

# 中国地方政府债券信用评级方法

## 一、地方政府界定

地方政府是指一个在国家的部分区域内行使行政权力且不拥有主权的行政机关，主要行使管理地方社会公共事务的职责和功能。考虑到我国现行行政区划情况和地方政府信用评级的实际要求，本评级方法所指的地方政府范围为：省、自治区、直辖市和计划单列市。

安融信用评级有限公司（以下简称“安融评级”）的地方政府评级所评估的是对地方政府的偿债能力和偿债意愿的综合评价，在地方政府主体信用分析基础上，结合一般债券或专项债券偿付保障措施等因素，分析判断一般债券或专项债券的违约风险。本评级方法仅适用于中国（香港、澳门特别行政区及台湾地区除外）大陆地区。

本方法所指的地方政府债券分为两种，包括一般债券和专项债券。一般债券<sup>1</sup>是指省、自治区、直辖市政府（含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府）为没有收益性的公益性项目发行的、约定一定期限内主要以一般公共预算收入还本付息的政府债券，一般债券收支纳入一般公共预算管理。

专项债券<sup>2</sup>是指省、自治区、直辖市政府（含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府）为有一定收益的公益性项目发行的、约定一定期限内以公益性项目对应的政府性

<sup>1</sup> 《地方政府一般债券发行管理暂行办法》财库【2015】64号

<sup>2</sup> 《地方政府一般债券发行管理暂行办法》财库【2015】83号

基金或专项收入还本付息的政府债券。专项债务收支纳入政府性基金预算管理。

## 二、评级思路

安融评级对地方政府债券信用风险的评价主要是评估地方政府的偿债能力和偿债意愿。地方政府偿还债务的能力不但和地方政府自身信用水平有关，还受上级政府对其支持能力和意愿的影响。针对地方政府一般债券信用评级，安融评级首先分析影响地方政府自身信用风险的评级要素及地区金融生态环境等外部调整要素，评价和确定地方政府个体信用风险；然后，再考虑外部支持评级要素，即上级政府对下级政府的支持情况来调整地方政府信用风险的评价结果，进而确定地方政府的信用等级。

针对地方政府专项债券信用评级，地方政府偿还债务的能力不但和地方政府自身信用水平及政府的支持能力和意愿有关，还和项目本身质量有关。安融评级结合项目基本情况，重点关注专项债券募投项目对应的相关收入的稳定性及充足性，以及预期收益与融资平衡情况，并结合项目建设期风险、运营期风险以及信用增进措施等方面对项目质量进行信用评价。

## 三、评级要素

### （一）地方政府经济实力

#### 1、宏观经济运行状态

主要对整个国家宏观经济风险度进行评判，包括经济情况及周期性和宏观政策。国家宏观经济情况反映了经济增长和投资、消费及出口“三驾马车”的变化趋势，是各地区经济发展的外部大环境，对各地区经济发展产生直接的影响，进而影响各地方政府的财政收入。经济发展的周期性对不同地区、地区内不同产业影响程度也不同。一般要考察一个完整的经济周期，并分析目前经济发展状况所处的阶段，同时分析投资、消费和出口对经济发展的贡献度、发展变化趋势以及通货膨胀情况、就业情况等。

## 2、地区经济发展基础条件

地区经济发展的基础条件是决定地区经济增长速度、经济结构和经济增长潜力等基础性因素，同时也间接影响地方政府的财政实力。影响地区经济发展的基础条件主要包括地方经济地位、资源禀赋、基础设施建设、地区经济发展水平、经济结构、区域开放程度和城镇化程度等。

### （1）地方经济地位

地方经济地位主要是指一个地方的经济在全国或一个省、市中所占的比例及其对周边地区的经济辐射和影响能力。地方经济的地位决定了国家对该地区的经济发展的各项优惠政策以及各地方得到上级政府支持的力度。

### （2）资源禀赋

资源禀赋包括矿产资源、水资源、土地、旅游等自然资

源以及劳动力、科教等人文资源，是区域经济发展的重要基础性要素，影响着地区经济结构和经济增长潜力等。资源的可持续性、环境生态等状况也是影响地区经济发展的重要因素。

### （3）基础设施建设

基础设施是保证区域社会经济活动正常进行的公共服务系统，是区域经济发展的重要物质条件。基础设施完备性好，人均占有量高，则区域经济发展潜力较好，反之，地区基础设施落后，则不利于地区经济发展。

### （4）地区经济发展水平

地区经济发展水平是创造和产生税收收入的基础，直接影响着地方政府财政收入规模和财政收入稳定性。安融评级主要通过经济规模和经济结构来分析和衡量目前地区经济发展水平。

### （5）经济结构

经济结构主要分析产业结构、行业集中度和优势支柱产业布局等。不同的产业结构决定了经济发展质量和财政收入水平。区域经济多样化和产业结构合理，则地区经济增长相对稳定。此外，区域内新兴产业、创新性产业、资源节约型产业、政策支持性产业主导的产业布局，优势支柱产业多，将为地方经济持续稳定高效增长提供保障。

### （6）区域开放程度

主要分析对国外市场依存度以及与国内其它地区经济关联度、地方保护主义倾向等。一个地区如能获得中央企业、发达地区对口经济支援的外部经济增长动能，将大大推进区域内各产业发展，促进经济较快增长。如一个地区地方保护主义倾向明显，短期内可能对当地企业发展提供一定庇护，但长期内将不利其竞争力的提升，同时阻碍外部资源包括资本的流入，影响当地经济持续稳定增长。

#### （7）城镇化程度

城镇化程度反映了地区发展水平，发展潜力以及未来基础设施建设规模。城镇化较高的地区，经济和财力发展较为稳定，未来投资支出和政府债务压力相对较小。

#### （8）地区经济增长潜力

国家区域规划和支持政策主要体现国家给予某个地区的一些特殊优惠政策，这些优惠政策有利于地区的招商引资、投资环境优化、吸引优秀的人才和大量的资本进入，从而带动地区经济的快速发展。安融评级主要关注近期或未来是否会出台重大支持地区经济发展的规划或政策。

### （二）地方政府财政实力

地区财政收支状况是决定地方政府偿还债务资金的直接来源，财政实力是地方政府债务偿还能力的最直接体现。安融评级针对地方政府财政实力主要从以下几方面加以分析：

### 1、财政体制和税收政策

财政体制和税收政策影响着地方政府财政收入和支出的规模、政府资金缺口等。安融评级主要关注各省、自治区、直辖市与其下辖政府之间税收分成比例差异，以及对地方政府财政收入的影响。

### 2、财政收入规模及结构

财政收入是决定地方政府偿债资金的最直接因素。地方政府财政收入统计口径分为全地区汇总数和本级政府财政收入，由于上级政府对下级政府财政资金具有一定的调配权或调节权，因此在评价政府财政收入规模时，不仅要关注本级政府财政收入情况，还要分析其所辖区域财政收入汇总数，即全地区财政收入情况。

### 3、财政支出弹性

财政支出的结构主要分析财政支出的弹性，即财政支出中刚性支出占比越低，地方政府的财政支出可调节性越大，表明政府财政收入中可灵活支配资源越多，对偿债的保障能力越高。一般而言，经常性支出是政府机关保持运作的必需开支，具有较强的刚性特征，如果地方政府的经常性支出比例较高，财政支出弹性相对较小，不利于保障政府债务偿还。资本性支出弹性相对较大，如果地方政府的资本性支出比例较高，财政支出的可调节空间较大，有利于释放可支配财政资源来保障债务偿还。

#### 4、财政收支平衡程度

地区财政收支状况是决定地方政府偿还债务资金的直接来源，其和政府债务水平共同决定地方政府依靠自身财力来偿还债务的水平，而地方政府流动性主要对地方政府周转和化解集中兑付风险有重要影响。财政收支平衡程度，反映了政府收支矛盾或财政支出压力。一般而言，地方政府自身财政收入和财政支出缺口越小，或者转移支付收入占地方财政收入的比重越低，则说明地方政府财政收入对上级政府转移支付的依赖程度越弱，即地方政府财政收支的自我平衡越好。

#### （三）政府治理水平

地方政府治理水平不仅影响地区经济发展、财政收入和债务规模等，还反映了地方政府的偿债意愿。安融评级主要从地方政府行政组织的管理效率、地方政府经济、财政和债务信息透明程度、财政和债务管理情况、政府诚信度和地方政府发展战略的可行性等方面评价。

##### 1、行政组织管理效率

精简高效的组织机构能保障地方发展战略执行力，同时降低政府行政性费用支出。主要考察政府机关人员占总人口比重，行政费用支出占财政支出比重，“三公”支出在行政费用支出中占比以及预算管理相关制度及执行情况，政府债务管理相关制度和预警机制及执行情况，重大基础设施项目



建设招投标、质量、成本、进度控制以及后期跟踪管理办法及执行情况、行政审批效率等。

## 2、政府经济、财政和债务信息透明程度

地方政府信息透明度和债务管理情况反映了地方政府对其债务管理的基本治理能力。地方政府经济、财政和债务等信息的透明度越高，则越有利于社会对其进行监督，有利于降低地方政府腐败现象和不合理支出。地方政府债务如果经当地审计机关审计，并及时向社会公布，有利于揭示地方政府的债务风险。

## 3、财政和债务管理情况

地方政府财政预算、决算管理和债务管理制度较为完善，且各项制度执行情况良好，则有利于降低其财政风险。

地方政府财政管理制度：

（1）重点关注地方政府是否建立相关财政管理制度，相关管理制度的执行情况，审计机关是否对地方财政收支进行审计并出具审计报告，审计报告中存在的财政问题是否及时采取改正措施等；

（2）关注财政预决算报告的差异程度；

（3）关注地方政府项目投资决策是否科学和合理；

（4）关注其它财政管理不规范情况。

## 4、政府诚信度

地方政府诚信程度是地方政府偿债意愿的直接体现。地

方政府诚信度包括地方政府政策一致性和连续性、政府责任履行情况等。

(1) 朝令夕改的政府不利于当地招商引资，且将恶化当地的投资环境，对地区经济发展和财政收入产生负面影响；

(2) 政府责任履行情况，包括协议或合同、偿债责任的履行情况等，政府对其签订的相关协议、合同是否正常履约，政府历史上债务偿还情况，尤其是地方政府在换届过程中下届政府对上届政府债务责任的履行情况。由于我国目前关于政府债务的法律、法规尚不健全，地方政府换届过程中债务责任的传递存在一定的风险。

## 5、地方政府发展战略的可行性

地方政府发展战略的可行性越强，则越有利于地区经济快速发展和财政实力的增强。地方政府发展战略的执行情况，也是体现地方政府治理能力的重要方面。安融评级重点关注地方政府贯彻其发展战略的具体政策，以及这些政策对地区发展的促进效果，研究地方政府的措施的落实情况，以及实施措施所需资源的具备情况及其执行进度安排。

### (四) 政府债务及偿还能力

#### 1、政府债务规模

地方政府现有债务规模大小决定着其未来需偿还债务的规模。政府担保债务具有一定的弹性，被担保部门自身的偿债能力的强弱决定了地方政府担保债务可能面临的实际

偿付额，即被担保部门自身偿债能力越强，地方政府的担保债务偿付风险越小。安融评级主要关注担保债务的担保方式，被担保单位的债务规模及资产负债情况；分析被担保单位自身偿还到期政府担保债务和其它相关债务的能力；分析被担保单位债务逾期情况和债务滚动情况，然后综合分析其对地方政府债务风险的影响。

## 2、政府债务结构

债务的期限结构决定了地方政府在特定时间内的偿债压力。若地方政府对债务偿还时间安排不合理，债务到期时间较短，以短期债务滚动替代长期债务，或者存在较为显著的债务到期波峰，则容易导致政府流动性覆盖不足从而出现流动性风险。安融评级重点关注地方政府债务的期限结构，以判断是否存在集中兑付的风险。

## 3、偿债指标

地方政府可用财力与债务之间的相关比率指标能够反映政府债务负担和财政资金对债务的保障情况。

（1）政府债务负担方面。一般而言，地方政府负债率越高，则其面临的债务风险越高。

（2）政府债务偿还和保障指标方面。一般而言，偿债率越高表明偿债压力越大，风险也越高；但是地方政府偿债指标不等于地方政府的偿债能力，因此，单独关注地方政府债务指标意义不大，需要结合地方政府经济、财政实力和治

理水平等因素综合分析。

#### 4、政府再融资能力

安融评级重点关注地方政府发行额度内已经发行额度和尚未发行额度，以及所属融资平台进行债务周转的能力等。

#### 5、政府可变现的资产

地方政府货币资金和可变现的资产规模是影响地方政府流动性的重要因素。根据相关法律、法规，目前地方政府拥有的国有股权、行政事业单位国有资产、土地资产、矿产资源 and 海域使用权等国有资产可以变现，可支持其流动性。评价地方政府流动性需要关注地方政府存量国有资产的价值情况。

### （五）地区金融生态环境

安融评级将地区金融生态环境作为评价地方政府个体信用风险的一个外部调整因素，从四个方面分析地方金融生态环境：

第一，地方金融生态环境的发展状况；

第二，不良贷款率的跨地区及跨年度比较；

第三，地区经济的杠杆程度，从地区融资总量/地区生产总值及非标融资/地区融资总量加以分析；

第四，地区信用体系建设，地方政府自身的信用记录及所形成的地区信用文化。

### （六）外部政府支持评级要素

外部政府支持因素方面，支持方信用水平是决定地方政府获得支持大小的基础，同时地方政府在政治、经济方面的重要性以及支持方在决定是否支持时道德风险方面的考虑是决定支持方支持意愿的重要考量因素，而历史支持情况也可以在一定程度上说明支持方支持意愿的强弱，因此，安融评级从支持方政府信用水平、政治重要性、经济重要性和历史支持记录四个方面来综合考量外部政府支持的强弱和影响。

### 1、支持方政府信用实力

地方政府获得外部支持大小，取决于支持方政府的信用实力。一般而言，支持方信用实力越强，则提供支持的能力就越强。支持方信用实力分析主要关注其信用等级高低以及可以动用的支持资源情况。

### 2、政府支持评价要素

#### (1) 政治重要性

对于我国地方政府而言，其核心目标是在维护地区政治社会稳定的前提下实现经济的可持续发展。长期来看，维护地区整体的稳定和发展与避免“道德风险”两者是一致的；但就短期而言，这两者有可能发生冲突。当两者发生冲突时，相较于“道德风险”而言，维护地区整体的稳定和发展更为重要。因此，上级政府在考虑对地方政府的救助时，政治重要性是首要因素。

## （2）经济重要性

一般而言，区域性的经济、金融中心、能够吸引大量的外部投资以及与其它地区具有较密切的生产联系的地区政府违约的经济影响通常高于其它地区。此外，地方政府对经济发展的作用或影响大小也是衡量地方政府经济重要性的考虑因素。

## （3）历史支持记录

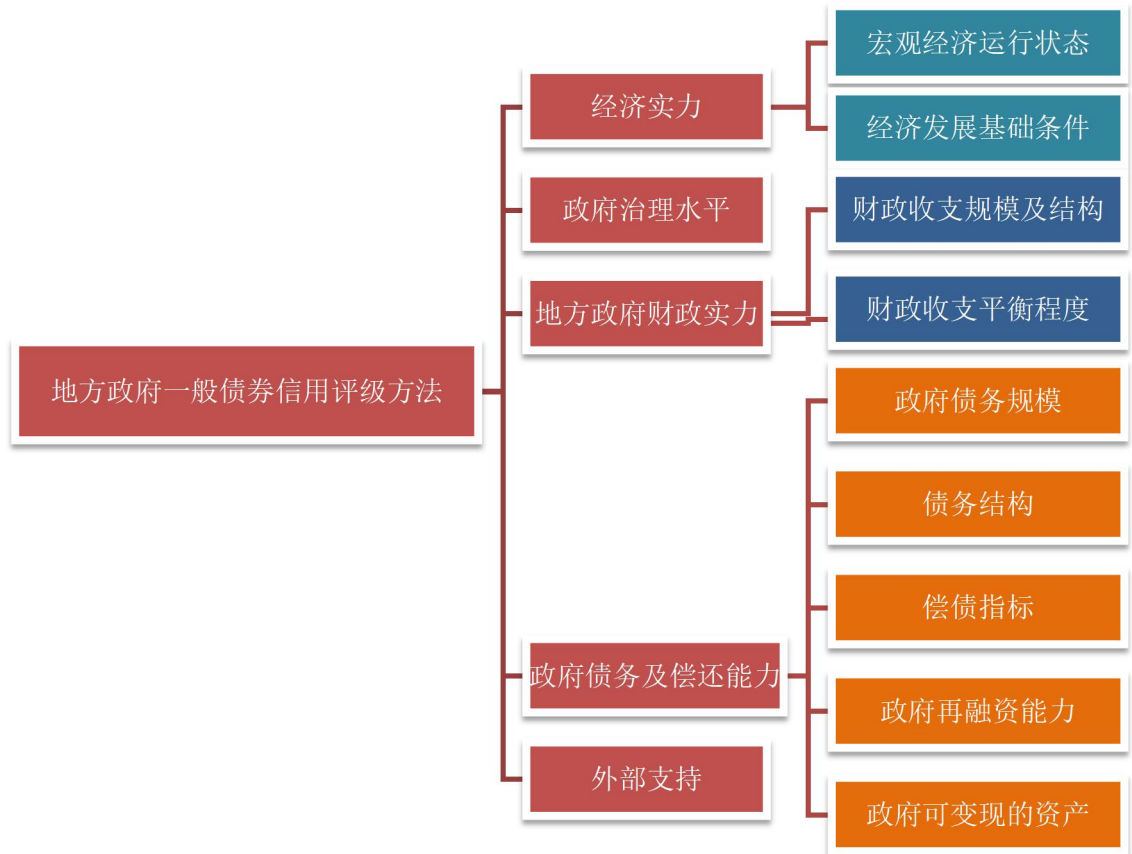
上级政府支持的程度，即本级政府获取上级政府支持的历史执行情况和未来支持的持续性。历史执行情况主要考察在特殊情况下，本级政府出现债务危机时，给予地方政府的特殊救助资金或特殊政策，以及帮助其渡过财政难关其它支持措施。一般而言，上级政府对地方政府面临债务危机或财政危机时有过相关特殊支持，可以体现出未来上级政府提供特殊支持的意愿。未来支持的持续性，主要考察上级政府对本级政府偿债支持方式和程序的合法性、有效性，以及由此产生的偿债支持的持续性。

## 四、地方政府债券信用分析

### （一）地方政府一般债券信用分析

地方政府一般债券信用评级需重点关注宏观经济运行状态、地区经济发展基础条件、政府治理水平、地方政府财政实力、政府债务及偿还能力等方面。

图 1：地方政府一般债券信用评级思路



## （二）地方政府专项债券信用分析

地方政府专项债券信用评级不仅需要研究宏观经济运行状态、地区经济发展基础条件、政府治理水平、地方政府财政实力、政府债务及偿还能力等地方政府一般债券常用的指标，还需对项目质量进行分析。

项目质量分析重点考察专项债券所投资公益性项目所产生的现金流的持续性、可靠性以及项目的抗风险能力，主要通过项目基本信息、项目收益与融资平衡、政府性基金或专项收入三个维度进行剖析。

### 1、项目基本情况

项目基本情况反映债券募投项目的资金需求量和资金

来源，主要介绍项目概况，包括募投项目的计划总投资额、资本结构、募集资金用途、项目建设期、运营期等。专项债券的募投项目多具有资金密集型特征，即初始投资规模大，回收周期长。资本金的投入情况是保障项目按期完工的必要因素，更会影响项目后续融资及达产运营时间。因此安融评级通过资本结构来评估项目资产信用质量。

**建设风险：**项目建设期面临较多不确定性因素，在衡量建设风险时主要考察在一定项目施工技术难度、项目管理能力等约束下，项目未按预定期限投入运营或项目质量存在问题，从而造成债券偿债期内的项目收益减少、成本上升，最终对项目及债券偿付能力造成影响。项目建设资金投入较大，所需建设资金若因不可预见因素而无法及时到位，则项目建设工期会出现拖延甚至被迫终止。项目施工方主观因素亦可使施工进度延误、建设成本增加、工程质量不合格反复修复，影响整个项目的资金运转。募投项目能否顺利建设并稳定运营是债务偿付的重要基础。

**运营风险：**项目运营风险指项目建设完工后因技术、设备等问题致使无法正常运营，以及客户、经营环境发生变化等风险致使经营阶段产生的现金流收入不能达到预期水平。此外，项目运营单位的决策人员和管理人员在运营管理中出现的确定因素，例如战略调整、管理决策失误、信息不对称等因素可造成运营风险。



## 2、项目收益与融资平衡

地方政府专项债券偿债资金主要来源于募投项目所产生的运营收益，即项目对应的政府性基金收入或专项收入作为还本付息来源。专项债券募投项目对应的收入的稳定性和充足性，以及项目收益与融资平衡情况将对项目质量产生极为重要的影响。安融评级通过项目收益、建设风险、运营风险、债务本息覆盖倍数几个方面分析。

**项目收益：**地方政府发行的专项债券用于具有一定收益的公益性项目，或者政府公益性项目，或者以政府与社会资本合作的方式投资于公益性项目。项目现金流收入一般作为地方政府项目收益专项债券的主要偿还来源，安融评级重点考察专项债券资金所投资公益性项目所产生的现金流的持续性及可靠性。

**融资本息覆盖倍数：**融资本息覆盖倍数是指项目可以用来作为偿债资金的净收益对其融资本息的覆盖倍数。不同融资本息覆盖倍数对应不同风险水平，当融资本息覆盖倍数较低时，债券违约的流动性风险较高，当融资本息覆盖倍数较高时，债券的安全性则相对较高。

**压力测试后覆盖倍数：**压力测试后覆盖倍数是指项目在进行现金流压力测试后，项目净收益对融资本息的覆盖情况。一般情况下，压力测试后覆盖倍数越大，项目信用风险程度越低，项目收益稳健性越好，反之，项目信用风险程度越高，

项目收益稳健性越差。

### 3、债券信用增进措施

对于采用信用增进措施的地方政府专项债券，安融评级将对增进措施进行分析，并最终确定信用增进的效果。

图 2：地方政府专项债券信用评级思路

