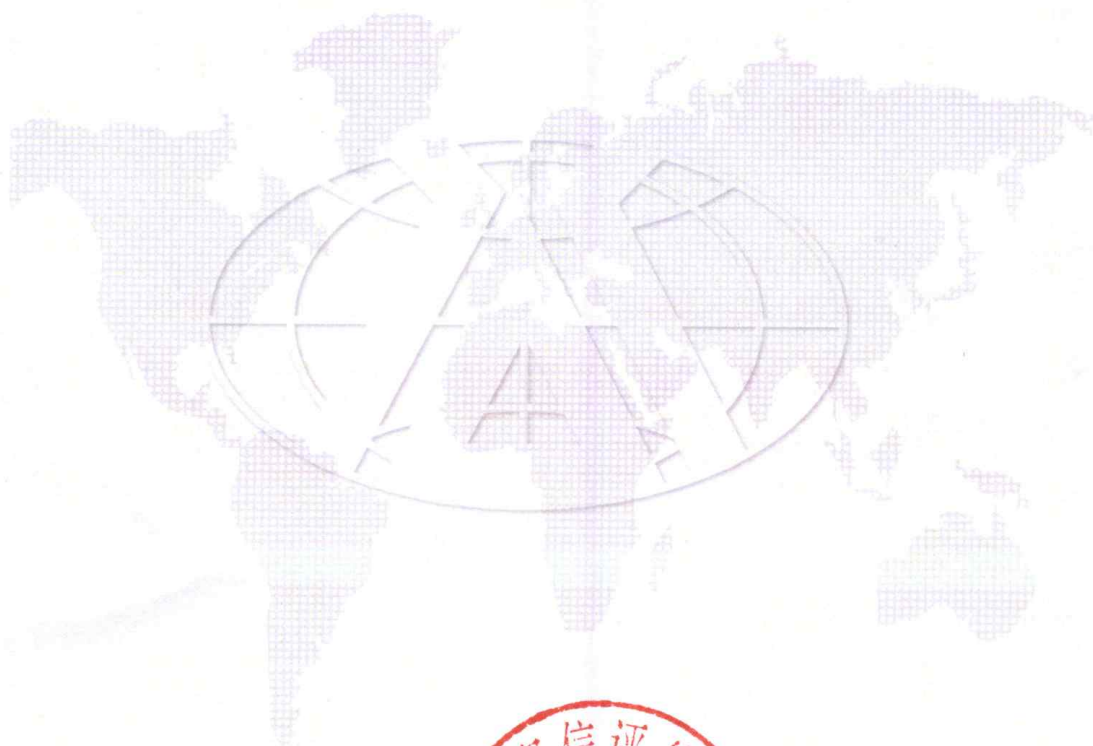


2016年第二批青岛市政府一般债券

信用评级报告



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO., LTD

二〇一六年十月九日



评级声明

一、本信用评级报告结论是大公国际资信评估有限公司(下称“大公”)在履行尽职调查和诚信义务的基础上,按照财政部《地方政府一般债券发行管理暂行办法》(财库〔2015〕64号)、《财政部关于做好2016年地方政府债券发行工作的通知》(财库〔2016〕22号),依据大公地方政府信用评级方法做出的独立判断,不存在受评对象或其他任何组织及个人对评级行为的影响。

二、大公履行了必要的尽职调查程序。

三、本信用评级报告结论是在受评对象提供的当地经济、财政、政府债务及其他数据真实、可靠的基础上,对其当期债务信用状况做出的综合评价,不作为报告使用者投资决策的唯一参考依据,大公不承担因使用本评级结果而产生的任何法律责任。

四、大公拥有跟踪评级、变更等级和公告的权利。

五、本信用评级报告版权属大公所有,未经授权,任何机构和個人不得复制、转载、出售和发布;如引用、刊发,须注明出处且不得歪曲和篡改。

评级报告导读

大公地方政府债券信用评级回答的是基于地方政府偿债来源安全度确定的债务与债务保障能力的偏离度。青岛市政府一般债券信用评级报告是依据大公地方政府信用评级方法，通过偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面对本次债券债务与债务保障能力的偏离度做出的判断。

大公地方政府债券信用等级确定的逻辑思路：偿债环境是影响债务人财富创造能力和偿债来源的宏观制度环境；债务人财富创造能力是其偿债来源的根本和基石；梳理债务人偿债来源，对每种偿债来源进行分类和预测排序，在此基础上确定债务人偿债来源安全度，一般来说，安全度越大，偿债来源稳定性越高，债务与债务保障能力的偏离度越小，偿债能力越强；反之，安全度越小，偿债来源稳定性越低，债务与债务保障能力的偏离度越大，偿债能力越弱。由每种偿债来源的安全性对偿债来源进行调整，确定债务与债务保障能力的偏离度，据此确定信用等级，债务与债务保障能力的偏离度越小，信用等级越高；反之，债务与债务保障能力的偏离度越大，信用等级越低。

大公地方政府信用评级主要从偿债环境、财富创造能力、偿债来源、偿债能力四个方面对债务人本次债券信用状况进行分析，具体要素分析如下：

1. 偿债环境是指影响债务人债务偿还能力的宏观环境，主要从法律政策环境和信用环境两方面分析宏观制度环境对债务人经济增长和偿债来源的影响。

2. 财富创造能力主要指地区经济总量和债务人财政收入增长水平，分析的是债务人所属地区经济增长能力及其经济增长对偿债来源的贡献。对地方政府来讲，财富创造能力重点分析地区主税产业发展潜力及对税收贡献的趋势。

3. 偿债来源是指债务人在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配现金，主要通过分析政府初级偿债来源和政府支出，对债务人可用于偿债的资金来源可靠性进行判断，并通过

偿债来源安全度衡量债务人可用偿债来源风险。

4. 偿债能力是指债务人在一定时间内偿债来源对存量债务、新增债务的保障程度，用债务与债务保障能力的偏离度来反映，从债务管理制度、存量债务偿还能力、新增债务偿还能力三个方面进行衡量，偿债能力分析是依据偿债来源安全度对债务人债务与债务保障能力的偏离度进行的综合考察。

注：大公对地方政府的信用评级有别于中央政府，中央政府的信用等级是为国际投资人提供的信用信息，它是在不同国家间进行比较的结果；地方政府的信用等级是为国内投资人提供的信用信息，它是在本国不同地方政府间进行比较的结果，因此，中央政府与地方政府信用等级不具有可比性。

一、債務人概況

1. 行政概況。青島是山東省內經濟最發達的城市，全國 5 個計劃單列市³、15 個副省級城市⁴之一，被定位為山東半島藍色經濟區核心區的龍頭城市，是新亞歐大陸橋經濟走廊主要節點城市和海上絲綢之路戰略支點城市，同時也是有名的“中國品牌之都”、“世界啤酒之城”。截至 2015 年末，青島市下轄 6 個市轄區⁵，代管 4 個縣級市⁶。

2. 經濟總量。2015 年青島全市生產總值 9,300.07 億元，在山東省內位居首位，比上年增長 8.1%；2015 年全市人均生產總值 102,519 元，在全國 5 個計劃單列市中排第 4 位，人均生產總值較高。

3. 財政規模。2015 年，青島市全年財政總收入 2,713.7 億元，下降 4.3%。一般公共預算收入 1,006.3 億元，在全國城市排名第 13，同比增長 12.4%；政府性基金收入為 468.5 億元。

4. 債務規模。截至 2014 年末，全市政府性債務總額為 1,623.84 億元，比 2013 年末增長 28.24%。其中，負有償還責任的債務 1,047.59 億元，負有擔保責任的債務 106.76 億元，可能負有救助責任的債務 469.49 億元。截至 2013 年末，市本級政府性債務總額為 735.36 億元，其中政府負有償還責任的債務占 70.4%，政府負有擔保責任的債務和可能承擔一定救助責任的債務分別占 14.9%和 14.7%。

5. 債務率⁷。青島市政府負有償還責任的債務率在全國 30 個省級行政區與 2 個計劃單列市⁸中從高到低排名第 22 位。根據審計結果，2012 年末青島市政府總債務率為 58.7%，負有償還責任的債務率為

³ 享有省一級經濟管理權限的非省會城市，其財政收支直接與中央掛鉤，由中央財政與地方財政兩分，而無須上繳省級財政。目前我國一共有 5 個計劃單列市：深圳、寧波、青島、廈門、大連。

⁴ 城市主要領導（包括市委書記、市人大主任、市長、市政協主席）的行政級別均為副省（部）級。目前我國一共有 15 個副省級城市：哈爾濱、長春、瀋陽、大連、濟南、青島、南京、杭州、寧波、廈門、武漢、廣州、深圳、成都、西安。

⁵ 包括市南、市北、李滄、嶗山、黃島、城陽。

⁶ 包括即墨、膠州、平度、萊西。

⁷ 此處及下文債務率指標採用青島市審計局口徑，即債務餘額與地方政府綜合財力比率，數據取自青島市審計局審計結果公告 2014 年第 1 號（總第 46 號）。

⁸ 考慮到數據可得性和可比性，此處選取可比對象包括 30 個省級行政區（全部省級行政區中香港、澳門、台灣、西藏除外），2 個計劃單列市為青島、寧波，下同。

52.9%，负有偿还责任债务除去应付未付款项形成的逾期债务后，逾期债务率为 0.86%，在全国 30 个省级行政区与 2 个计划单列市中从高到低排名第 25 位。

二、本次发行债券的相关信息

1. 发行规模。2016 年第二批青岛市政府一般债券发行额度为 4 亿元。

2. 债券种类。债券品种为记账式固定利率付息债券。

3. 债券期限结构。本次债券发行期限为 3 年、5 年、7 年、10 年，计划发行规模分别为 0.4 亿元、1.2 亿元、1.2 亿元和 1.2 亿元。

4. 债务偿还计划。3 年期、5 年期及 7 年期的债券利息按年支付，10 年期的债券利息按半年支付，各期债券到期后一次性偿还本金。债券利率为固定利率。

5. 募集资金用途。一般债券资金纳入一般公共预算管理，置换一般债券用于偿还存量债务贷款本金，优先置换高息债务；不得用于偿还非公益性资本支出举借的债务；不得用于偿还应由企事业单位等自身收益偿还的债务；不得用于付息，不得用于经常性支出。

6. 偿债资金安排。本次债券收入和本息偿还资金均纳入青岛市一般公共预算。

三、偿债环境

良好的偿债环境有利于推动青岛经济增长和财政实力提升。区位优势、海洋资源为青岛经济的发展提供了得天独厚的条件；“蓝色经济区”、“一带一路”等国家级战略的扶持和十大重点产业规划的出台为青岛经济的发展提供了制度保障；财富管理金融综合改革试验区的设立推动了金融改革及创新进程，加强了信用环境对青岛实体经济的服务能力。

优越的区位条件、便捷的交通网络和丰富的海洋资源为青岛市经济发展提供了得天独厚的条件。

从区位要素看，青岛市位于山东半岛东南部，北接环渤海经济圈，东临日韩，西倚经济实力雄厚的山东腹地，区位优势明显，同时国际性港口优势和便捷的交通网络为青岛发展打下了坚实基础。

青岛港是我国北方知名的天然深水大港，港湾口小腹大，四季通航。2015年1~11月，青岛港货物吞吐量达4.46亿吨，增长4.69%；外贸吞吐量2.95亿吨，增长2.79%；集装箱吞吐量1,587.36万标准箱，增长4.16%。依托港口优势，青岛建立起了多元化的产业结构：一方面港口的先天条件带动了临港工业、贸易服务业的发展，另一方面港口连接起的海内外市场为青岛本地制造业的发展提供了契机，此外作为我国重要的原油、铁矿石吞吐大港，未来青岛还将进一步打造金融业等配套产业的实力。港口优势在促进产业多元化，推动经济发展的同时，也为青岛市地方财政提供了稳定的税源供给，是地方政府债务偿还的有力保障。

发达的交通网络为青岛市经济的长久发展提供了动力。公路方面，青岛市公路里程在山东省内及15个副省级城市中位居前列；铁路方面，青连铁路、青荣铁路于2014年末基本通车，实现了青岛对日照、连云港、烟台、威海的快速联通；港口方面，董家口港区正在加快建设，东海岸老港全面终结干散货作业，完成了向邮轮母港建设的转变；城轨方面，市内地铁2、3号线进展顺利；航空方面，胶东机场

新项目正在紧张推进中。当前青岛已建成集公路、铁路、港口、航空、城轨于一体的交通网络，正逐步成为东北亚地区重要的综合交通枢纽。便捷的交通为青岛经贸、物流等相关行业发展提供了必要基础，也成为推动青岛未来产业升级和参与全球经济一体化的重要引擎。

海洋经济是青岛经济发展的最大特色，青岛市海洋资源丰富，海洋科研力量强大，发展海洋高科技产业条件优越、前景广阔。与其他同类型沿海城市相比，青岛发展蓝色海洋经济的最大优势在于科研能力，目前青岛聚集了全国 30%的海洋科研机构，50%的海洋高层次科研人才，70%以上的涉海两院院士。青岛市政府十分注重海洋资源优势、科研成果向产业优势转化，通过引导成立孵化器、产业园、高新区等产业聚集区和提供资本、技术、人才、市场、政策等配套服务，积极推进成果落地。目前青岛已成为我国海洋经济科学发展的先行区、海洋自主研发和高端产业的聚集区，海洋经济也已成为青岛经济的新增长极。2015 年，青岛实现海洋生产总值 2,093.4 亿元，同比增长 15.1%，海洋经济占 GDP 的比重达 22.5%，预计到 2020 年，这一比重将进一步上升至 25.0%。

“一带一路”、“蓝色经济区”等国家级战略和重点产业规划的出台为青岛经济的发展提供了制度保障。

“一带一路”战略为青岛市经济发展提供了良好机遇和有力保障。作为古代海上丝绸之路的北起点，青岛东临日韩面向亚太，腹地贯通沿黄河九省一市，并与直达霍尔果斯、阿拉山口的过境运输线路相联通，在 2015 年 3 月份三部委联合发布的《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》中，青岛被明确纳入“一带一路”战略规划，并被定位成新亚欧大陆桥经济走廊主要节点城市和海上合作战略支点城市。青岛当地企业具有很好的“走出去”意识，在“一带一路”战略推出之前，海尔、海信、青建等企业已经开始国际化进程，海信将 30%的制造园区布局在南非，青建则承建了包括迪拜棕榈岛在内的一系列海外建设项目，在“一带一路”战略的政策支

持之下，青岛企业凭借积累已久的品牌优势，将在发展中分得更多机遇。

“蓝色海洋经济区”是青岛承接的另一项国家级战略。2011年1月4日，国务院批复了《山东半岛蓝色经济区发展规划》，将建设山东半岛蓝色经济区上升为国家战略。作为山东开放程度最高、经济活力最强、最具竞争力的城市，青岛成为了半岛蓝色经济区建设的龙头。2014年蓝色经济区建设进一步推进，当年6月，国务院批复设立青岛西海岸新区，准备将其打造成海洋科技自主创新领航区、深远海开发战略保障基地、军民融合创新示范区、海洋经济国际合作先导区及陆海统筹发展实验区。战略的实施和新区的建设有利于青岛进一步强化产业特色、提升城市竞争力，对优化当地经济结构、挖掘发展潜力、丰富政府税源具有重要意义。

在产业发展政策规划方面，青岛市近年陆续推出了十大重点产业规划、十大新兴产业发展规划、21个重点经济功能区规划等，为打造城市经济发展核心竞争力、助力产业结构升级指明了方向。十大重点产业规划定调推进新能源汽车、航空经济、邮轮游艇、海洋生物医药、节能环保、软件和服务外包、金融、总部经济、高端旅游、影视文化10个重点产业领域，助力产能优化、技术升级和业态创新；十大新兴产业发展规划关注新材料、节能环保、航空经济、邮轮游艇、海洋生物医药、工业机器人、海洋仪器装备、海水淡化装备、海洋新能源、3D打印10个战略性新兴产业，立足当前着眼未来，把握经济发展的新动力；21个重点经济功能区在整合提升原有开发区的基础上，集聚产业、科技、人力及各类要素资源，高起点规划了一批新的经济功能区。

青岛市信用供给增长较快，信用环境运行稳定，为经济、城市的发展提供了资金支持；财富管理金融改革试验区的设立推动了金融改革及创新的进程，青岛实体经济面临的信用环境逐步改善。

信用供给方面，青岛市社会融资规模增长较快，为经济发展提供

了有力支持。当前青岛的融资环境仍以间接融资为主，银行系统为青岛信用供给提供了最为有力的保障。截至 2015 年末，全市金融机构本外币存款余额为 13,155.7 亿元，同比增加 1,275.1 亿元；贷款余额为 11,576.8 亿元，同比增加 1,046.2 亿元。除银行体系外，青岛也在积极扩充资本市场融资途径，引导企业通过上市、发行债券、私募股权等渠道进行直接融资。2014 年，青岛港、青建发展、城投集团三家公司分别完成赴港上市，11 家企业在“新三板”成功挂牌，四板市场青岛蓝海股权交易中心于 2014 年 4 月开业，截至 2014 年末共吸引 130 余家企业进行挂牌交易。总体来看，青岛多层次资本市场虽起步较晚但构建速度较快，为当地企业融资提供了必要补充。

财富管理金融综合改革试验区的设立有利于推进金融改革及创新进程，进一步拓宽青岛市信用资源渠道。青岛市财富管理金融综合改革试验区于 2014 年 2 月份获得国家批复，成为我国首个以财富管理为主题的国家级金融综合改革试验区，也是北方唯一的金融综合改革试验区。试验区建设一年多来，立足于财富管理发展定位，迅速聚集了一批专业化资源，目前青岛全市私人银行数量达到 10 家，管理资产超过 500 亿元。同时在试验区政策框架吸引下，各类优质金融资源和要素平台开始在青岛聚集，青岛国际海洋产权交易中心、海尔联合信用资产交易中心等投融资服务平台陆续成立，将进一步扩展青岛的信用资源渠道，强化信用资源对实体经济的服务能力。

此外，为进一步深化财税体制改革，青岛市政府正积极推进政府与社会资本合作模式（PPP），以拓宽公共服务提供方式。2015 年 4 月，青岛市财政局公布了 38 个面向社会征集合作方的推荐项目，其中包括 11 个基础设施项目，12 个社会民生项目，6 个环保项目等。政府与社会资本合作模式的推广在提高公共服务提供效率的同时也拓展了新的融资渠道，从而有效避免了单一政府发债模式对存量和新增地方政府债务带来的压力。

四、財富創造能力

基於良好的償債環境，青島經濟總量平穩擴張，經濟結構不斷優化。青島市整體經濟實力很強，各項經濟指標均位列山東省首位，在全國 15 個副省級城市中亦處於中上游水平。青島市注重發掘經濟增長的可持續性，未來藍色海洋經濟、高端製造業、戰略性新興產業、現代服務業將為青島經濟增長提供持續動力，在帶動當地產業結構優化的同時，進一步擴充稅源、提升政府綜合財力。

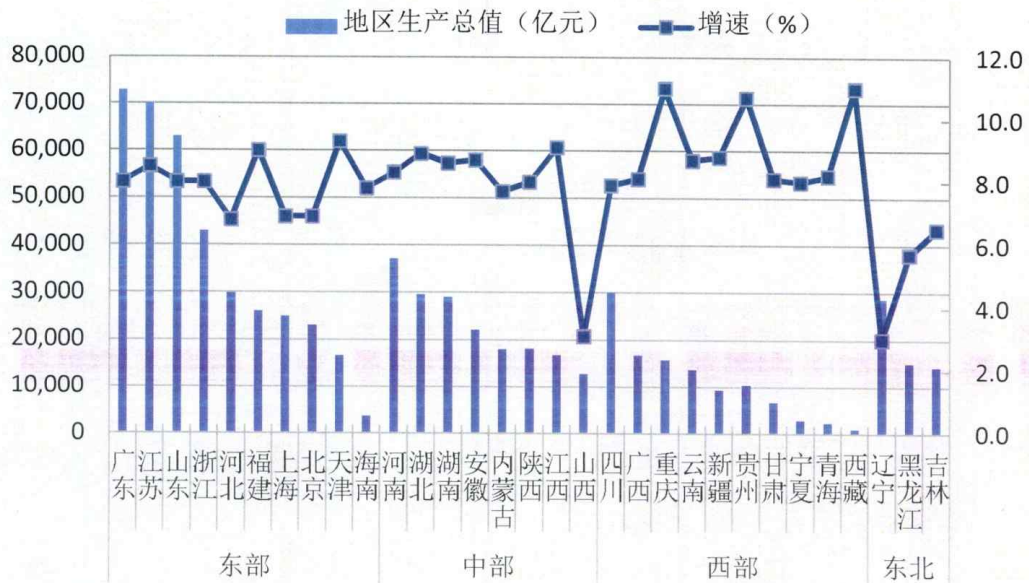
青島市經濟增速一直快於全國水平，經濟總量位居山東省首位，產業結構合理且不斷優化。

圖 1 青島地區生產總值規模及經濟增速



數據來源：2016 年青島市統計年鑑、2015 年中國統計年鑑、2015 年國民經濟和社會發展統計公報、2016~2018 年地區生產總值為大公預測

图2 2015年各省市地区生产总值规模及经济增速



数据来源: Wind 资讯

受益于优越的地理区位、便利的交通条件、良好的工业基础和 国家政策支持的大力支持下，青州市经济一直保持较快增长，地区经济整体实力位列山东省各城市首位。2015 年青州市地区生产总值达 9,300.07 亿元，经济增长率达 8.1%，人均 GDP 达 102,519 元。一直以来，青州市经济增长速度都高于全国水平，2011~2015 年经济平均增长率超 9.7%，高出全国平均增速 1.9 个百分点。受新常态下全国经济总体减速换挡的影响，近年青岛 GDP 增速呈现出放缓态势，但仍高于全国水平。2016 年上半年，伴随着十条千亿级产业链的蓬勃发展和战略性新兴产业的强势增长，青州市地区生产总值为 4,520.3 亿元，增速达 7.4%，高出全国增速 0.7 个百分点。

从产业结构看，第二产业和第三产业是推动青州市经济增长的主要动力。2011 年青州市第三产业占比达到 47.8%，首次超越第二产业，地区经济进入工业化后期发展阶段，呈现出第二产业内部向高新技术产业调整、第三产业加快发展的局面。2013~2015 年青州市三次产业比例分别为 4.4:45.5:50.1、4.2:44.6:51.2 和 3.9:43.3:52.8，第三产业占比持续增长，突显了青岛近年来坚持推进产业转型升级的成果，体现了地区经济发展的可持续性。

第二产业是青岛市经济发展的支柱产业，目前青岛市已形成以机械装备、食品饮料、石化橡胶、家电制造、电子信息、纺织服装为主的工业体系，产业集群效应明显，内部结构日趋优化。2015年青岛市第二产业完成增加值4,026.46亿元，增长7.1%，占地区生产总值的43.3%。为进一步强化重点产业建设、扩大经济总量，青岛自2012年起提出了加快发展十条千亿级产业链的实施意见，目前十条千亿级产业链相关行业已成为第二产业发展的中坚力量。2015年青岛规模以上工业企业完成工业总产值17,349.8亿元，增长7.8%，其中十条工业千亿级产业链规模以上工业企业完成产值13,010.5亿元，同比增长7.8%，占全市规模以上工业企业总产值的75%。十条千亿级产业链中囊括了海尔、海信、青啤、南车、红领、软控等一大批知名企业，这些企业市场竞争力强，技术不断创新，将在未来持续推动青岛经济增长。

表 1 2015 年青岛十条千亿级产业链发展情况

单位：亿元、%

行业	工业总产值	增速
十大千亿级产业	13,010.5	7.8
机械装备	3,067.6	13.6
食品	1,919.1	10.0
家电	1,764.1	5.4
石化	1,634.5	-6.8
电子信息	588.1	13.0
服装	1,286.6	8.3
汽车	782.0	4.5
橡胶	779.9	8.9
轨道交通	703.5	16.4
船舶海工	485.1	17.7

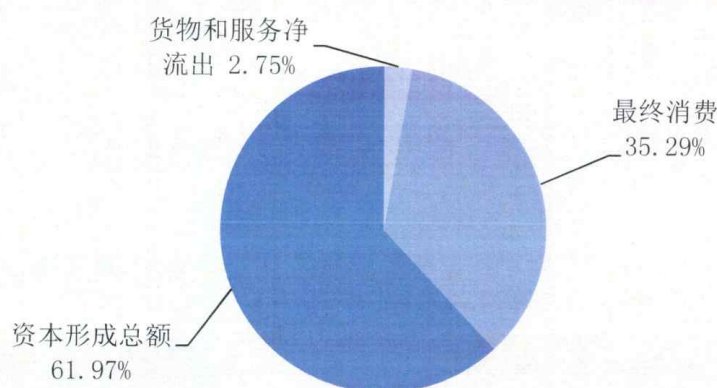
数据来源：青岛市经济和信息化委员会

第三产业是青岛经济发展的主导产业，对当地经济增长贡献度超过50%，且规模不断扩大。2015年青岛第三产业增加值为4,909.63亿元，增长9.4%，占青岛地区生产总值的52.8%。近年来，以金融业为代表的现代服务业在青岛发展迅速，2015年实现增加值2,589.8亿元，在第三产业中占比达52.8%。随着青岛财富管理金融综合改革

的不断深化，未来金融业对第三产业的推动作用将逐步凸显，同时考虑到旅游业、创意产业的快速发展，青岛的第三产业规模及占比还将进一步增加，这对于增加青岛经济发展的可持续性、扩大税源和税基、稳固财政收入具有重要意义。

青岛通过拉动投资、消费和进出口的协调增长来应对经济下行压力，当前经济增长主要依靠投资拉动。随着一批重大项目建设的推进，青岛市投资增长仍可保持一定速度，有助于保证地区经济的持续发展，保障政府偿债来源的平稳增长。

图 3 2015 年青岛支出法核算地区生产总值结构



数据来源：2016 年青岛市统计年鉴

从地区生产总值构成看，当前青岛经济增长主要靠投资拉动，资本形成总额在地区生产总值中占比最大。2015 年，青岛全市固定资产投资为 6,555.7 亿元，从行业投资情况看，制造业在固定资产投资中占比最大，达 46.67%，且保持了 15.8% 的增长速度，近年来青岛在高端制造业投入显著，随着高新产业园区建设的不断推进，未来制造业投资仍可保持一定速度；受房地产下行周期影响，房地产业占比由上年的 23.4% 回落至 20.5%。一汽大众汽车城、新机场、城轨、高铁等一批重大项目和基础设施建设将对青岛市拉动投资增长起到了积极作用。2015 年，青岛计划总投资亿元以上的在建产业大项目达 545 个，其中市区新开工项目 266 个。考虑到青岛当前的发展战略及建设需求，未来投资仍将是经济发展的主要拉动力。

表 2 2015 年青島市分行業固定資產投資及其增速

單位：億元、%

行業	投資額	增長率
製造業	3,059.4	15.8
房地產業	1,347.1	0.0
交通運輸、倉儲和郵政業	484.7	54.4
水利、環境和公共設施管理	354.0	39.0
批發和零售業	287.0	19.9
固定資產投資總額	6,555.7	14.2

數據來源：2015 年青島市國民經濟和社會發展統計公報

消費是拉動青島市經濟增長的第二大因素，對經濟增長的貢獻超過三成。2015 年青島社會消費品零售額規模迅速擴大，達到 3,109.1 億元，同比增長 10.7%。自八項規定實施以來，青島政府部門消費支出逐步壓縮，但旅遊業發展及居民收入水平走高仍對消費水平的提升起到有力支撐。在青島世園會、國際啤酒節、國際車展的刺激拉動下，青島外來遊客增加明顯，消費品市場迅速升溫；同時 2015 年青島全市人均 GDP 達 10.25 萬元，城市居民人均可支配收入增長 8.1%，達 4.04 萬元，居民購買力進一步提升。外地遊客消費需求的增加和本地居民消費能力的提升擴大了青島整體消費規模，在促進經濟發展的同時，為消費相關行業稅收的增長奠定了基礎。

港口區位、開放優勢決定了青島的外向型經濟特點，對外貿易是經濟增長的主要動力之一。2015 年青島進出口規模達 4,361.3 億元，下降 11.1%，其中出口額 2,818.2 億元，增長 0.3%，進口額受國際大宗商品價格下跌、國內需求下降影響降至 1,543.1 億元，降幅為 26.3%。青島外貿出口主要以機電產品、農產品、紡織服裝和高新技術產品為主，出口國家及地區集中在美國、歐盟、日本、韓國。綜合來看，在世界經濟總體復蘇乏力、國內經濟下行壓力加大的大背景下，青島市出口增速回落、進口大幅下降。

業結構優化升級，促進產業鏈和價值鏈向中高端攀升，增強產業可持續發展能力，為提升青島財政實力奠定基礎。三是在新常態下，金融業正成為青島經濟增長的重要動力，財富管理金融綜合改革試驗區的建立將推動青島金融業發展，同時提高財富管理服務於實體經濟的水平，支持經濟持續增長，為財政收入提升提供保障。

五、償債來源

較強的財富創造能力為青島的償債來源打下了堅實基礎，以一般公共預算收入為主的青島償債來源安全度高，穩定性好，為政府債務償付提供有效保障。

青島初級償債來源主要來自於一般公共預算收入、中央稅收返還等轉移性收入以及政府性基金收入等。各類收入的可靠性和穩定性依次下降。

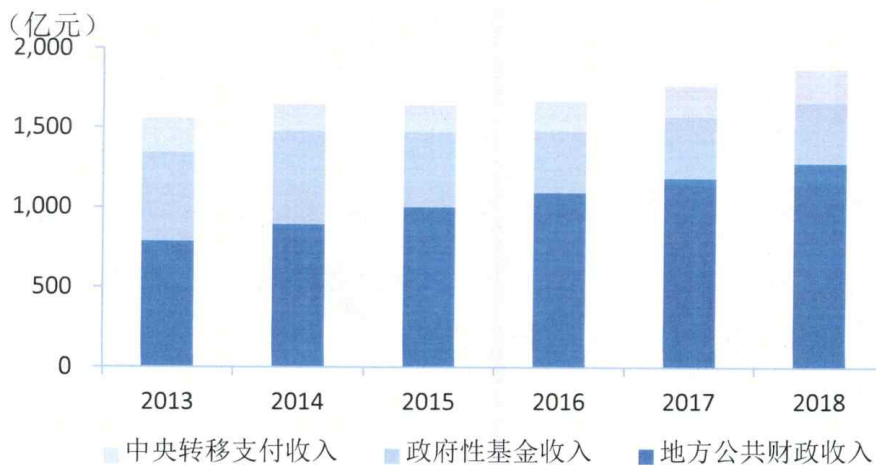
表 3 2013~2015 年青島市初級償債來源主要構成

單位：億元、%

年份	初級償債來源	一般公共預算收入		轉移性收入		政府性基金收入	
		規模	占比	規模	占比	規模	占比
2013 年	1,558.85	788.72	50.6	215.91	13.9	554.22	35.6
2014 年	1,648.11	895.25	54.3	167.34	10.2	585.52	35.5
2015 年	1,643.14	1,006.26	61.2	168.37	10.2	468.51	28.5

數據來源：2013~2014 青島市財政預決算報告，2015 年青島市財政預算執行情況表

圖 4 2013~2018 年青島財政實力

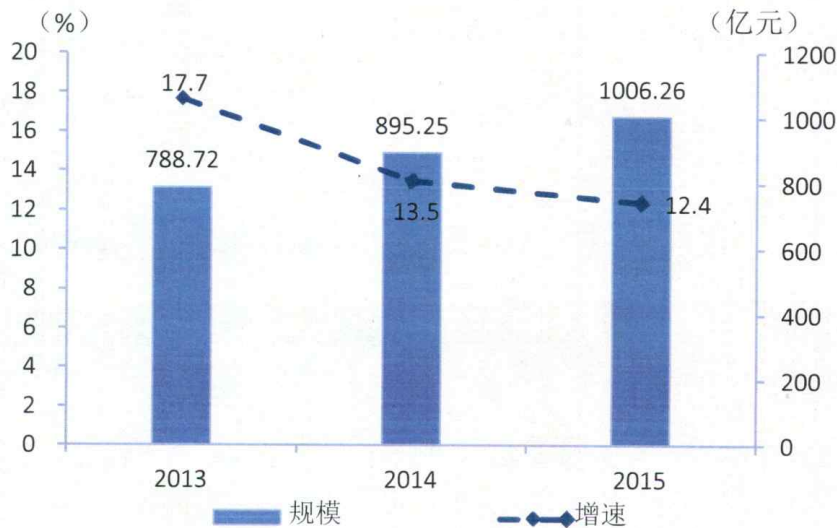


數據來源：2013~2014 青島市財政預決算報告，2015 年青島市財政預算執行情況表，2016~2018 年數據為大公預測

青岛全市初级偿债来源以一般公共预算收入为主，规模较大且逐年稳定增长，对债务的保障力度强；税收收入是一般公共预算收入的主要组成部分。

一般公共预算收入在青岛市初级偿债来源中占比超 50%，近年呈持续增长趋势。2013~2015 年一般公共预算收入分别为 788.72 亿元、895.25 亿元和 1,006.26 亿元，增速由 2013 年的 17.7% 逐步回落至 12.4%，考虑到新常态下经济减速换挡的影响，预计未来两年青岛市财政收入增速将由前期的快速增长转向平稳增长。

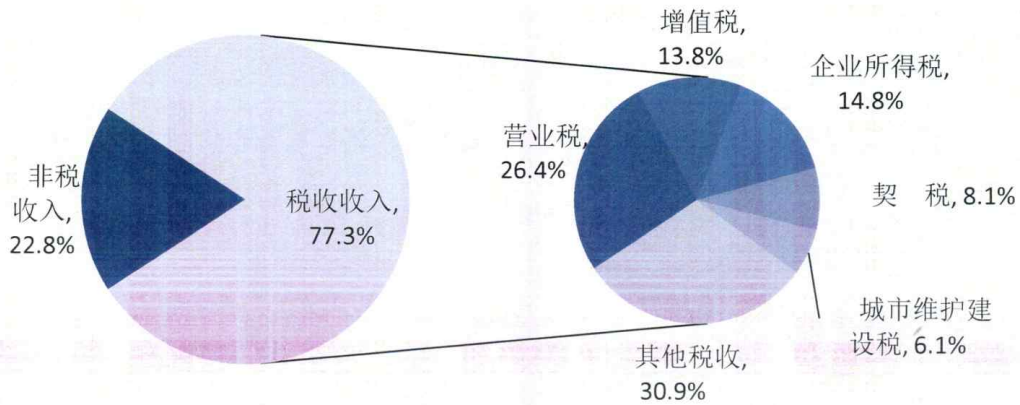
图 5 2013~2015 年青岛全市一般公共预算收入规模与增速



数据来源：2013~2014 青岛市财政预决算报告，2015 年青岛市财政预算执行情况表

在全市一般公共预算收入构成中，税收是最重要构成部分，税收收入的稳定性是青岛初级偿债来源稳定性的重要影响因素。2015 年青岛税收收入在全市一般公共预算收入中的占比为 77.25%。税收收入中，营业税、企业所得税和增值税为主要税种，三项税种收入之和占税收收入的比重为 55.0%，其中营业税占比为 26.4%。三项税种总量稳定构筑了青岛税收来源的可靠基础。

图 6 2015 年青島全市一般公共預算收入結構



數據來源：2015 年青島市財政預算收入執行情況表

表 4 2014 年青島稅收的行業貢獻構成

單位：億元、%

行業類別	全部稅收收入		國稅		地稅	
	規模	占比	規模	占比	規模	占比
第一產業	1.22	0.06	0.40	0.03	0.82	0.14
第二產業	1,168.35	60.25	1,001.52	74.74	166.83	27.85
製造業	1,064.02	54.87	976.27	72.85	87.75	14.65
採礦業	3.34	0.17	0.40	0.03	2.94	0.49
建築業	81.08	4.18	8.52	0.64	72.56	12.11
電力、燃氣及水的生產和供應業	19.91	1.03	16.32	1.22	3.59	0.60
第三產業	769.52	39.68	338.14	25.23	431.39	72.01
房地產業	222.89	11.49	18.92	1.41	203.98	34.05
金融業	104.77	5.40	32.61	2.43	72.16	12.05
批發和零售業	113.55	5.86	87.31	6.52	26.24	4.38
租賃和商務服務業	52.07	2.69	6.59	0.49	45.49	7.59
交通運輸倉儲和郵政業	46.50	2.40	28.14	2.10	18.37	3.07
其他行業	146.74	7.57	142.33	10.62	4.41	0.74
合計	1,939.09	100.00	1,340.05	100.00	599.03	100.00

數據來源：2015 年中國稅務年鑑

從稅源產業來看，第二產業和第三產業為青島市重點稅源產業。製造業、房地產業、批發零售業和金融業等對青島地區稅收貢獻較大，其中製造業為青島重點稅源行業。從國稅和地稅分別來看，第二產業對國稅貢獻較大，2014 年製造業對國稅貢獻率高達 72.85%；第三產業對地稅貢獻較大，貢獻率達 72.01%。未來一至兩年內，青島製造

业等产业在各项政策及发展机遇的激励下，将延续当前强劲的发展势头，支撑青岛经济及税收收入增长。考虑到全国房地产市场的整体下行趋势，未来房地产业对税收的贡献度将有所下降，但由于青岛产业多样化程度较高，可有效抵消房地产业下行对税收总收入带来的不利影响。

从主税企业来看，青岛知名企业众多，市场竞争力强，有利于保持税收收入的稳定性。青岛主要纳税企业所属行业分布在家电、机械装备、金融、地产等领域，行业分布均衡且多为青岛本地企业，能够为当地政府提供长久稳定的税收收入。

中央税收返还等转移性收入、政府性基金收入等其他收入是青岛市初级偿债来源的重要组成部分，其中基金收入受房地产市场影响波动较大，预计未来规模或出现萎缩。

中央税收返还等转移性收入的稳定性仅次于一般公共预算收入，是青岛市初级偿债来源的重要组成部分。近三年中央税收返还等转移性收入规模分别为 215.91 亿元、167.34 亿元和 168.37 亿元，2014 年转移支付收入下降主要受专款补助收入萎缩影响。依据新预算法精神，规范专项转移支付是现阶段财税体制改革的重点之一，当前青岛已按照最新规定对专项资金进行了全面清理，预计未来专项转移的规模还将进一步压缩，一般性转移规模则稳中有扩，2015 年，青岛的转移收入在 2014 年的基础上小幅扩张。

青岛市政府性基金收入规模较大，已成为初级偿债来源的重要组成部分，但其波动较大，稳定性略差。政府性基金收入以国有土地使用权出让金收入为主，2013~2015 年全市国有土地使用权出让金收入占比分别为 78.1%、80.5%和 81.9%，呈小幅上升趋势。值得注意的是，国有土地使用权出让金收入受土地储备及出让情况、房地产市场走势等诸多因素影响波动较大，因此会对政府性基金收入造成一定的影响。考虑到全国房地产市场的下行压力，近年来青岛房地产市场有所降温，受其影响，政府性基金收入增速由 2013 年的 31.4%下降到

2014 年的 5.6%，2015 年青島市政府性基金收入規模出現萎縮，降幅達 20.0%。總體來看，青島政府性基金收入受房地產市場等因素影響較大，穩定性較弱。

表 5 2013~2015 年青島全市及市級政府性基金收入表

單位：億元、%

主要指標	2015		2014		2013	
	規模	增速	規模	增速	規模	增速
全市政府性基金收入	468.51	-20.0	585.52	5.6	554.22	31.4
國有土地出讓收入	383.72	-18.6	471.27	8.9	432.68	32.1

數據來源：2013~2015 年青島市政府性基金收入完成情況表

青島市初級償債來源還包括地方政府債券等其他籌資性資金來源。地方政府債券規模在青島市初級償債來源中占比較小，2013~2015 年分別為 21 億元、25 億元和 164 億元。

此外，國有資本也為青島政府性債務償還提供了一定保障。由於現行財政披露制度的局限，政府其他籌資性資金來源、其他可變現資產等數據無法準確計量，如果計算在內，將增加初級償債來源的規模。

青島市財政支出與收入相匹配，增長較為平穩，支出彈性較大，在一定程度上保證了可用償債來源的靈活性。

青島市財政支出與收入相匹配，增長較為平穩。2013~2015 年一般公共財政支出分別為 1,014.23 億元、1,074.71 億元和 1,222.87 億元。從結構上看，近三年狹義剛性支出¹⁰占比保持在 40%~45%，廣義剛性支出¹¹占比在 53%~55%，一般公共預算收入對廣義剛性支出的覆蓋倍數約為 1.5 倍，財政支出彈性較大。

2015 年青島市一般公共財政支出中，公共服務、教育、醫療衛生、社會保障和就業四項狹義剛性支出之和占比為 43.9%，在全國處於偏低水平，由此決定了一般公共財政支出彈性較大；其他支出中，城鄉社區事務支出規模較大且增長較快，其中以城鄉社區公共設施支

¹⁰狹義剛性支出指一般公共服務、教育支出、醫療衛生、社會保障和就業等四項支出。

¹¹廣義剛性支出指一般公共服務、外交、國防、公共安全、教育、科學技術、文化體育與傳媒、社會保障和就業、醫療衛生和節能環保等十項支出。

出占比较大；交通运输支出规模较大，但增速较 2014 年明显放缓。总体来看，青岛财政支出灵活性较大，有利于保障政府偿债能力。

表 6 2013~2015 年青岛全市一般公共财政支出主要项目表

单位：亿元、%

类别	2015		2014		2013	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
一般公共财政支出	1,222.87	100.0	1,074.71	100.0	1,014.23	100.0
一般公共服务	126.96	10.4	143.23	13.3	126.85	12.5
教育	234.09	19.1	187.13	17.4	172.32	17.0
社会保障和就业	105.27	8.6	85.99	8.0	71.99	7.1
医疗卫生	70.00	5.7	58.43	5.4	41.66	4.1
国防	1.68	0.1	1.52	0.1	-	-
公共安全	62.29	5.1	58.73	5.5	-	-
科学技术	28.58	2.3	27.01	2.5	25.93	2.6
文化体育与传媒	16.38	1.3	14.76	1.4	15.76	1.6
节能环保	7.30	0.6	12.64	1.2	64.28	6.3
城乡社区事务	254.65	20.8	197.14	18.3	183.28	18.1
交通运输	85.20	7.0	79.52	7.4	58.97	5.8
狭义刚性支出	536.32	43.9	474.78	44.2	412.82	40.7
广义刚性支出	652.54	53.4	589.44	54.8	-	-

数据来源：2013~2015 年青岛市公共财政支出完成情况表

根据青岛市初级偿债来源和公共财政预算支出变化趋势，未来青岛偿债来源安全度仍将维持较高水平，有利于保障债务偿还安全性。

青岛偿债来源较为稳定，偿债来源安全度较高，说明青岛全市用于偿债的资金稳定性强。市本级与区（市）财权与事权归属清晰，偿债责任明确，有利于债务偿还监控，在一定程度上保障了青岛各级政府债务安全。青岛市各项偿债来源中，公共财政收入源于财富创造能力，规模大，稳定性高，在偿债来源中居于主要地位；政府性基金收入受国有土地使用权出让收入影响，稳定性较弱；其他偿债来源易受各类因素影响，波动性较大但规模小，对青岛偿债来源影响较小。通过对各种偿债来源可靠性进行测算，青岛偿债来源安全度为 0.91。

综合考虑各种偿债来源发展趋势，尤其是一般公共预算收入的稳步增长势头，未来三年青岛偿债来源安全度将维持在 0.91 左右，稳

定度较高。在财富创造能力稳定增长的基础上，青岛一般公共预算收入将会保持较强的稳定性和可持续性，政府性基金收入稳定性较低，可作为偿债来源的重要补充；从财政支出趋势来看，未来青岛市政府将在项目建设上投入更多资金，但刚性支出占比仍较低，且将在一定时期内保持稳定。由此推断，未来青岛的偿债来源安全度将维持较高水平，继续为债务偿还提供可靠基础。

六、偿债能力

青岛市较早地建立了较为完善的债务管理制度，对债务偿还起到监督和保障作用；基于较强经济实力和财政实力，偿债来源安全度高。根据 2014 年末的青岛市债务规模及偿付期限结构数据，青岛市政府性债务规模有所增长，但债务偿还压力较低；债务期限结构合理，债务量分布较为均匀。截至 2014 年末，青岛市债务与债务保障能力的偏离度为 1.11。可用偿债来源对存量债务的覆盖程度较高，未来有较大的新增债务空间。

青岛市政府制定了较为完善的政府性债务管理制度，建立政府债务风险预警机制和偿债基金制度，对政府性债务偿还起到监督和保障作用；政府性债务率纳入科学发展综合考核，在一定程度上合理控制了各级政府的举债规模。

青岛市政府已建立了较为完善的债务管理制度。2009 年市政府出台了《青岛市政府债务管理暂行办法》（下文简称《办法》），将政府性债务纳入预算管理，并对债务的举借过程、资金使用、债务偿还等予以明确规定。为加强债务风险防范，《办法》中规定市、区（市）政府建立政府债务预警机制和偿债准备金制度。通过选取偿债率、负债率、逾期债务率等指标作为债务管理警戒线，并规定市、区（市）政府年末偿债准备金余额应不低于年末政府债务余额的 2%。

截至 2013 年 6 月末，市本级及所属区（市）本级全部出台了综合性债务管理制度。市本级和 9 个区（市）本级建立债务风险预警制

度，全市各级政府共建立 6 个债务偿债准备金制度，涉及金额 17.52 亿元，其中外债偿债准备金 0.70 亿元。债务管理暂行办法以及风险预警制度的出台对政府性债务偿还起到一定监督和保障作用。

为进一步加强政府债务管理，青岛市政府自 2014 年起将政府性债务率纳入科学发展综合考核体系，以债务率指标合理确定和约束各级政府举债规模。

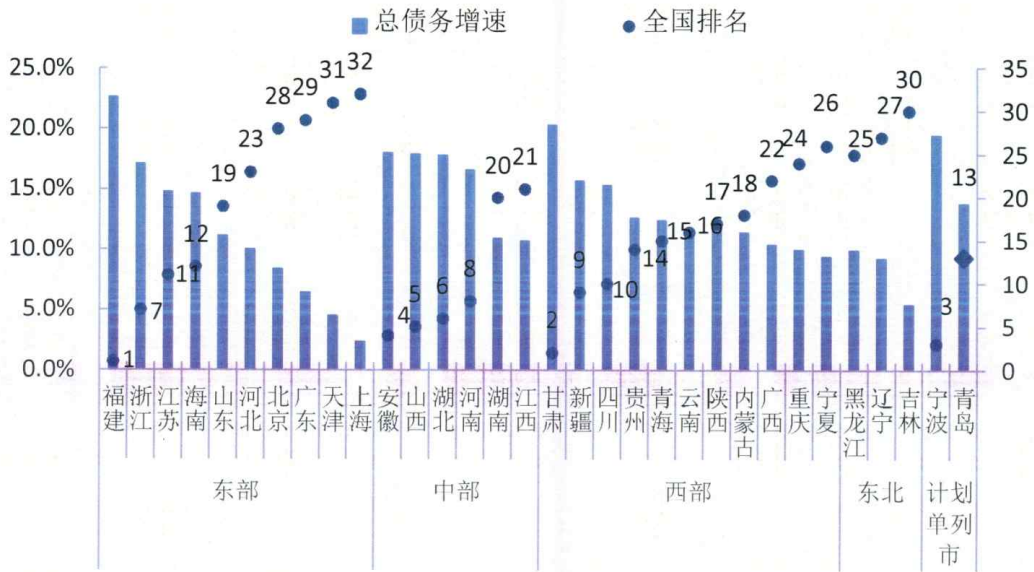
2014 年国务院、财政部相继出台《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）、《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号）等文件加强地方政府债务管理，青岛市正根据政策要求进一步完善政府债务管理制度，甄别政府债务，清理存量债务，并将政府债务分门别类纳入全口径预算管理。这将对青岛政府性债务偿还起到可靠的制度性保障。

青岛市政府整体债务压力小，债务期限结构合理，到期债务分布较为均匀，可用偿债来源对到期债务覆盖度高。

根据审计署公布的 2013 年 6 月末各省地方政府债务数据，青岛市负有偿还责任的债务规模、全市政府性债务总额分别为 852.46 亿元、1,177.80 亿元，较 2012 年末分别增长 10.6%、13.8%，在全国 30 个省级行政区与 2 个计划单列市中从高到低分别排名第 18 位、第 13 位，增速相对较慢。根据青岛市财政局提供的 2014 年债务数据，青岛市负有偿还责任的债务规模及全市政府性债务总额分别为 1,047.59 亿元和 1,623.84 亿元，分别同比增长 16.84%和 28.24%。

债务压力方面，根据审计署公布的 2013 年 6 月末各省地方政府审计结果，截至 2012 年末青岛市总债务率为 58.66%，在 30 个省与 2 个计划单列市中从高到低排名第 21 位，政府负有偿还责任债务的债务率为 52.91%，从高到低排名第 22 位，债务负担相对较轻。

圖 7 2013 年上半年各省級行政區政府總債務增速



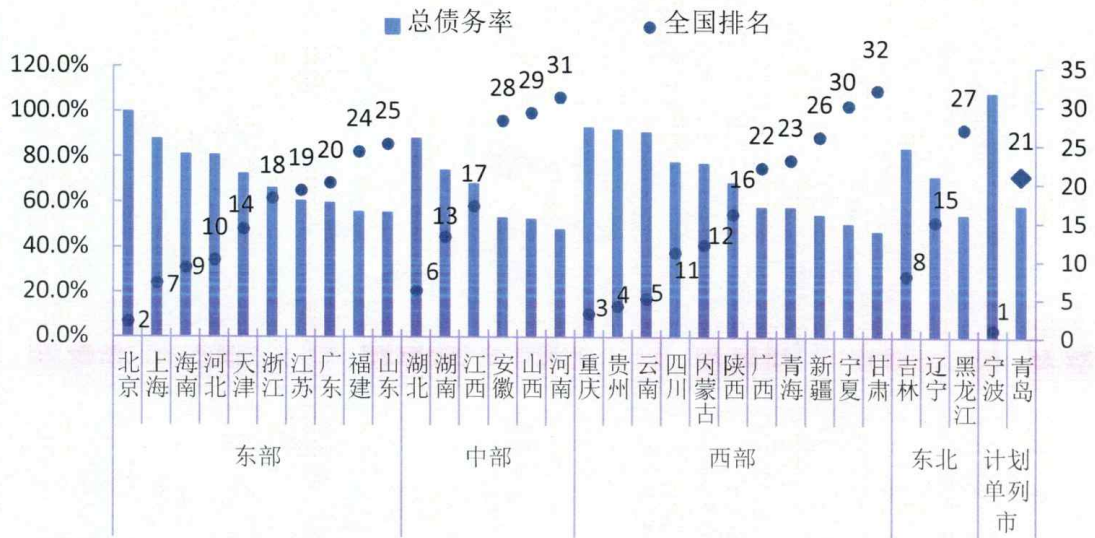
數據來源：大公根據各省級行政區及寧波、青島市政府審計廳（局）公布的政府性債務審計報告計算

圖 8 2013 年上半年各省級行政區政府負有償還責任債務增速



數據來源：大公根據各省級行政區及寧波、青島市政府審計廳（局）公布的政府性債務審計報告計算

图 9 2012 年末各省级行政区政府总债务率



数据来源：大公根据各省级行政区及宁波、青岛市政府审计厅（局）公布的政府性债务审计报告计算

图 10 2012 年末各省级行政区政府负有偿还责任的债务率



数据来源：大公根据各省级行政区及宁波、青岛市政府审计厅（局）公布的政府性债务审计报告计算

青岛债务期限结构较为合理，基于较强的财富创造能力，青岛未来可用偿债来源对到期债务偿付能力强。根据青岛市财政局提供数据，截至 2014 年末，青岛市债务规模达到 1,623.84 亿元，2015~2017

年青岛市每年到期需偿还的债务规模分别为 250.73 亿元、265.17 亿元和 211.46 亿元，考虑到新增债务影响，预计截至 2015 年末，青岛市 2016 年、2017 年及 2018 年到期的债务规模分别为 281.03 亿元、297.21 亿元和 237.01 亿元。大公预计经过狭义刚性支出调整后，2016~2018 年青岛市可用偿债来源分别为 1,094.86 亿元、1,146.82 亿元和 1,200.10 亿元，同期，经广义刚性支出调整的可偿债来源分别为 957.39 亿元、997.66 亿元和 1,039.01 亿元，可用偿债来源规模较大，对到期债务的保障能力较强。

表 7 2016~2018 年青岛全市可用偿债来源对存量到期债务的覆盖

单位：亿元、倍

指标		2016 年	2017 年	2018 年
截至 2014 年末存量总债务到期情况（经青岛市财政局提供数据）		265.17	211.46	197.03
截至 2015 年末存量总债务到期情况（大公预测）		281.03	297.21	237.01
初级偿债来源主要构成	公共财政收入	1,096.82	1,190.05	1,285.26
	中央税收返还等转移性收入	190.78	199.36	208.33
	政府性基金收入	385.20	384.47	383.75
刚性支出	狭义刚性支出	577.95	627.07	677.24
	广义刚性支出	715.42	776.23	838.32
可用偿债来源	经狭义刚性支出调整的可偿债来源	1,094.86	1,146.82	1,200.10
	经广义刚性支出调整的可偿债来源	957.39	997.66	1,039.01
可用偿债来源对预计到 期债务总规模的覆盖 倍数	经狭义刚性支出调整的可偿债来源对预计到 期债务总规模的覆盖 倍数	3.90	3.86	5.06
	经广义刚性支出调整的可偿债来源对预计到 期债务总规模的覆盖 倍数	3.41	3.36	4.38

数据来源：青岛市财政局，大公预测与整理

鉴于强劲的综合实力和良好经济发展前景，青岛财富创造能力强，当前较低的债务水平使青岛市政府拥有较大的新增债务空间；从期限结构来看本次发行债券偿债压力极小。

总体来看，青岛依托良好的区域位置和国家发展战略，综合实力

强，财富创造水平高，经济增长潜力大。经济的良性发展将助力区域财政增收并保证偿债来源稳定，使得青島市政府拥有较大的新增债务空间。

青島市政府的新增债务空间为本次债券发行提供了有力保障。本次发债总额为 4 亿元，债务期限为 3 年、5 年、7 年和 10 年，分别需要偿还 0.4 亿元、1.2 亿元、1.2 亿元和 1.2 亿元。根据青島市政府对此次债券做出的偿还安排，3 年期、5 年期及 7 年期的债券利息按年支付，10 年期的债券利息按半年支付，各期债券到期后一次性偿还本金。考虑到 2016 年、2017 年新增债务的利息支付影响，未来 3 年青島市政府将在原有到期偿还债务的基础上，每年新增 10 亿元左右的利息。经利息支出调整后，2016~2018 年可用偿债来源对到期债务的覆盖倍数分别为 3.35~3.83 倍、3.30~3.80 倍、4.30~4.96 倍，可足额覆盖到期债务，在可控的债务增速前提下，未来新增债务空间依然较大。

综合来看，青島经济转型进程良好，“一带一路”、“蓝色经济区”等国家级发展战略与重点产业发展规划为青島的产业转型升级提供了机遇、指明了方向，同时通过重点发展高端制造业和现代服务业，构建现代海洋产业体系，青島逐渐形成了健康、平衡、可持续发展的经济发展模式，这也保证了财政综合实力的稳健增长。当前较低的债务水平使青島市政府拥有较大的新增债务空间，债务期限结构设计合理，依托于强劲财富创造能力和稳定的可用偿债来源，本次发行债券的偿债压力极小。

跟踪评级安排

自本信用评级报告出具之日起，大公将对 2016 年第二批青岛市政府一般债券（下称“受评债券”）进行持续跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注影响受评债券信用状况的因素，并出具跟踪评级报告，动态反映受评债券的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1. 时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次发行债券存续期内每年出具一次跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：自本评级报告出具之日起进行。大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行评级，在跟踪评级分析结束后下一个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2. 程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公跟踪评级结果按照监管部门要求进行披露。

3. 特别处理

如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据相关公开信息进行分析并调整信用等级，或宣布前次信用等级失效。

关键指标列表

青岛市政府债券信用评级主要指标

指标名称	2015年 ¹²	2014年	2013年
地区生产总值(亿元)	9,300.07	8,692.10	8,006.60
人均地区生产总值(万元/人)	10.25	9.65	8.98
经济增长率(%)	8.10	8.00	10.00
三次产业结构	3.9:43.3:52.8	4.2:44.6:51.2	4.4:45.5:50.1
规模以上工业总产值(亿元)	17,439.80	16,761.00	16,104.10
固定资产投资(亿元)	6,555.70	5,766.00	5,027.86
固定资产投资增速(%)	14.20	14.70	21.10
社会消费品零售总额(亿元)	3,713.70	3,268.79	2,986.81
社会消费品零售总额增速(%)	10.50	9.40	13.30
进口总额(亿美元)	1,543.10	341.10	359.26
进口增速(%)	-26.30	-5.20	11.00
出口总额(亿美元)	2,818.20	457.80	419.86
出口增速(%)	0.30	9.10	2.90
农村居民人均收入(万元)	—	1.75	1.57
城镇居民人均可支配收入(万元)	4.04	3.83	3.52
公共预算收入(亿元)	1,006.30	895.25	788.72
其中:市本级公共预算收入(亿元)	55.37	39.54	37.62
中央转移支付(亿元)	168.37	167.34	215.91
政府性基金收入(亿元)	468.51	585.52	554.22
其中:市本级政府性基金收入(亿元)	—	233.18	281.90
政府性债务余额(亿元)	—	1,623.84	1,266.22
其中:负有偿还责任的债务占比(%)	—	64.51	70.80
总债务率(%)	—	—	—
负有偿还责任的债务率(%)	—	—	—
负有偿还责任的债务逾期率(%)	—	—	—

数据来源:2016年青岛市统计年鉴,2013~2014年青岛全市及市本级财政决算报告,2015年青岛市财政预算执行情况表,大公整理

¹² 2015年进口总额和出口总额单位为亿元人民币。

補充概念

序号	名词	释义
1	偿债环境	偿债环境是指影响地方政府偿还债务能力的宏观环境。
2	信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国经济社会发展需要对宏观信用资源的供给能力。
3	信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
4	财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。在这里主要考察的地区经济总量和政府财政收入状况。
5	政策支持	政策支持是指中央及地方政府对地区重点税源行业发展提供的各项政策支持。政策支持具体考察政治法律环境、行业规划、行业管制。
6	偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
7	初级偿债来源	初级偿债来源是指在偿债时点上的理论偿债来源，包括经常性收入、投资性收入、资产抵押债务收入、信用债务收入、资产变现收入、转移收入、外部支持和外汇收入等收入。
8	可用偿债来源	可用偿债来源是指在偿债时点上可用于直接偿还债务的资金来源。
9	偿债来源安全度	<p>偿债来源安全度是指债务主体的实际偿债来源可获得性的安全程度，安全度越大，说明债务主体的偿债来源的可靠性越强。</p> <p>偿债来源安全度 = $\sum (\text{各类偿债来源} \times \text{安全系数}) / \sum \text{各类偿债来源}$，其中，安全系数的取值范围为 0~1，安全系数与偿债来源的可靠性呈现正向关系，即偿债来源的可靠性越强，对应的安全系数越大。</p>
10	偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
11	存量债务偿付能力	存量债务偿付能力是指债务人在一定时间内的存量债务安全度。
12	新增债务偿付能力	新增债务偿还能力是指债务人在一定时间内的新增债务安全度。
13	债务与债务保障能力的偏离度	<p>债务与债务保障能力的偏离度是指债务主体的债务与其经安全系数调整后的偿债来源的偏离程度，偏离度越高，说明债务主体偿债能力越弱。</p> <p>债务与债务保障能力的偏离度 = $\text{存量债务} / \sum [\text{各类偿债来源} \times \text{安全系数}]$，安全系数与偿债来源安全度的安全系数相同，分母表示的是将各种偿债来源转化为标准偿债来源，该指标反映了存量债务与标准化后的偿债来源的偏离程度。</p>

信用等級符號和含義

根據財政部《關於做好 2015 年地方政府一般債券發行工作的通知》，地方政府一般債券信用評級等級符號及含義如下：

等級	含義
AAA	償還債務的能力極強，基本不受不利經濟環境的影響，違約風險極低。
AA	償還債務的能力很強，受不利經濟環境的影響不大，違約風險很低。
A	償還債務能力較強，較易受不利經濟環境的影響，違約風險較低。
BBB	償還債務能力一般，受不利經濟環境影響較大，違約風險一般。
BB	償還債務能力較弱，受不利經濟環境影響很大，違約風險較高。
B	償還債務的能力較大地依賴於良好的經濟環境，違約風險很高。
CCC	償還債務的能力極度依賴於良好的經濟環境，違約風險極高。
CC	基本不能償還債務。
C	不能償還債務。

注：AAA 級可用“-”符號進行微調，表示信用等級略低於本等級；AA 級至 B 級可用“+”或“-”符號進行微調，表示信用等級略高於或低於本等級。