

地方政府债券评级方法介绍

新世纪评级公共融资评级总监 戴晓枫

国际评级机构地方政府评级方法比较

标准普尔对美国州政府的评级主要从政府架构、财政管理、经济、预算以及债务和责任等五方面进行打分，做出等权重的加权平均后得到指示性信用等级，再通过优先级因子进行调整，最终得出一个政府的评级。这里的优先级因子包括正向调整和负向调整。正向调整主要是政府系统性支持与提供债务支持的意愿，负向调整则包括资本市场通道限制、高水平的预期未来债务 / 责任、较弱的财政管理、与衍生产品 / 可变利率负债相关联而产生的高风险等。

穆迪采用四要素框架，没有考虑政府架构，主要考虑经济、管理、财政与债务。与标普不同，穆迪的各要素不是等权重，管理和财政分配的权重较大，各占 30%，而经济和债务则各占 20%。穆迪对四要素下的二级要素再以不同权重分别评级，打分换算后得出政府的指示性信用等级水平，最后对未纳入评分框架的或有因素进行调整，得出最终的信用等级。

惠誉和穆迪类似，评级框架只考虑四个要素，包括债务和长期责任、经济、财政、政府的管理

和监管。惠誉的子要素相对丰富，例如经济要素下，会考虑经济的驱动因素、就业情况、收入和财富、其他人口因素以及税收负担等。

整体来说，三大评级机构都是从比较关键的经济、财政和债务要素来评价地方政府的信用状况。

国内评级机构地方政府债券评级方法比较

相比之下，国内评级机构的地方债评级框架借鉴了国际三大评级机构的经验。由于国内评级的目标并不是地方政府，而是地方政府发行的债券，因此地方政府的信用等级确定之后，要对地方政府债券进行分析。目前，地方债分为一般债券和专项债券，最终主要从偿债资金充足性和稳定性来确定信用等级。这里简单介绍几家主要地方债评级机构的具体评级方法。

新世纪评级对地方政府债券信用评级包含了五个要素：

政府架构和财政管理体制，地方经济增长和发展，地方政府财政状况，地方政府性债务和管理的评价，和对地方政府治理的评价。其中单独评价政府架构主要是考虑到未来地级市、区县政府发行债券的可能性；地方经济增长和发展要素主要考虑宏观经



济环境、地方经济地位及地方经济状况的发展；财政状况则主要考虑地方财政的收入、支出以及地方财政收支的平衡能力和稳定性；地方政府性债务和管理要素主要考量政府性债务总量和债务负担，以及债务的偿付能力；地方政府治理要素包含地方政府运行效率与服务能力、地方政府信息透明度、地方金融生态环境和地方发展战略。

中债资信的评级框架包括宏观环境、地方经济的实力、财政实力、政府债务的状况、政府治理水平以及地方金融生态的评价。

大公国际的评级方法相对特殊，把财富创造能力作为要素之一，其他要素也主要是偿债环境、偿债能力和偿债来源。但从实质来说，其评级要素仍依赖于对经济、财政和债务的分析。这是国内三家地方债主要评级机构的简单比较。

地方政府债券的发行利差

通过统计地方政府债券发行成本利差，可以发现不管哪一家机构进行评级，地方政府债券的利差都是很接近的。

2015 年上半年，地方债发行利率很低，非常接近发债前五日国债收益率。2015 年 8 月 7 日辽宁债出现部分流标，之后地方债发行利差开始分化，市场化特征逐步显现。2016 年上半年，从统计数据来看，地方债发行利差出现分化，财力相对较强、经济发展环境较好的一些省市，发行利差相对较小；经济发展环境不是很好的省市则不然。另外，公开发行的地方债利差范围为 10 至 40BP，虽然有分化，范围比较小；而定向发行的地方债利差范围较大，2015 年全年均值是 40 至 60BP，2016 上半年略有下降，我个人分析主要因为当时融资环境相对宽松。

具体来看，发行利差的大小与各省市经济财力有一定相关性。从经济增速来看，2015 年辽宁省为

3%，山西为 3%，黑龙江为 5.7%，吉林为 6.5%，都低于全国平均 6.9% 的水平。2016 年上半年，辽宁、山西、吉林的经济增速分别为 -1.0%、3.4% 和 6.7%，同期辽宁和吉林地方债的发行利差也比较高。

地方政府信用评价和排序

我们以省级政府评级方法为框架，收集全国 31 个省市及 3000 余区县的经济和财力数据，用定量研究的方法形成区域信用排序结果。

整体来看，东部沿海地区信用质量较好，省级政府信用排名前五位的分别是广东、江苏、上海、浙江和北京。信用质量相对较弱的是西部地区，特别是西北地区的青海省，排在最后，倒数第二和第三分别是西藏和黑龙江。这里的数据更新到 2014 年，可能与目前情况稍有不同。

地级市中，当地经济财力综合评价排名前五位的分别是深圳、广州、苏州、南京和东莞，广东明显最强，前五名占了三个。经济相对最薄弱的地区主要在青海省下辖的藏族自治州。

从直辖市内部来看，北京市各区县信用排序有明显的强弱区分，朝阳区、西城区和海淀区实力较强。上海最突出的是浦东新区，其他区县发展较北京而言相对均衡，这也是上海整体信用排序在北京之前的一个原因。

另外，近期违约事件比较密集，从国有企业来看，川煤违约后，当地政府的支持使得兑付情况比较理想；山西副省长带领省内七大国有煤炭企业进行路演，也增强了投资者对于山西的信心。政府的偿债能力和偿债意愿，对当地财政金融环境的稳定性具有非常重要的意义。

责任编辑：孙惠玲 刘颖