

地方政府债券信用评级方法

(2015 年)



地方政府债券信用评级方法

(2015 年)

一、地方政府债券信用评级理念

1、本评级方法适用于地方政府信用发行(即无增信措施)的地方政府债券的信用评级。地方政府债券信用等级不高于所在国家主权信用等级。

2、地方政府债券信用评级是对地方政府债务如约还本付息能力和偿还意愿的评价。

3、地方政府债券信用评级采用定性分析和定量分析相结合的方法，以定性分析为主，定量分析是定性分析的重要参考。从本质上讲，信用评级是一种建立在客观基础上的定性判断。

4、决定并公布被评对象的信用等级后，应进行跟踪评级，并及时做出是否变更被评对象信用等级的决定。

5、信用评级机构在评级过程中，必须坚持独立、客观和公正的原则。

6、地方政府债券信用评级结果可为投资者提供参考，为融资方、监管部门、上级财政等对地方政府信用风险管理提供依据。

7、联合资信对地方政府债券进行评级，采取首先考虑地方政府独立偿债的前提下的信用水平，再考虑其得到上级政府支持的可能性及程度。

二、信用等级设置和含义

地方政府债券信用等级设置采用三等九级制，AAA 级可用“-”符号进行微调，表示信用等级略低于本等级；AA 级至 B 级可用“+”或“-”符号进行微调，表示信用等级略高于或低于本等级。

表 1 地方政府债券信用等级及含义

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能偿还债务
C	不能偿还债务

三、地方政府债券信用评级要素

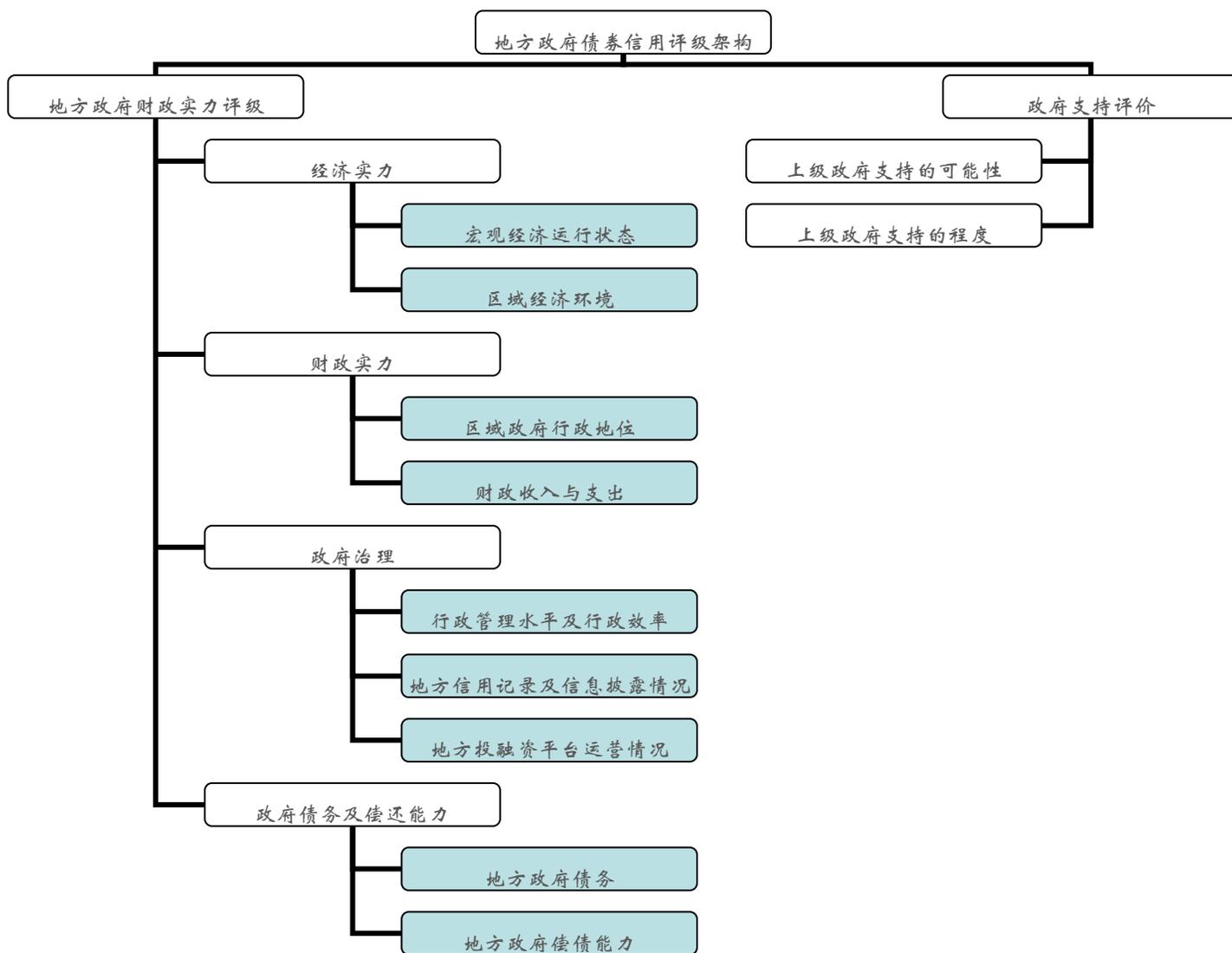
对地方政府债券进行评级时，首先考察地方政府独立偿债前提下的信用水平（地方政府财政实力评级），再考察其得到上级政府支持的可能性及程度（政府支持评价），最后结合地方政府财政实力评级以及上级政府支持评价确定地方政府债券信用等级。

联合资信对地方政府债券的评级，主要采用定性和定量相结合的方式，包括地方政府财政实力评级和政府支持评价两大部分。

地方政府财政实力评级，主要包括经济实力、财政实力、政府治理、政府债务及偿还能力四个重要一级评级指标。

政府支持评价，主要包括上级政府支持的可能性和支持的程度。

图 1 地方政府债券信用评级要素



【一】地方政府财政实力评级

（一）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，同时要分析投资、消费和出口对经济发展的贡献度及发展变化趋势以及通货膨胀情况、就业情况等。

国家政策主要包括财政政策、货币政策、产业政策、地区政策等，财政政策和货币政策对投资影响大，宽松的财政政策和货币政策一般会促进投资扩张，带动经济增长，宽松的财政政策同时也表现为政府对基础设施建设力度加大，增加政府对该部分的财政支出。税收政策包括范围、结构和税率，对财政收入产生直接影响，同时税收将直接作用于微观主体，其长久增税或减税效果并不直接取决于税收范围和税率的增加或减少，其实质来源于微观主体的发展情况。产业政策对不同区域内现有产业结构以及产业结构调整产生重大影响，国家鼓励发展产业必然能获得较大政策支持，发展前景好。地区政策决定了不同地区在国民经济和社会发展中的战略地位以及获得上级政府在政策资金等方面支持的可能性。

2、区域经济发展

区域地位

区域地位是指该地区在国家经济发展战略中的定位，该指标可以衡量国家对地区经济发展的各项优惠政策以及当地政府得到中央或上级政府支持的力度，包括在国家或区域发展规划中的作用、区域经济地理位置（比如所属的经济圈）、相关的经济发展政策等。

资源禀赋

资源禀赋指的是自然资源、环境生态等对地区发展有重要决定作用的因素，其中自然资源包括水资源、煤炭、石油、天然气、黑色金属、有色金属、非金属等矿产资源，当地土地资源及供应状况等；环境生态主要包括生态保护和环境污染等状况。

地区经济发展情况

主要分析区域经济最近 3-5 年的 GDP 及增长情况，人均 GDP 等。人均 GDP、

城镇居民可支配收入可以反映一个地方经济发展和富裕程度。

经济结构

主要分析产业结构、行业集中度、优势支柱产业布局。不同的产业结构决定了经济发展质量和财政收入水平。从产业结构来看，第三产业对财政收入贡献度高，而第一产业对财政收入的贡献度低，因此第三产业占比越高，该地区经济创税能力越强；从行业集中度和经济多元化来看，地区经济和财政来源集聚于单一产业或少数大型企业，将面临较大的财政风险，而集中度较低，多样化程度较高的产业结构和企业构成将有利于分散财政风险。此外，区域内新兴产业、创新型产业、资源节约型产业、政策支持型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。

区域开放程度

主要分析对国外市场依存度以及与国内其他地区经济关联度、地方保护主义倾向等。如一个地区外向型出口企业多，则受国际经济发展波动性影响就大。如一个地区招商力度大，吸引国内外投资以及承接产业转移的规模就大，相应的将促进地区经济发展。较为典型的是沿海经济特区和开放城市的设立。另外，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。还有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。2013年7月上海自由贸易试验区的设立为取消关税和非关税壁垒，取消市场准入限制，开放投资提供了新的发展方向。

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。城镇化程度高，反映地区整体发展状况良好。城镇化程度较低，意味未来在基础设施建设方面的规模较大，一方面大规模的基础设施建设将促进地区经济增长，另外一方面也将给地区带来较大规模的投资支出和政府债务压力。而城镇化较高的地区，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。

（二）财政实力

1、区域政府行政地位

主要分析当地政府的行政级别以及所属级别中的相对位序。目前中国实行中央、省、市、县、镇/乡 5 级行政体制，由于“国家实行一级政府一级预算”，相应地，中国财政也实行五级财政体制。《预算法》划分了中央和地方财政的收支范围，而省级及省以下各级财政收支范围由省政府明确，或由省政府授权下级财政决定，如省管县，其在财政预算、决算、转移支付、专项资金补助、资金调度、债务管理等方面，由省级财政直接对县级财政。一般而言，地方政府行政级别越高，财政收支自由调节的空间就越大。

2、地方财政收支运行情况

地方财政收入决定了财政实力，直接关系到本级政府的信用水平。地方财政收入以公共财政预算收入为主，包括税收收入和其他收入，公共财政预算收入具有较强的稳定性；基金预算收入中的土地出让收入是地方政府的重要收入来源，但受土地市场的影响稳定性较差；预算外收入占比较小，并且其收入范围将随着财政体制改革的推进不断缩小。

公共财政预算收入

公共财政预算收入中的税收收入有国家法律作保障，随着地方经济的发展将稳定增长，该部分收入是财政收入中最可靠的部分。非税收收入虽然也会随经济增长而增长，但该部分收入取决于政府的政策法规，具有一定的不确定性。因此，税收收入/公共财政预算收入是衡量财政收入稳定性的重要指标。非税收入主要有行政性收费收入、国有资产经营收益、专项收入等，主要取决于地区经济发展水平和地方政府的财政政策。对于非税收入，应对其收入的稳定性和增长性作分析。

基金预算收入

除了各项有专门用途的专项基金收入外，还应包括土地出让收入。土地出让收入是目前地方政府进行基础设施建设的主要资金来源，对地方政府债务的偿还有重要意义。首先关注地区土地资源，大量的商住用地，是一项资源优势。由于土地资

源有限，因此滩涂地、盐碱地等未开发用地从长期角度来看，也是一项资源优势。由于土地出让收入受国家土地政策和地区土地房地产市场的影响较大，因此需要关注地区可供出让的土地储备、政府土地出让计划、地区土地供求形势、土地和房地产价格以及国家土地政策的变化趋势等，由此预测土地出让收入的变化趋势。如果土地出让收入的数据难以获得，也可以将基金预算收入作为替代的参考指标。

转移支付

对于经济发展较为落后的中西部地区，上级转移支付在本级财政收入中占有较大比重。首先对一般性（或财力性）转移支付和专项转移支付的构成和增长情况进行分析。一般情况下，上级转移支付不会出现大幅变动，但仍应关注上级财政状况和财政政策对转移支付的变化趋势以及这种变化对当地财政状况的影响。

财政支出

目前我国各地经济均呈现快速增长态势，大规模的基础设施建设、社会保障体系的完善、环境治理和节能减排的推进等都需要大量的财政投入，因此即使在经济发达、财政实力较强的东部地区，也面临一定的财政支出压力。根据我国财政量入为出的原则，财政支出与财政收入要保持合理平衡。但由于各地区经济发展水平和各级政府财政支出分配的差异，财政支出结构有很大不同，直接影响政府的信用水平。

地方财政支出包括公共财政预算支出、基金预算支出和预算外支出，分别与公共财政预算收入、基金预算收入和预算外收入保持平衡，因此地方财政支出分析的重点是公共财政预算支出和基金预算支出的结构。公共财政预算支出包括一般预算支出、上解和补助下级支出。其中一般预算支出是主要分析对象。财政支出大致可分为两部分，经常性支出和投资性支出。经常性支出是用于政府机关、科教文卫等事业单位，以及社会保障等方面的支出。这部分用于维持地方经济社会正常运行的支出具有较强的刚性，在财政支出中的占比越大，则财政固定费用的负担就越重，财政支出弹性就越小，对债务的保障能力也越弱。投资性支出不但对地区经济增长有直接的推动作用，而且与经常性支出相比有较大的灵活性，在财政支出中占比越高，则财政支出弹性就越大，对债务的保障能力也越强。因此，一般预算支出中的

投资性支出，以及投资性支出/财政预算支出是衡量地区政府偿债能力和财政支出弹性的重要指标。基金预算支出都有确定用途。2007 年开始地方政府的土地出让收入纳入基金预算管理，而该部分收入是地方政府进行基础设施建设的主要来源之一，因此土地出让金用于基础设施建设的支出的规模和比例是衡量财政支出弹性和债务保障能力的重要指标。为了全面衡量地方政府的信用能力，需要将一般预算支出、基金预算支出和预算外支出中投资性支出的总额，即实际的投资性总支出，以及投资性总支出/财政总支出作为衡量政府偿债能力和支出弹性的重要指标。

可自由支配的财政实力

地方政府在扣除刚性支出和当年需偿还的政府性债务后，可以自由支配的财力情况。财政结余/可支配财力情况代表了政府财政收支是否平衡，反映了政府对财政资源的控制能力。

未来财政预算情况

主要衡量地方政府的预算方案和资本支出计划的匹配性，分析地方政府的预算方案和资本支出计划。对预算方案的分析主要关注预测收入、预测支出和相关经济假设的合理性和谨慎程度。资本支出计划分析应考虑已列入规划中的投资项目和相应的资金来源。

其中产业结构与税收结构的关系需要重点分析。按照目前我国实行的分税制，地方政府的主力税种有增值税和营业税、地方企业所得税（不含金融企业，地方银行等金融企业所得税上缴中央）和个人所得税，此外还有城市维护建设税、契税、房产税等。其中增值税主要取决于工业增加值，因此第二产业是税收的重要保障。营业税主要来自建筑业和第三产业，第三产业在税收中的地位越来越重要。发达的第三产业通常建立在第二产业的基础上，因此第三产业在 GDP 中占比大的地区通常整体的经济发展水平较高（也有例外，如西藏），税源的多样性较好，财政收入水平也较高。所得税取决于地方企业利润和居民收入情况，与地区经济运行的质量密切相关。根据地区经济产业发展和税收结构的分析，预测税收及财政收入的增长趋势。此外，地区产业和企业的集中度是需要重点关注的因素。如果地区经济过于依赖少数几个产业或企业，则需要有针对性地分析和预测这几个产业或企业的发展

情况，由此预测地区财政收入的变化趋势。

预算执行情况需要加以关注。对比分析地方政府年初的财政预算和年末的财政决算差异。两者差异越小，反映地方政府对财政收入的预测能力和财政支出的控制能力越强，财政管理水平也越高。如果两者出现较大的差异，需要具体分析其原因。

（三）政府治理

1、政府管理水平

政府管理水平对地区社会经济稳定发展，应对危机，防止道德风险，保障债务偿还意愿影响重大。政府治理水平主要分析领导素质及相对稳定性、行政组织机构和管理效率、政府债务管理情况等。

领导人的学历、经历、以往业绩和社会评价是影响政府治理水平重要因素，高素质领导能制定合乎地方实情的发展战略和保障战略的有效执行，并可能更容易获得上级支持，还能在一定程度上避免道德风险。领导人频繁非正常变动将难以保障地方发展战略的稳定性和一致性，加大地区信用风险。应关注地方政府人员的自律性，最近几年有无出现重要领导或系统官员因经济问题或其它重大问题“落马”的情况。

精简高效的行政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。

地方政府债务管理制度完善性和执行情况，对于化解地方政府债务风险具有重要影响。重点分析内容包括债务的决定权、审批权、决策流程；债务和偿债管理办法完善性（比如设立债务举借、偿还、使用和管理等方面管理制度的债务预警制度、偿债准备金制度）；债务年度预决算情况；地方政府债务的审计报告及其存在的问题是否及时采取改善措施。

2、地方信用记录及信息披露情况

地方政府信用记录是反映地方政府偿还意愿的最直接的体现。主要关注近期内地方政府是否有重大信用违约记录、到期债务偿还情况、对外承诺和担保的严谨性、合法性以及到期执行情况、签订的相关合同的执行情况（比如与平台企业的代建协议和 BT 协议）。

地方信用记录的透明度和信息披露的及时性、财政收支或者资产负债表情况是否经过审计等合规性判断，有助于真实反映和衡量地方政府的偿债实力。十八届三中全会指出，要“编制全国和地方资产负债表”，“建立透明规范的城市建设投融资机制，允许地方政府通过发债等多种方式拓宽城市建设融资渠道”，“建立规范合理的中央和地方政府债务管理及风险预警机制”。按照此思路，加强信息披露将有助于进行地方投融资平台的监督管理，使地方债务的监控做到事前控制和事后监督。

3、地方投融资平台经营状况

地方投融资平台企业运营情况从另一侧面反映地方政府对其管理情况和政府对其支持的诚信度情况。

（四）政府债务及偿还能力

按照债务承担责任划分，目前地方政府债务由政府负有偿还责任的债务，以及债务人出现债务偿还困难时政府需履行担保责任的债务（以下简称政府负有担保责任的债务），和债务人出现债务偿还困难时政府可能承担一定救助责任的债务（以下简称政府可能承担一定救助责任的债务）¹三部分组成。

目前中国正处于经济快速发展阶段，为解决基础设施建设等发展瓶颈，需要大量的资金投入，债务比例应适当高于已进入稳定发展阶段的西方国家。同时，对未

¹ 政府负有偿还责任的债务是指需由财政资金偿还的债务，属政府债务；政府负有担保责任的债务是指由政府提供担保，当某个被担保人无力偿还时，政府需承担连带责任的债务；政府可能承担一定救助责任的债务是指政府不负有法律偿还责任，但当债务人出现偿债困难时，政府可能需给予一定救助的债务。后两类债务均应由债务人以自身收入偿还，正常情况下无需政府承担偿债责任，属政府或有债务。以上三类债务不能简单相加。

来发展前景的看好也为高负债比例提供了良好的支持，在考虑债务规模以及债务增长率时，要考虑债务利率、经济增长率以及债务资金使用效率和对隐性债务、或有债务的化解能力。

地方政府债务风险受债务规模、债务期限结构、地方政府的财力和资金周转能力等因素影响较大。

1、地方政府债务负担

地方政府负债率

负债率主要反映地方经济总规模对政府债务的承载能力及地方政府的风险程度，或地方经济增长对政府举债的依赖程度。指标值越大，说明风险越高；反之亦然。

此外，还可以辅以直接债务/GDP、担保债务/GDP 等指标综合考察地方政府债务负担的情况。

2、地方政府偿债能力

(1) 地方政府整体偿债能力

债务率反映地方政府通过动用当期财政收入满足偿债需求的能力，该指标是对地方政府整体偿债能力的度量。

此外，还可以辅以逾期债务率、政府外债与 GDP 的比率等指标综合考察地方政府整体偿债能力。

(2) 地方政府当期偿债能力

在地方政府债务负担可控、整体偿债能力适宜的背景下，若因债务结构不合理，年度还款额分布不均，就会形成所谓的“偿债高峰”，一旦超出地方政府能力负担限度，也可能导致地方政府短期偿债面临一定的支付压力。反之，若地方政府尽管债务总量较大，但还款期限较长，年度还款额分布均匀，实际上并不会带来很大的还款压力，地方政府短期支付压力仍可供。

地方政府偿债能力率

偿债率反映地方政府当期财政收入中用于偿还债务本息的比重，将地方政府借款需求同偿债能力挂钩，可以有效遏制其扩大债务规模的冲动，同时能够在较大程度上避免地方政府出现债务危机时对中央政府的“倒逼”行为。

此外，还可以辅以地方政府利息支出率指标综合考察地方政府当期偿债能力。

地方政府可变现资产。地方政府资源禀赋（比如矿产、土地等）、参控股的国有股权。一方面这些资源可以为政府带来持续的财政收入（资源税、土地出让收入、国有资产收益），而财政收入在衡量政府偿还能力中已予以考量；另一方面这些资源可以在政府出现债务危机时，通过一次性变现相关资产来获取货币资产，作为债务偿还的补充来源，缓解其流动性风险。

再融资能力。外部融资的便利程度对地方政府债务流动性风险也具有重要影响。如果地区融资能力强，融资渠道多样化，则其抗风险能力相对较强。

【二】政府支持评价

主要分析上级政府支持的可能性和上级政府支持的程度。

（一）上级政府支持的可能性

上级政府支持的可能性，即地区获得上级政府支持可能性便利程度。如地区在全局发展中政治、经济地位特殊，其出现违约对全局影响大，其获得上级政府支持的可能性就大。

（二）上级政府支持的程度

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（例如政治需求、自然灾害、重大的基础设施项目资本支出、在影响地方政府财政收支平衡的长期严重的经济衰退

时期)，本级政府出现债务危机时，是否获得过上级政府的偿债支持。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、有效性，以及由此产生的偿债支持的持续性。

四、综合结论

联合资信采用专家经验和数理统计分析相结合的方法确定地方政府债券评级模型的指标和具体指标的评价标准，依据数理统计分析方法初步确定各指标权重，并依据专家经验对权重进行了适当微调。

评级模型是评级方法在操作层面的数量化实现工具，评级模型的建立可以减少评级过程中的主观判断因素，提高评级结果的客观性、统一性和准确性，但评级模型不可能涵盖影响涉及政府信用水平的所有因素和指标，其使用存在一定的局限性，对于一些特殊区域、采取特殊政策的地方政府可能存在评级模型处理结果和政府实际信用风险差异显著的情况，因此，评级模型只是级别确定的辅助工具。联合资信重视评级模型在级别确定中的参考作用，但不会完全依赖评级模型处理结果确定受评政府的信用等级。在参考评级模型处理结果的基础上，联合资信还将综合考虑影响政府信用品质的其他考虑因素，并依据信用评审委员会投票结果最终确定地方政府债券的信用等级。