

东方金诚|熊猫债评级方法—境外地方政府篇

2016-01-19

戳上面的东方金诚关注我们哦！

作者：东方金诚 主权信用评级团队

编者按

2015 年韩国政府、渣打银行（香港）有限公司、戴姆勒股份公司、招商局集团（香港）有限公司、香港上海汇丰银行有限公司、中国银行（香港）有限公司等境外机构相继在交易商协会注册并发行了人民币债券（俗称“熊猫债”）。2016 年人民币将加入特别提款权（SDR），国际化的程度进一步提高，有望激发境外机构发行熊猫债券的需求。为帮助国内投资者更好地了解境外机构所发行熊猫债券的信用风险，东方金诚特推出“熊猫债评级方法”系列专题文章，剖析熊猫债的信用风险特征，并介绍东方金诚对熊猫债发行人及熊猫债的评级分析框架、各类境外机构（主权政府、境外地方政府、国际开发机构、境外金融机构、境外非金融企业）评级要点。本期为境外地方政府篇。

境外地方政府人民币债券信用评级定义

境外地方政府包括单一制下由中央政府设置的治理国家部分地域的政府和联邦制下具有一定独立性、管理国家行政区事务的政府组织。作为人民币债券发行主体之一的境外地方政府一般是指一级行政区如省、州、自治区等政府。

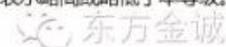
境外地方政府在境内发行的人民币债券信用评级是指东方金诚对境外地方政府发行人及其所发行人民币债券信用质量的综合评定。其中，境外地方政府人民币主体信用评级是对其人民币偿债能力和偿债意愿的综合分析，并判断其一般无担

保人民币债务的违约概率及违约损失程度。人民币债券信用评级则是在境外地方政府人民币偿债能力和意愿分析基础上,结合人民币债券偿付保障措施等因素判断境外地方政府人民币债券的违约风险。

境外地方政府人民币主体及人民币债券信用等级符号划分成九级,分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示。

符号	定义
AAA	人民币债务偿还能力极强,基本不受不利经济环境的影响,违约风险极低;
AA	人民币债务偿还能力很强,受不利经济环境的影响不大,违约风险很低;
A	人民币债务偿还能力较强,较易受不利经济环境的影响,违约风险较低;
BBB	人民币债务偿还能力一般,受不利经济环境影响较大,违约风险一般;
BB	人民币债务偿还能力较弱,受不利经济环境影响很大,违约风险较高;
B	人民币债务偿还能力较大地依赖于良好的经济环境,违约风险很高;
CCC	人民币债务偿还能力极度依赖于良好的经济环境,违约风险极高;
CC	在破产或重组时可获得保护较小,基本不能保证人民币债务偿还;
C	不能偿还债务。

注：除AAA级,CCC级(含)以下等级外,每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调,表示略高或略低于本等级。



境外地方政府人民币主体信用评级分析框架

人民币主体评级是对境外地方政府的人民币债务偿债能力和意愿的综合评定。

东方金诚对境外地方政府发行人的人民币主体评级分为三个方面：

1、对境外地方政府自身综合实力进行评级

境外地方政府自身综合实力评定即境外地方政府主体信用评级,是对境外地方政府偿债能力和偿债意愿的判断。东方金诚对境外地方政府信用评级分为地方政府与主权政府的制度框架、地方政府治理、经济实力、财政实力和偿债能力五个维

度。其中，地方政府与主权政府的制度框架决定了两者之间的权力分配，以及地方政府信用风险受主权政府信用风险影响的程度；地方政府治理能力是指地方政府在制度框架下的具体治理结构及治理效率，是影响区域经济发展和地方政府财政实力的基础性条件；经济实力是地方政府财政实力的基础，也是其可偿债资金的源泉；财政实力决定了地方政府可支配的财政资源和可偿债资金规模；偿债能力是在经济和财政实力分析的基础上分析地方政府的债务负担及地方政府对债务的保障程度。除此之外，东方金诚还考察地方政府在债务方面的违约记录。

2、对境外地方政府自身综合实力进行国别风险调整

国别风险调整主要考虑境外地方政府所属国家的主权信用等级。在境外地方政府主体信用评级中具体体现为主权政府对地方政府偿债能力和意愿的影响，既包括所属国家政治稳定性、经济和金融环境、财政实力、汇兑政策等对地方政府偿债能力和意愿的影响，也包括地方政府获得主权政府偿债救助的可能性和规模。

3、评定境外地方政府对人民币债务的偿还能力和偿还意愿

由于人民币债务对境外机构属于外币债务，在人民币尚未完全国际化之前，人民币债务的风险还存在一定的特殊性。因此需在国别风险调整后的自身综合实力评估基础上，对其人民币债务偿债能力和偿债意愿进行单独评定。

在经国别风险调整的境外地方政府综合实力评级基础上，对人民币债务偿债能力和偿债意愿主要考察：

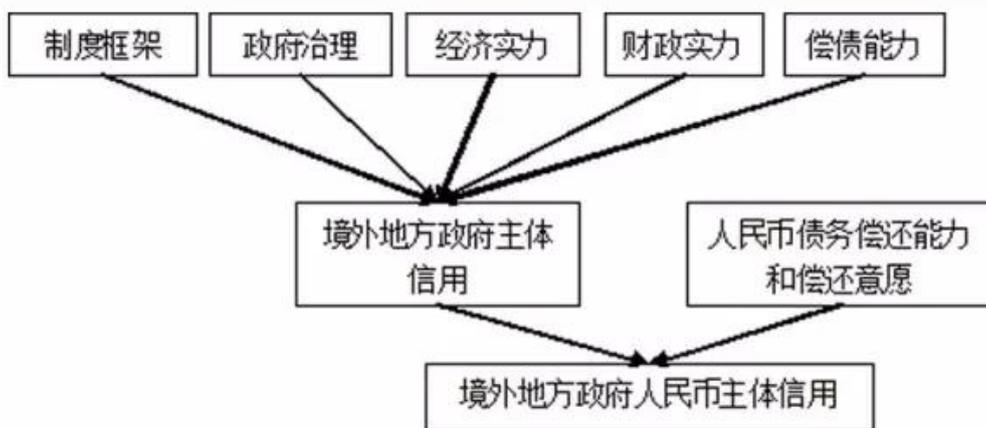
1、境外地方政府所辖区域与中国贸易和投资往来密切程度。

2、境外地方政府的非人民币资产转换为人民币可偿债资金的可能性：主要考察境外地方政府本币与人民币的汇兑稳定性，既包括汇率水平历史表现，也包括在人民币债券存续期内汇率预期。

3、人民币可偿债资金对人民币债务的覆盖程度：主要考察境外地方政府现有人民币可变现资产对其现有人民币债务或计划新增人民币债务的覆盖程度。

4、与中国政府之间的特别安排：主要考察境外地方政府所属国家或地区与中国政府间包括但不限于相互外交战略定位、货币互换协议、双方货币直接交易机制、自由贸易协定等。

图1：境外地方政府人民币主体信用评级分析框架



东方金诚

境外地方政府主体信用评级要素

1、地方政府与主权政府间的制度框架

地方政府与主权政府间的制度框架是指主权政府与地方政府之间的政治权力、经济社会权力和财政权力进行分配的制度安排。

东方金诚对地方政府与主权政府间的制度框架主要考察：

(1) 主权政府与地方政府的权力分配安排对地方政府的治理能力、经济实力、财政实力等的影响；

(2) 主权信用风险对地方政府信用风险的影响程度。一方面，判断地方政府在偿债方面（特别是外币债务）受主权政府的影响程度；另一方面，也分析地方政府从主权政府获得支持的可能性。通常情况下，主权政府的信用等级构成了所辖地方政府的信用等级上限。但在联邦制等特定的制度框架下，地方政府与主权政府的信用风险也可能没有必然的联系。

2、地方政府治理能力

地方政府治理能力包括经济治理能力、财政预算执行能力、债务管理能力等，东方金诚主要考察地方政府治理对经济发展、财政实力和债务管理的影响。

(1) 经济治理能力主要考察地方政府在经济产业、财政、就业、吸引外来资本和人口等方面的政策对经济发展的影响；

(2) 财政预算执行能力主要考察地方政府财政收入汲取能力、地方政府财政支出纪律，和地方政府财政预算决算公开情况及接受监督情况；

(3) 债务管理能力是主要考察地方政府负债在债务规模、债务成本和债务期限方面的管理安排，以及债务信息披露透明度。

3、区域经济实力

所辖区域的经济实力是地方政府获取财政收入和可偿债资金的基础。东方金诚对区域经济实力的分析分为经济发展水平和经济结构两个方面：

(1) 经济发展水平是指地方经济的相对经济规模和人均富裕程度，评级指标包括但不限于国内生产总值、人均国内生产总值、经济增长速度以及增速波动、失业率等。

(2) 经济结构主要考察资源禀赋、产业结构、经济推动力结构、科技研发投入、人口与劳动力结构等影响经济发展质量的主要因素。

4、地方财政实力

地方财政实力是决定地方政府偿债能力的直接和最主要因素,主要从地方政府财政收入规模和稳定性、财政平衡能力、地方政府可支配资产等方面考察。

(1) 财政收入规模和稳定性。东方金诚主要考察财政收入的规模、结构和变化趋势。规模方面主要判断可支配财政收入的绝对规模和相对规模,结构方面主要是分析税收收入占财政收入的比例来判断财政收入的可持续性;对未来财政收入分析主要是结合未来短期经济走势预测财政收入变化趋势,结合经济长期走势判断未来财政收入增长空间。

(2) 财政支出。东方金诚主要关注财政支出的结构,尤其是经常性支出的占比。

(3) 财政平衡能力分析一段时间内政府财政收支盈余或赤字情况,并结合财政收入稳定性和财政支出刚性的分析,对地方政府结构性的财政平衡能力作出判断。

(4) 可支配资产是偿债能力的重要组成部分,东方金诚主要考察政府可支配资产的充足性和流动性。

5、地方政府偿债能力

东方金诚对地方政府偿债能力的分析是在制度框架、地方政府治理、地方政府经济、财政实力分析的基础上,对地方政府的债务及偿债能力做出的判断。

(1) 对债务规模的分析既包括对绝对规模和变化趋势的分析,又包括债务与国民经济总量和财政收入的相对规模的分析。债务未来变化趋势从人口老龄化带来的养老金负担以及其他社会福利造成的债务融资需求来分析,同时判断或有负债转变为直接债务的可能性。

(2) 债务结构主要考察债务的期限结构、利率结构和币种结构。

(3) 地方政府的可偿债资金主要包括政府财政盈余、政府利用往年财政盈余建立的财政储备基金、政府可变现资产和地方政府债务再融资资金。东方金诚主要通过可偿债资金对债务的覆盖程度判断其偿债能力。