

信用评级视角下的地方政府特征及其影响

李海杉
于国龙
陈代娣

摘要：随着我国自行发债试点范围的扩大，地方政府或将成为我国债券市场的主要发行主体。本文基于信用评级的视角，阐述了地方政府所具有的存续特征、财务特征及外部关系特征，分析了上述特征对其信用评级的影响，并结合美国市政债的信用表现，提出其对我国地方政府债券评级的借鉴意义。

关键词：信用评级 地方政府特征 偿债能力

2013年7月4日，财政部发布《2013年地方政府自行发债试点办法》，扩大了自行发债试点范围，在上海市、浙江省、广东省、深圳市之外增加江苏省、山东省作为试点地区。随着地方政府自行发债试点的稳步推进，我国必将逐步允许更多地方政府自行发债，从而规范地方政府融资行为，减少“城投债”混乱生长所带来的系统性金融风险；而地方政府在建立自行发债规则和获得自行发债经验之后，也将更多地以政府本身名义发行债券，筹措财政收入。可以预见，地方政府将成为我国债券市场的主要发行主体。从信用评级的视角看，地方政府是一类较为特殊的受评主体，其特征与企业有诸多不同。因此，研究地方政府的特征，对于理清地方政府信用评级的思路不无裨益。

信用评级视角下的地方政府特征

地方政府与企业的根本区别在于：企业仅仅是经济组织，而地方政府既是政治组织，又是经济组织。因此，地方政府具有政治与经济的双重属性，其中政治属性是地方政府的首要属性，经济属性是地方政府的次要属性。

地方政府首先是一个政治组织，其使命是为了履行政治上的权利与义务；同时，地方政府也是一个经济组织，具有进行各种经济活动、形成各种经济关系的能力，因此也就具有经济上的各种权利与义务¹。经济属性是地方政府与企业的共同属性，构成了评级机构对地方政府进行信用评级并实现与企业评级可比性的基础；而政治属性则赋予了地方政府不同于企业的特征。具体而言，地方政府的政治

属性使其存续特征、财务特征和外部关系特征与企业不同。

（一）地方政府的存续特征

作为中央政府或上级政府的派出机构，地方政府的存续具有公共性、唯一性和永续性等特征。

1. 地方政府在职能与目的上具有公共性

地方政府的职能与目的是提供社会所需的公共产品和服务，维持社会秩序，实现社会管理；而企业的职能与目的则是提供市场所需的商品和服务，获得营业利润，实现资产增值。

2. 地方政府在空间上具有唯一性

政府的唯一性是指在某个地方政府所管辖的行政区域内，不存在另外一个同一层级的政府。地方政府的唯一性是由于政治权力天然的排他性。从经济学角度解释，地方政府所提供的公共产品与服务具有自然垄断的属性。比较而言，在市场经济条件下，尤其是实行反垄断法的国家，绝大部分的企业并不能够垄断某个区域或行业，因而必须面对同类企业的竞争。

3. 地方政府在时间上具有永续性

在国家政权稳定且中央政府没有依据法律对地方政府进行合并、撤销等变更的情况下，地方政府会持续存在。与地方政府不同，企业则必须面对同类企业的竞争和市场的考验，其生存由其盈利能力或者外部支持决定，因而不具永续性。尽管地方政府与企业一样，也存在财务上的破产概念，但与企业破产的根本区别在于：企业破产的后果通常是资产清算和企业解体，而地方政

府破产的后果仅仅是进入债务重组程序，并不意味着政府的解体或消失²。地方政府在破产后仍将存续，并保留其基本职能以及法定税收权力。

（二）地方政府的财务特征

地方政府的政治属性使其在财务上也体现出与企业不同的特征。

1. 地方政府的收入具有法定、稳定与永续的特征

首先，地方政府的收入由法律确定，同时其收入权利也受法律约束；企业则必须以合理的价格提供市场所需的产品或服务，其收入并不受法律保障。其次，地方政府的收入来自不同的行业、企业和个人，收入来源多元化，因而对冲了大量的非系统性风险，具有较强的稳定性；企业的收入则一般难以如政府收入多元化，因而经常出现较大的波动。再次，地方政府的永续存在与收入的法定性质使其收入具有永续的特征。除非国家政权被推翻或替代，地方政



府将一直享有法定的财政收入；企业则不然，其收入的持续性在很大程度上受经济周期、企业生命周期等因素影响。

2. 地方政府支出具有法定、刚性的特征

地方政府的多数支出如教育、医疗、养老金等均由法律确定，必须通过繁杂的立法、司法程序才能够进行更改。即使在面临债务困境的情况下，地方政府首先作为一个政治主体，也必须维持其法定的支出，提供基本的公共服务，因此其支出具有法定、刚性的特征。

3. 地方政府的资产具有可变现范围模糊、变现阻力大的特征

由于承担着提供公共产品与服务的职能，地方政府在陷入债务困境之后，其所拥有的资产并不能全部用来变现偿债。即使在有地方政府破产法律的国家，对于哪些资产是政府维持其基本公共服务职能所必须的，也缺乏明确的规定，只能通过债权人与债务人协商确定。另外，地方政府通过变现资产偿债可能会引起当地民众的指责与反对，变现过程可能会遭遇重重阻力。

4. 地方政府的债务具有滚动、永续的特征

由于地方政府承担了大量的经济职能（如交通、住宅、教育、医院和污水处理系统等地方性公共设施的建设），且收入权利受法律约束，地方政府经常通过发行地方政府债券筹措财政收入。地方政府的债务具有滚动、永续的特征是因为：由于地方政府拥有法定、永续的财政收入，现代经济的增长特征使地方政府只需维持债务与经济规模的比例，便可在维持债务可持续性（事实上是维持市场的信心）的同时获得更多的发债收入。

（三）地方政府的外部关系特征

地方政府与上级政府的关系与企业的母子公司关系不同。这两者有类似之处，比如同样存在上

级对下级的领导以及信用评级上的支持作用。不过，这两者事实上也有不同。就企业而言，母子公司分别拥有独立的法人人格以及清晰的资产负债划分，母子公司之间的交易遵循市场交易的原则；而政府间的权力关系与财政关系受各国的文化习惯、政治传统和法律规范影响，远远比母子公司的关系复杂。

地方政府的特征对其信用评级的影响

信用评级的主要目的是对受评主体的偿债能力与偿债意愿进行综合评价，因此必须综合考虑各种因素对受评主体的偿债能力与偿债意愿的影响。地方政府的特征对地方政府信用评级的影响也就主要体现在对偿债意愿与偿债能力的影响。

（一）地方政府的存续特征对偿债意愿与偿债能力的影响

就企业而言，违约之后进入破产程序的确定性以及资产清算的后果大大地强化了企业的偿债意愿。然而，就地方政府而言，无论是否存在法律意义上的破产程序，地方政府都极少因财务上的破产而解体、消失或者被资产清算。与企业不同，地方政府的偿债意愿来自于地方政府的永续性以及其对金融市场的依赖。现代经济中政府依赖金融市场的特征意味着地方政府有着永续的融资需求。因此，维持地方政府在资本市场的信誉以及融资渠道至关重要。这种对资本市场的长期依赖事实上取代了破产清算的可怕后果，维持了地方政府的偿债意愿。即使地方政府一时出现违约，也会在未来通过偿还所欠债务来修复资本市场的信心。

（二）地方政府的财务特征对偿债意愿与偿债能力的影响

在收入与支出上，法定、稳定和永续的收入是地方政府一般责任债券的信用保障，也是地方政府出现违约行为后恢复偿债、修复市场信心的财务基

础。这增强了地方政府的偿债意愿和偿债能力。在资产与负债上，由于变现范围模糊、变现阻力大，地方政府的资产并不能全部算作可偿债资产，地方政府的实际偿债能力也因此受到限制；而滚动、永续的债务特征则使地方政府必须尽力维护自身的信

用以及市场对自身的信心，因而强化了地方政府的偿债意愿。

（三）地方政府的外部关系特征对偿债意愿与偿债能力的影响

外部关系是最终确定一个主体信用等级的重要因素。与上级政府（主要是中央政府）的关系是地方政府最重要的外部关系。

作为上级政府的派出机构，地方政府无论是在政治上还是经济上（包括财政关系）都与上级政府紧密相连。在这种情况下，地方政府债务违约的后果不仅影响自身，而且会波及上级政府以及其他政府。作为拥有领导权的上级政府，事实上承担着地方政府违约所带来的政治成本（公众的怀疑与不满）与经济成本（融资渠道枯竭、融资成本上升）。因此，上级政府无论是出于本级政府的利益考虑还是出于整个大局的考虑，都会干涉地方政府的相关决策，并对地方政府的偿债意愿与能力产生影响。第一，在地方政府违约前，向地方政府施加压力，要求其不得违约；在地方政府违约后，要求其恢复偿债，修复政府信誉以及资本市场对政府的信心。第二，在衡量系统冲击与道德风险的基础上，给予地方政府适当的财政救助。当然，不排除中央政府为了减少道德风险而允许个别的、孤立的地方政府违约事件出现。从这个角度出发，愈加紧密的政府间联系，有利于强化上级政府施压或救助的行为，进而增加地方政府的偿债意愿与偿债能力，减少地方政府违约的可能性。

美国市政债的信用表现及其对我国相关评级的借鉴

美国拥有全球最发达的债券市场，其市政债（Municipal Bond，包括州政府与地方政府发行的债券）的发行机制、信用评级、估价交易以及违约处理机

表1 穆迪对一般责任债券的违约回收率的统计

违约主体	违约日期	发债主体类别	担保级别	最终回收率
Belfield City	1987/04/01	市	GO Limited Tax	55% 的本金
Baldwin County	1988/10/01	县	GO Limited Tax	100%
Orange County	1994/12/06	县	GO Limited Tax	100%
Jefferson County	2008/09/15	县	GO Limited Tax	未定
Harrisburg City	2009/06/01	市	General Obligation	未定

资料来源：穆迪

表2 惠誉对美国各类市政债回收率的统计描述与假设

类别	包含的债券	惠誉对债券回收率的统计与描述	惠誉假设的回收率
第一类	州政府的一般责任债券（General Obligation, GO）及税收支持债券（tax-backed debt）	极少发生违约，自美国内战之后便无一例永久性违约（permanent default）。	回收 100% 本金，损失 1 年利息
第二类	地方政府的一般责任债券及税收支持债券；其他市政辖区债券包括联邦机构担保债、公共高等教育债券、单一家庭住房债券以及由地方交通机关和自来水 / 污水处理机构发行的债券	自大萧条以来便无一例地方政府的一般责任债券或税收支持债券发生永久性违约；通常，这一类债券的损失仅限于因为延迟支付而导致的时间价值损失；违约后恢复偿债时间很短。	回收 100% 本金，损失 2 年利息
第三类	州或地方政府租赁合同以及参与证明书（certificates of participation, COPs） ³ ；机场与公用电力分配系统的收益债券	债券还本付息最终将恢复，损失仅限于因为延迟支付而导致的时间价值损失；尽管历史上有放弃租赁合同或参与证明书的资产权以避免债务的例子，但也是孤立罕见的事件；违约后恢复偿债时间较长。	回收 100% 本金，损失 5 年利息
第四类	由以下资产支持的债券：疗养院、继续护理退休社区（CCRCs）、私人高等教育机构、多户家庭住房、公用电力设施、停车场设施、收费公路	发债机构有可能停止运营，回收率中等；违约后恢复偿债时间较长。	回收 90% 的本金
第五类	军用住房债券、小型收费公路债券	支持债券的资产比较专业化、用途比较单一，因此出售价值不高，回收率较低；违约后恢复偿债时间很长。	回收 70% 的本金
第六类	以下机构的债券：医院、私人监狱、体育馆、学生住房、部落赌博设施（Tribal Gaming） ⁴ 。	支持债券的资产比较专业化、用途比较单一，因此出售价值不高，回收率较低；违约后恢复偿债时间很长。	回收 40% 的本金

资料来源：惠誉

制也较为完善。美国的市政债大体上可以分为两类：一般责任债券 (General Obligation Bond) 与收益债券 (Revenue Bond)。前者以政府的信用和所有收入为担保，而后者则以政府的某项资产或收入作为担保。我国地方政府融资平台所发行的债券类似美国地方政府的收益债券，而地方政府自行发行的债券则类似美国地方政府的一般责任债券。因此，美国的市政债尤其是一般责任债券的信用表现及评级经验对于我国的评级机构而言有很好的借鉴意义。

穆迪统计了美国所有由其进行评级的市政债的违约率和损失率。1970-2011 年间，一共有 71 起违约，其中仅有 5 起是一般责任债券违约（见表 1）；2009-2011 年间，在穆迪所评的 9700 个一般责任债券中，仅有 1 个发生违约。穆迪的结论是，除了少数一般责任债券的回收率比较低以外，其余一般责任债券的回收率几乎都是 100%。惠誉将美国的市政债分为六类，统计了其回收率并对各类债券的回收率进行假设。惠誉的统计发现，美国自内战以

来无一例州政府的一般责任债券或税收支持债券违约，而自大萧条以来无一例地方政府的一般责任债券或税收支持债券发生永久性违约（见表 2）。惠誉将前三类市政债的回收率都假设为 100%。这三类市政债包含了所有州政府或地方政府的一般责任债券，以及少数信用质量较高的收益债券。

从惠誉与穆迪的统计数据来看，美国市政债中的一般责任债券的违约率极低，且违约回收率基本是 100%。这说明美国发行市政债的州政府与地方政府普遍具有很高的偿债意愿与偿债能力。我国地方政府自行发行的债券类似美国市政债中的一般责任债券，其违约回收率也可以假设为 100%。在这样的假设前提下，评估地方政府的违约率、判断其违约时间是评级机构的主要目标与任务。从实际情况来看，目前我国地方政府的可变现资产范围模糊、地方政府破产机制缺失、地方政府与上级政府在债务上的关系尚未明确，评估我国地方政府一般责任债券的违约率也比评估其预期损失率更为可行。

注：1. 在法治条件下，地方政府在政治上、经济上的权利与义务都受到法律或其他明文条例的规范，其中最重要的包括宪法、行政法、税收法、预算法、合同法、担保法、破产法等。地方政府的举债机制、破产机制事实上就是规范地方政府在债务关系中的权利与义务的一系列规定。

2. 见财政部预算司课题组：《地方政府举债的破产机制》，载《经济研究参考》，2009（43）。

3. 参与证明书通常是政府或市政实体用来对某个项目发债所使用的一种财务证明。通过发行参与证明书，政府不在建设期间立即拥有设施的产权，而是在建设期间租用场地，并分期支付租金，当设施完成后再得到完整设施的产权。对投资者而言，参与证明书是其参与发债过程的证明；投资者得到的回报是基于租金收入的。政府不太可能不履行协议，因为一旦出现不履行的情况，参与证明书条款可使投资者获得对设施的控制权。投资者可自行决定以适当的方式处置资产，这包括建完设施并卖给私人投资商，也可以选择对整个设施进行整合供自己使用。租赁合同与此类似。

4. 1988 年，美国国会通过了《印第安人赌博管理法案》(Indian Gaming Regulatory Act, IGRA)。该法案认可了经过与州协议后在印第安部落土地上进行赌博的权利。

作者单位：中债资信评估公司研究开发部
责任编辑：印颖 夏宇宁