

城投公司信用评级方法的比较与研究

作者：联合评级 工商评级一部市政城投组

近年来，国家对于城投公司的监管政策频出，对于城投公司融资行为的监管日益趋严，城投债受到投资者的较多关注；此外，随着我国债券市场加快对外开发，中国债券市场也将吸引更多的国外资本和投资者参与，但由于我国评级机构尚处于成长阶段，相关评级体系的建设以及评级方法的制定与国外主流评级机构相比仍存在一定差距，本文分别对国外评级机构以及国内评级机构关于城投公司或政府相关实体的评级方法进行横向对比梳理，包括对城投公司/政府相关实体的定义、评级逻辑以及评级要素等方面，重点对国际评级机构的评级方法进行综合比较与分析，在此基础上对国内评级机构的评级方法要素进行了简要归纳，最后总结得出国内评级机构可以从国际评级机构对政府相关实体的评级方法中可以获得的启示与借鉴。

一、概述

本文分别对国外评级机构以及国内评级机构关于城投公司或政府相关实体的评级方法进行对比梳理，其中包括国际 3 大主流评级机构和国内主要评级机构，其中中债资信未披露城投公司评级方法，因此本文不对中债资信评级方法进行比较。从各机构评级方法来看，均对城投公司或政府相关实体制定了详细的评级方法，国内评级机构对城投公司的评级方法差别不大，但国际评级机构对国内评级结构相比，差别较大，因此本文重点对国际评级机构的评级方法进行对比分析。

表 1 目前国内外城投公司/政府相关实体评级方法

国外评级机构		国内评级机构	
评级机构	评级方法年份	评级机构	评级方法年份
穆迪	2017 年	联合资信/联合评级	2015 年
标普	2015 年（2017 年更新）	中诚信国际	2014 年
惠誉	2016 年	大公国际	2017 年
		新世纪	2015 年
		东方金诚	2014 年
		鹏元评级	2015 年
		远东资信	2014 年

资料来源：联合评级整理

本文主要从各机构评级方法中对城投/政府相关实体的定义、评级逻辑框架以及评级要素进行对比分析，各机构评级方法主要存在以下异同：

(1) 国际评级机构与国内评级机构在评级逻辑上差异较大，经分析其主要原因在于对城投企业或政府相关实体的定义不同造成的，国内评级机构通常将城投企业作为独立行业进行分析，认为城投企业经营与财政具有其特定性；而国际评级机构将其认定为政府相关实体，对实体自身信用按照实体所属行业的具体评级方法进行分析，所得的级别通过特定方法对比政府信用进行调整。

(2) 国际评级机构在模型制定以及量化打分方面论述较多，如标普的二维映射打分法、惠誉的向下或向上调整法以及标普的联合违约分析法，国内机构在此部分均没有涉及。

(3) 国内评级机构对城投公司或政府相关实体评级分析逻辑基本一致，都可以归纳为企业自身信用以及政府信用两方面，但各评级机构关注点略有不同，部分机构将政府信用与企业自身信用整合分析，按照从宏观到微观的逻辑进行分析，而部分机构将两者分别进行分析，通过两者之间的联系或重要性对企业最终级别进行评定。

(4) 对政府支持考虑不同，国内评级机构考虑较多的为政府在财政补助、资产划拨等方面的支持（也就是一般支持），对企业发生流动性风险时政府提供特殊支持的分析不足，这也主要是由于国家政策不同导致的，目前我国政策不允许地方政府对城投企业提供类似担保及承诺文件。而国际评级机构将政府特殊作为分析的重点。

二、国内外评级机构对城投公司/政府相关实体的定义比较

由于国外评级机构的评级方法在全球范围内适用，因此其对城投公司的定义相对宽泛，即为政府相关实体，国际三大评级机构的相关定义如下：

穆迪认为政府相关发行人（Government Related Issuer, GRI）为由地方政府通过全部或部分股权、特许经营权或强制性的公共政策控制的实体，通常政府持有的股权不低于 20%。在特定市场中，GRI 通常为具有战略重要性的发行人。

标普认为政府相关实体（Government Related Entity, GRE）通常由政府部分或全部控制并且为大众提供关键服务；此外，如果部分企业由于具有系统重要性或者其提供重要的商品和服务，这类企业即使政府仅有少数或没有股权，也被认定为 GRE。标普对 GRE 定义的关键点在于企业在困难时期能否获得政府特殊支持。

惠誉评级方法针对公共板块实体（Public-Sector Entity, PSE），PSE 即为具有公共板块的属性、提供必须的公共服务或者对政府（包括超国家实体）具有促进发展的作用的实体。通常由政府直接或间接控制，与政府具有股权、法律和/或财务上的联系，并且通常不以盈利为目的。同时相关政策不应该对政府给予 PSE 直接或间接的财务协助造成障碍。为保持统一性，本文将 GRI、GRE 以及 PSE 统称为政府相关实体。

国内评级机构评级方法直接适用于城投公司（或投融资平台）这一特定板块，对其定义

基本包括：出资形式，地方政府或所属部门以实物、现金或土地等资产出资设立的；设立目的，为满足地方政府融资和建设业务需要，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营等；政府支持，业务运营得到地方政府的支持。

通过以上分析，可以看出国外评级机构普遍认为城投公司/政府相关实体由政府控制，并且是以项目投融资职能为主的主体，是适合于中国国情的评级方法。国外评级机构也普遍认为政府相关实体具有提供必需公共服务的实体，一般由政府持股，但标普和惠誉同时也认为即使政府不具有股权上的控制，若政府对政府相关实体具有特别支持，也可以被认定为政府相关实体。

三、国内外评级机构对城投公司/政府相关实体的评级逻辑比较

国际评级机构在政府相关实体的评级逻辑基本相同，均是首先对实体自身信用进行分析，确定初始级别，然后通过政府相关实体与地方政府的联系（包括政府相关实体的重要性、企业与政府联系的强度和持久性）对政府相关实体信用等级进行调整，最后确定政府相关实体的最终级别。

具体差异主要表现在：标普采用定性的方法，利用二维矩阵映射表，来确定政府相关实体的信用等级；惠誉将政府相关实体分为信用关联和非信用关联两种，然后采用向上或向下调整方法进行判断。穆迪利用联合违约概率的分析方法，确定政府相关实体自身违约概率和政府的违约概率，然后采用打分卡以及专家法从定量角度分析政府与相关实体违约相关程度以及政府对相关实体的支持程度。

表 2 标普政府相关实体级别调整原则

政府信用等级	GRE 自身等级	调整原则
AAA	比政府信用等级低 0~3 个级别	调整后，政府相关实体信用等级等同于政府信用等级，即 AAA
	自身信用等级位于 BB+与 A+之间	政府相关实体信用等级在政府信用等级基础上下调 1 个级别，即 AA+
	自身信用等级位于 B+与 BB 之间	政府相关实体信用等级在政府级别基础上下调 2 个级别，即 AA
	信用等级在 B-与 B 之间	政府相关实体信用等级在政府级别基础上下调 2 个级别，即 AA-
AA--AA+	比政府信用等级低 0~2 个级别	调整后，政府相关实体信用等级等同于政府信用等级
	自身信用等级位于 BB-与 A+之间	政府相关实体信用等级在政府信用等级基础上下调 1 个级别
	自身信用等级位于 B-与 B+之间	政府相关实体信用等级在政府信用等级基础上下调 2 个级别
BBB--A+	与政府信用等级相同或比政府信用等级低 1 个级别	调整后，政府相关实体信用等级等同于政府信用等级
	比政府级别低 2 个级别至 BB-之间	政府相关实体信用等级在政府信用等级基础上下调 1 个级别
	信用等级在 B-与 B+之间	政府相关实体信用等级在政府级别基础上下调 2~3 个级别

资料来源：标普评级方法，联合评级整理

表 3 惠誉政府相关实体级别调整原则

分类	调整方法	调整原则
PSE 与政府信用关联且相等	向下调整法	级别等同于政府信用等级
PSE 与政府信用关联但不相等		级别为政府信用等级至多下调三个等级
PSE 与政府信用不关联	向上调整法	至多在自身独立信用水平上提升三个级别

资料来源：惠誉评级方法，联合评级整理

国内评级机构对城投公司的逻辑框架基本一致，基本上均可以归纳为城投公司所处的地方政府实力分析以及城投企业自身实力分析这两方面。但同时各家评级机构评级逻辑均有自身的特别之处，鹏元评级此处将区域经济实力与财政实力统一纳入到城投公司自身评级中，再根据一系列特殊风险事项进行级别调整；东方金诚未将城投企业列为单独的行业进行分析，而是根据城投公司根据其业务性质，纳入不同的行业进行分析；新世纪、中诚信国际与联合资信均对城投企业与地方政府之间的联系（如关联度、支持性和重要性等方面）进行单独分析，判断政府支持的可能性。

四、国际评级机构对政府相关实体的评级要素比较

表 4 国外评级机构对政府相关实体评级方法对比

标普	穆迪	惠誉
提供支持的政府评级	提供支持的政府评级	提供支持的政府评级
实体独立信用品质（SACP）	基准信用评估（BCA） 使用所属行业特定评级方法	实体独立信用品质（PSE's Standalone Profile） 收益支持评级方法与所属板块评级方法
政府特别支持可能性评估 • 企业对政府的重要性 • 企业与政府联系的强度和持久性	政府与政府相关实体的违约相关程度（独立性） • 政府相关实体与政府在经营和财务的关联度 • 政府相关实体和政府间对同一收入基础的依赖程度 • 政府相关实体与政府受相同信用风险影响的程度	向下调整法 • 级别与政府信用关联且相等（法定担保，特殊债务担保） • 级别与政府信用关联但不相等（法律地位、控制力、战略重要性、整合度）
	政府为相关实体提供特殊支持的可能性（支持性） • 结构性因素（担保、所有权和支持障碍） • 意愿因素（政府干预、政治联系和经济重要性）	向上调整法 • 替代性 • 融资渠道 • 相关性 • 道德风险

资料来源：联合评级根据标普、穆迪以及惠誉相关评级方法整理

1. 标普评级要素

标普针对政府相关实体（GRE）评级方法的重点在于对政府特别支持可能性的评估，标普将政府支持分为一般支持与特别支持，一般支持与主体日常经营活动有关的支持，具有持续性和经常性的特点；而特别支持是“离散的”或“临时的”，对特定实体进行支持，支持

能力与政府财政实力有关。但标普也同时指出，特别支持和一般支持的界限有时比较难以划分，且存在一定不可预见性，特别支持通常发生在政府相关实体存在信用风险和资金压力较大的情况下，政府进行的支持，一般体现为流动性注入，政府或政府控制银行的信贷支持，资本重组，债务清偿救援辅助等。

标普主要通过两方面对政府特别的可能性进行评估，即政府相关实体对政府的重要性、政府相关实体与政府关联的紧密性和持久性。

表 5 标普对政府特殊支持可能性评估表

政府特殊支持的可能性		GRE 对政府的重要性			
		至关重要	非常重要	重要	有限
GRE 与政府关联的紧密性和持久性	整合的	几乎等同	极高	高	中高
	非常强	很高	很高	高	中高
	强	高	高	中高	中
	有限	中高	中高	中	低

资料来源：标普评级方法，联合评级整理

具体来看，标普主要从政府相关实体违约对当地政府的区域经济影响的严重程度来判断其对政府的重要性，从定性的角度看主要为政府相关实体对政府下达的任务执行情况和在公共事业中的重要度；从定量的角度看主要为政府相关实体的就业人数，政府相关实体收入占区域 GDP 的比重，政府相关实体在出口中、能源生产中或银行存款中的比重等。

评估政府相关实体与政府关联的紧密性和持久性，首先紧密性方面，标普考虑的因素包括国有股权比例、政府对政府相关实体负有的债务担保义务是部分的还是全部的、政府相关实体违约给政府带来的信用风险等；其次，持久性方面，标普关注政府对政府相关实体在信贷支持和及时性方面的干预倾向，特别是通过政府支持政策、过往干预的记录以及参与政府相关实体日常运营的程度等。

通过上述因素，标普将政府特别支持的可能性分为极高、很高、高、中高、中等和低，结合政府相关实体对政府的重要性、政府相关实体与政府关联的紧密性和持久性，采用二维矩阵映射的方式确定政府相关实体的最终信用级别。其中，当政府特别支持可能性极高时，政府支持将作为评级的关键因素，政府相关实体的信用等级倾向于接近或等同于政府信用等级；当政府特别支持的可能性逐级下降时，政府相关实体的信用等级越趋近于其自身的独立信用水平；当政府特别支持可能性低时，实体对政府的重要性有限以及两者之间联系并不紧密，政府相关实体的等级为其自身的独立信用水平。

2. 惠誉评级要素

惠誉将政府相关实体（PSE）分为两类，即信用关联实体和非信用关联实体，并采取不同的方法进行评级。

表 6 惠誉政府对 PSE 政府信用关联的划分标准

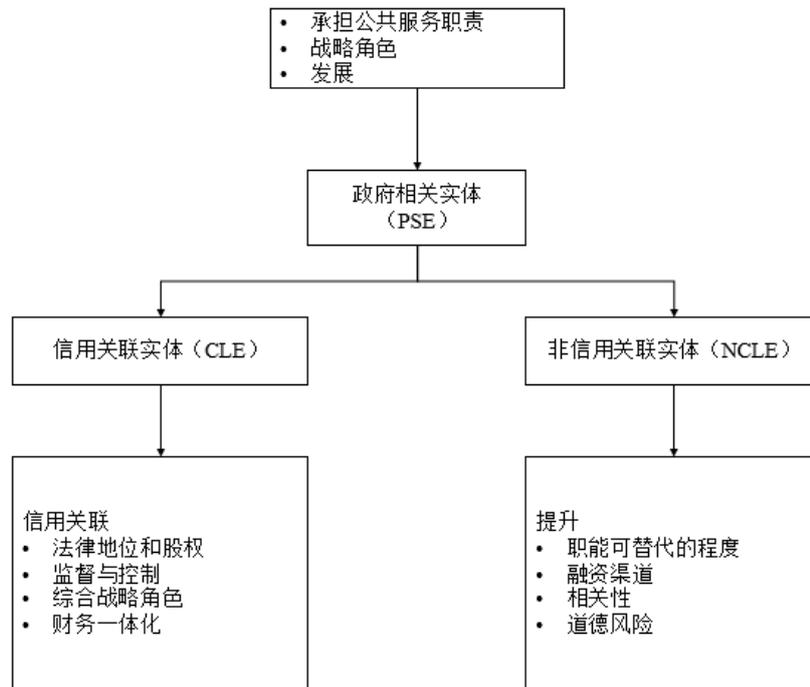
信用关联实体	非信用关联实体
不以盈利为目的	政府相关实体通常利润为导向，但同时也包含具有极强社会使命且不以盈利为目的的私营公司
具有明确的公共板块特征	政府相关实体独立经营并且不由政府直接干预
政府相关实体与国家或地方政府在经济金融方面有很强的关联	短期内可能私有化
由国家或地方政府进行严格监管	尽管有其他外部因素的支持，但财政上的特别支持仅有可能性（possible）而不是很可能（probable）
具有提供重要服务的责任和政策导向	国家或地方政府已经公告将不给予政府相关实体财政支持

资料来源：联合评级根据惠誉评级方法整理

信用关联实体，通常不以盈利为目的并且具有明确的公共板块特性，此类政府相关实体极有可能获得政府特别支持，惠誉则采用向下调整法。具体操作时分为两类，第一类为政府相关实体级别与政府级别相等，通常存在政府法定的保证（通常覆盖所有的债务），此外即使没有法定的保证，但如果存在特定债务的保证，并且此类保证也是强制性的、在政府能力范围之内，并且具有不可撤销，准确无误，随时偿付等特征，政府相关实体信用也等同于政府信用；第二类与政府信用紧密关联但却不完全相等，此类相关实体高度整合于政府，有极大的可能在需要时获得政府特别支持，惠誉通过政府相关实体的法律地位、政府控制力、PSE 的战略重要性以及政府相关实体与政府的整合度对政府相关实体与政府的关联进行判断分析。通常信用关联实体的级别等同于政府级别或至多下调三个级别。

非信用关联实体，惠誉通常通过考察四类支持级别的因素来判断非信用关联实体在其自身独立信用水平上的提升幅度，包括可替代性、融资渠道、相关性和道德风险。对于此类政府相关实体，惠誉采用向上调整法，利用惠誉收益支持类的评级标准（Revenue-Supported Rating Criteria）对政府相关实体的自身独立信用水平进行评级，政府相关实体的最终级别可以通过政府特殊支持高于其自身独立信用水平至多 3 个等级。

图 1 惠誉公共板块实体评级方法



资料来源：惠誉评级方法

3. 穆迪评级要素

穆迪重点在于对政府与政府相关实体的违约相关程度（也称“违约依赖性”）和政府为相关实体提供特殊支持的可能性（也称“特别支持”）进行分析判断。

违约依赖性反映了当同时导致政府相关实体和政府走向违约的事件发生时，政府相关实体与政府在避免此类事件时的易受损害的程度。当政府相关实体与政府的违约可能性是不相关时，政府相关实体与政府同时违约的风险小于任何一方单独违约的风险；相反的，当违约可能性是相关的，意味着政府相关实体与政府同时违约或者接连违约的概念较高。在联合违约理论框架下，穆迪将违约依赖性分为低（30%）、中（50%）、高（70%）和很高（90%）四个档次。穆迪通常采用三类因素判断依赖性：一、政府相关实体与政府在经营和财务上的关联度（主要指标包括政府购买占政府相关实体收入的比重、政府直接和间接转移占政府相关实体收入的比重和政府相关实体支付股利占政府收入的比重）；二、政府相关实体与政府对同一经济和收入基础的依赖度（主要指标包括政府相关实体：出口收入占总收入比重，支持方为主权政府：外部来源收入占总收入比重，支持方为地方政府：政府间转移占总收入的比重）；三、政府相关实体和政府受同一信用风险的影响程度（主要指标包括债务结构中的外汇风险、共有的行业风险和政治事件风险）。

特别支持系为避免政府相关实体债务违约，政府提供财政或其他合约性支持。特别支持为避免政府相关实体违约而提供的任何正常商业途径以外的支持，包括在政府授意下银行提供紧急的资金等。穆迪将政府特别支持分为低（0%~30%）、中（31%~50%）、强（51%~70%）、高（71%~90%）和很高（91%~100%）五个档次。穆迪在评估特别支持时主要考虑的因素包

括结构性因素（担保、所有权、支持障碍）和意愿因素（政府干预、政治联系和经济重要性）。

穆迪上述因素可以定性的评估特别支持和违约依赖性，但分析师也采用打分卡的方式来分别对特别支持和违约依赖性进行量化打分，评估政府相关实体与提供支持的政府的违约相关关系，计算政府相关实体的违约依赖性和特别支持的档次，最后利用公式得出政府相关实体的最终级别区间。

（1）违约依赖性打分卡

违约依赖性打分卡测算上文中提到的三个因素：一、政府相关实体与政府在经营和财务上的关联度；二、政府相关实体与政府对同一经济和收入基础的依赖度；三、政府相关实体和政府受同一信用风险的影响程度。第一与第二个因素可以定量的打分，第三个因素只能利用上文中的定性指标进行评估。

表 7 违约依赖性打分卡相关因素

	低	中	高	很高
（1）经营和财务关联				
政府直接和间接转移占政府相关实体收入的比重	0~5%	6~10%	11~20%	>20%
政府购买金额占政府相关实体收入的比重	0~5%	6~10%	11~20%	>20%
政府相关实体支付股利占政府收入的比重	0~5%	6~10%	11~20%	>20%
（2）政府相关实体与政府对同一经济和收入基础的依赖度				
在政府领土内产生的收入比重	GRI 和政府产生的少于 50%	政府和/或 GRI 产生的超过 50%	GRI 和政府产生的超过 75%	GRI 和政府产生的超过 95%
（3）政府相关实体和政府受同一信用风险的影响程度				

资料来源：联合评级根据穆迪评级方法整理

（2）特别支持

特别支持的测算包括三个结构性因素：担保、所有权、支持障碍；三个意愿性因素：政府干预、政治联系和经济重要性，除所有权因素可以利用所有权数据进行打分以外，其他的五个因素非常定性化，分析师可以利用上文中的定性指标自行打分。

表 8 特别支持打分卡相关因素

	低	中	强	高	很高
所有权等级	0~30%	31~50%	51~70%	71~90%	91~100%

资料来源：联合评级根据穆迪评级方法整理

（3）打分结果：级别区间

在依赖度和支持评估后，打分卡使用 JDA 数据（特别是政府相关实体的 BCA 和提供支持的政府级别）来生成级别区间

打分卡生成的是打分区，而不是特定的级别，穆迪也会将一些没有出现在打分卡的因

素纳入考虑范围，如变化的市场动态以及政府将直接和/或有债务的债务人的权利置于更重要的位置等。

当以下情况发生时，穆迪认为政府提供支持的可能性会低于打分卡计算出的结果：

①当较多数量的政府相关实体均可能需要特别支持，即使政府支持的意愿很强，但是受限于宏观经济压力等，政府支持的能力不足。财政有限的国家更容易在此时受影响。财政实力的重要性需要考虑主权债务负担、债务可偿还能力、债务结构、表外负债（包括政府相关实体产生的或有负债规模）以及财政缓冲。下滑的经济以及货币灵活性（例如高度美元化的经济）通常被认为政府支持能力较低。

②由于政府政策缺乏透明以及可预测性，因此穆迪评估政府支持的能力有限。若果国家内的机构实力较弱，政策可预测性和透明度通常也会受到限制，因为实力薄弱的机构通常较难评估国家对陷入困境的政府相关实体的反应。

（4）打分卡案例

穆迪假设存在一家由小型发展中国家的中央政府拥有的国有水务公司，并利用打分卡进行打分，最终得出其可能的级别区间。

经营和财务关联

水务公司与政府的经营和财务关联为**中等**，尽管公司不支付股利，但政府转移支付仍占到公司总收入的 10%，政府购买也占公司总收入的 10%。

对同一经济和收入基础的依赖度

公司与政府高度依赖同一经济基础，代表**非常高**的违约依赖度，政府与公司的收入 100% 产生于政府领土内。

受同一信用风险的影响程度

对公司和政府，受同一信用风险和外汇交易风险的影响为**中等**。公司和政府高度依赖跨境发债并且维持明显的得不到对冲的货币风险。

总体看，以上结果指导产生的依赖度区间为 90%。

表 9 穆迪案例分析依赖性打分

	低	中	高	很高
(1) 经营和财务关联				
政府直接和间接转移占政府相关实体收入的比重				
政府购买占政府相关实体收入的比重		√		
政府相关实体支付股利占政府收入的比重				
(2) 政府相关实体与政府对同一经济和收入基础的依赖度				
在政府领土内产生的收入比重				√
(3) 政府相关实体和政府受同一信用风险的影响程度				
债务结构中的外汇风险				
共有的行业风险		√		
政治事件风险				

总体指导依赖度区间				√
-----------	--	--	--	---

资料来源：联合评级根据穆迪评级方法整理

支持保证

中央政府告诉穆迪的分析师，如果违约即将发生时，中央政府会对水务公司的债务偿还进行支持，政府官员也在近期的会议中作出了类似的陈述。由于这个国家的公共政策透明度和可预测性非常强，穆迪认为这种口头保证表示特殊支持的可能性**高**。

所有权

中央政府拥有水务公司 100% 的股权并且没有任何的私有化计划，代表**很高**的特殊支持可能性。

支持障碍

没有法律和政策支持障碍。

政府干预

根据历史的政府干预（近期，当政府相关实体面临流动性危机时，政府提供特别支持的案例），政府制定了 12 人董事会的 9 人并且积极参与建立与审核政府相关实体的商业计划。总的来说，这些因素代表了**很高**的特殊支持可能性。

政治联系

综合允许水务公司违约的信誉风险，以及水务公司违约后公共板块的融资成本上升来看，对中央政府将造成很大影响继而代表了**很高**的政府特殊支持可能性。

经济重要性

在为国家提供必需的服务（100%的家庭和 95%的行业依赖于水务公司提供的供水和污水处理服务）之外，政府相关实体聘用了大量的劳动力（国内第四大的公共部门工会）。这些因素表明政府特殊支持的可能性**高**。

总体看，以上结果指导的特别支持在“很高”区间（91%到 100%）

表 10 穆迪案列分析特别支持打分

	低	中	强	高	很高
(1) 担保					
特定担保					
口头担保和/或信心保证书				√	
特别法律定位					
(2) 所有权					
所有权等级					
私有化计划					√
(3) 支持障碍					
(4) 政府干预等级					
国家救助的历史					
政治和意识倾向					√
政府指导 GRI					

商业计划					
(5) 政治联系					√
(6) 经济重要性				√	
总体指导支持区间					√

资料来源：联合评级根据穆迪评级方法整理

级别区间

根据指导的依赖度和支持的区间，以及水务公司的 BCA (ba1) 以及中央政府信用等级 (Baa1)，打分卡提供了一个级别区间，在 Baa2 与 Baa1 之间。

表 11 穆迪案例分析确定级别区间

支持度	低	中	强	高	很高
依赖度	低	中	高	很高	
Aaa					
Aa1					
Aa2					
Aa3					
A1					
A2					
A3					
Baa1					Baa1
Baa2					Baa2
Baa3					
Ba1					
Ba2					
Ba3					
B1					
B2					
B3					
Caa1					
Caa2					
Caa3					
Ca					
C					

资料来源：联合评级根据穆迪评级方法整理

国际三大评级机构均在其评级方法中列出部分特殊因素，包括政府相关实体由多个地方政府同时支持、政府相关实体级别超出地方政府级别等，由于均属于个别事件，本文不做详细分析。

综合以上分析，可以看出标普主要通过政府相关实体对政府的重要性以及政府相关实体与政府关联性来判断政府特殊支持的可能性，而惠誉通过各类要素分析政府相关实体是否与政府信用关联对政府相关实体级别进行判断，但惠誉与标普相关的评估要素均比较全面，差异较小；穆迪由于采用联合违约分析法，对政府以及政府相关实体是否同时或连续违约重点进行分析，并且采用打分卡的方式进行量化打分，而惠誉与标普均未将此要素纳入考虑范围。

四、国内评级机构对城投公司的评级要素比较

表 12 国内评级机构对城投公司/政府相关实体评级方法对比

联合资信/联合评级	远东资信	大公国际	鹏元评级	新世纪	东方金诚	中诚信国际
政府信用水平评级 <ul style="list-style-type: none"> 宏观经济运行状况 区域环境 政府行政地位 政府财政实力 	外部经营环境 <ul style="list-style-type: none"> 城市地位及区位优势 地区财政状况 地区债务状况 外部支持 	经营环境分析 <ul style="list-style-type: none"> 宏观经济环境 政策法律环境 区域环境 区域制度环境 	城投公司自身信用状况 <ul style="list-style-type: none"> 区域经济实力 财政实力 城投公司经营与竞争实力 财务实力 	地方政府主体信用评级 <ul style="list-style-type: none"> 宏观经济与财政管理体制 地方经济增长和发展 财政平衡能力和稳定性 政府性债务管理 政府治理 	投融资职能重要性 <ul style="list-style-type: none"> 投融资业务的公益性程度 投融资业务的规模和比重 城投公司地位 	地方政府基础信用 <ul style="list-style-type: none"> 地方经济 财政实力 偿债能力 体制环境 外部支持
城投企业自身实力评价 <ul style="list-style-type: none"> 管理素质分析 经营模式分析 财务能力分析 	公司管理 <ul style="list-style-type: none"> 治理水平 管理能力 	财政收支情况分析 <ul style="list-style-type: none"> 财政收入规模与结构 财政支出规模与结构 地区政府债务规模与结构 	特殊风险调整事项 宏观经济环境、区域环境或区域主导产业发生重大不利变化； 公司有不良贷款、欠息（非第三方原因），或其他不良信用记录；	城投类企业独立信用评级 <ul style="list-style-type: none"> 业务风险 财务风险 	地方政府支持力度 <ul style="list-style-type: none"> 财政资金支持 国有资产支持 政策支持 	平台自身信用 <ul style="list-style-type: none"> 财务表现 重要性 公司治理
政府支持可能性分析 <ul style="list-style-type: none"> 基建投融资体制 方式及持续性 合法及有效性 	业务运营 <ul style="list-style-type: none"> 业务定位 业务运营模式 经营主体地位 项目质量 战略规划 	经营与政府支持分析 <ul style="list-style-type: none"> 基建项目投资建设情况 经营性城建资产 	对重要下属子公司为相对控制，存在较大的失去重要子公司的风险； 审计意见为非标准无保留意见，或经过现场调研，发现公司财务信息存在重大作假嫌疑等	政府对城投类企业的特殊介入评估 <ul style="list-style-type: none"> 城投公司在政府中的重要性 城投公司与政府的关联度 	地方政府的信用质量 <ul style="list-style-type: none"> 地区经济实力 地方政府财政实力 政府债务 政府管理水平 	平台企业和政府之间违约关联性（关联度）
	财务状况 <ul style="list-style-type: none"> 会计信息质量 资本机构 资产质量及流动性 盈利能力 	战略与管理分析 <ul style="list-style-type: none"> 产权状况 公司治理 战略与管理 			经营性业务财务实力 按照重要性原则（业务收入占总收入比例不低于 10%）划分公司主要的经营业	地方政府给予特殊支持的可能性（支持度）

	<ul style="list-style-type: none"> • 现金流 • 偿债能力 	财务分析 <ul style="list-style-type: none"> • 资产质量 • 资本结构 • 盈利能力 • 现金充足程度 • 外部财务弹性 			务，根据各业务的行业评级方法，从行业环境、企业管理及财务状况等方面进行分析。	
--	---	--	--	--	--	--

资料来源：联合评级整理

国内评级机构对在城投企业的分析要素基本一致，但除采用常见的评级要素外，均有自身独特的评级要素，如东方金城对基础设施行业的子行业，如道路桥梁、市政管网、供水、污水处理以及发电、高速公路等行业的公益性、竞争性以及盈利能力进行分析，以判断政府支持的可能性；联合资信在城投企业自身评级时，会对城投公司管理人员的过往任职情况进行分析；中诚信国际在考虑地方政府信用评级时采用的评级要素更加全面，因此此部分将各评级机构的评级要素进行综合考虑，将评级要素总结如下：

（1）地方政府信用

地方经济方面，地方经济体现了地区经济的程度、潜力和影响力，地方经济主要体现在资源禀赋及发展条件、经济规模与结构、经济增长弹性等三个方面，其中资源禀赋及发展条件是地方经济和社会发展的重要前提，内部的天然因素代表了地区经济的未来发展潜力。我国各地经济发展差异较大，一般来说，经济基础较为发达的地区，该地区的财政实力也较强，偿债的保障程度相对较高；此外，还考察地方生产总值增速、支柱产业和发展潜力以及资源利用的可持续性。

财政实力方面，财政实力是综合判断地方政府信用水平和偿债能力的基础和依据，主要体现在地方综合收入，根据新预算法，地方财政收入应包括地方公共预算收入、政府性基金收入、国有资本经营预算收入和社会保险基金预算收入，由于国有资本经营预算在地方尚未完全执行，社会保障收入相对独立，因此地方公共预算收入和政府性基金预算为关注要点。东方金城也指出如果地区税收过于依赖少数几个产业或企业，则需要有针对性的分析和预测这几个产业或企业的发展及税收情况。对于部分财政薄弱、以及少数民族人口比重较高的地区，上级补助规模较大，占地方财政收入比重较高，因此各家评级机构均对上级补助的比重和可持续性有所关注。由于我国地方政府财政收入对土地出让收入依赖程度很高，容易受房地产市场波动及当地土地资源与规划的影响，如鹏元评级关注地区过去三年政府性基金收入稳定性，尤其是政府性基金收入占比超过 30% 的地区。财政自给率反映了地区公共财政收入满足公共财政支出的程度，财政自给能力弱表明地方政府财政支出依赖于上级政府补助或政府性基金收入，自有财政实力弱。

政府债务方面，主要关注地方债务规模情况以及债务偿还结构，地方政府偿债能力可以结合债务率、负债率和偿债率等指标进行综合判断。

（2）城投公司自身信用

公司管理方面，主要基于管理水平和管理能力两个方面。各家评级机构均认为公司管理水平与能力的高低，对企业经营效率提高以及降低经营风险具有重要的作用，但鹏元评级未明确提出对公司管理的分析。此外，联合资信在此方面会额外考虑公司任职人员的素质以及过往履职情况，其认为由于其管理层通常为地方政府下属部门负责人，其与政府相关部门的关系将对企业业务带来实质性影响。

业务经营方面，各机构在经营方面关注点基本相同，各机构普遍将城投公司业务分为公益性业务、经营性/准经营性方面分别进行分析。业务运营模式针对城投公司特定业务而言，

如签订回购协议模式的项目，前期资金是全部由城投公司筹集，还是委托方先行垫付资金，从而了解城投公司资金压力、代建收入回款的及时、稳定性等。

财务分析方面，各机构关注点略有不同，但均集中在资产规模、资产质量以及流动性、负债规模和结构、盈利能力和现金流等基本方面，同时由于城投公司具有投融资职能，因此企业融资渠道需要进行关注。

（3）政府与城投公司联系方面

此部分对城投公司级别判断起到重要作用，各机构均对政府支持的可能性与力度进行重点关注，但中诚信国际虽明确提出对关联度和支持度纳入评级框架，但具体判断标准没有给出：

城投公司在政府中的重要性，一般考量经营主体的地位，也就是城投公司对当地及周围地区的经济辐射和影响能力，城投公司经营主体地位越重要，其获得政府支持和其他资源相对越多，更有利于其稳定发展。此外，其经营活动是否具有可替代性，若城投公司是当地少数甚至唯一的城市建设投融资或资产运营平台，则其将获得较多的上级政府资源支持，不必担心资源分流的意义，同时城投公司作用越大，则其违约对当期经济的稳定发展威胁较大，政府出于稳定的考虑，也会给予较多支持。

城投公司与政府的关联度，主要从政府的干预意愿和干预能力两方面考量，干预意愿主要从政府对城投的控制关系以及对经营、财务方面的参与程度进行考虑，政府对其控制关系和参与度越强，意味着政府对其干预意愿越强烈。政府干预能力指当城投公司出现债务风险时，政府可以对其采取风险化解的措施，主要考量债务担保和政策法规的可行性。

五、借鉴与启示

由于我国城投企业出现的历史背景特殊，与国际上的政府相关实体差别较大，因此在对政府以及城投公司自身级别评价时，国内评级机构的评级方法更加适用。但国内评级机构仍然可以从国际评级机构在判断政府相关实体与政府之间的重要性、信用关联度、联合违约判断以及级别调整标准等方面得到一系列的借鉴与启示：

（1）国际评级机构以及部分国内评级机构对企业与政府之间的联系关注较多，且有较详细的评估体系，采用不同的方式对此进行分析判断，重点强调企业在政府中的作用和地位，如标普的政府支持可能性分析以及惠誉对政府与政府相关实体是否信用关联的分析，对国内评级机构由一定的借鉴意义。

（2）穆迪的联合违约分析法对分析同一地区和区域的风险传递性有较强的借鉴意义。穆迪联合违约分析法分别采用定性和定量的方法进行分析，定量分析法更加科学，对国内评级机构的借鉴意义也更大，由于我国在同一区域内普遍存在较多的城投企业，若出现其中一家城投公司违约，可能对当地政府以及其他城投公司信用连锁影响，影响当地经济，甚至未来融资行为。但由于我国目前债券市场违约事件相对较少，违约样本以及概率较难计算，但

国内评级机构仍可以借鉴穆迪评级方法中的相关定性指标对联合违约概率进行评估。

(3) 国际评级机构均通常将政府支持分为两类，即一般支持及特别支持，国际评级机构认为一般支持与政府相关实体日常经营有关的支持，且具有持续性和经常性的特点，是从企业的经营以及财务报表中可以明确表现出来的影响，因此国际评级机构将一般支持纳入企业自身评价，而特别支持是区别于其他类型公司的主要体现，是对企业信用产生支撑的关键因素，按照标普的定义特别支持包括流动性注入，政府或政府控制银行的信贷支持，资产重组，债务清偿救援辅助等。但此类因素通常是潜在的不可预估的，比较难以定性的进行判断，同时我国目前政策已经明确禁止地方政府为城投公司融资提供的承诺函及担保函以及承诺在融资平台公司偿债出现困难时给予流动性支持，但因政府系城投公司的最大债务人以及出资人，其对城投公司的支持作用不可替代，地方政府仍可以对城投公司提供隐性的支持，如依靠政府的影响力，引导当地金融机构对城投公司提供信贷支持等，因此国内评级机构仍可以借鉴国外评级机构的方法，对政府特别支持进行评估。

(4) 在城投公司最终级别判断方面，惠誉的向下和向上调整法更加适用于国内城投公司评级，但其在评判政府相关实体是否与政府信用关联时的标准比较宽泛，在此处国内评级机构可以借鉴标普政府对政府相关实体特殊支持的可能性来作为是否采用向下或向上调整法的标准，在政府对城投公司特殊支持可能性由极强转弱时，城投公司最终级别由政府级别向下调整；若政府对城投公司特出支持可能性由低转为高时，城投公司最终级别由其自身独立信用级别向上调整。

附件 1：标普对于政府特殊支持极高的情况下政府相关实体主体评级打分

Determining A GRE's Issuer Credit Rating: Extremely High (EH) Likelihood Of Support																	
Government's local currency rating																	
SACP	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	
aaa	AAA																
aa+	AAA	AA+															
aa	AAA	AA+	AA														
aa-	AAA	AA+	AA	AA-													
a+	AA+	AA	AA	AA-	A+												
a	AA+	AA	AA-	AA-	A+	A											
a-	AA+	AA	AA-	A+	A	A	A-										
bbb+	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	A-	BBB+									
bbb	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB+	BBB								
bbb-	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB	BBB-							
bb+	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BBB-	BB+						
bb	AA	AA-	A+	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB					
bb-	AA	AA-	A+	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	BB-				
b+	AA	AA-	A	A	BBB+	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB	BB-	BB-	B+	B+		
b	AA-	A+	A	A	BBB+	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB	BB-	BB-	B+	B	B	
b-	AA-	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB-	BB+	BB	BB	BB-	BB-	B+	B	B-	B-
ccc+	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B+	B	B-	B-	CCC+							
ccc	BB+	BB	BB	BB-	B+	B+	B	B-	B-	CCC+							
ccc-	BB+	BB	BB	BB-	B+	B+	B	B-	B-	CCC+							
cc	BB-	B+	B+	B+	B	B	B-	CCC+	CCC+	CCC							

附件 2-1：惠誉政府相关实体向下调整

PSE Notch-Down Attributes

Notching guidelines	0-1 Stronger	1-2 Mid-range	2-3 Weaker
Legal status	Government department or Ministry; special legal entity or 100% publicly owned company excluded from bankruptcy regime; employees may be civil servants	Majority-owned public company (less than 100% but more than 50%); likely application of commercial bankruptcy regime; employees not civil servants	Public sector is the largest shareholder but less than 50% ownership; company can be liquidated
Integration	PSE finances consolidated in the government budget. PSE receives ongoing subsidies accounting for about 40% of revenues, and/or capital injections to cover losses. PSE debt could be part of the general government sector; borrowing from government	Ongoing operating subsidies not representing a material portion of revenue, and/or irregular capital injections. PSE borrows from sponsoring government and/or on the capital markets. Market debt of PSE not considered part of the general government sector	Limited size of operating transfers (10% of revenue or less), or capital subsidies not necessarily indicated (apportioned) in the Sponsor's budget. Borrowing mostly on capital markets; debt of PSE usually not part of general government debt
Control	The government controls board of directors of PSE, approves budget and borrowing, appoints auditors, or PSE statutorily subject to public-sector audit body	The government has membership in the board of directors and exerts large influence on mission and operations; accounts may be audited by a court-appointed official, eventually co-existing with external auditor	PSE directly or indirectly ultimately reporting to government, which has membership in the PSE's board of directors but does not control it; accounts eventually only audited by an external auditor/professionals
Strategic importance	PSE undertaking mandatory responsibility of government (health, education, social housing, water, developmental functions, holding of strategic reserves). Responsibilities delivered by public entities with almost no or minimal presence of private operators; disruption of services politically sensitive. Sponsor may receive dividends from the PSE or the latter may cross-subsidise other services	PSE undertaking mandatory responsibility of the government; disruption of services may not have political consequences as a number of private-sector players could also be providing services through outsourcing; government may be receiving occasional dividends from the PSE	PSE undertaking a non-mandatory responsibility of government, or one in which privatisation is envisaged. Established track record of private-sector operators delivering services with a declining role for public operators; the government does not receive ongoing dividends from the PSE

附件 2-2: 惠誉政府相关实体向上调整

PSE Bottom-Up Attributes

Notching guidelines	0-1 Weaker	1-2 Mid-range	2-3 Stronger
Substitution	A number of private- as well as public-sector operators, making replacement relatively easy	Mostly public operators with prospects of private players entering the sector	PSE represents a sector for the sponsor or is one of the main players in that sector making substitution unlikely
Relativity	PSE profit-making entity; limited (a notch or two) differential between Sponsor's IDR and PSE's standalone rating	Sponsor investment-grade and standalone rating of the PSE weakened by low performance margins/ high debt burden	Sponsor high investment-grade; not-for-profit mission weakens standalone rating of the PSE (more than 5 notches)
Borrowing options	PSE funded primarily by the sponsor or other public-sector entities – no market exposure	PSE having a mix of public and market funding, with some foray into capital markets	PSE mostly reliant on market borrowing; default may weaken confidence in sector/reverberate on Sponsor
Moral Hazard	Expectations of extraordinary support not well articulated, and eventually disallowed by regulation	Extraordinary support not clearly specified to maintain market discipline; yet expectations it will be forthcoming	Sponsor's statement, backed by expectations of forthcoming extraordinary support

附件 3：穆迪联合违约分析法技术概述

1. 有条件违约可能性

两个主体联合违约的概率受 (a) 其中一个违约概率和 (b) 第二个实体将要违约的概率影响，其中第一个主体已经违约。用代数的方式表示如下：

$$P(A \text{ and } B) = P(A | B) \times P(B) \quad (1)$$

或者，

$$P(A \text{ and } B) = P(B | A) \times P(A) \quad (2)$$

“债务人 A 债券违约”的事件为 A，“债务人 B 债券违约”的事件为 B，因此“A and B”为“A 和 B 自身债务同时违约”的联合事件。P(·) 代表“·”事件将要发生的概率，P(·|*) 为事件“*”已经发生，事件“·”可能发生的有条件的概率。

此外，使用 L 作为“低级别债务人 L 债券违约”的事件，H 作为“告级别债务人 B 债券违约”的事件，公式 (1) 可以被改写为：

$$P(L \text{ and } H) = P(L | H) \times P(H) \quad (3)$$

2. 中级相关系数

使用加权相关系数理论，债务人 L 和债务人 H 的联合违约概率为：

$$P(L \text{ and } H) = W \times P(L \text{ and } H | W=1) + (1-W) \times P(L \text{ and } H | W=0) \quad (4)$$

或者，

$$P(L \text{ and } H) = W \times P(H) + (1 - W) \times P(L) \times P(H) \quad (5)$$

3. 部分支持

P(L) 为 L 没有外部支持，债券违约概率，P(L and H) 为有全部支持，但是发行主体和支持方均有自身债券违约，因此违约概率在 P(L) 和 P(L and H) 区间之内：

$$P(L \text{ and } H | S) = (1-S) \times P(L) + S \times P(L \text{ and } H) \quad (6)$$

此处，权数 S 代表支持的可能性，全部支持（如 S=1）代表联合违约，没有支持（如 S=0）代表债务人自身违约风险，依旧是 P(L)。

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。