

迪拜债务危机对政府类投融资平台 信用评级的启示



迪拜债务危机对政府类投融资平台信用评级的启示

2009年11月25日，迪拜政府所拥有的最大集团公司迪拜世界（Dubai World）宣布延期6个月偿付约35亿美元的伊斯兰债券（至2010年5月30日），并将在政府的援助下进行总共近600亿美元的债务重组。近年来，迪拜政府以建设中东地区物流、休闲和金融枢纽为目标，推进了3000亿美元规模的建设项目。在此过程中，迪拜政府与其所属基础设施建设和房地产开发公司在全球债券市场大规模举债，迪拜政府目前债务为263亿美元，是2009年预计GDP的1/3，及其预算收入的3倍。迪拜世界是一家靠债务高杠杆运营的企业，虽然其资产超过900亿美元，但以流动性较弱的不动产为主。在国际金融危机扩散背景下，迪拜房地产泡沫破裂、大量工程停工，加上国际银行业信贷收紧，迪拜世界流动性风险骤然上升，并最终在金融市场动荡中被引爆。

迪拜世界作为迪拜政府控股的核心企业实体，在迪拜经济快速增长过程中发挥了重大作用。尽管如此，11月30日，迪拜政府就迪拜世界债务危机公开表态，迪拜政府不为这家主权投资机构的债务提供担保。迪拜财政部官员称，迪拜世界虽为政府所有，但其长期作为独立实体运营，企业债务从未获政府担保，政府对其债务不负有责任。在危机来临后，迪拜政府明确区分了直接的主权债务和间接的准主权债务所可能获得的支持，这与其此前有关愿意全力支持下属企业实体的暗示相矛盾。

迪拜世界暂停债务支付，对于迪拜、阿联酋和更广泛的地区是一个重大的负面冲击，而且在相当长的时间内，会对区域内需要再融资的政府类经营实体造成巨大的压力。国际三大评级公司在暂停债务支付协议宣布后，纷纷对迪拜政府所持有的银行、地产及公用事业类经营实体给出了大幅降级的处理，评级展望为负面或不确定。这些法人实体与迪拜政府都有很强的业务和战略联系，这种调整体现了评级公司对迪拜的政府类企业可能获取政府支持的重新评价。如果后续证明迪拜政府对迪拜世界及其下属子公司的支持比想象的弱，则存在级别进一步下调的可能。

迪拜事件对中国未来防范政府类投融资平台信用风险具有参考价值。中国地方经济发展面临与迪拜类似的难题，目前中国房地产业已占GDP的6.6%和投资的25%，而全国土地出让收入占财

政收入的比重在 20%左右，有的地方超过 50%，变相形成对房地产业的依赖，而房地产发展则主要依赖于债务融资。区别在于，迪拜主要依赖于外来债务，而中国更多的是内生性债务，是对国内银行及债券持有人的负债。为应对 2008 年以来国际金融危机导致的经济衰退，中国政府大幅增加投资支出，大多数地方政府类投融资平台主要以土地收入来平衡资金投入，在大规模基础设施建设投资过程中，某些地方财政实力薄弱而举债激进，资金流入领域盈利前景不明，如果房地产市场及经济大幅波动，可能对其未来偿债能力造成较大的影响。

在分析具有政府背景的国有独资或控股的地方政府投融资平台的信用水平时，联合资信将地方经济发展水平、财政实力和政府对公司支持方式作为重要的考量因素。迪拜事件促使我们更加重视对政府债务规模的评估，包括显性债务和隐性债务，实际负债和或有负债，在评级时对受评主体的拟发债规模和其承受能力纳入主体评价因素。迪拜债务危机与过高的采用债务杠杆相关，而目前中国地方政府及投融资平台的债务规模也处于相对高位。当经济周期性波动导致增长放缓，房地产价格下滑，财政收入下降以及资金链紧张时，会对政府未来偿债能力产生不利冲击。

尽管中国的财政体制以及目前地方政府对投融资平台的债务偿还予以明确的信用支持，这与迪拜世界单纯的以有限责任承担有限债务的方式有比较大的区别，但如果未来地方政府的信用水平波动，也将进而影响到发债公司到期偿付能力。迪拜政府拒绝救助其主权投资公司，提醒我们更多地考量地方政府本身所掌控的资源，并认真审视政府类投融资平台在偿债压力来临时，受评主体所获得的政府支持方式的可靠性及持续性。

联系人：

张莉，+86 10 8567 9696，分机：8817，email: zhangli@lianheratings.com.cn

丁继平，+86 10 8567 9696，分机：8815，email: dingjp@lianheratings.com.cn

陈东明，+86 10 8567 9696，分机：8878，email: danny.chen@lianheratings.com.cn