

地方政府债券信用评级研究综述

苏英

(大公国际资信评估有限公司博士后工作站, 北京 100125)

[摘要] 文章对体制不同的发达经济体——美国、日本的地方政府债券的评级思路与方法进行了简要评析, 对我国现实中的地方政府债券的评级状况进行了简要介绍, 对符合我国国情的科学的地方政府债券信用评级思路和方法提出了建议。

[关键词] 地方政府债券; 信用评级; 美国; 日本

[中图分类号] F830.91

[文献标识码] A

[文章编号] 1002-736X(2010)05-0183-04

On the Credit Risk Evaluation on Bond of Local Government

Su Ying

(Academy Institute of Post Doctor of Dagong Global Credit Rating CO, LTD, Beijing 100125)

Abstract: The first part this paper summarizes the approaches of credit risk evaluation on bonds of state government in US and Japan, the second part summarizes the means of credit risk evaluation on bond of local government in China, finally, this paper bring forwards some suggestions for credit risk evaluation on bond of local government in China.

Key words: bond of local government; evaluation of credit risk; US; Japan

经国务院批准同意, 以省、自治区、直辖市和计划单列市政府为发行和偿还主体, 由财政部代理的地方政府债券顺利发行。2009年总量规模2000亿元, 债券期限确定为3年, 利息按年支付, 利率通过市场化招标确定。现阶段, 由于针对地方政府债券统一的管理制度框架尚未建立, 相应的信用评级、发行渠道等制度环节还不完善, 本期地方政府债券由中央政府代发。它强调“中央代发不代还”的制度安排, 使地方政府债券发行的市场化进程向前大大迈进了一步。可以预见, 地方政府债券通过规范的市场化渠道发行、运作将指日可待。

本文就地方政府债券的市场化进程中非常关键的环节——地方政府债券信用评级理论与方法的国内外研究成果作出归纳和总结, 并对构建我国科学的地方政府债券的信用评级方法体系提出

了建议。

一、地方政府债券与债券评级

地方政府债券指地方政府或其授权代理机构发行的有价证券, 是地方政府在税收、规费收入以外的一种通过举债筹措财政资金的方式, 所筹集的资金主要用于城市基础设施项目的建设。依照债券的用途、最终偿还资金的来源与担保方式的不同, 通常将地方政府债券分为一般责任债券 (General Obligation Bonds) 和收益债券 (Revenue Bonds)。一般责任债券是以发行机构的全部声誉和信用为担保并以政府财政税收为最终还款来源的债券, 通常用于没有收益的地方基础设施的建设项目, 例如教育、市政设施建设等。收益债券则是与特定的项目或是特定的税收相联系, 其还本付息主要来自于特定项目的收入, 多数

用于有一定收益的准公共品的建设中, 例如供热、供水系统以及城际道路、机场、码头等大型基础设施的建设。

自1909年美国人约翰·穆迪在《铁路投资的分析》中首次运用评级的方法对当时的各种铁路债券进行了分析, 随后的一百年时间里, 证券评级行业在数次经济危机中发挥了重要作用, 使得其在全球发达经济体中快速发展之后, 其相应方法与制度模式又在全球范围内扩散。地方政府债券由于其发债主体、债项用途等方面的特殊性, 其信用风险分析和判断与宏观经济政策、区域经济发展状况、产业经济与财政体制等方面的联系更为紧密, 使得财政收入预期模型要比一般经济主体的收入预期模型更为复杂。为此, 其信用评级理论与方法通常不同于一般经济主体的信用评级理论与方法。

[基金项目] 本课题获得第四十三批博士后研究基金二等资助 (项目编号: 20080430594)。

[作者简介] 苏英 (1973-), 女, 陕西蒲城人, 大公国际资信评估有限公司博士后工作站在站研究人员, 管理学博士, 研究方向: 地方政府信用风险评级理论与方法。

二、国外主要地方政府债券评级理论与方法

（一）美国地方政府债券评级理论与方法

美国的地方政府债券主要是其各级政府的市政债券（Municipal Bonds），此类债券以地方政府信用作为担保，由州、城市、城镇、县及其授权代理机构发行。美国的市政债券始于19世纪20年代，1817年纽约州首次采用发行债券筹集资金的办法开凿伊利运河，仅用5年时间运河建设就告完工。这种模式大大启发了各界，随后各州相继仿效纽约州的做法，依靠发债筹措基础设施建设资金。当时美国多数城市面临城市大规模建设，基础设施建设资金缺口较大，由于美国联邦预算和地方预算各自独立编制，地方政府不得不自行设法筹措资金，举债进行基础设施建设自然成为大家追捧的融资模式。每遇大规模增加基础设施建设，地方政府债务都会剧增。19世纪40年代到50年代，随着美国西部开发和铁路建设的推进，市政债券市场获得较快发展；到20世纪末期的1998年，流通中市政债券总量达到了115万亿美元，占各类流通中债券的比重超过了10%。现阶段，美国市政债券发行规模大约为国债发行规模的50%、企业债券的25%，市政债券成为地方政府用于支持基础设施项目建设的—种重要融资工具。

美国各大评级机构对于市政债券的评级从评级思想到理论方法等方面都不同于一般经济主体的评级，其中穆迪公司的地方政府信用评级方法论（Moody's State Rating Methodology）最具代表性。穆迪公司对一般经济主体的信用评级主要关注融资主体的经营效益与现金流运行的状态，以便判断融资主体对未来债务的偿还能力。对于地方政府债券，由于其融资主体是地方政府，融资投向是地方公共基础设施，投向的项目通常没有自身收益或自身收益性较弱，但相应项目的外部收益性显著，为此其评价主要关注地方政府财政收入对未来债务的覆盖度。穆迪公司在其地方

政府信用风险评价中明确提出其评价的基本思路：地方政府债券的信用级别代表对地方政府财政收入水平的未来预期。穆迪在对地方财政收入水平的未来预期中主要考量四个方面的内容：（1）地区经济发展状况；（2）地方政府财政收入状况；（3）地方政府的债务水平及结构；（4）地方政府治理与预算管理水平。^①

据我国市政债券研究领域专家宋立等人的研究成果，美国各大评级机构对一般责任债券的评级主要关注如下方面：一是有关发行人债务结构的相关信息，以确定其总的债务负担；二是发行人持续稳健的预算政策的能力和行政纪律，考查发行人是否有连续3~5年做预算平衡等；三是收集有关税收征得率和地方预算对特定收入来源依赖程度的历史记录；四是对发行人所处整体社会经济环境的评估。评级机构会根据各项指标的综合情况给予市政债券一个信用等级。市政债券因为有政府背景的依托和较稳定的收入来源，往往可以获得较高的信用评级。^{②③}相应研究表明，美国各大评级机构对市政债券的评级思路基本与穆迪公司的评级思路保持一致。

（二）日本地方政府债券的评价思路

日本的地方政府债券，最早可追溯到明治初年。1879年，日本确立了“举借地方政府债必须通过议会决定”的原则，从此开始了地方政府举借债务的历程。日本的地方政府债券包括地方公债和公共企业债两种类型，其中，地方公债是日本地方债券制度的主体。地方公债是地方政府直接发行的债券，主要用于地方道路建设、地区开发、义务教育设施建设、公营住宅建设、购置公用土地以及其他公用事业；公共企业债是由地方特殊的公营企业发行、地方政府担保的债券，使用方向主要集中于下水道、自来水和交通基础设施等方面。

目前，地方公债收入是日本地方财政收入的第三大来源，近十年来其占到日本地方政府财政收入的比例保持在10%~20%的水平，^④总体债务规模也在不断扩张，日本地方政府债务余额从1993年的约4000亿美元扩张为2007年

末的约2万亿美元。

日本对地方政府债券发行实行计划管理。第二次世界大战以后，日本中央政府（主要由大藏省和自治省）每年都编制地方政府债券计划，主要内容包括地方政府债券发行总额、用途和各种发行方式的发债额。地方政府债券计划只作为参考资料提交国会，不属于国会审议对象，因而没有法律依据，无强制执行的效力。但是，它是大藏大臣与自治大臣协商制定的，并且规定了中央政府认购地方政府债券的规模及地方政府债券的具体用途，自治大臣在审批各地地方政府的发债申请时以该计划为依据。

同时，日本对各地地方政府举债实行严格的协议审批制度，以控制债券规模。《地方自治法》第二百五十条规定，现阶段地方公共团体在地方政府债券的发行方式、利率、偿还方式等方面，必须获得自治大臣或都道府县知事的许可。地方政府要求发行债券时，要事先向自治省申报，提出所要发展的建设项目、资金来源和需要发债的额度。自治省审查后，将各地的发债计划进行汇总，在同大藏省协商后，统一下达分地区的发债额度。如果发行公募债券，在得到地方议会及自治大臣的认可后，由大藏省、自治省、受托银行以及证券公司召开会议，联合决定每月发行总额及分地区发行额。

严格讲，日本地方政府公债不是市场化运作的债券种类，其发债规模与利率并未通过市场化的渠道来实现。因此，日本的地方政府债券不存在真正意义上的债券评级。但自治大臣与大藏大臣协议审批的审核标准能够在一定程度上反映相应监管机构对日本地方政府债券的评价思路。自治大臣与大藏大臣审核地方政府发行是否能够发行债券的依据有三个。（1）地方政府的税收收入、专项拨款收入和补助金收入的水平。（2）地方政府的债务水平。债务依存度（债务余额/一般财政支出）在20%~30%之间的地方政府不得发行公共企业债券，30%以上的地方政府不得发行地方公债。（3）严格限制向有财政赤字的地方政府和出现亏损的公共企业发债。^⑤

三、我国地方政府债券评级研究成果

2009年地方政府债券的发行,是我国政府应对国际金融危机、扩内需保增长的重要举措,同时也是中央政府与地方政府在财政制度安排上长期博弈的结果。长期以来,地方政府受一定的法律约束不能在资本市场上合法举债,但各级地方政府由于基础设施建设的需要,均有通过举债的方式进行融资的需求。为此,长期以来各界有是否允许地方政府举债融资的争论,形成了一定的理论研究成果。

与此同时,虽然各级地方政府受法律约束不能在资本市场合法融资,但地方政府由于地方财政收支缺口及地方公共产品供给的需要,通过间接的方式在资本市场上举债是比较普遍的现象。自2002年起,各级地方政府通过有实际控制权的城市基础设施投融资公司发行企业债的方式为各地方筹集基础设施建设资金,这种融资模式的规模逐年不断扩张,2007年度融资规模达到300亿元。各大评级机构对此类企业债券的评级反映出其对地方政府债券的相应的评级思路与方法体系。

(一) 理论界的研究成果

国内理论界对地方政府债券的研究主要集中于国际地方政府债券实践的比较研究、我国地方政府债券发行的可行性研究以及地方政府债券发行的制度安排等方面。集中于地方政府债券的评级理论与方法的研究较少。

韩立岩教授及其研究团队在此方面的成果比较突出。此研究团队运用模糊期权定价思想重点分析了地方政府债券的发行规模与违约率之间的相关关系,认为在一定财政收入与支出分布状态下,地方政府债券的信用等级与发债规模相关性最高,相应模型建立下测算了北京、上海等城市的发债规模边界。^⑥

宋立教授对地方政府债券的研究主要集中于不同国家地方政府债券的制度安排的比较,认为对地方政府债券信用等级确定应集中于区域环境、地方政府财政收入的增长状况等方面。^⑦

国家发改委投资研究所的杨萍研究员对地方政府债券发行的相关问题进行了分析,认为影响地方政府债券信用评级的主要因素有:地方政府税收的稳定性和其他收入来源;地方政府履行财务的承诺,特别是不利环境下的履约记录;当地居民的经济和社会特征;地方政府的债务构成和财务运行状况(包括收入来源、支出需求、可用的有保证的现金量)。同时,认为提高市政债券发行人的信用评级,既需要扩大地方政府的税收来源和合理税率,还需要认真选择投资领域和项目,应投资于能产生较大收益的,有助于城市发展服务、扩张工商业和增加就业的项目。^⑧

冯兴元等从宪政经济学的角度探讨了地方政府债券的规则秩序问题,认为对地方政府债券的评价应从国家的基本制度安排考量,同时认为对地方政府债券的发行与规模控制应考量代际公平、基础设施项目的范围限定等内容。^⑨

(二) 评级机构的主要实践

如上所述,地方政府受法律限制不能在资本市场直接融资,但自2002年起地方政府通过有实际控制权的城市建设投融资公司发行企业债的方式在资本市场进行基础设施建设融资的现象已经比较普遍。各大评级机构对此类企业债券的评级标准也不同于一般经济主体的评级标准。

中诚信资信评级有限公司在相应城市建设投融资公司企业债的评级中,将评级要素确定为宏观经济总体态势、地方政府债务状况、地方政府财政收支状况与地方政府财政支出效果的评级等方面。^⑩

大公国际资信评级有限公司在相应城市建设投融资公司企业债的评级中,将评级重点放置于区域经济发展状况、地方政府财政收入规模与增长状况、地方政府预算管理制度的效率以及地方政府债务状况与结构等方面。

陈超等人通过Logit回归模型对已发行的城市建设投融资公司企业债券的信用等级与相关因素进行了相关性分析,结论是各大评级机构的对此类债券的信用等级与此类公司的资产规模、地方政府的财政收入高度相关,与其他因

素的相关性较弱。^⑪

四、结论与建议

美国与日本作为发达经济体中联邦制与集权制的两个典型代表,其不同的地方政府债券发行模式是其基本制度安排的现实表现,相应评级也遵循了基本制度安排的思路。

美国作为联邦经济体的代表,地方政府在预算管理与财政支出安排中有较大的自由度。为此,美国的地方政府债券的评级在考虑宏观经济趋势的情况下,主要考虑地方政府自身的财政收入水平与预算管理能力,地方政府债券的级别是对地方政府财政收入的预期,债券发行利率与债券级别高度相关,地方政府债券的发行规模、发行利率的确定是高度市场化的过程。

日本的地方政府债券的发行严格遵循中央政府的宏观经济管理政策,债券的发行规模需要经过上级政府审核,服从中央政府债务经济安排的总量规模。为此,日本的地方政府债券不是真正意义上的地方政府债券,其发行方式决定此类债券具有中央政府的隐性担保,其评价思路主要考量在宏观经济的债务总量中地方政府的债务比例,表现出对地方政府债务从中央政府层面进行计划总量控制的思想。

我国经济的主体是单一的政治体制,中央与地方政府财政安排上严格遵循基本的国家制度安排。2009年3月地方政府债券发行前,地方政府债券是受到严格的法律限制的。2009年总量2000亿元的地方政府债券的发行是新的历史时期内我国制度创新的有效尝试。在进行这一尝试前,各界做过大量理论分析与国外成功经验的借鉴总结,有推崇日本模式的,也有赞同美国模式的。

笔者认为,我国的经济主体虽然是单一政治体制国家,在地方政府债券的发行问题上似乎可以效仿日本。日本地方政府债券的优点是显著的,协助完成了国家整体的制度安排,便于债务总量的规划,有效控制地方政府债务过度膨胀的风险。但日本式的地方政府债务的缺陷也是明显的,这种制度安排使地方

政府债券存在着双重保证的偿还机制安排,地方政府作为债券发行或担保者是一次的、法律和制度的偿还人,中央政府成为二次的、行政和道义上的偿还人,结果是形成金融风险集中机制。如果考虑到财政是金融机构真正的最后顺序的“最后贷款人”(中央银行是法律、制度和第一顺序的最后贷款人),最终实际上形成了财政风险的集中机制。可以讲,日本模式实际上具有集中金融风险 and 财政风险的机制安排,它是日本财政的赤字率持续居高不下的重要原因。

日本的地方政府债券的模式也是我国现阶段所要面临的问题。我国地域广阔,如果采纳日本的模式,中央政府会面临更大的财政风险。为此,在此建议,对于地方政府债券,我国应效仿美国的做法,运用市场的机制,使地方政府债券进行市场化运作。在市场化基本制度安排下,我国地方政府债券的评级应对债券的实际负担主体——地方政府的收入与管理状况进行评级。

由于我国地方政府财政体制的特殊性,对地方政府的评级在此建议关注四

个方面:(1) 地方政府的历史沿革与预算管理的基本形式;(2) 地方政府的财政收入水平与增长预期;(3) 地方政府的支出结构与历年公共工程的资金使用效率;(4) 地方政府的真实债务水平与结构。在充分掌握地方政府财政与预算管理基本信息的基础上,设计地方政府财政收入预测模型,运用预测模型同债务违约率的相关性,确定地方政府债券的信用等级。

注释:

① Moody's Public Finance State Ratings Team: Moody's State Rating Methodology[R]. Rating Methodology, November 2004.

② 张志华、周娅、尹李峰、吕伟、刘谊、闫晓茗《美国市政债券管理研究》,载于《经济研究参考》2008年第22期第16至20页。

③⑦ 宋立《地方公共机构债券融资制度的国际比较及启示——以美国市政债券与日本地方债券为例》,载于《经济社会体制比较》2005年第3期第76至83页。

④ 赵连友《美、日地方公债制度的比较研究及其借鉴》,载于《郑州经济管理干部学院学报》2007年第1期第37至40页。

⑤ 参见《日本的地方政府债务管理》,财政部预算司网站,理论借鉴篇,2010年3月18日。

⑥ 韩立岩等《市政债券的风险识别与控制策略》,载于《管理世界》2005年第3期第58至66页。

⑧ 杨萍《发展市政债券市场的相关问题研究综述》,载于《经济研究参考》2006年第33期第24至28页。

⑨ 冯兴元《论城市政府负债与市政债券的规则秩序框架》,载于《管理世界》2005年第3期第29至42页。

⑩ 韩翔《地方政府财政风险评估与预警体系研究》,中诚信官方网站,2005年9月。

⑪ 陈超等《我国企业债券融资、财务风险与债券评级》,载于《当代财经》2008年第2期第39至48页。

[责任编辑:唐玉萍]

[上接第145页]

业的生产和发展提供了肥沃的土壤,企业是依托社会而存在的。充分履行自己的社会责任的企业,才会最终获得消费者的高度评估和认可,使企业有良好的形象,这是企业兴旺发达的首要条件。而且承担社会责任的企业能依靠因此而带来的良好社会形象获得长期的利润增长。对外塑造的好形象还可以提升管理的灵活性,从长期看,也可以增加股东利益。

在贝塔斯曼的企业文化中,企业家精神和社会责任是两大根基。倡导分权管理结构,形成的“贝塔斯曼精华理念”——“企业团队精神、中心管理和社会责任”一直是贝塔斯曼的基本企业精神。莱恩哈德·摩恩还注意通过各种公共活动,如通过非盈利性的贝塔斯曼基金会开展的活动,来塑造企业的自我形象,不失时机地把企业的核心理念和企业文化精神传达给公众。

在我国,也有一些出版社主动承担了社会责任。如中国轻工业出版社在第一时间就开始策划出版《灾后心理救助与心理重建——“5·12”大地震后的自我应对指南》(该书是一本献给因汶川大地震而蒙受心灵创伤的人们的应对指南),并很快实施,采取紧急出版机制,在短短48小时内出版完成。此外,对于合作的印刷企业,出版社可以优先选取那些污染较低的“绿色”印刷企业,促使整条产业链的“绿化”发展,减少各类污染,这也是符合当前我国提倡的科学发展观中走可持续发展道路,实现经济又好又快发展的精神。

相信能履行社会责任的出版企业一定能走得更好更远。

注释:

① 迈克尔·波特著,陈小悦译:《竞争优势》,华夏出版社2007年版第33至

43页。

②④ 史蒂文·F·沃克等著,赵宝华等译:《利益相关者权力》,北京经济管理出版社2003年版第31至41页。

③ Freeman R.E. *Strategy Management: A Stakeholder Approach* [M]. Boston, Pittman, 1984.

[参考文献]

[1] 封延阳.核心竞争力:中国出版社的战略选择[J].中国出版,2002,(4):19-20.

[2] 王一方.品牌图书的组合营销与价值链管理[J].编辑之友,2005,(3):20-23.

[3] 魏佳.贝塔斯曼的经营之道[J].新闻爱好者,2006,(5):43-44.

[4] 杨瑞龙,周业安.企业的利益相关者理论及其应用[M].北京:经济科学出版社,2000.

[责任编辑:唐玉萍]