

# 防范化解债务风险背景下地方政府信用评级研究

禄丹 秦志远 李翠翠

**内容提要** 随着地方政府债券规模越来越大，中国防范化解债务风险的压力也随之增大。依据国际经验和中国实际情况，建立一套科学、合理和完善的地方政府信用评级体系，是中国债券市场健康发展及有效防范化解债务风险的关键。本文在总结美国、日本和印度等国家地方政府信用评级经验的基础上，通过对 2022 年度中国存量地方政府债券和各省份经济主体债券发行的违约率、违约损失率、发行票面利率和发行利差进行实证分析，发现目前中国地方政府债券信用评级区分度明显不够，在防范化解政府债务风险方面基本处于失效状态，其根本原因在于缺乏地方政府债券本身违约率检验、地方政府及其债券信息披露不充分和评级理念未与时俱进等。本文最后就中国地方政府信用评级提出若干改进建议。

**关键词** 债务风险 地方政府债券 地方政府信用评级 地方政府

**Abstract** With the increasing scale of local government bonds, the pressure on China to prevent and resolve debt risks has also increased. Based on international experience and China's actual situation, establishing a scientific, reasonable and perfect local government credit rating system is the key to the healthy development of China's bond market and the effective prevention and resolution of debt risks. Based on the summary of local government credit rating experience in the United States, Japan and India, this paper analyzes empirically the default rate, default loss rate, issue coupon rate and issue spread of local government bonds and bonds issued by economic entities of each province in China in 2022, and finds that the current credit rating of local government bonds in China is obviously indistinguishable and basically fails in preventing and resolving government debt risks. The underlying reasons are the lack of local government bond default rate test, inadequate information disclosure of local governments and their bonds, and the failure of the rating concept to keep up with the times. The article concludes with several improvement suggestions for China's local government credit rating.

**Keywords** Debt risk Local government bonds Local government credit rating Local government

## 一、引言和文献综述

自“地方政府债券禁令”于 2009 年被打破后，尤其是 2015 年 1 月 1 日新《预算法》生效后，发行债券成为中国地方政府举债的唯一方式。截至 2022 年 12 月 31 日，全国债券市场存量 144.5 万亿元，与同期 GDP 之比为 119.42%；其中，政府债券存量为 60.4 万亿元，占比 41.8%，与同期 GDP 之比为 49.92%；地方政府债券存量 34.9 万亿元，占比 24.15%，与同期 GDP 之比为 28.84%。依据国际经验和国内实际情况，信用评级是地方政府债券发

行的必要条件。因而，地方政府信用评级体系是否科学、合理和完善，事关中国债券市场能否健康发展及防范化解债务风险的成败。为进一步规范地方政府债券信用评级工作，促进地方政府债券市场健康发展，2021年1月29日财政部印发了《地方政府债券信用评级管理暂行办法》；此外，为促进债券市场信用评级行业规范发展，提升中国信用评级质量和竞争力，推动信用评级行业更好服务于债券市场健康发展的大局，2021年8月6日中国人民银行、国家发展改革委、财政部、银保监会和证监会联合发布《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》，但到目前为止中国尚未形成一套科学、合理、完善的地方政府信用评级体系。2023年3月21日，《中华人民共和国主席和俄罗斯联邦总统关于2030年前中俄经济合作重点方向发展规划的联合声明》提出“加强金融市场合作，支持两国评级机构和保险公司在现有监管法规框架内开展合作”。在防范化解国内债务风险和应对可能发生的国际金融霸权制裁的背景下，政府信用评级的紧迫性和重要性更加突出。

截至目前，中国学术界对地方政府信用评级理念、方法、模型及体系的构建已研究得比较广泛，但总体来看深度不够，要么偏向于全盘接受国际上其他典型国家的经验和做法，主张直接采用美国市政债券的评级理念、方法、模型及体系；要么过分强调中国特有的因素，主张国际上的主流评级机构也应考虑到中国因素，此种观点忽略了信用评级的基本原则之一的“一致性原则”。巴曙松和熊婉芳（2017）提出从评级方法角度看，目前国际评级机构的评级框架主要立足于发达经济体，在对中国进行评级时，还有一些独特的“中国因素”需要考虑，才可能对中国给出令人信服的评级。因此，考虑在借鉴其它典型国家经验基础上构建符合中国国情的地方政府信用评级理念、方法、模型及体系比较合理。

然而，在构建地方政府信用评级指标中，尚未找到真正能充分体现中国特色的指标。个别学者提出引入ESG（环境、社会和治理）体系，但建议选取的指标过多，抛开部分指标赋值的必要性及取数的可行性不说，在实践中也无法实现评级结果的区分度，难以对地方政府的相对信用风险进行有效评估和排序。

近年来，众多学者依据我国经济发展实际，结合平台公司融资特点、地方政府治理情况、指标权重方法、经济发展理念等方面，积极探索构建地方政府信用评级体系，总体来看具有很好的借鉴意义。如陈志勇和庄佳强（2014）对地方政府信用研究较早，彼时利用平台公司融资仍是地方政府的重要融资手段，因此主张评价因素包括地区经济水平、地方财政情况以及地方政府对平台公司支持等；闫明和顾炜宇（2014）将宏观经济、财政体制和地方政府治理状况等要素引入评级体系，并使用层次分析法确定指标权重；温来成和刘洪芳（2016）提出构建符合中国国情的评级体系，使用改进模糊层次分析法确定指标权重；

司孟慧、许诗源和胡晓静（2022）以可持续发展理念为基础构建了地方政府 ESG 信用评级体系，选取指标总数达到 54 个，其中 ESG 指标 29 个。在党的二十大报告对不发生系统性风险底线的要求下，结合中国地方政府举债融资制度、现状和发展趋势下，需要进一步厘清和夯实地方政府债券与地方政府信用评级的关联度，促进中国债券市场健康发展、有效防范化解债务风险。

## 二、中国地方政府债券规模的不断扩大使得防范化解债务风险压力加大

### （一）地方政府债券起源

地方政府债券源于市政债券（municipal bond）概念，后者诞生于 19 世纪 20 年代的美国。市政债券是州政府、地方政府及其权力机关筹集资金的工具（法博齐，1989）。当时城市建设需要大量的资金，地方政府部门开始通过发行市政债券筹集资金，到了 20 世纪 70 年代以后，市政债券在世界部分国家逐步兴起（周沅帆，2010）。美国的州、地方政府及其授权机构，日本的都道府县及市町村，均可作为市政债券发行人。德国属联邦制国家，实行联邦、州、地区三级管理，相应建立分级管理的财政体制。各级政府均有独立预算，分别对各自议会负责。联邦、州和地区政府都可发行债券，其中，州和地区发行的债券统称为地方政府债券（王信和李俊，2012）。2018—2020 年，美国市政债券发行量逐年增加，2020 年发行额达到峰值 4852 亿美元。2018—2021 年，日本地方政府债券发行规模逐年增长。2022 年，美国市政债券和日本地方政府债券较上年均出现明显下降。据德国联邦统计局公布的数据，截至 2022 年 12 月 31 日，德国各级政府和社保基金债务总计 2.37 万亿欧元，比 2021 年增长 2%，为历史最高水平，其中联邦政府债券 1.62 万亿欧元，增长 4.6%；地方政府债券约 0.75 万亿欧元，债务总量增加的主要原因是新冠疫情和能源危机（表 1）。

表 1 2018—2022 年美国市政债券、日本地方政府债券和德国地方政府债券发行规模

年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
美国(亿美元)	3468	4264	4852	4834	3908
日本(十亿日元)	6257	6445	7026	7316	5675
德国(亿欧元)	7827	7123	7694	7727	7500

资料来源：Wind、日本证券业协会官网、2018—2022 年《德国联邦统计局国家财富报告》

与欧元区市政债券发行规模相比，经济体量的比值随着经济逐年扩张而不断提高。美国市政债券发行规模相比经济体量的比值围绕历史平均拟合线波动，更多呈现周期性特征。

但由于美国经济总体上逐年扩张，市政债券的规模虽然没有系统的加速发展，但总体上与经济保持同步增长（图 1）。

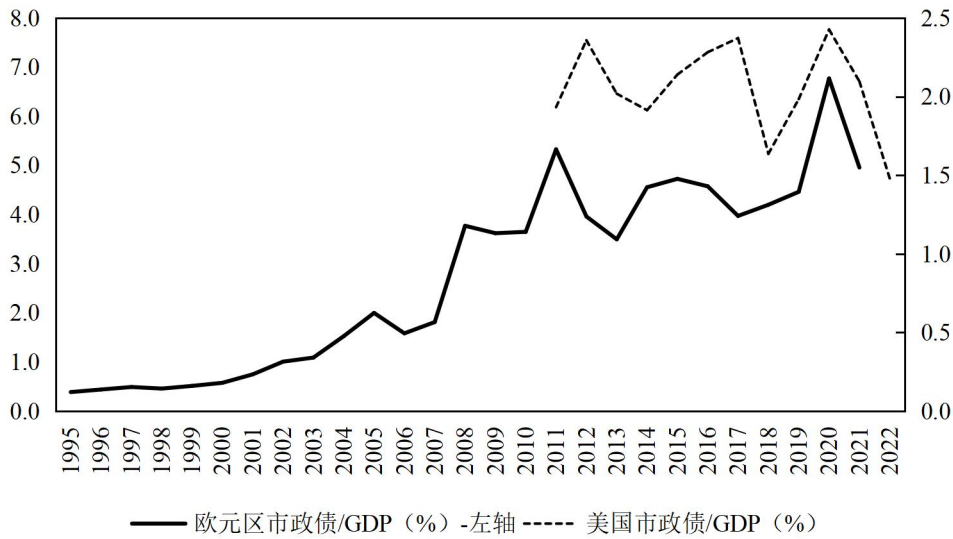


图 1 1995—2022 年美欧市政债券与 GDP 比值年度趋势图 (%)

资料来源：Wind

## （二）中国地方政府债券发展历程

1998 年至 2015 年，中国地方政府债券历经五次变革，包括“中央转贷”、“代发代还”、“自发代还”试点，“自发自还”试点以及全面“自发自还”（张凯云，2016）。20 世纪八九十年代，部分地方政府曾发行债券用于基础设施建设，但发行和资金使用过程存在不规范操作，后被国务院制止，1994 年《预算法》明确禁止地方政府发行债券。1998 年至 2004 年，中央政府曾以“中央转贷”形式为地方政府筹集国家确定项目的建设资金。2009 年 3 月，“代发代还”地方政府债券发行。2011 年 10 月，财政部下发《2011 年地方政府自行发债试点办法》，开启地方政府债券“自发代还”试点（冀云阳，2021）。在以上两种模式中，“地方政府债券”不需由地方政府还本付息，且仍依赖国家信用，并非真正意义上的地方政府债券。2014 年和 2018 年两次修订《预算法》，赋予省级政府发行地方政府债券的权限。2014 年 5 月，财政部下发《2014 年地方政府债券自发自还试点办法》，地方政府债券开启“自发自还”试点。2015 年 1 月，新《预算法》允许地方政府发行债券，即全面“自发自还”。自此，中国地方政府债券发行规模急剧扩大。财政部政府债务研究和评估中心发布的《地方政府债券市场报告》显示，2022 年中国全年地方政府债券累计发行 7.37 万亿元，地方政府债券存量 34.9 万亿元。2018—2022 年，地方政府债券平均发行期限整体呈延长态势但有所波动，平均发行利率逐年下降（表 2）。总体上，中国地方政府债券的

发展有力地促进了社会融资，进而促进了中国经济的发展。2022 年末托管数据测算结果显示债券市场对间接融资的总支持作用为 85%左右，其中广义负债角度下债券市场对间接融资的支持作用约为 30%，资产角度下债券市场对间接融资的支持作用约为 65%。使用 2022 年内发行规模数据测算结果测算，测算结果显示，债券市场对间接融资的总支持作用为 94%左右，其中广义负债角度下债券市场对间接融资的支持作用约为 31%，资产角度下债券市场对间接融资的支持作用约为 83%（刘凡，2023）。

表 2 2018—2022 年中国地方政府债券发行概况

年份	2018	2019	2020	2021	2022
发行规模（万亿元）	4.17	4.36	6.44	7.49	7.37
其中：一般债券	2.22	1.77	2.30	2.57	2.24
专项债券	1.95	2.59	4.14	4.92	5.13
平均发行期限（年）	6.10	10.30	14.70	11.95	13.21
平均发行利率（%）	3.89	3.47	3.40	3.36	3.02

资料来源：财政部官网、Wind

### （三）中国政府防范化解债务风险压力逐渐加大

根据财政部预算司统计，截至 2022 年 12 月 31 日，中国政府债务余额合计已超 60 万亿元，地方政府负债率为 29.1%，加上中央政府国债，政府负债率合计 50.1%。自 2017 年以来，中国地方政府债务余额以年均 16.3% 的速度快速增长，远高于同期 7.8% 的经济名义增速。2022 年中国地方政府债券付息 1.12 万亿元，较 2021 年同比增长 20.8%，与 2018 年比付息翻了一番。中国地方政府债务上升与经济发展阶段有关，与债务和投资驱动型的增长模式有关。分税制和城镇化仅是表面原因，根本原因是政绩考核机制以及近乎无限责任政府。逐渐加大的地方政府债务风险压力引起了党中央和国务院的重视。2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）。2018 年 8 月，中共中央和国务院印发《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27 号）。2019 年，财政部建立了地方债务风险等级评定预警机制，对各地政府债务的风险情况进行测算评定和动态监管，每半年评定并通报一次。按照债务率由高到低依次分为红、橙、黄、绿四个等级，具体标准为红（债务率 $\geq 300\%$ ）、橙（ $200\% \leq$  债务率  $< 300\%$ ）、黄（ $120\% \leq$  债务率  $< 200\%$ ）和绿（债务率  $< 120\%$ ）。2021 年 12 月 27 日，全国财政工作视频会议提出“2022 年要加强风险防控，对化债不实、新增隐性债务的要严

肃问责，牢牢守住不发生系统性风险底线”。2023年3月5日，《政府工作报告》强调2023年政府工作重点之一是防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。

### 三、地方政府信用评级在防范化解债务风险中的作用

#### （一）地方政府信用评级是地方政府债券融资的先决条件

地方政府信用评级是对地方政府的偿债能力和偿债意愿进行综合评估，评级结果反映了地方政府之间的相对信用风险排序。地方政府的信用评级是其在资本市场上融资的先决条件，在国际资本市场上尤其重要（高明，2019）。Gaillard（2009）研究发现墨西哥等国的地方政府即使近期没有发行债券的计划也会委托标准普尔和穆迪等机构对其进行评级。这种做法带来两个好处：一是为其贴上财政质量过硬的标签，二是证明其执政透明度较高可以提升公众认可度。

#### （二）地方政府信用评级节约了地方政府发行债券的成本和时间

信用评级具有提高市场交易效率的功能。通过信用评级降低了地方政府寻找投资者的成本和费用，也降低了地方政府与投资者进行利率谈判的成本和时间，整体提高了信用交易的效率。采取措施提升信用等级已成为企业减少融资成本的方法之一，从债券特征入手是企业降低发债融资成本的一种有力途径（陈昆等，2022）。据中国银行间市场交易商协会和中国证券业协会于2022年3月11日联合发布的《2021年第四季度债券市场信用评级机构业务运行及合规情况通报》，截至2021年12月31日，存续的公司信用类债券发行主体共计3565家，其中非金融企业债务融资工具、公司债券和企业债券发行人的主体级别，AA级占比分别为28.38%、13.55%和56.76%；AA+级及以上占比分别为70.18%、81.10%和31.62%。尽管2021年发行的公司信用类债券中有5768只无债项评级，占比59.85%，但发行时无主体评级的发行人仅1家。据《2022年第四季度债券市场信用评级机构业务运行及合规情况通报》，截至2022年12月31日，存续的公司信用类债券发行主体共计4777家，其中非金融企业债务融资工具、公司债券和企业债券发行人的主体级别，AA级占比分别为32.96%、43.38%和54.12%；AA+级及以上占比分别为64.50%、49.52%和31.58%；无主体评级占比仅分别为1.45%、3.61%和2.99%。可见，尽管为降低外部评级依赖度，2021年银行间和交易所市场均取消了注册发行端强制评级要求，但多数市场成员主动披露信用等级尤其是主体评级等级，评级需求已由“政策驱动”向“市场驱动”良性转化。

### （三）地方政府信用评级大幅度降低了地方政府发行债券的违约率

美国市政债的发行并未要求强制评级，但 2008 年金融危机造成美国市政债违约率大幅攀升，为提升市政债的认可度，进行信用评级的市政债所占比例也大幅提升。据美国证券行业与金融市场联合会(SIFMA)发布的《美国市政债信用报告》，发行时未评级的市政债期数占市政债发行总数的比例已由 2007 年的 36.31% 降至 2011 年的 18.58%。据穆迪 1970—2012 年《美国市政债违约和回收报告》，20 世纪 90 年代，无评级的市政债券违约数占全部市政债违约总数的 85%。近十年来，中国绝大部分未评级非标违约主体的委托评级标债违约率较低，证明了信用评级的必要性和重要性。如安融评级曾选取 2020 年 1 月 1 日—2020 年 12 月 31 日中国境内全年所有 77 家未评级非标产品违约主体作为统计样本，77 家非标产品违约主体中，同时发生有评级的标债产品违约的主体只有 26 家，占比仅 33.77%。

### （四）地方政府信用评级有利于防范化解地方政府债务风险

地方政府信用评级对中国防范化解地方政府债务风险也具有明显的作用。世界银行专家汉娜（Hana Polackova）于 1998 年提出了著名的“财政风险矩阵理论”，根据政府债务依托于法律或合同还是依托于道义，将之划分为显性债务和隐性债务；根据政府承担债务责任是否确定将之划分为直接债务和或有债务。从当前国内评级机构来看，分析和评估的范畴均涵盖了显性债务，隐性债务有的评级机构考虑了，有的评级机构尚未考虑，主要原因是隐性债务的定义、边界、偿还义务和偿还主体等，不管是理论界还是实务界都尚未清楚界定，但所有评级机构都将直接债务和或有债务纳入了分析和评估范畴。独立、客观和公正的地方政府信用评级有利于中央政府加强对地方政府债务限额和债务风险的评估与监管，实现精准调控，达到防范化解债务风险的目的。

## 四、中国地方政府信用评级体系改进的必要性

### （一）其它典型国家地方政府信用评级经验

#### 1. 美国以“市场导向型”为主

信用评级是美国市政债券风险监控框架体系的重要组成部分，此外还包括规模控制、风险预警和风险化解等工具，实现系统性风险的源头防范与治理（安国俊，2013）。美国市政债券发行前，要求发行人必须获得 NRSROs（“Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations”的缩写，即美国证监会认可的评级机构）出具的评级报告，某些州政府还要求进行双评级。对一般责任债券，美国评级机构重点关注发行人的债务结构、行

政效率、财政预算稳健性、社会经济发展水平、税收能力及其它间接收入等要素；对收益债券，则重点关注项目存续期内的现金流、偿债比率和债务依存度等要素。

## 2.日本以“政府推动型”为主

日本地方政府债券起源于明治初年，日本于 1879 年允许地方政府举债（应明，2016），至今无违约记录。日本信用评级行业起源于 20 世纪 80 年代，1996 年后日本不再强制地方政府债券在发行时进行信用评级，但某些实力较弱和市场认可度低的发行人则将信用评级作为其偿债能力的展示，起到宣传作用，达到降低利率的效果。日本通过行政约束管理地方政府债务，且日本国内信用评级机构与政府和金融机构关系紧密，对信用评级的独立性产生一定影响。

## 3.印度兼用“市场导向型”和“政府推动型”

印度于 1997 年 9 月发行了首只市政债券（林力，2015）。在印度，市政债券的发行期限若超过 18 个月，将被要求强制评级。在新兴经济体中，印度的信用评级市场相对发达，评级机构在印度国内享有较高信誉度，各家评级机构对市政债券的风险评价有独特的理解，考虑侧重点存在差异。

### （二）中国地方政府主体信用评级现状

目前，中国地方政府主体信用评级全部为最高信用等级 AAA，区分度明显不够，信用等级在债券市场定价方面处于基本失效状态。

#### 1.违约率、违约损失率与地方政府主体信用评级结果明显不对应

对评级质量高低程度的检验有一系列的技术方法，这些评级质量的检验技术一般与违约率等计算有着紧密的联系（高明，2021）。从表 3 可以看出，30 个省级政府的主体评级全部为最高信用等级 AAA，但从信用评级主要分析和评估进而对其排序的三大信用风险要素“违约概率(Probability of Default, PD)”和“违约损失率(Loss Given Default, LGD)”来看，中国国内现有的地方政府信用评级均处于失效状态。比如，从各省份非地方政府债券违约率来看，最低者为 0.16%，最高者高达 23.35%，依次最低的五省份分别是：陕西（0.16%）、湖南（0.21%）、广西（0.29%）、云南（0.58%）和北京（0.83%）；从各省份非地方政府债券违约回收率看，最低者为 0%，最高者高达 73.14%，依次最高的五省份分别是：河南（73.14%）、陕西（54.05%）、黑龙江（43.68%）、内蒙古（30.89%）和吉林（19.23%）（表 3）。

表 3 非地方政府债券 2022 年度违约回收率<sup>①</sup>分地区统计 单位：亿元、家



省份	地方政府主体信用等级	违约率	违约金额	债券累计发行金额	违约回收金额	违约回收率	违约主体数量
河南	AAA	1.49%	102.54	6904.20	75.00	73.14%	7
陕西	AAA	0.16%	18.50	11481.82	10.00	54.05%	3
黑龙江	AAA	5.85%	57.24	978.75	25.00	43.68%	3
内蒙古	AAA	1.00%	51.80	5200.65	16.00	30.89%	6
吉林	AAA	2.73%	36.40	1331.09	7.00	19.23%	4
新疆	AAA	0.86%	30.50	3543.25	5.25	17.21%	3
山东	AAA	1.67%	487.85	29269.54	83.56	17.13%	21
天津	AAA	6.78%	395.36	5834.83	53.00	13.41%	9
四川	AAA	2.70%	190.48	7045.26	23.50	12.34%	8
上海	AAA	1.99%	892.56	44849.30	94.25	10.56%	21
青海	AAA	9.62%	71.82	746.52	7.08	9.86%	2
湖南	AAA	0.21%	9.95	4653.42	0.93	9.34%	1
宁夏	AAA	10.55%	33.30	315.50	2.50	7.51%	3
江苏	AAA	1.14%	287.01	25149.50	20.72	7.22%	16
云南	AAA	0.58%	42.81	7372.30	2.70	6.31%	3
海南	AAA	23.35%	373.89	1601.45	19.93	5.33%	4
福建	AAA	3.60%	552.37	15334.10	18.96	3.43%	10
广东	AAA	2.28%	1248.96	54845.04	33.34	2.67%	21
重庆	AAA	2.41%	97.57	4044.28	2.51	2.57%	6
辽宁	AAA	5.53%	468.43	8468.40	12.00	2.56%	12
山西	AAA	1.57%	274.70	17457.21	6.00	2.18%	3
北京	AAA	0.83%	1424.99	171266.53	27.25	1.91%	27
湖北	AAA	2.49%	178.99	7191.52	0.91	0.51%	9
河北	AAA	7.70%	737.94	9587.68	1.50	0.20%	8
浙江	AAA	1.46%	290.11	19812.41	0.10	0.03%	12
安徽	AAA	3.29%	197.60	6009.81	0.00	0.00%	7
贵州	AAA	2.21%	55.33	2502.87	0.00	0.00%	1

甘肃	AAA	1.89%	26.70	1415.90	0.00	0.00%	4
西藏	AAA	13.54%	23.50	173.50	0.00	0.00%	1
广西	AAA	0.29%	10.93	3810.43	0.00	0.00%	3

注：违约回收率=1-违约损失率。

资料来源：Wind，华创证券-冠南固收视野《2022年信用债市场违约年鉴》

## 2.发行票面利率与地方政府信用评级结果明显不对应

从发行利率看，2022年31个省份新发行的债券平均票面利率存在明显差别，其中北京为2.63%，广西为3.18%，分列最低和最高，二者相差55个BP；存量债券平均票面利率也有差别，最低和最高分别为北京的3.09%和黑龙江的3.56%，二者相差47个BP（图2、图3）。

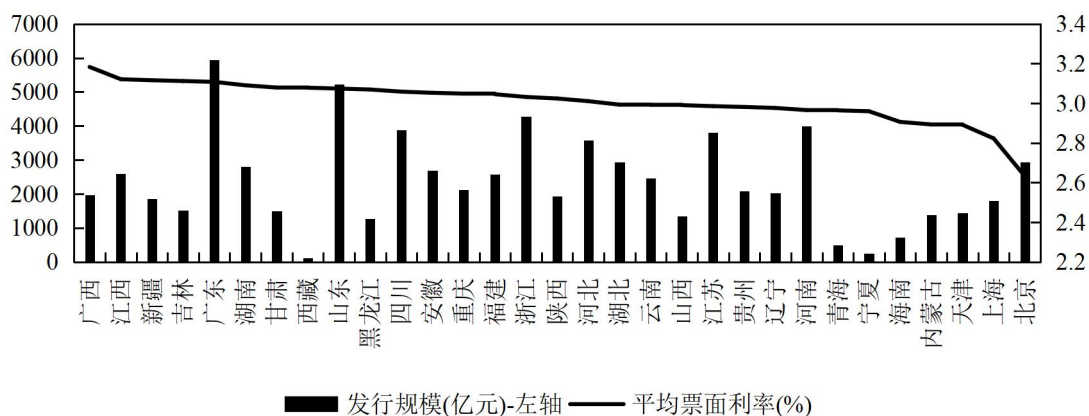


图2 2022年末各省份地方政府债券发行规模及平均票面利率

资料来源：Wind

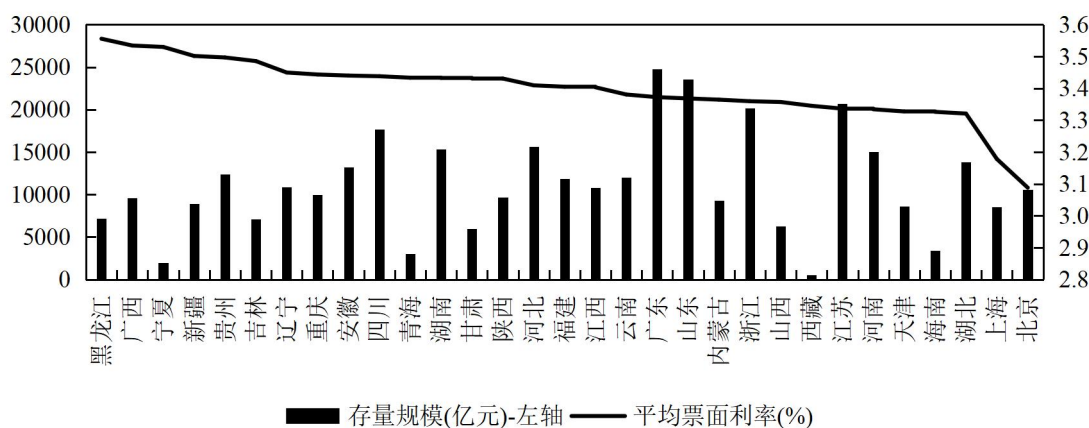


图3 2022年末各省份地方政府债券存量规模及平均票面利率

资料来源：Wind

### 3.发行利差与地方政府信用评级结果明显不对应

从利差看，2022年中国债券收益率中枢下移，地方政府债券平均发行利率和平均发行利差分别为3.02%和14.15个BP，与2021年比分别下降34个BP和16个BP。从各地区来看，2022年政府债券平均发行利差的分化有所扩大，从10年期地方政府一般债券平均发行利差来看，最低为9.65个BP，最高达25.24个BP。总体上，上海、宁波和浙江平均发行利差较小，新疆、贵州和辽宁平均发行利差较大（图4）。

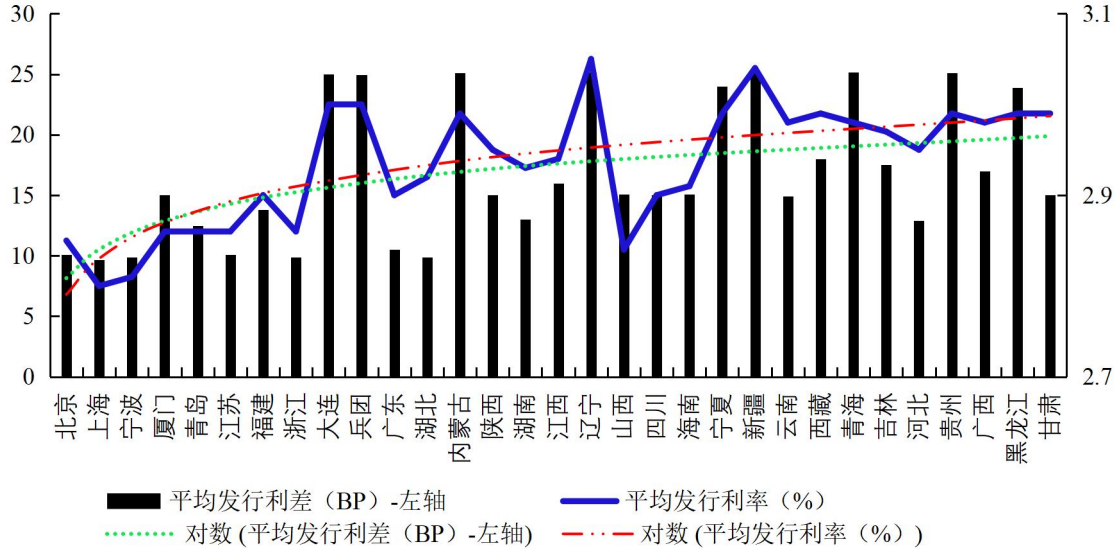


图4 2022年各省市10年期地方政府一般债券平均发行利率、利差情况

资料来源：Wind

### (三) 中国和其他国家地方政府信用评级比较

#### 1.均存在市场高度垄断

欧洲证券与市场监督管理局（ESMA）发布的2021年度《信用评级机构市场份额计算报告》显示，2021年度欧盟范围内标准普尔、穆迪和惠誉的市场份额分别为51.77%、30.12%和10.30%；2022年度上述统计数据则分别为50.13%、32.79%和10.05%。据美国证监会2022年1月发布的《国家认证信用评级机构发展报告》，标准普尔、穆迪和惠誉的市场份额分别为50.4%、31.7%和12.6%；美国证监会2023年2月发布的《国家认证信用评级机构发展报告》显示，标准普尔、穆迪和惠誉的市场份额分别为50.42%、31.58%和12.43%。据中国银行间市场交易商协会和中国证券业协会于2022年3月11日联合发布的《2021年第四季度债券市场信用评级机构业务运行及合规情况通报》，中国债券市场14家评级机构全年共承揽债券产品11193只，同比减少20.72%，前6家机构的市场份额合计超98%，其余8家机构业务量占比均不足2%。《2022年第四季度债券市场信用评级机构

业务运行及合规情况通报》指出，中国债券市场的信用评级机构共 14 家，前 6 家机构的市场份额合计 97.70%，其余 8 家机构市场份额占比均不足 2%，合计不足 3%。

## 2. 评级指标和评级流程大同小异

标准普尔、穆迪和惠誉对地方政府信用评级均分为美国体系和国际体系两类，区别在于是否考虑外部支持，包含主权因素和上级政府支持因素等。对比上述三家评级机构的地方政府信用评级流程，均是先确定个体信用级别，辅以调整因素和外部支持，确定最终级别。目前，国内主流评级机构，如安融评级、中债资信、中诚信国际和联合资信均披露了其地方政府信用评级方法和模型，评级指标趋同，分别设一级指标、二级指标、调整因素和外部支持因素，仅在细分指标上有所差异，如安融评级将“一般公共预算支出”作为主要分析和评估指标，中债资信比较关注“金融生态环境”，中诚信国际将“财政级次”作为分析和评估因素。评级流程上，中国国内评级机构与国外评级机构基本一致。

### （四）中国地方政府信用评级面临的主要问题

#### 1. 缺乏地方政府债券本身违约率检验

美国政治体制与中国存在较大差异，曾发生过地方政府破产事件，据市政债券规则制定委员会（MSRB）统计，1970—2015 年美国共有 99 只市政债违约。据纽约联储公布的数据，1970 年到 2011 年，美国市政债券违约高达 2521 只，样本违约率为 4.5%。20 世纪 80 年代中期以来违约率上升，1986 年到 2011 年，违约总数达 2366 只。日本地方政府债券没有发生过违约现象，日本不允许地方政府破产，建立了“地方财政重建制度”以帮助有破产危险的地方政府，对赤字超过规定要求的地方政府，中央政府将直接干预管理其财政（龙小燕，2020）。中国市场从违约债券品种来看，2014—2022 年所有违约券种中公司债券数量最多，其中一般公司债券和私募债券违约数量分别为 259 只和 220 只；中期票据及短期融资券违约数量处于全部券种的中位水平，分别为 149 只和 96 只，但鉴于该两类品种发行量较大，所以整体违约率不高；非金融企业定向融资工具和企业债券违约数量较少，分别为 56 只和 34 只。从各年度国企及非国企违约主体数量看，2014—2022 年，累计有 34 家国有企业违约，204 家非国企违约。中国地方政府没有破产先例，加上地方政府和中央政府在债务偿还责任上尚未做到有效隔离，各方普遍认为地方政府债券不会出现违约，实际上截至到目前中国地方政府债券也没有一只违约。地方政府债券无实质信用风险，按照国债收益率上浮发行（程晨和张继强，2021）。因此，中国评级机构均在其地方政府信用评级方法中将上级政府支持作为重要分析和评估要素。这直接导致难以按照《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》，构建以违约率为核心的中国地方政府债券评级质量

验证机制，更无法构建长期的违约率矩阵。

## 2.地方政府及其债券信息披露不充分

新《预算法》要求政府建立全面规范、公开透明的预算制度，但信息披露程度和质量仍偏低，尤其是目前中国政府财政报告实行以“收付实现制”为核算基础的预决算报告制度，这一报告体系主要反映政府预算收支等流量情况，不能反映以一级政府为主体的资产、负债合并数据，进而影响信用评级信息质量。提高财政透明度能够明显降低地方政府债券融资成本，而信用评级是两者之间的中介变量之一（周咏梅，2018）。目前，中国对地方政府信息披露并没有制定详细且统一的规定，因而各地方政府的财政、经济和金融数据统计口径并不统一，从而降低了信用评级的准确性及一致性。某些地方政府担心数据“不好看”，损害政府形象，不利于其融资行为，因此其对外公布数据的及时性和完整性势必难以保证（王芳、沈彦杰和高女杰，2020）。目前，地方政府债券信息披露仅在发行阶段进行一定程度的披露，缺少全周期的信息披露，尤其是专项债资金使用效率、项目进展情况等要素（袁海霞等，2021）。

## 3.多头监管和重复监管问题严重

依据2019年11月26日颁布的《信用评级业管理暂行办法》，中国人民银行为中国信用评级行业主管部门，国家发展改革委、财政部和证监会为业务管理部门。目前，中国信用评级行业监管机构（含自律组织）多达15家，各自为政，监管标准不统一，行业法规散乱甚至相互冲突，评级机构无所适从、疲于应付，每年耗费大量时间、精力和财力应对监管，而真正投入到提高业务水平和评级质量的时间、精力和财力较为有限。国际上，主要发达国家和经济体对评级行业的监管一般为“单一监管机构”模式。如：美国由美国证券交易委员会（SEC）监管，欧盟由欧洲证券和市场管理局（ESMA）监管，日本由日本金融厅（FSA）监管，俄罗斯由俄罗斯银行（CBRF）监管，中国香港由香港证监会（SFC）监管。

## 4.过度垄断不利于行业长远发展

标准普尔、穆迪和惠誉三大机构在美国强大的金融市场和美元支付体系的背景下，加强了其行业垄断，进一步形成评级压制、评级胁迫甚至评级制裁，对包括中国在内的部分国家的利益造成了严重损害。如2022年3月15日，欧盟禁止国际评级机构对俄罗斯主权债券和俄罗斯公司债券进行评级，并要求在2022年4月15日前撤销评级，该禁令是欧盟对俄罗斯第四轮制裁措施的一部分，出台前欧盟已与美国有关方面进行了协调。此举将使俄罗斯政府和企业很难在国际金融市场融资，从而进一步打击俄罗斯经济。标准普尔、穆

迪和惠誉均执行了此项规定，并将俄罗斯主权债券的信用评级下调至垃圾级。目前，尽管中国信用评级市场准入已从审批制或核准制变成备案制，但如上文所述，头部机构聚集效应仍然非常明显。过度垄断势必造成评级客观性和公正性的降低，提高内幕交易和评级胁迫的可能性，进而对发行人和投资者均产生伤害。

#### 5. 地方政府信用评级理念未与时俱进

近年来，中国国内和国际经济形势发生较大变化，碳达峰、碳中和、ESG 和 GEP（生态系统生产总值）等新概念、新理念受到越来越多的关注。2022 年，中国债券市场总上市规模为 23.69 万亿元，绿色债券总上市规模为 8675.91 亿元，占比 3.66%。截至 2023 年 1 月 31 日，中债金融估值中心有限公司共发布中债绿色及可持续发展系列指数 33 只，其中绿债指数 16 只，含 10 只表征指数与 6 只定制指数；碳系列指数 5 只；ESG 指数 11 只，除 1 只表征指数外，中债估值中心已先后为银行、银行理财子公司、保险及券商类客户编制共计 10 只定制 ESG 指数；另有绿色发展主题定制多资产指数 1 只。但是，目前各评级机构公布的地方政府信用评级方法大都未涉及上述新概念和新理念，这对致力于生态文明建设、可持续发展以及“双碳”目标的地方政府而言是不公平的，造成了另类意义上的“评级失效”。

## 五、中国地方政府信用评级改进的建议

### （一）打破“刚性兑付”，真正发挥信用评级的风险分类和排序作用

“刚性兑付”对市场扭曲最为严重，主要弊端有风险收益不匹配，扭曲了债券市场定价机制；劣币驱逐良币，降低了市场配置资源效率；闭着眼睛选债，助长了道德风险；推高无风险收益率，提高了社会融资成本。所以，应坚持中央不救助原则，做到“谁家的孩子谁抱”，打破“刚性兑付”，真正发挥信用评级的风险揭示作用，进而发挥债券市场的基本定价功能。

### （二）提高地方政府透明度，推动编制和公布地方政府资产负债表

在全国范围内统一地方政府信用评级所需信息的披露标准。一方面，公开披露地方政府财政信息、债务信息、资产保有及运作信息；另一方面，加快地方政府资产负债表的编制。从目前情况来看，中国地方政府编制资产负债表的首要目的应该是帮助评估地方政府所面临的债务风险和未来的偿债能力。截至 2014 年中期，中国大部分省级政府已经在“权责发生制政府综合财务报告”的框架下基本完成了地方政府资产负债表的试编工作，目前正在总结经验，争取完善编制的原则和方法，并开始研究如何使用资产负债表。有些地区

（如上海、江西、安徽等）已经在区县层面开始试编政府资产负债表（马骏，2014）。从2013年开始试编，至今尚未完成，应尽快完成地方政府资产负债表的编制工作。

### （三）统一评级行业监管，加快法规统一化建设

参照国际惯例，明确中国人民银行或中国证监会为中国评级行业唯一监管部门，由该监管部门出台统一的行业法规，其他任何部门不得直接或间接、变相涉及评级行业监管，不得出台与评级行业有关的法规，从根本上杜绝“政出多门”。同时，由唯一监管部门制定并发布评级行业准入标准，一个牌照“通吃”，其它任何部门不得直接或间接、变相设立准入标准。按照“风险为本”的原则配置监管资源，抓大放小，重点检查市场占有率高的头部机构，防止变相导致对大机构的监管不到位，对小机构的监管过度。将监管重点从过程监督转移至评级结果考核和市场化评价，避免过度干预评级机构的作业流程，切实为评级机构减负。

### （四）推行“双评级”和“轮换评级”机制，加大行业反垄断力度

在评级机构建立起有特色、有区分度评级方法的基础上，在地方政府信用评级中推行“新老结合”的双评级、多评级和轮换评级机制。“双评级”是指由两家评级机构同时进行信用评级，并独立出具评级报告，由于其评级结果能进行相互校验，从而一方面对评级机构形成一定约束，另一方面增强信息披露。“轮换评级”，即强制定期更换评级机构，防范长期使用同一评级机构可能导致的利益冲突。同时，大力促进行业公平竞争，扶持新机构，加强行业梯队建设，从根本上防范评级过度垄断。

### （五）开展信用评级体系创新研究，融入新的评级理念

随着中国经济社会的不断发展，地方政府会根据国家和社会发展的需要转变其工作职能，因此地方政府信用评级方法理应与与时俱进，评级理念、评级方法和评级模型应实现常态化检测。第一，将可持续发展、绿色发展、生态发展、低碳发展和 ESG 等理念纳入地方政府信用评级方法分析和评估范围，更加全面地反映地方发展的可持续性；第二，结合应用实践，积极开展信用评级体系相关课题研究，对现有评级指标和权重的合理性进行验证，及时调整，并对历史评级结果进行全面回溯检测；第三，向国外评级机构的学习借鉴不可“一劳永逸”，应有选择性地吸收消化最新成果。

## 参考文献：

- ① 安国俊：《中国地方政府债信用评级体系亟待完善》，《银行家》2013年第3期。
- ② 巴曙松、熊婉芳：《国际评级机构的评级框架 需考虑“中国因素”》，《第一财经日报》2017年10月10日。

- ③ 程晨、张继强：《地方政府债信用评级及风险分析》，《中国货币市场》2021年第10期。
- ④ 陈昆、张杨、王质萱、訾盛杰：《信用评级与企业债券融资成本相关性研究》，《牡丹江师范学院学报（哲学社会科学版）》2022年第2期。
- ⑤ 陈志勇、庄佳强：《地方政府信用评级方法比较及在我国的应用》，《财政研究》2014年第7期。
- ⑥ 弗兰克·J·法博齐：《债券市场：分析与策略》，中国人民大学出版社2016年版。
- ⑦ 高明：《地方政府信用评级的国际比较研究》，《征信》2019年第1期。
- ⑧ 高明：《全球金融市场的信用评级》，中国金融出版社2021年版。
- ⑨ 冀云阳：《新时代地方政府债务管理改革研究：从预算管理到绩效治理》，《经济学家》2021年第2期。
- ⑩ 刘凡：《债券市场对间接融资的支持作用》，《债券》2023年第3期。
- ⑪ 林力：《地方政府市政债信用评级制度研究：印度的经验及启示》，《地方财政研究》2015年第7期。
- ⑫ 龙小燕：《日本地方政府债券发行管理机制及启示》，《地方财政研究》2020年第7期。
- ⑬ 马骏：《地方政府资产负债表的编制和使用》，《中国金融》2014年第3期。
- ⑭ 袁海霞、刘心荷、汪苑晖、王秋风、卞欢：《2020年中国地方政府债券分析与展望》，载毛振华、孙晓霞、闫衍主编：《中国地方政府债券发展报告（2021）》，社会科学文献出版社2021年版。
- ⑮ 司孟慧、许诗源、胡晓静：《地方政府ESG信用评级体系研究——基于可持续发展理念》，《征信》2022年第6期。
- ⑯ 王芳、沈彦杰、高女杰：《我国债券市场政府会计信息披露研究——以省级政府信用评级报告为例》，《北京工商大学学报(社会科学版)》2020年第2期。
- ⑰ 王信、李俊：《德国地方政府债券市场的发展与启示》，《中国货币市场》2012年第3期。
- ⑱ 温来成、刘洪芳：《我国地方政府信用风险评估体系的构建及运用》，《中央财经大学学报》2016年第9期。
- ⑲ 应明：《地方政府债券信用评级体系的国际经验及启示》，《金融与经济》2016年第10期。
- ⑳ 闫明、顾炜宇：《我国地方政府信用风险评级体系构建：框架与方法》，《中央财经大学学报》2014年第3期。
- ㉑ 张凯云：《我国地方政府信用评级现状及其完善——基于国内外评级机构比较分析》，《地方财政研究》2016年第11期。
- ㉒ 周沅帆：《城投债——中国式市政债券》，中信出版社2010年版。
- ㉓ 周咏梅：《财政透明度、信用评级与地方政府债券融资成本》，《江西财经大学学报》2018年第1期。
- ㉔ Gaillard, N., The determinants of Moody's sub-sovereign ratings. *International Research Journal Of Finance And Economics*, Vol.31, No.1, 2009.

（作者单位：禄丹：中国财政科学研究院，秦志远：安融信用评级有限公司，李翠翠：中财—安融地方财政投融资研究所）