级别6家。从省市分布看，江西涉及5家城投平台，浙江和山西均涉及4家，湖北和四川均涉及3家。从地区分布看，东部地区和西部地区均涉及11家、中部地区涉及10家、东北涉及1家。

图表 10. 2016年第三季度城投债级别调整地区分布



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

根据相关评级报告和级别调整公告，导致城投债主体信用等级上调的原因，更多体现在地方政府经济财政实力、平台地位、政府支持等外部因素。经济财政实力是判断地方政府支付能力的重要指标，公司地位和政府支持力度是评价政府干预意愿的重要依据，而政府支持主要表现在资本/资产注入和财政补贴等方面，有利于提升平台资产规模、增强资本实力和盈利水平。此外，随着城投平台转型速度的加快，企业自身经营状况改善、业务拓展、营业收入（利润）增长等也是评级上调的重要因素。

<sup>3</sup> 不含级别调整后展望上调/下调的情况；多家评级机构对同一家发行人进行级别调整，仅统计1次。

## 2. 评级下调分析

2016年三季度共有8家城投债发债主体评级（展望）被下调，其中1个主体评级被下调且评级展望调为负面。从政府行政层级看，级别下调发债主体主要集中在县及县级市城投平台和国家级园区（高新区、经开区）。从省市分布看，辽宁共涉及3家城投平台，黑龙江、广西、新疆、江西和陕西各涉及1家。

图表 11. 2016年三季度城投债发债主体级别（展望）下调情况

涉及主体	最新主体信用等级	评级展望	前次主体信用等级	前次展望	调整时间	区域	评级机构
黑龙江中盟集团有限公司	A+	稳定	AA-	负面	2016-8-22	黑龙江	中诚信国际
东港市城市建设投资有限公司	AA-	稳定	AA	稳定	2016-8-26	辽宁	大公
柳州市产业投资有限公司	AA-	负面	AA	稳定	2016-9-27	广西	东方金诚
新疆石河子开发区经济建设总公司	A	负面	A+	负面	2016-9-30	新疆	大公
九江富和建设投资有限公司	AA	负面	AA	稳定	2016-7-28	江西	大公
府谷县国有资产运营有限责任公司	AA	负面	AA	稳定	2016-8-29	陕西	东方金诚
凤城市现代产业园区开发建设投资有限公司	AA	负面	AA	稳定	2016-9-26	辽宁	中诚信国际
沈阳南湖科技开发集团公司	AA	负面	AA	稳定	2016-9-27	辽宁	中诚信国际

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

根据相关评级报告和级别调整公告，导致城投债主体信用等级（展望）下调的触发因素，主要为地方经济财力下滑、盈利水平大幅下降、债务压力加重和存在极大的或有风险四大因素。其中，主导行业景气度下行，地区经济发展压力上升，地方财政收入出现波动（下降），直接影响地方政府支付能力，进而影响城投平台的偿债能力，导致其信用质量下降。城投平台主营业务的公益属性较强，盈利和经营性现金流对地方政府财政收入依赖较大，城投平台出现营业收入大幅下降（营业亏损），在一定程度上反映了当地财政收入的减少，或政府对城投平台支持力度的弱化。而持续扩张的有息债务规模，使得城投平台债务循环压力上升，也进一步导致地方政府债务压力加大。此外，存在极大的或有风险，如诉讼、坏账、代偿等不确定事项，表明城投平台未来有极大的可能性发生经济利益流出，进而影响整体资金情况、增加经营风险，或将导致评级下调。

图表 12. 2016年三季度城投债发债主体级别调整原因梳理

涉及主体	主要调级因素
黑龙江中盟集团有限公司	1、收入成本的确认不配比；2、财务报表质量较差；3、房地产收入降幅明显，整体营业收入减少；4、出现净利润亏损；5、偿债指标明显弱化，财务杠杆较高。
东港市城市建设投资有限公司	1、东港市经济和财政实力出现严重下滑，未来经济增长面临一定压力；2、东港市政府债务规模较大，债务负担很重；3、资产中工业土地占比较高，资产流动性较弱；4、经营性净现金流对债务



涉及主体	主要调级因素
	保障能力较弱。
柳州市产业投资有限公司	1、受行业产能过剩影响，公司主营业务收入减少，经营亏损严重；2、纸浆纸品业务经营持续亏损，盈利能力较弱；3、子公司涉及债务纠纷，金额较大且多处资产被冻结；4、子公司因环保不达标被迫停产，且因拖欠贷款银行账户被冻结；5、公司资产负债率显著提高，有息债务规模较大。
新疆石河子开发区经济建设总公司	1、子公司划出，将影响未来营业收入及利润；2、出现坏账风险，经营出现严重亏损；3、资产负债率同比大幅上升，有息债务规模及占比仍较大，未来偿付压力较大；4、存在极大的担保代偿风险；5、期间费用较高，削弱盈利能力。
九江富和建设投资有限公司	1、经开区一般公共预算收入和政府性基金收入有所下降，财政本年收入大幅减少；2、经开区债务规模很高，债务压力很大；3、土地抵押占资产比重较高，资产流动性受影响；4、对经开区内企业提供较大额度的委贷和对外担保，其中部分企业经营状况较差，公司坏账风险和代偿风险加大。
府谷县国有资产运营有限责任公司	1、煤炭和煤化工等支柱行业需求疲软，工业经济增速明显放缓，一般公共预算收入大幅下降；2、对府谷县民营企业的拆迁款逾期未收回，公司对外借款出现逾期，面临一定诉讼风险；3、公司利润对投资收益和财政补贴较依赖，由于计提大规模资产减值损失，公司发生亏损；4、有息债务规模较大，债务负担有所加重。
凤城市现代产业园区开发建设投资有限公司	1、凤城市经济放缓及财政收入有所下滑；2、土地整理收入的持续性有待观察，供热业务尚未盈利。
沈阳南湖科技开发集团公司	1、区域经济大幅下滑，地方财政实力减弱；2、主业稳定性弱，盈利能力持续大幅下滑；3、债务规模快速增长，受限资产规模较大，纳入一类地方政府债务置换规模较小，债务压力较大，偿债能力较弱；4、连续两年延迟披露审计报告，信息披露不及时。

数据来源：评级报告、级别调整公告，新世纪评级整理

附录一：2016年三季度城投债各区域对应的公开发行业利差统计

区域	发行规模	发行支数	利差区间		利差均值	标准差
			最小值	最大值		
辽宁省	38.60	6	86.41	375.04	253.33	117.21
山西省	15.00	1	--	--	192.67	--
河北省	36.50	5	113.38	343.37	189.69	83.84
贵州省	86.60	7	82.84	293.98	177.07	71.44
江西省	127.30	11	53.75	289.96	151.96	71.26
吉林省	40.00	3	107.61	226.25	149.34	54.45
内蒙古自治区	19.00	3	123.37	174.26	146.45	21.04
新疆维吾尔自治区	50.50	6	82.47	177.18	144.09	35.12
安徽省	194.90	18	42.26	304.42	138.56	67.56
湖南省	126.80	11	76.33	219.32	136.51	42.07
湖北省	209.60	21	66.22	241.26	130.47	42.94
河南省	137.30	8	72.16	169.79	127.70	32.29
陕西省	22.50	4	88.33	169.92	125.56	29.16
云南省	60.60	7	91.69	172.50	119.57	29.49
广西壮族自治区	95.50	11	51.18	166.67	113.85	38.33
江苏省	358.70	41	41.75	243.00	112.94	47.63
山东省	67.40	10	43.47	186.78	110.77	39.88
四川省	109.00	8	36.75	161.91	106.08	39.13
广东省	206.00	17	53.93	172.47	105.39	38.38
浙江省	156.30	17	62.90	160.81	103.28	25.15
重庆市	106.00	9	48.17	191.69	98.37	44.16
黑龙江省	8.00	1	--	--	98.27	--
天津市	172.00	12	64.26	136.90	87.81	22.45
福建省	168.00	19	43.50	150.87	87.53	28.78
北京市	117.00	9	41.75	140.17	71.82	31.97
上海市	158.10	8	32.71	85.34	54.18	20.08
<b>总计</b>	<b>2887.20</b>	<b>273</b>	<b>32.71</b>	<b>375.04</b>	<b>119.37</b>	<b>117.21</b>

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

附录二：2016年三季度城投债发债主体级别（展望）上调情况

涉及主体	最新主体 信用等级	评级 展望	前次主体 信用等级	前次 展望	调整时间	区域	评级机构
武汉高科国有控股集团有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016/7/8	湖北省	鹏元
萍乡市城市建设投资发展公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/7/11	江西省	新世纪
天门市城市建设投资有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/7/19	湖北省	鹏元
潍坊滨城投资开发有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/7/20	山东省	鹏元
宜昌市城市建设投资开发有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016/7/26	湖北省	大公
上海张江(集团)有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2016/7/27	上海	大公
永兴银都投资建设发展(集团)有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/7/27	湖南省	鹏元
广西投资集团有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2016/7/27	广西	大公
福州市水务投资发展有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/7/27	福建省	联合资信
台州市基础设施建设投资集团有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016/7/28	浙江省	大公
陕西建工集团有限公司	AA+	稳定	AA	正面	2016/8/5	陕西省	中诚信国际
任丘市建设投资集团有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/8/8	河北省	鹏元
成都花园水城城乡建设投资有限责任公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/8/9	四川省	鹏元
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2016/8/10	陕西省	中诚信国际
贵阳市水利交通发展投资(集团)有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016/8/16	贵州省	联合资信
张家港市城市投资发展集团有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016/8/17	江苏省	中诚信国际
新余市渝水区城区建设投资开发公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/8/18	江西省	鹏元
重庆市南川区惠农投资有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/8/25	重庆	鹏元
长沙市芙蓉城市建设投资有限责任公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016/8/29	湖南省	东方金诚
西安高新控股有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2016/8/29	陕西省	中诚信国际
永嘉投资集团有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/8/29	浙江省	鹏元
广元市园区建设投资有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/8/30	四川省	东方金诚
桐庐县国有资产投资经营有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/8/30	浙江省	大公
遂宁发展投资集团有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/8/30	四川省	大公
大连市建设投资集团有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016/8/31	辽宁省	中诚信国际
上饶市城市建设投资开发集团有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016/9/2	江西省	鹏元
山东公用控股有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/9/8	山东省	鹏元
云南省建设投资控股集团有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2016/9/12	云南省	联合资信
瑞昌市投资有限责任公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/9/13	江西省	鹏元
上海永业企业(集团)有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016/9/21	上海	鹏元
鹰潭市龙岗资产运营有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/9/22	江西省	鹏元
湖州市南浔区国有资产投资控股有限责任公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/9/27	浙江省	鹏元
商洛市城市建设投资开发有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/9/30	陕西省	鹏元
东莞发展控股股份有限公司	AA	正面	AA	稳定	2016/7/13	内蒙古	中诚信国际

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理