

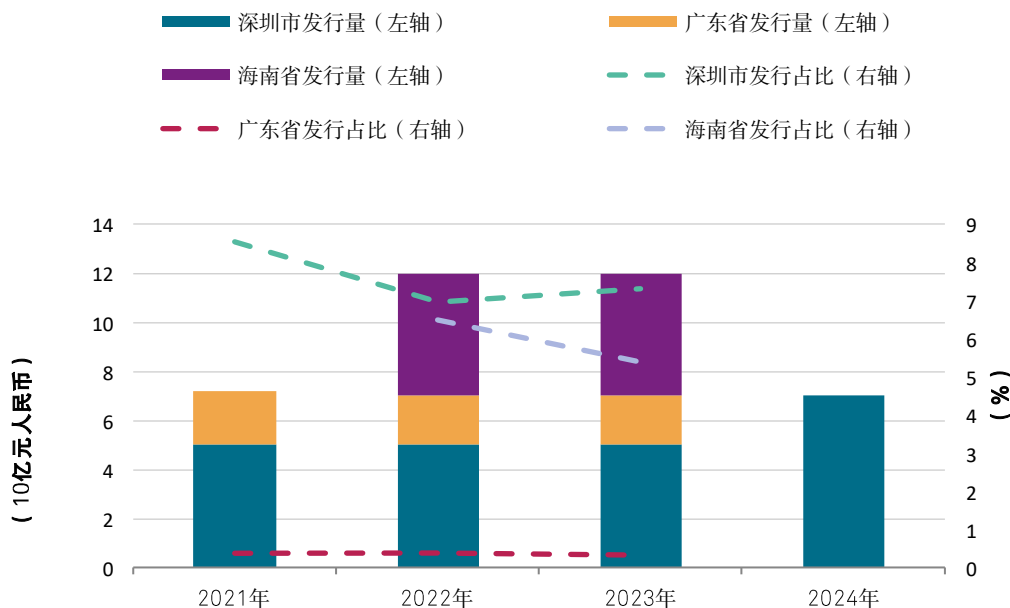
三分钟谈中国地方政府：境外债发行增多可能促进信用区分

2024年8月22日

随着越来越频繁地通过发行境外债券开拓国际债券市场，中国地方政府之间的风险区分程度或将加深。境外市场可能会开始区分中国一级地方政府（例如省级、直辖市和计划单列市政府）的信用质量。地方政府中只有这些一级政府可以作为直接发债主体。

图 1

中国地方政府境外债券发行规模增加
地方政府境外债券发行量及其在年度发行总量中的占比



注：深圳市、广东省和海南省政府均为中国一级地方政府。

资料来源：寰宇信息DM、中国财政部、标普全球评级。

版权 © 2024 Standard & Poor's Financial Services LLC. 版权所有。

主分析师

黄闻茵
新加坡
+65 6216 1052
wenyin.huang
@spglobal.com

其他联系人

叶翱行
香港
+852 2533 3593
christopher.yip
@spglobal.com

曾怡景, CFA
香港
+852 2533 3532
ryan.tsang
@spglobal.com

分析助理

郭晨
香港

事件

2021 年以来，**深圳市、海南省和广东省在境外市场发行人民币地方政府债券常态化**。深圳市和海南省的境外债券发行规模较大，过去两年占到了各自年度总发行量的 5%-10%。如果这三个地方政府也遵循近几年境外债集中在下半年发行的模式，那么今年余下时间里境外债的发行数量将增加。2022 年以来，境外人民币地方政府债券的发行成本略高于相同期限的境内债，尤其是涉及三年期及以上的期限。

这些债券大部分是专项债，用于符合地方政府绿色、蓝色、社会 and 可持续融资框架的基础设施建设项目。由于这些债券均无抵押，而且与一般政府债券的偿还资源一致，所以我们认为二者之间没有信用差异。

解读

对境外市场的开发拓宽了中国一级地方政府的融资选择。尽管目前只有小部分地方政府在做尝试，但是该渠道可以提供多元化的融资，而且在不同的利率条件下未来可能变得具有成本效益。目前为止，考虑到中国的利率优势，地方政府境外债均以离岸人民币计价，不过以后也可能会发生改变。

发行境外债也可推动地方政府提高透明度并加强沟通。境外发行中，双语版的债券募集说明书中披露了有关债券优先级、抵押安排的合同细节，而这些细节在境内债券文件中是没有的。说明书中还包括对地方经济、财政、债务与财务状况、长期发展目标和战略的阐述。这对投资者来说都是很有价值的信息，而且有助于信用评估。

后续

境外债发行增多可能会促进信用区分。37 个可直接发债的地方政府发行人在境内的评级均为“AAA”，而其债券几乎没有信用利差。目前为止，地方政府境外债的利差甚至更小。不过如果更多地方政府进入境外市场且发行相对长的期限，那么利差接近的情形可能会发生改变。

我们认为，中国一级地方政府的信用状况普遍介于好和可控的区间。考虑到稳定的制度框架和收支平衡的财政状况，我们认为大多数一级地方政府的信用状况与中国主权评级接近或相当。然而，仍然有部分地方政府因个体因素风险较高，信用状况更弱。与此同时，一级地方政府与中央政府关联紧密，来自中央政府均衡的财政转移支付有助于缩小它们之间的信用差距。在中央管理模式下，一级地方政府的信用质量也不会超过中国主权评级（A+/稳定/A-1）。

背景梗概：中国地方政府信用评估

我们基于制度框架评估和个体风险的组合对地方政府债务偿还能力进行评估。对于中国地方政府而言，制度框架评估适用于同一层级的所有地方政府，而且随着层级降低会减弱。此外，我们还会考量个体风险——地方经济前景、财政状况、与地方政府直接贷款及其下辖国有企业相关的债务负担、流动性状况和财务管理能力。

中国地方政府最主要的信用区分因素是经济、财政状况和债务负担，而且由于中国不同区域处在不同的发展阶段，这几个因素往往也各不相同。

一级地方政府一般能够将大量基建支出转移至下一层级地方政府（例如地级市、县、区）。这有助于高层级地方政府管理其支出需求，从而使财政状况相对平衡，财务负担相对适中。我们认为，大

多数一级地方政府的下一层级地方政府仍然拥有良好的债务偿还能力。然而，我们认为在部分资质较弱地区，一级地方政府必须承担部分偿还低层级债务的或有责任，从而拖累了信用质量。

相关研究

- China Tier-One Local Government Risk Indicators Databook, July 22, 2024
- China Tier-One Local Government Risk Indicators Chartbook, July 22, 2024
- 确认中国主权评级为“A+/-A-1”；展望保持稳定，2024年6月27日
- Institutional Framework Assessment: China Provincial Governments' Capital-Light Framework To Support Fiscal Positions, Aug. 10, 2023
- 中国首支境外地方政府债将提升融资透明度，2021年10月17日
- 上调中国地方政府制度框架评估，因中央政府加强管控，2021年8月30日
- Criteria | Governments | International Public Finance: Methodology For Rating Local And Regional Governments Outside Of The U.S., July 15, 2019
- Criteria | Governments | International Public Finance: Methodology: Rating Non-U.S. Local And Regional Governments Higher Than The Sovereign, Dec. 15, 2014

本报告不构成评级行动。

中文版本系根据英文版本翻译，若与原英文版本有任何分歧，概以英文版本为准。阅读英文版请点击：

<https://www.capitaliq.spglobal.cn/web/client?auth=inherit#ratingsdirect/creditResearch?rid=3234756>

版权© 2024, Standard & Poor's Financial Services LLC (以下统称“标普”)。版权所有。

未经标普事先书面许可，严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容（包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品）或其任何部分（以下统称“内容”），或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理（以下统称“标普各方”）并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏（无论成因），使用内容得到的结果，或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证，包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证，或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下，标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失（包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本）负责，即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析（包括评级）以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述，并非事实的陈述，或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息，但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的，监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级，标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予撤销或暂停上述认可而产生的任何责任，也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开，从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此，标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程，以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬（通常从发债人、承销商或债务人处收取）。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析：www.standardandpoors.com（免费网站），及www.ratingsdirect.com和www.globalcreditportal.com（收费网站），及www.spcapitaliq.com（收费网站），及可能通过其他渠道进行发布，包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息，请查阅www.standardandpoors.com/usratingsfees。

STANDARD & POOR'S、S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。