



# 中国地方政府专项债券 信用评级方法

版本号：FECR-ZXZQ-V01-202004

远东资信评估有限公司

二〇二〇年四月

## 目 录

一、制定说明 .....	1
二、地方政府专项债券的定义、评级符号和特点.....	1
三、适用业务类别 .....	3
四、评级基本假设 .....	3
五、评级思路 .....	4
六、评级要素 .....	5
七、评级方法的局限性.....	13

## 一、制定说明

为适应信用评级业务发展的需要和监管相关规定，远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）制定了《中国地方政府专项债券信用评级方法》（版本号为：FECR-ZXZQ-V01-202004，以下简称“本方法”）。

本方法的主要制定内容，包括制作说明，地方政府专项债券的定义、评级符号和方法，适用业务类别，评级基本假设，评级思路，评级要素，评级方法的局限性等。

本方法的制定、发布，有利于提高地方政府专项债券评级工作的透明度，并为远东资信未来业务开展提供理论依据和技术支撑。

本方法经公司评级标准委员会于 2020 年 4 月 27 日审议通过，自 2020 年 5 月 9 日公布生效。

## 二、地方政府专项债券的定义、评级符号和特点

### （一）专项债券的定义

根据《财政部关于印发〈地方政府专项债券发行管理暂行办法〉的通知》（财库〔2015〕83 号），地方政府专项债券（以下简称专项债券）是指省、自治区、直辖市政府（含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府）为有一定收益的公益性项目发行的、约定一定期限内以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券。

根据《中华人民共和国预算法》（以下简称《预算法》），地方政府举借的债务只能用于公益性资本支出，不得用于经常性资本支出。公益性资本支出是指用于公益性事业发展且能够形成资本的支出。资本性支出是相对经常性支出而言的，主要包括房屋建筑物购建、基础设施建设、设备购置、大型修缮等方面的支出。公益性是相对于商业性而言的，主要是指为社会公共利益服务、不以盈利为目的，如市政建设、公共交通等基础设施项目，以及公共卫生、基础科研、义务教育、保障性安居工程等基本建设项目。

政府性基金是财政收入的组成部分。财政收入主要由两部分组成，一是税收收入；二是非税收入，包括行政事业性收费、政府性基金等。征收政府性基金可以避免低效或无效占用公共资源，同时为特定公共基础设施建设和公共事业发展提供稳定的资金来源。就不同投向的专项债券而言，项目对应的政府性基金或专项收入会有所区别。

### （二）专项债券信用评级符号

根据《关于做好 2015 年地方政府专项债券发行工作的通知》（财库〔2015〕85 号），专项债

券只需进行债项信用评级；专项债券信用评级的等级划分为三等九级，符号表示为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。其中，AAA 级可用“-”符号进行微调，表示信用等级略低于本等级；AA 级至 B 级可用“+”或“-”符号进行微调，表示信用等级略高于或低于本等级。

**表 2.1: 专项债券信用评级等级符号及含义**

级别	含义
AAA	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况极好，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况很好，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况较好，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况一般，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况较差，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况很差，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况极差，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况极差，基本不能偿还债务
C	对应的政府性基金或专项收入收支状况、对应项目建设运营状况极差，不能偿还债务

资料来源：《关于做好 2015 年地方政府专项债券发行工作的通知》（财库〔2015〕85 号），远东资信整理

### （三）专项债券的特点

#### 1. 限额管理

根据《预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），地方政府债务规模实行限额管理，地方政府举债不得突破批准的限额。地方政府的一般债务和专项债务规模都必须纳入限额管理，由国务院确定并报全国人大或其常委会批准；分地区限额由财政部在全国人大或其常委会批准的地方政府债务规模内根据各地区债务风险、财力状况等因素测算并报国务院批准。地方政府发行的专项债券不得超过国务院确定的本地区专项债券规模。

#### 2. 资金用途严格限定

根据《预算法》等相关法律法规，地方政府举借的债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出。其中，专项债券是为有一定收益的公益性项目发行的。

单只（即单一期次）专项债券可以对应单一项目发行，也可以对应多个项目集合发行，单只专项债券通常对应单项政府性基金发行。

置换专项债券和再融资专项债券的用途是偿还存量地方政府债务；其中，置换专项债券通常针对的是以非政府债券形式存在的地方政府债务，再融资专项债券通常针对的是以政府债券形式存在的地方政府债务。

此外，根据宏观经济和产业发展情况，不同时期中央政府会对专项债券的具体投向做出调整或采取限定，这会造成专项债券资金可投方向的变化。

### 3. 偿债来源固定

专项债券主要是以政府性基金或专项收入为偿债来源。单只专项债券通常以单项政府性基金或专项收入为偿债来源。专项债券收入、支出、还本付息等都需要纳入政府性基金预算管理。

根据《财政部关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预〔2017〕89号），项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券（以下简称项目收益专项债券）依靠对应项目取得的政府性基金或专项收入偿还，采取“封闭式”运行管理，不得通过其他项目对应的项目收益偿还到期债券本金。如果项目收益专项债券对应的项目收益暂时难以实现，不能偿还到期债券本金，地方政府可在专项债务限额内发行相关专项债券周转偿还，项目收入实现后再予以归还。

## 三、适用业务类别

本方法适用于中国地方政府发行的专项债券，发行地点为中国境内，币种为人民币。

专项债券的发行主体通常是省、自治区、直辖市政府（含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府）。如果市县级政府需举借专项债务，一般由省级政府代为发行专项债券，再转贷市县使用。

## 四、评级基本假设

### 1. 外部环境相对稳定性假设

远东资信针对专项债券的评级，是建立在对受评债券对应项目的外部环境相对稳定性假设基础上的，包括假定，在专项债券存续期内，宏观经济和金融环境、法律和政治环境、社会环境等不会发生重大意外变化，不会发生不可控的自然灾害、地质灾害、公共卫生事件、武装冲突乃至战争等突发性、不可抗力事件，专项债券对应项目所处行业及市场状况不发生重大意外变化，项目的建设 and 经营不会受到不可预期的客观因素的巨大变化而产生的不利影响。同时，上述外部环境相对稳定

性假设并不意味着地方政府和专项债券的对应项目不会受到经济周期波动的影响。

## 2. 未来状况可预期假设

针对专项债券的评级体现了对地方政府未来如约偿还债务的能力和意愿的预测。远东资信假定：基于对地方政府的历史和现状的考察，以及针对未来发展环境和条件等发展趋势的合理推断，能够预测地方政府所在地区未来经济发展状况的变化；并假定地方政府所在地区未来经济发展状况具有可持续性，不会发生影响信用质量的突发性不可控事件等异常情形；同时假定专项债券对应项目的建设计划、融资计划、经营计划等能够以预期的形式获得执行。

## 3. 信息质量可靠性假设

远东资信针对专项债券的评级，有赖于从地方政府或第三方渠道所搜集的相关信息的真实性、完整性、准确性、合法性，假定地方政府或第三方不存在对信用质量相关信息的隐瞒、遗漏、信息延迟披露等任何影响所掌握信息的质量，并进而影响信用评级结果的情形。

# 五、评级思路

远东资信对专项债券的信用评级是在地方政府信用风险评价的基础上，结合专项债券信用风险的综合考量。（见图 5.1）。在地方政府信用风险评价部分，远东资信主要考察区域经济、财政收支、政府债务、政府治理、外部支持等五个方面的信用评级要素；在专项债券信用风险评价部分，远东资信主要分析债项安排、本息覆盖倍数、现金流稳定性、外部增信等四个方面的信用评级要素。综合以上两部分的分析，初步得出对地方政府专项债券的评级结果。

远东资信对地方政府的信用风险评价主要依据已公开发布的《中国地方政府信用评级方法与模型》（版本号：FECR-DFZF-V02-202003）。在内外因素分析的基础上，远东资信对地方政府信用风险进行综合判断。

针对专项债券，远东资信主要分析债项安排（包括债券发行安排和项目实施方案）、本息覆盖倍数、现金流稳定性。如果专项债券存在外部增信措施，远东资信将评估相关外部增信措施对受评债券的增信程度。

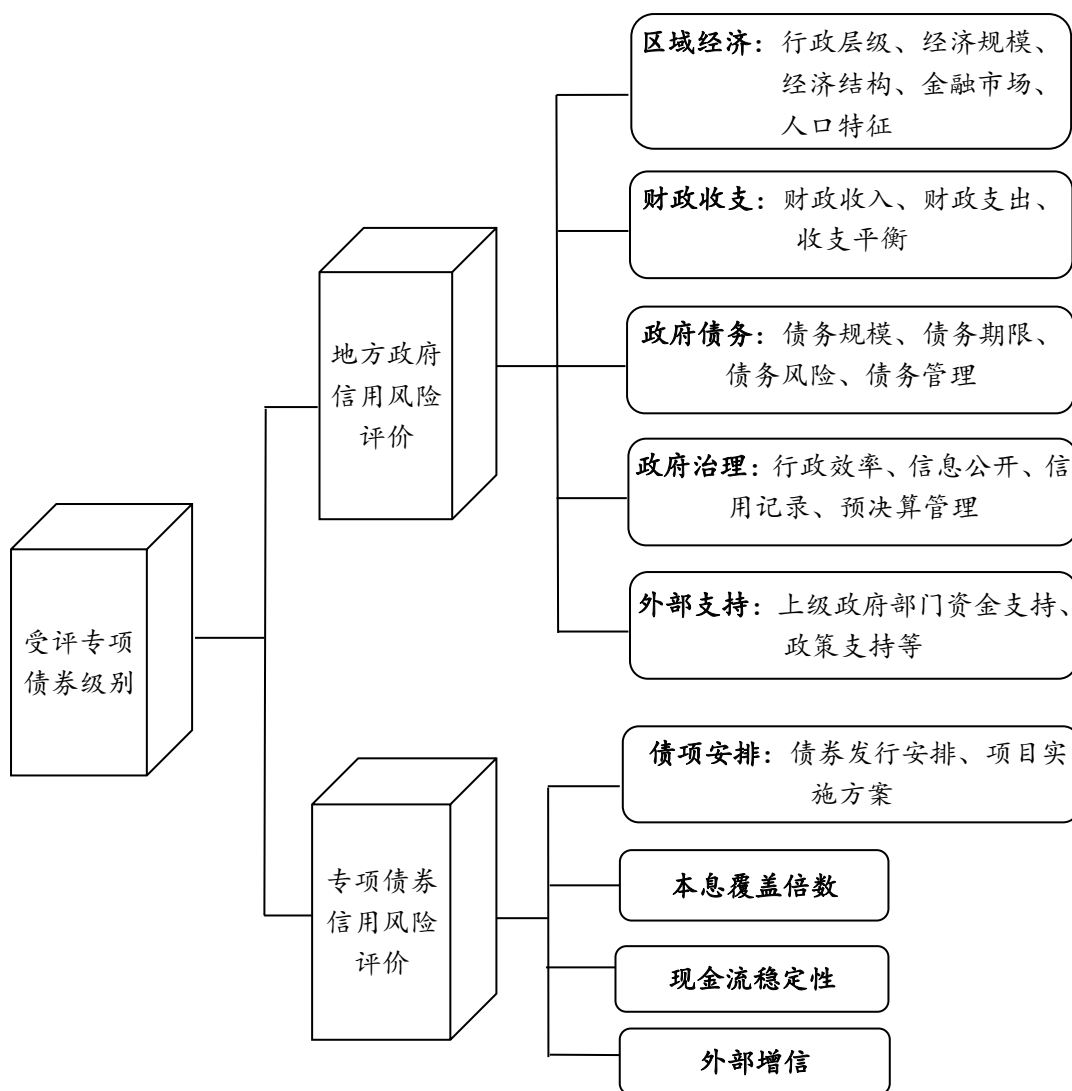


图 5.1：远东资信中国地方政府专项债券信用评级思路

资料来源：远东资信整理

## 六、评级要素

### （一）地方政府信用评级要素

#### 1. 区域经济

区域经济发展水平是判断地方政府的信用水平、债务偿还能力的基础性评价要素。远东资信在全面分析影响区域发展的自然因素、社会因素的基础上，重点关注行政层级、经济规模、经济结构、金融市场、人口特征等因素。

##### （1）行政层级



中国行政区域划分如下：全国分为省、自治区、直辖市；省、自治区分为自治州、县、自治县、市；县、自治县分为乡、民族乡、镇。行政层级不仅表示区域在各级地方政府中的层级，也可以表明该区域和中央政府及其它地区间的关系，地区行政层级越高，地方政府掌握的资源量越多，政府可支配的财力相对较多，对政府信用水平的支撑力度越强，本方法和模型对地方政府的行政层级按照省及省会和直辖市及计划单列市、地级市、县及县级市的层级次序进行分析。

## （2）经济规模

经济发展创造的社会财富是债务偿还的最根本保障。经济规模尽管不能反映社会财富的全貌，但一般来说，经济规模总量大的区域，相应的社会财富总量也大，地方政府的信用品质也越好。但对于经济规模，远东资信认为不仅要关注总量指标区域 GDP，更要基于可比性原则，综合考虑区域人均 GDP、经济增速等因素，从而对地方政府信用水平进行衡量。

## （3）经济结构

经济结构是对区域发展所处阶段、区域发展模式和产业结构进行综合考虑。不同发展阶段的区域的经济增长速度会呈现较大差异，处于工业化初级阶段区域经济增长速度相对较快，随着工业化程度的提高，经济增长速度会逐步有所下降，不能简单以经济增长速度高低判断区域经济发展状况，要结合区域的发展阶段分析经济增长速度和区域发展内外部要求是否相适应。

区域发展模式主要分析区域经济增长的贡献因素。远东资信认为要对区域发展模式进行全面分析：一是分析区域经济增长主要贡献因素来自于消费或者投资还是出口，进而对贡献因素的稳定性、趋势性、转换性、效率性进行判断；二是不能简单认为消费拉动或投资拉动的发展模式优于其它模式，必须要结合区域资源禀赋、区位优势、发展阶段对区域经济发展模式进行综合评估。

区域产业结构从中观层面对区域主导产业进行分析。一是分析区域产业结构是否和区域所处的发展阶段相匹配，是否受到外部资源环境和政策环境的限制和约束、是否和发展规划目标相一致、区域产业结构是否需要转型；二是分析区域主导行业的规模以及行业景气度对区域发展的影响程度；三是分析政府相关产业政策对主导产业的影响程度。

## （4）金融市场

金融发展是经济增长的关键，发达的金融体系能够有效为实体经济服务，推动经济成长。区域金融发展水平越高，金融业务对经济发展的影响程度越高；同时也表明，金融资源要素配置较为充分，金融机构的分布也较为齐全，可提供完善的金融产品服务。区域金融业整体发展水平和重要性可以采用金融业在 GDP 的占比进行衡量，金融业该指标反映金融在区域经济发展中的重要性。当金融业在 GDP 的占比较低时，金融发展水平相对较低，可能会导致金融对经济发展产生抑制。



地区社会融资规模是一定时期区域内实体经济从金融体系获得的资金总额，全面反映一定时期内金融体系对地区资金支持的总量，地区社会融资规模总量越大，表明区域的金融市场容量越大，区域内经济实体获取资金支持的顺畅度、快捷度就越高，出现流动性风险时，再融资能力也就越强。远东资信结合地区融资规模分析区域获得资金的便利性、多样性、差异性。

### （5）人口特征

合理稳定的人口特征对区域发展提供基础性保障作用，人口特征趋势一旦形成，在相当长时期内，具有较大不可逆性。对于人口特征，远东资信重点关注人口年龄分布特征和人口流动状态。

人口年龄分布特征中劳动年龄人口占比越高，意味着财富的创造要大于财富的消耗。非劳动年龄人口占比上升，则不仅意味着社会发展动能将会减缓，同时也给地方政府带来沉重的费用支出负担。

人口流动状态主要分析区域是处于人口净流入还是净流出状态。区域经济社会发展越好，就业岗位越多，发展空间越大，收入水平越高，对于外来人口的吸引力就越强，区域就会处于人口净流入状态，反之，则处于净流出状态。通过对于人口流动状态和变化趋势的分析，可以更加直观地对区域发展整体水平提供判断依据。

## 2. 财政收支

财政收支状况是支撑地方政府信用水平的基础，主要从财政收入、财政支出和收支平衡三个要素进行分析。

### （1）财政收入

按照分税制和财权与事权匹配的要求，地方政府需要有较为稳定的收入来源来匹配本级政府履行各项职能的支出，不仅要分析地方政府综合财力规模和增长率，还要分析不同类型收入的结构、增长的稳定性，我国地方政府综合财力主要包括公共财政预算收入、政府性基金收入、上级补助收入和其他财政收入。

公共财政预算收入由税收收入和非税收收入构成。税收收入包括增值税、企业所得税、个人所得税、资源税、城市维护建设税等税种，具有稳定性强、透明度高的特点。非税收收入来自国有资产经营收益、专项收入、行政事业性收费等，是地方政府公共财政预算收入的重要组成部分。

政府性基金收入是地方政府根据法律、法规和相关文件规定，为支持特定公共基础设施建设和公共事业发展，而无偿征收的具有专项用途的财政资金。国有土地使用权出让收入是政府性基金收入最重要的组成部分，通过分析国有土地使用权出让收入的政府性基金中的占比，判断政府性基金收入增长的稳定性和持续性，判断区域发展对房地产行业的依赖程度。

上级补助收入一般由税收返还、财力性转移支付和专项转移支付构成，在现有财税体系下，转移支付和税收返还是各级政府之间通过一定的形式和途径转移财政资金，是上级政府对下级政府给予的资金补助，以实现地区间基本公共服务均等化。但资金规模，特别是转移支付的规模具有不确定性，而且该类资金支出用途也会受到一定的约束。

其他财政收入包括预算外收入、国有资产或资源处置收入等。

## （2）财政支出

财政支出为社会经济发展提供公共基础设施、公共服务和社会保障，鼓励和推动其它类型投资，对社会经济发展起着关键作用。远东资信不仅分析地方政府的财政支出规模是否能够满足社会经济发展的需求；也要通过分析政府投资占社会总投资的比重，判断政府对社会经济发展的干预程度。政府干预程度高表明区域市场化程度较低，不能充分发挥市场在资源配置的基础性作用，也对其它类型投资产生“挤出效应”。保持合理支出增长是经济社会发展和改善民生的必然要求，远东资信不仅分析财政支出的增长率，也关注分项支出的增长率，从而对政府支出进行综合判断，是否符合经济社会发展的需要，是否有利于改善民生。

财政支出结构对区域发展有重要的影响，地方政府财政支出包括经济（交通运输、工商、金融等）、民生（教育、科技、文体、卫生、环保等）和公务（行政、外交、国防和公共安全等）三大类，公务和民生主要是非生产性支出或消费性支出，经济类支出主要是生产性支出或积累性支出。财政支出结构的合理性不是简单根据支出的绝对占比进行判断，而是要根据区域所处的发展阶段，和其它同类区域占比的相比较等情况进行综合判断。区域财政支出结构要体现一定的灵活性、针对性和动态调整能力。对于欠发达区域，其经济类支出相对于较发达区域更高，而较发达区域在财政状况允许的情况下，应该更加重视民生服务。

政府资金支出效率提高意味着政府资金得到充分使用，有利于提高政府公共治理能力，更好发挥政府资金的杠杆作用、示范作用，对区域发展的贡献度就更大。政府资金支出效率关注政府资金是否投入与区域发展全局相关、亟待解决、社会重大的民生项目，资金已投入项目的社会效益和经济效益等方面。由于外部社会保障体制存在较大的不确定性，不能仅根据现有的社会保障收支数据对未来财政支出进行判断，同时也要考虑政策体制的调整，如退休年龄的延迟、社会保障政策的调整带来的影响，还要关注养老、医疗等政府承担支出承诺未来增长可能给地方政府财政支出带来的长期压力。

## （3）收支平衡

财政收支平衡能力反映地方政府的财政综合管理能力，在我国现行的财税体制下，由于中央政府和地方政府的财政收入与财政支出存在较大的不对等，中央财政与地方财政的平衡主要通过地方上解收入、中央的转移支付和税收返还来实现。

转移支付和税收返还在地方政府收支平衡中占有一定比例，是客观存在的，但如果占比过高，表明地方政府对上级政府的依赖程度较大，地方政府收支自我平衡能力较弱。远东资信主要分析公共财政预算收入和政府性基金收入的收支平衡因素，并且对公共财政预算收入和公共财政预算支出进行比较，分析地方政府公共财政预算收支的自我平衡能力。

### 3. 政府债务

2014年《中华人民共和国预算法》修改通过，中国地方政府发行的债券全面纳入预算管理，并且详细规定了地方政府举债的方式、规模、管理等方面的内容，明确了地方政府通过发行地方政府债券举债的唯一性。远东资信对于政府性债务分析主要关注要素包括：债务规模、债务期限、债务风险及债务管理机制。

在中国目前现行的行政体制下，上级政府对下级政府的控制力较强，相应地方政府债务风险存在向上传递、向上集中的效应。当地方政府出现债务风险时，上级政府负有重大的救助责任，中国地方政府在预算和债务承担两个维度方面存在一定的不对称性。

#### （1）债务规模

政府债务分为政府负有偿还责任的债务、政府负有担保责任的债务和政府可能承担一定救助责任的债务三类，远东资信主要从债务规模相对于区域经济规模的合理性、债务增长相对于经济增长的合理性、债务资金来源等角度进行分析。

对于债务规模合理性，远东资信主要从负债率和债务率两个角度进行分析。负债率衡量区域经济规模对政府债务的承载能力以及经济增长对债务依赖程度，负债率增加表明区域经济运行对债务的依存度提高；债务率衡量地方政府综合财力对债务的保障程度，债务率增加表明政府财政的债务偿还压力增加。远东资信不仅分析政府具有偿还责任债务的负债率和债务率，而且在加总具有担保责任和一定救助责任债务的基础上，分析政府总负债率和债务率，从而较为全面分析地方政府的债务规模的合理性。

对于债务增长率，远东资信认为，不仅要关注增长率的大小，而且对于处于不同发展阶段的区域，受经济增长模式、外部环境等要素的影响，政府债务增长率是会存在一定差异的，欠发达区域在经济增速较快时期，特别是完善基础设施期间，资金需求量大，政府债务增长率也相对较快，关键需要在经济增长率和债务增长率之间保持平衡。

政府债务资金来源也较为多元化，不同类型资金的期限、融资成本、信用条件都具有较大的差异性，如果高成本资金来源在债务中占比过高，政府未来偿付债务本息的支出金额较高，就会加重政府债务成本，债务资金来源分析可以对政府债务成本进行判断。

#### （2）债务期限

债务期限结构可以反映债务的期限分布，合理期限分布有利于政府合理筹措资金，满足债务偿还需求，避免出现短期偿债压力。特别是政府性债务所投入项目主要以中长期项目为主，项目资金回收期也较长，中长期政府性债务占比越高，可以平滑政府当前的资金支出，有利于减轻财政支出压力。

### （3）债务风险

地方政府债务风险不仅包括政府难以履行偿还责任而可能造成的违约损失，而且包括对社会、经济等方面发展带来的损失。债务风险程度增加会对区域社会稳定、政府治理、经济运行、金融环境等产生消极影响。远东资信认为，地方政府具有偿还责任债务出现实质性违约风险的可能性很低，更多表现为流动性风险、声誉风险以及政府或有债务风险。

### （4）债务管理

完善的债务管理机制是推行地方政府市场化融资的基础工作。地方政府债务管理机制核心是建立有效约束的公共财政制度，合理规定地方政府债务来源，规范地方政府资金管理和平衡财政收支。债务管理机制重点关注地方政府是否建立完善的债务管理机制，对政府债务进行全方位管理，主要包括债务的举借流程和管控机制、债务管理机构的职能和权限、债务规模统计和测算机制、债务预警机制、偿债资金安排和风险准备金机制等。

## 4. 政府治理

政府治理是政府作为重要的政治行为者，协同社会组织、个人等不同的行为主体，建立广泛公共参与的制度框架，并对经济政治社会等事务进行规范和管理，从而实现公共利益最大化。良好的政府治理能力可以提高地方政府资源使用效率，规避潜在的风险以及设计适当的风险缓释措施，及时处置不可预见的风险。远东资信对于政府治理重点关注政府行政效率、信用记录、信息公开和预决算管理机制。

### （1）行政效率

为了充分发挥市场在配置资源基础性作用，政府要通过合理定位和角色转换，发挥对市场的引导和规范作用，增强社会管理和公共服务职能，为区域发展创造良好的外部环境，因此，在区域发展中，地方政府公共服务能力起着关键作用。远东资信在政府服务水平方面重点关注政府在创造良好区域发展氛围、提供公共服务、政府职能定位、政府行政满意度等方面的服务内容和效果程度。

### （2）信息公开

政府信息公开是建设服务型政府的必然要求，政府信息公开机制包括信息公开目录、信息公

开程序、信息公开的广度、深度和公众认知度、信息公开的考核机制。政府信息公开机制首先重点分析政府是否对行政审批清单、收费项目清单、资金、项目、规划、相关政策及实施细则等进行及时完整公开，并且采取必要手段让社会公众加以了解；其次分析政府是否建立了信息收集、主动回应、科学考核、沟通协调等政务公开机制，推动政府与社会公众之间的良性互动。

### （3）信用记录

政务诚信是社会信用体系建设的关键，各类政务行为主体的诚信水平，对其他社会主体诚信建设具有表率 and 引导作用。对于政务诚信水平，远东资信首先分析政府是否依法行政，提升公信力，树立诚信形象；其次分析政府对社会行政承诺的履约程度以及相关的问责机制实施力度；最后，分析政府对于诚信建设的重视程度，如建设公共信用信息平台、建设完善信用奖惩机制、重视信用产品、信用服务在行政管理领域的应用、惩戒各类失信行为的力度。

### （4）预决算管理

政府财政预决算制度应该具有透明性、准确性和约束性。预决算的透明性关注财政部门是否及时披露财税收支情况、及时披露财政预决算表等信息、及时披露政府资金投入相关信息；预决算的准确性通过政府财政预决算之间的差异程度进行评估；预决算的约束性关注政府对于预算是否有严格的审核机制，减少不合理预算支出；新增预算支出有的审批流程，保证预算的权威性。预决算差异过大时，上级政府或立法机关是否采取问责机制。

## 5. 外部支持分析

外部支持主要分析地方政府在偿债能力受到不利因素影响时，其可以获得的显性或隐性的外部支持，这种支持主要来自上级政府部门的资金支持和政策支持。在我国目前现有的行政体系下，上级政府对于下级政府普遍承担一定程度的救助责任，但救助承担存在较大的自由裁决权，因此，要判断地方政府在上级政府所辖区域内的地位、影响力。

## （二）专项债券信用风险要素

### 1. 债项安排

债项安排主要关注债券发行安排和项目实施方案两个方面。

#### （1）债券发行安排

专项债券的发行期限应当和对应项目的建设期及运营期形成一定程度的匹配。专项债券对应项目的收益是还本付息的重要现金来源，很多项目可能无法在建设期内获得收益，因此债券期限应当能够完全覆盖建设期，并延续到能产生收益的运营期。另外，如果一期专项债券对应多个项



目，则应当将资金使用分开对应到单个具体项目，以单个对应项目情况来做具体分析。

在单期债券无法满足专项债券对应项目资金需求的情况下，地方政府可能会在该期债券存续期内增加计划之外的专项债券发行，这可能会增加地方政府的还款压力，进而影响该期债券的偿还安排。如果项目计划已包含多期专项债券发行计划或其他债务融资方案，那么远东资信将考察项目资金需求和融资计划的时点匹配程度。

综上所述，在债券发行安排方面，远东资信考虑的主要因素包括：债券期限和项目期限的匹配程度，债券的还本付息安排，募集资金能否满足项目资金需求，以及计划外新增债务的可能性，等等。

## （2）项目实施方案

专项债券对应项目资本金应当足额到位，远东资信考察项目资本金的合规程度。如果专项债券资金部分作为项目资本金使用，需要着重考察对应项目是否符合相关规定，同时需考虑专项债券占全部资本金的比重，用于资本金的专项债券金额占受评专项债券的比重，以及该项目对应所有债项的偿债安排和顺序。

专项债券对应项目具备公益属性，周期性可能不明显，但是仍有一些对应项目所在行业具有一定的周期波动性，从而对项目收益产生影响。因此，远东资信也将关注债券存续期内，项目所在行业的周期波动情况。

综上所述，在项目实施方案方面，远东资信主要考虑的因素包括：项目资本金到位情况、受评专项债券作为项目资本金使用的情况（如有）、项目所在行业的周期性，等等。

## 2. 本息覆盖倍数

专项债券的偿债直接来源不同，现金流分析的重点也不同。对于置换专项债券或再融资专项债券，偿债资金来源通常为对应的政府性基金或专项收入。

在计算项目净收益时，需考虑项目在债券存续期内的收入和支出（不含偿还本息的支出）情况。如果受评专项债券对应多个项目，在存续期内，本息覆盖倍数应该分项目计算。

专项债券的本息覆盖情况通常来自对应的专项评价报告或财务评估报告等第三方提供的资料。在评价本息覆盖程度时，远东资信会评估编制上述报告的基本假设的合理性，特别是一些对净收益或本息金额产生实质性影响的基本假设。

综上所述，在本息覆盖倍数方面，远东资信主要考虑受评债券存续期内项目净收益对融资性还本付息支出的覆盖情况；同时，还会评估对净收益或融资性还本付息金额有实质影响的假设条件的合理性。

### 3. 现金流稳定性

债券存续期间的项目收益现金流是专项债券偿债资金的重要来源，稳定的项目收益现金流是对偿债资金的有效保障。需关注债券存续期内各年累计现金结余和现金流的承压能力。在受评专项债券的存续期内，各年累计现金结余可能存在一定波动性，甚至个别年分可能出现现金结余为负值的情况。如果各年累计现金结余波动过大，则表明项目收益现金流稳定性较差。

远东资信对现金流进行压力测试。当项目收入或债券利率等影响受评专项债券还本付息的因素在一定范围内变动的情况下，该债券的本息资金覆盖倍数若仍然大于 1，则表明压力测试顺利通过，受评债券对应的还本付息资金具有一定的稳定性。

在项目收益无法覆盖债券存续期的融资性还本付息时，还需要关注地方政府为受评专项债券提供的流动性支持情况，防范出现时点性支付缺口。

综上所述，在现金流稳定性方面，远东资信主要考虑债券存续期内各年累计现金结余的稳定性和现金流的抗压能力等方面因素；同时，远东资信还会考察地方政府对受评债券所提供的流动性支持情况。

### 4. 外部增信

专项债券通常主要依托地方政府和项目收益，较少采取外部增信。如果专项债券包含外部增信措施，远东资信将着重考察增信措施的有效性，并据此判断外部增信措施对专项债券信用风险的增信程度。

## 七、评级方法的局限性

本方法主要从地方政府信用风险评价和专项债券信用风险评价两方面进行评级，其中，对地方政府的信用风险评价主要基于历史信息，通过地方政府的过往表现、现状与目前政策导向，对其未来表现进行合理预测。但影响受评债券及地方政府信用风险变化的因素是动态变化的，对未来的预测难以避免的存在不准确的风险，本评级方法不能保证完全符合客观情况与进行适时调整。

本方法对专项债券评级分析的有效执行有赖于受评债券及地方政府的信息完整度，如果受评债券的可获信息较少或缺失，可能导致远东资信无法完全按照本方法中所列评级要素进行评级分析。

为了避免评级方法过于复杂，本方法仅涵盖关键评级因素，未能涵盖所有影响受评债券信用风险的因素。对于众多难以预测的突发因素，本方法也未能全部涵盖。

同时，远东资信也无法保证所有地方政府专项债券均完全适用本评级方法中所列评级要素。



如果专项债券的相关政策发生变动，也可能导致本方法部分或完全失效。远东资信将定期或不定期对本评级方法进行审查，适时对关键评级因素进行删改或优化调整。

此外，本评级方法所使用的数据主要由地方政府与监管认定的专业机构所提供，评级结果受数据采集难度、数据可靠性与完整性影响。

## 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



## 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层

电话：010-53945367 010-53945366

### 上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层

电话：021-61428088 021-61428115

## 【免责声明】

本评级方法与模型由远东资信提供。其中引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对本评级方法与模型内容保持客观中立态度。其中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。其中内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本评级方法与模型版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。