

# 信用混同与地方政府债券定价扭曲

## ——兼议完善地方债务管理体制的路径

马光荣， 宋浩兰， 聂 卓

**[摘要]** 本文从地方政府债券发行定价的角度切入，研究地方政府显性债务管理制度中的信用混同问题。使用2015—2022年地方政府债券的发行与交易数据分析发现，地方政府债券的发行利差非常有限地反映省份层面和地级市层面违约风险。异质性分析显示，对中央转移支付依赖度较高的省份以及省内转移支付均等化力度较大的省份，由于各级政府之间的信用混同更为严重，地方政府债券定价对当地政府信用风险的包含水平更低。对比分析发现，同时期地方融资平台的城投债券发行利差对当地政府信用风险定价更有效。这些结果表明，地方债券管理体制当中“省级统一发行、转贷市县使用”和“自上而下严格限额管理”这两个特征尽管有助于严格限制表内债务规模，但是加重了不同层级政府间的信用混同，削弱了省以下政府作为债务资金实际使用者的风险主体地位，导致市场对各地区债务风险难以有效定价。本文研究表明，在建立防范化解地方债务风险长效机制过程中，需要通过制度设计消除地方政府债券背后不同层级政府的信用混同，发挥金融市场在揭示和防范风险中的积极作用，从而强化对地方政府举债的市场约束机制。

**[关键词]** 地方政府债券； 信用混同； 债券定价； 违约风险

**[中图分类号]** F124 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1006-480X(2025)02-0005-18

### 一、引言

近年来，中国地方政府债务规模持续扩张，如何防范化解地方政府债务风险受到社会各界共同关注。党的二十届三中全会提出，要完善政府债务管理制度，建立防范化解隐性债务风险长效机制。自2015年新《中华人民共和国预算法》（简称新《预算法》）允许地方政府合法举借显性债务以来，地方政府通过在公开市场发行政府债券增加资本性支出，为改善基础设施建设、稳定经济增长提供了重要支撑。根据财政部数据统计，截至2023年12月，地方政府显性债务余额达40.7万亿元。研究如何完善政府债务管理体制、通过行政约束与市场约束相结合的方式规范地方政府举债行为，对于防范地方债务风险具有重要意义。

**[收稿日期]** 2024-05-15

**[基金项目]** 国家社会科学基金重大项目“现代财政—金融结合框架下的地方债务管理研究”（批准号21&ZD095）。

**[作者简介]** 马光荣，中国人民大学中国财政金融政策研究中心教授，经济学博士；宋浩兰，中国人民大学财政金融学院博士研究生；聂卓，对外经济贸易大学国际经济贸易学院讲师。通讯作者：聂卓，电子邮箱：niezhuo@uibe.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见，文责自负。

金融市场对规范和约束地方政府举债有着关键作用。在成熟的地方政府债券市场上,政府债券的发行价格能够有效地反映不同地区政府差异化的违约风险;高风险地区的地方政府债券有更高的融资成本,因而举债时会更加谨慎。美国、德国等发达国家建立了成熟的地方政府债券市场,通过金融市场及时揭露和反馈各地政府举债风险,发挥市场约束作用。中国在2015年建立地方政府自发自还的债务管理新体制后,中央政府多次提出要促进地方债发行利率合理反映地区差异和项目差异,并根据政府债务实际风险水平,合理形成市场化的信用利差,促进形成市场化融资约束机制。<sup>①</sup>那么,现实中地方政府债券发行价格究竟能否有效反映不同地区的差异化违约风险?其背后存在哪些制约定价有效性的因素?已有研究讨论了地方政府利用财政金融资源影响甚至直接干预地方政府债券发行过程,进而导致地方政府债券发行定价过高的问题(王治国,2018;巴曙松等,2019;王剑锋等,2020)。在地方政府债券发行定价对信用风险的反映扭曲方面,刁伟涛(2023)分析了中央救助预期对地方政府债券省际定价的影响,朱星姝和范子英(2024)讨论了专项债在省内不同城市间的定价扭曲以及省政府对专项债项目策略性打包的作用。目前还缺少关于地方政府债券管理制度所引发的信用混同问题如何扭曲地方政府债券定价的研究。

本文实证检验了2015—2022年地方政府债券发行利差能否有效反映以人均政府财力为代表的信用风险。结果显示,地方政府债券发行利差和省份人均政府财力之间关联较弱。该结果在使用负债率、债务率以及城投非标违约事件度量地方政府信用风险、使用工具变量克服内生性问题、仅使用省本级专项债项目发行利差时均保持稳健。这些结果表明,地方政府债券发行利差并不能充分反映各省政府差异化的违约风险。使用地方政府债券在二级市场上的交易价格发现,交易利差与地方政府信用风险的关联水平同样有限。相比一级市场,二级市场交易通常不受地方政府行政干预,因此,该结果表明,地方政府债券定价与省份违约风险的背离并非主要由地方政府对发行过程的干预导致,而是反映了地方政府债券在本地经济、财政基本面以外还存在其他非市场化的信用支撑。进一步分析发现,地方政府债券利差对地级市信用风险的反映同样有限。

本文认为,金融市场能约束地方政府举债的重要前提是地方政府真正凭借自身信用进行融资。只有各级地方政府以自身的经济、财政状况所对应的信用水平来举债,地方政府债券的发行价格才能够有效地反映不同地区政府差异化的违约风险。中国地方政府债券之所以无法根据不同地区政府差异化的违约风险进行充分定价,根源在于现行地方政府债券管理体制内嵌的政府间信用混同问题。这主要体现在如下两方面:一是中央对地方举债实施严格限额管理。地方政府在限额内的举债纳入预算管理,一旦违约影响政府信用,容易在辖区内产生系统性风险。在这种情况下,市场可能预期,一旦限额内的债务出现兑付困难,中央会通过转移支付等方式提供救助,从而意味着上级与下级之间的信用混同。本文发现,在对中央转移支付依赖度较大、具有特殊政治文化含义的省份,由于中央与省份之间的信用混同更为严重,其地方政府债券发行利差对省份信用风险的反映水平更低。同时,未纳入限额管理的省级融资平台发行的城投债券对省份信用风险的反映水平则远高于地方政府债券。这些结果与上述论点一致,即中央对地方举债严格的限额管理带来中央和省之间的信用混同问题,从而降低了地方政府债券发行价格对省份信用风险的敏感程度。二是“省级统一代发和偿还、转贷市县使用”管理体制下,地方政府债券由省级政府统一发行;发行成功后,绝大多数地方政府债券的资金被转贷给市县级政府使用;尽管市县级政府需要承担相应的还本付息责任,但具体的还本付息手续最终由省级政府统一完成。考虑到大部分的地方政府预算收入均用

<sup>①</sup> 参见《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》(财库〔2020〕36号)。

于“保工资、保运转、保民生”的刚性支出,如果将这些资金用于偿还同样纳入预算管理的地方政府债券,可能影响基本公共服务的提供,因而省级政府有动力在事后对市县予以救助。上述制度安排内嵌了省级和市县信用混同,进而使得省级政府和实际使用资金的市县级政府的违约风险出现混杂。区分省本级和转贷市县使用的专项债项目发现,二者对省份层面信用风险的敏感程度没有差异。进一步分析表明,在省内转移支付均等化力度更大的省份,由于省与市之间的信用混同更为严重,其地方政府债券发行利差对地级市信用风险的反映水平较低。对比之下,同样由市县自主使用但不由省级统一发行偿还的地级市融资平台发行的城投债券对地级市信用风险的反映水平要远高于转贷市县使用的地方政府债券。这些结果表明,“省级统一发行和偿还、转贷市县使用”的管理体制造成了省和市县之间的信用混同,从而削弱了地方政府债券发行价格与地级市信用风险的关联程度。

本文的研究结论表明,要强化金融市场在揭示债务风险、约束地方举债上的作用,需要从以下几个方面完善地方债务管理制度:①改革举债权在不同层级政府间的配置,在债务风险较低、金融市场化程度较高的城市开展试点,允许试点地级市政府在限额内自主发行并偿还地方政府债券。②适度增加债务限额,使地方政府能根据当地实际情况在限额内灵活举债。③在下放举债权的同时,中央和省级政府在地方债务管理中的职能转向债务风险监测预警以及发生违约事件后的财政整顿治理。④在加强地方政府举债自主性措施的基础上,推动对地方政府举债行为的各类监督有机贯通、相互协调,强化人大监督和社会监督,大力实施政府投资项目的全过程预算绩效管理,提高债务资金使用效率。

本文的边际贡献主要体现在以下两方面:一方面,本文拓展了地方政府债券定价的研究。基于欧美国家的研究发现,地方政府所发行市政债券在定价时通常能够有效包含当地政府违约风险的决策因素,如财政状况(Eichengreen and Bayoumi, 1994; Novy-Marx and Rauh, 2012; Boyer, 2019)、气候风险(Painter, 2020)等。在中国情景下,大多数研究关注城投债的定价问题,普遍认为来自地方政府的“隐性担保”是城投债价格的重要决定因素(汪莉和陈诗一, 2015; 罗荣华和刘劲劲, 2016; 王永钦等, 2016; 钟宁桦等, 2021; 刘晓蕾等, 2021; 邱志刚等, 2022; 曹婧, 2023)。截至2023年末,地方政府债券余额超过40万亿元,其发行价格能否有效反映地区信用风险,对于推动债券市场发展和防范地方债务风险具有重要意义。较早的文献从债券特征、地区经济特征、市场流动性等角度探讨了地方政府债券利率的决定因素(刘天保等, 2017; 刘穷志和刘夏波, 2017),但由于数据年份跨度较短、模型设定差异、缺乏因果识别等原因,并未得出较明确的共识。温来成和徐磊(2021)进一步指出,信息披露的完善程度会影响专项债的定价。在这方面,与本文最相关的研究是刁伟涛(2023),该文分析了2017—2021年地方政府债券交易价格与省份层面负债率之间的关系,发现二者之间有显著的正向关联,并认为地方政府举债的市场约束在逐渐强化。然而,刁伟涛(2023)没有讨论其估计结果的经济显著性,也没有分析地方政府显性债务管理制度的影响。

后续的文献更多聚焦于地方政府债券发行利率偏低、部分债券的发行利率甚至低于同期限国债的“异象”,发现地方政府会利用财政存款、优质信贷等银行需要的经济资源增强自身在债券发行中的议价能力(巴曙松等, 2019; 王剑锋等, 2020),甚至直接干预地方政府债券发行过程(王治国, 2018; 刘锐和攸频, 2022)。也有研究认为,政府与作为债券主要持有人的商业银行之间的“关系型合约”可能造成地方政府债券利率偏低(吴京等, 2020)。除此之外,近期少数文献开始关注地方政府债券对信用风险定价的扭曲问题。潘俊等(2018)发现,经济越发达、财力越强的地区发行的地方政府债券相比城投债券利率更低。朱星姝和范子英(2024)发现,省内财力排名越靠后的地级市,其

专项债发行价格中的风险背离水平越高,并指出省级政府对专项债项目进行策略性打包从而干扰市场的信息识别,是造成这一扭曲的重要原因。

相比已有文献,本文使用较长时段的数据,同时分析了地方政府债券在不同省份、省内不同城市间定价的信用扭曲,并聚焦地方政府债券管理体制,从省与市、中央与省之间信用混同的角度解释地方政府债券定价扭曲的成因。本文结论说明,在推动地方政府债券定价市场化的过程中,既要关注发行过程的市场化运行,减少政府对债券发行的干预,更要消除地方政府债券管理制度中的政府间信用混同问题,让地方政府债券定价与资金使用主体信用风险真正实现关联。

另一方面,本文丰富了地方政府债务管理体制的相关研究。2015年新《预算法》允许地方政府合法负债,并确立了地方政府“自发自还”的债券管理制度。有研究表明,地方债“自发自还”短期内有效约束了地方隐性债务的扩张(朱莹和王健,2018;吕炜等,2019),从而减少公共部门对金融资源的挤占,缓解了企业的融资约束(梁若冰和王群群,2021;刘贯春等,2022),推动了实体经济发展(黄昊等,2023;洪源和胡慧姣,2023)。毛捷(2023)指出,地方债务风险化解的关键在于消除地方政府债务管理体制中的信用混同问题。长期看,地方政府“自发自还”能否通过市场化方式对地方政府举债形成约束,关键之一在于金融市场能否根据违约风险对不同地区的地方政府债券进行差异化定价。本文研究显示,当前地方政府“自发自还”的管理体制实质是“省级统一代发、转贷市县使用”,并没有让市县政府真正成为市场化的举债主体。这一体制强化了地方政府债券背后的政府间信用混同,实际使用大多数债券资金的市县政府并没有自主承担债券的发行和偿还。本文研究表明,建立防范化解地方债务风险长效机制的过程中需要消除地方政府债券背后不同层级政府的信用混同问题,为形成金融市场约束机制创造条件。

## 二、制度背景与理论分析

### 1. 地方政府债券管理体制

1994年颁布的《预算法》不允许地方政府在预算内举债,因而地方政府只能通过融资平台等渠道为基础设施建设筹集债务资金。在此模式下,以融资平台债务为代表的地方隐性债务规模持续增长。在这一背景下,2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)提出要建立规范的地方政府举债融资机制,对地方政府债务实行规模控制,严格限定政府举债程序和资金用途,从而牢牢守住不发生区域性和系统性风险的底线,切实防范和化解财政金融风险。2015年新《预算法》实行后,地方政府被允许合法自主发行地方政府债券用于资本性支出。相应地,中央政府建立了一套严格的显性债务管理体制,其主要特征包括两个:一是严格限额管理;二是仅省级政府具有发债权。

在限额管理方面,新《预算法》规定,经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金,可以在国务院确定的限额内,通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。2015年12月,财政部规定对地方政府债务余额实行限额管理、逐级下达分地区地方政府债务限额、严格按照限额举借地方政府债务<sup>①</sup>。名义上,地方政府能够在中央政府确定的限额内根据本地的实际需要,灵活自主地决定地方政府债券的发行规模。然而,现实中,部分出于避免预算内地方债务扩张过快的原因,中央政府规定的限额远不能满足地方政府实际的经济建设融资需求,因而地方政府

<sup>①</sup> 参见《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》(财预[2015]225号)。

每年的新增显性债务余额与中央政府批准的新增显性债务限额几乎相等。截至2023年12月,地方政府债务限额为42.17万亿元,而实际地方政府显性债务余额达40.74万亿元,限额使用率高达96.61%。在显性债务之外,地方政府仍然通过融资平台等方式举借了规模庞大的隐性债务。企业预警通数据库显示,2023年融资平台有息债务存量约60万亿元。

在举债权的层级配置方面,新《预算法》建立了地方政府自发自还的债券管理机制,但是规定只有省级政府可以合法发行地方政府债券。市县政府需举借债务时只能由省级政府代为举借,因此,实质上是“省级统一代发、转贷市县使用”。这一举债权配置产生了如下三方面影响:①由于大量基础设施建设和经济发展的事权集中在市县政府,大部分的地方政府债券资金实际上是经由省级财政部门发行取得后转贷给市县政府(以及相应的项目主体)使用。根据各省份披露的决算数据,除直辖市外,2022年各省份本级使用的地方政府债券仅占该省发行全部地方政府债券规模的2%—15%。②在债券发行时,省级政府往往将不同市县的项目打包至同一支债券中,例如,债券简称为“22浙江债18”的专项债券,债券发行规模为74.35亿元,包含来自温州、台州、嘉兴等多个市县的市政和产业园基础设施、医疗卫生、农林水利等多个类别的67个项目。③在债券偿付时,尽管项目所属的市县政府需要负责筹集还款资金,债务余额也计入市县政府预算,但是最终偿付的具体工作仍然由省级财政部门统一完成。以专项债券的偿还为例,中央政府规定省级政府对专项债券依法承担全部偿还责任<sup>①</sup>,使用债券资金的项目单位应建立还本付息台账,并按规定足额将应偿债资金归缴至同级财政部门,由省财政厅归集偿债资金后统一安排偿还给债券持有人<sup>②</sup>。

## 2. 理论分析与研究假说

中央政府允许地方政府以“自发自还”的方式举借债务,目标之一是建立地方政府举债的权、责、利相统一体制,从而隔离中央信用与地方信用,利用金融市场对地方政府债务风险进行约束(吕炜等,2019)。为了实现这一目标,中央政府提出,要促进地方债发行利率合理反映地区差异和项目差异<sup>③</sup>,根据政府债务实际风险水平,合理形成市场化的信用利差<sup>④</sup>,并要求地方政府债券的发行主体披露地区财政经济数据和项目信息,以便市场投资者识别债券违约风险,从而约束高风险地区举债规模<sup>⑤</sup>(朱莹和王健,2018)。理论上,与银行贷款相比,债券市场在分散风险、揭示风险和防范风险上更具优势,因此,通常被认为是地方政府举债更适宜的方式。美国、德国等发达国家建立了成熟的地方政府债券市场,通过金融市场对举债风险的及时揭露和反馈,对约束地方政府举债发挥了积极作用。但是,金融市场能起约束作用的一个重要前提在于,地方政府是凭借自身财政状况对应的信用进行举债,因而债券定价能够有效反映地方政府违约风险。只有每一级地方政府举债自发、自用、自还才能实现不同层级政府间信用的有效分隔,从而为金融市场约束地方政府举债创造条件。但是现实中,地方债务管理体制中的一些制度安排可能导致市场约束机制难以发挥作用。

(1)为了防止地方过度举债,中央政府将地方政府债券纳入预算,并采取自上而下的逐级限额管理。地方政府债券纳入预算,直接关联政府信用(潘俊等,2018);而作为债务举借和偿还主体的省级政府行政层级较高,涉及金融资源体量较大,牵涉范围较广(刘晓蕾等,2021),一旦违约,容易产生系统性金融风险,因而中央政府事后可能不得不实施救助。这种情况下,市场在评估地方政府

① 参见中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。

② 参见《关于印发〈地方政府专项债务预算管理办法〉的通知》(财预〔2016〕155号)。

③ 参见《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》(财库〔2020〕36号)。

④ 参见中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。

⑤ 参见《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库〔2018〕61号)。

举债信用时,不仅关注地方政府自身偿付能力,还会将中央救助预期一并考虑(刁伟涛,2023),从而产生央地之间的信用混同(毛捷,2023)。也就是说,信用混同的存在使得市场在对地方政府债券定价时更不关注地方实际信用风险。基于以上分析,本文提出:

假说1:地方政府债券发行定价对省份层面的信用风险反映有限。

研究国外地方债务和中国城投债务的文献指出,中央对地方的救助动机在不同地区间可能存在差异。有文献认为,地方政府对中央转移支付的依赖水平能够反映央地之间的信用混同程度(郭玉清等,2016;罗登,2022)。一是依赖转移支付扩张财政支出会使地方政府在遭遇困境时难以筹集足够的收入维持支出,而地方政府(由于信息优势)会对外宣称其困难应由中央政府负责;如果中央政府无法承受来自当地居民和债权人的压力,便不得不对其救助。二是事前转移支付的存在揭示了中央政府的再分配偏好,即那些获得转移支付更多的地区对中央政府具有某些特殊的重要性,因而一旦出现财政困难,中央政府更有可能对其救助。在中国,近年来中央政府加大对贫困地区的帮扶力度,这些地区在遇到财政困难时会取得中央的救助。综合上述分析,本文提出:

假说2:在转移支付依赖度较高、具有特殊政治文化特征的省份(如民族自治地区、贫困地区、革命老区等),地方政府债券定价与省份层面信用风险关联度更低。

(2)“省级统一发行偿还、转贷市县使用”的债务管理体制,掩盖了实际使用资金的市县级政府违约风险,造成省级政府信用与市县级政府信用混同。理论上,转贷市县使用的地方政府债券需要实际使用主体筹措资金偿还,省级财政部门只是代为办理偿还手续。然而,既然制度规定省级政府为债务偿还的责任主体,那么一旦某个地级市出现偿债资金的筹措困难,市场会预期省级政府有动力调动资源代为偿还(朱星姝和范子英,2024),即认为省份和地级市之间存在信用混同。给定这样的预期,金融市场将在很大程度上忽略省份内部不同城市之间的信用风险差异。基于以上分析,本文提出:

假说3:转贷市县使用的地方政府债券发行价格对地级市信用风险的反映有限。

理论上,如果省和地市分别对其举借的债务承担实际的偿还责任,那么省级政府的违约风险将更多影响省本级使用的债券价格。然而,给定上述省和地市间存在的信用混同问题,市场不仅会忽略地市之间的信用风险差异,还会认为转贷市县使用的地方政府债券项目与省本级项目具有接近的信用水平。值得注意的是,如果仅考察地级市政府的综合财力和到期显性债务的数值规模,理论上绝大多数城市都不会出现兑付困难。但考虑到大部分的地方政府预算收入要用于“保工资、保运转、保民生”的刚性支出,如果将这些资金用于偿债,可能影响基本公共服务的提供。因此,越是强调省内基本公共服务均等化(表现为通过转移支付实现财力均等化)的省份,就越有动力对转贷市县的县政府债券项目提供救助,省与市之间的信用混同越严重。基于以上分析,本文提出:

假说4:省本级项目和转贷市县使用的项目对省份层面的信用风险反映水平很接近。

假说5:省内转移支付均等化力度较高的省份,其转贷市县使用的地方政府债券对地级市信用风险的反映水平相对较低。

总体而言,由于地方债务管理机制的以上特征,各级地方政府信用混同、地方与中央信用混同,地方政府基本面状况难以反映举债风险,因此,当前地方政府债券利率与国债利率相差无几。从信用评级的角度看,评级机构对地方政府债券的评级都为AAA级。图1展示了2015—2022年地方政府债券平均利差的变化趋势,可以看到,地方政府债券与国债的利差平均仅有20—30个BP。这固然可以降低地方财政筹资成本,但也导致金融市场无法揭露地方信用风险,从而无法通过市场机制约束地方政府的过度举债行为。图2展示了2015—2022年每支地方政府债券的发行利差,可以看

到,不同地区地方政府债券利差近年来逐步趋同。这些现象显示,现实中金融市场倾向于认为地方政府债券违约风险较低,且不同地区的债券违约风险差异不大。

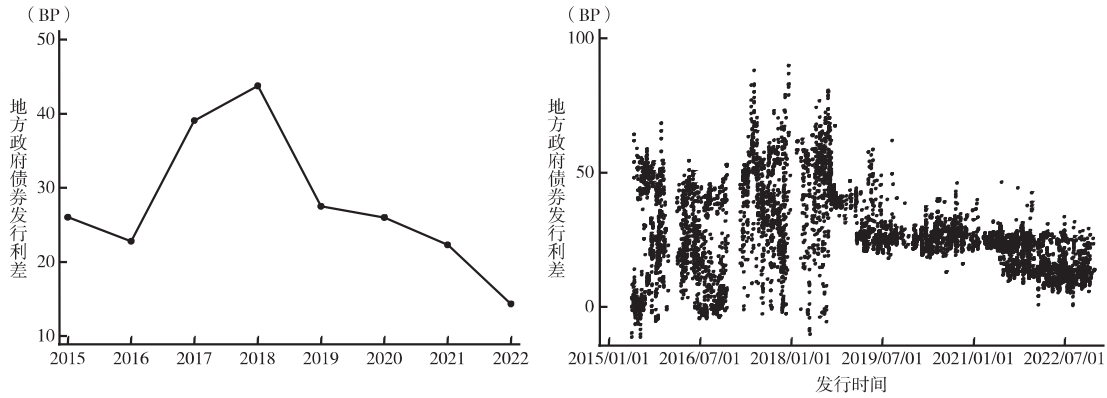


图1 2015—2022年地方政府债券平均利差 图2 2015—2022年每支地方政府债券发行利差

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择与数据来源

本文使用的债券相关数据来自 Wind 和企业预警通两个数据库。地方政府债券数据包含 2015—2022 年发行的 10203 支地方政府债券的发行主体、发行规模、发行期限、发行利率等信息,以及这些债券在 2019 年 5 月至 2022 年 12 月期间包括到期收益率、中债估值、成交价格在内的月度交易信息。城投债数据包含 2015—2022 年的发行信息和 2019 年 5 月至 2022 年 12 月的月度交易信息。专项债券对应的项目信息包括项目名称、项目主体和用于该项目的金额等变量,样本覆盖的时间段为 2019—2022 年。2014—2021 年各省级和地级市政府的财政、经济和负债等数据来自 CEIC 数据库和笔者手动整理的地方政府财政决算公开数据。城投非标违约事件数据来自企业预警通。省份层面的转移支付数据、省以下转移支付均等化力度数据来自地方政府财政决算公开数据。为缓解异常值对实证结果的潜在影响,本文对主要连续变量做上下 1% 的缩尾处理。

#### 2. 主要变量定义

本文研究地方政府债券的发行定价是否受到省份层面信用风险的显著影响,从而反映地方政府债券发行所受到的市场化约束程度。如果地方政府债券的发行价格受省份信用风险变量的影响较大,说明风险较高的省份需要支付较高的风险溢价才能发行地方政府债券,也就意味着市场对地方政府债券风险的约束越强。在债券发行价格方面,本文参考张琦和杨悦(2023),使用地方政府债券发行利率剔除国债利率(即无风险利率)之后的差值(即发行利差)作为地方政府债券发行价格的度量。同时,已有文献指出,地方政府可能通过行政手段影响地方政府债券的发行价格(王治国,2018)。为了排除这一因素的影响,本文在稳健性检验中使用了地方政府无法直接干预的地方政府债券二级市场交易利差。

在省份信用风险的度量方面,2021 年 1 月 20 日印发的《地方政府债券信用评级管理暂行办法》指出,开展一般债券信用评级,应当重点关注本地区经济、财政、债务等情况;开展专项债券信用评级,在关注本地区经济、财政、债务等情况的基础上,应当重点关注项目基本情况、项目收益与融资

平衡方案、对应的政府性基金或专项收入等情况,促进评级结果合理反映项目差异。本文参考研究以城投债为代表的地方政府隐性债务定价和地方政府债券定价的相关文献(王永钦等,2016;钟宁桦等,2021;朱星姝和范子英,2024),在以人均政府综合财力作为信用风险主要指标的同时,在稳健性检验中考虑负债率、债务率这两个替代性指标。同时,为了研究地方政府债券在省内不同城市的定价扭曲,本文还结合专项债的项目信息和地级市的相关变量,为每支专项债构造了对应的地级市信用风险变量。这些变量的具体定义如下:

(1)地方政府债券发行利差和交易利差。本文定义地方政府债券的发行利差为债券发行利率与同时期、同期限的国债到期收益率之差。当国债期限无法完全同地方政府债券期限相匹配时,参考聂卓等(2023)的做法,使用地方政府债券期限对应的上下两个临近期限的国债到期收益率进行加权,以估算该期限下的地方政府债券利差。<sup>①</sup>样本期内,地方政府债券的发行利差均值和标准差分别为25.75、13.95个BP。类似地,本文定义地方政府债券在二级市场上的交易利差为债券到期收益率与同时期、同期限的国债到期收益率之差,交易利差的均值和标准差分别为48.98、54.97个BP。本文还基于同样的方法计算了省级和市级城投债券的发行利差,省级城投债的均值和标准差分别为189.44、111.20个BP,而市级城投债的均值和标准差分别为219.21、120.98个BP。<sup>②</sup>

(2)地方政府信用违约风险。本文使用一般公共预算收入与政府性基金收入之和与地区人口的比值衡量综合财力,使用全省显性债务规模与地区GDP的比值衡量负债率,使用全省显性债务规模与全省政府综合财力的比值衡量债务率。本文还利用专项债券项目所在地级市的信息,构造了专项债券对应的地级市信用风险变量。由于一支专项债券包含来自多个地级市的项目,本文以各个项目金额在该支专项债券总发行金额中的占比为权重,对项目所在地级市的人均综合财力、负债率、债务率等基本变量进行加权,得到每支专项债券对应的地级市信用风险变量。以人均综合财力为例,计算公式为:

$$\text{债券对应的地级市人均综合财力} = \frac{\text{项目发行金额}}{\text{债券总发行金额}} \times \text{项目所在地级市人均综合财力} \quad (1)$$

考虑到债券定价只能参考已经发布的经济信息,本文在回归分析中将地方政府违约风险滞后一期。

### 3. 计量模型

在分析地方政府债券发行利差与信用违约风险的关系时,本文构建了如下固定效应模型:

$$\text{spread}_{i,p,u,t} = \alpha + X_{p,t-1}\beta + Z_i\gamma + T_{p,t-1}\vartheta + \mu_p + \delta_t + \theta_u + \varepsilon_{i,p,u,t} \quad (2)$$

其中, $\text{spread}_{i,p,u,t}$ 表示省份 $p$ 在年份 $t$ 发行的资金投向行业 $u$ 的地方政府债券 $i$ 的发行利差。 $X_{p,t-1}$ 为前文提到的省份层面地方政府违约风险变量,包括人均综合财力、负债率、债务率等。 $\beta$ 是本文关注的核心待估参数,代表信用风险变化1单位时其对地方政府债券发行利差造成的影响。当使用人均综合财力(对数)度量省份层面信用风险时, $\beta$ 为地方政府债券发行利差受人均综合财力影响的半弹性,即人均综合财力每提高1%,地方政府债券利差将相应变动 $\beta/100$ 个BP。当使用负债率度量省份层面信用风险时, $\beta$ 意味着负债率每提高1个百分点,地方政府债券发行利差相应变动 $\beta$ 个BP。当使用债务率度量省份层面信用风险时,含义是类似的。 $Z_i$ 为债券层面的控制变量,包括

① 计算公式为:同期限国债收益率=期限B的国债收益率+(地方政府债券或城投债剩余期限-期限B)/(期限A-期限B)×(期限A的国债收益率-期限B的国债收益率)。

② 描述性统计数据参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。



债券期限和发行规模； $T_{p,t-1}$ 为省份层面控制变量，包括各省贷款余额占GDP比重、银行金融机构密度（银行网点数/常住人口总数）、城镇化率、第二产业GDP占比。 $\mu_p$ 为省份固定效应，用来控制不随时间变化的省份特征。 $\delta_t$ 为年份固定效应，用来控制不随地区变化的宏观经济冲击，本文还控制了债券资金投向的行业固定效应 $\theta_u$ 。对地方政府债券，本文使用其投向领域定义用途，并以债券中金额占比最高项目的用途作为债券的主要用途；对于城投债券，本文使用其发行主体所在的二级行业来定义用途。 $\varepsilon_{i,p,u,t}$ 为聚类到省层面的误差项。在分析地级市信用风险对地方政府债券违约风险的影响时，本文将式(2)中的省份 $p$ 替换为地级市 $c$ ，其余设定与式(2)保持一致。

#### 四、实证结果

##### 1. 基准回归

表1报告了基于计量模型(2)估计的违约风险对地方政府债券发行利差影响的结果。在表1的基准回归中，本文使用人均政府综合财力度量政府违约风险。第(1)列仅控制了年份固定效应，第(2)列在第(1)列的基础上进一步控制了省份固定效应。表1结果显示，在仅控制年份固定效应时，地方政府债券发行利差与地方违约风险变量的相关关系在统计上存在一定的显著性；但在控制了省份固定效应后，地方政府债券发行利差对省份层面的违约风险的反映在统计上并不显著。

表1 违约风险对地方政府债券发行利差的影响

变量	地方政府债券发行利差	
	(1)	(2)
log(人均政府综合财力)	-3.5453*** (1.1746)	4.5360 (4.5156)
省份、债券层面控制变量	控制	控制
债券行业固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
省份固定效应	不控制	控制
样本量	10203	10203

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示回归系数在1%、5%和10%水平上显著，括号内为聚类到省份的标准误。以下各表同。

在经济显著性方面，本文以表1第(1)列为例进行讨论。第(1)列显示，尽管系数具有一定的统计显著性，但是从系数大小测算，人均政府综合财力每提高10%，地方政府债券发行利差仅下降0.35个BP，相当于样本中均值(25.75个BP)的1.36%。后文估计了同一时间段省级融资平台城投债的发行利差与省份人均政府财力的关系，估计系数经济显著性要远大于此处地方政府债券发行利差与违约风险关系的对应估计系数。上述分析表明，地方政府债券在一级市场的发行价格对政府违约风险的反映程度较为有限，即验证了假说1。

本文做了一系列稳健性检验，包括使用债务率、负债率和包含转移支付的人均政府综合财力指标度量省份信用风险、以省份发生城投非标违约事件作为信用风险的度量指标、使用工具变量处理人均财力变量的内生性问题、仅使用省本级项目对应的专项债券样本、使用地方政府债券在二级市场的交易利差排除地方政府对一级市场行政干预的影响等，所有的结果均保持稳健。<sup>①</sup>

① 稳健性检验具体结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

## 2. 地方政府债券发行价格与地级市违约风险

如前文所述,在严格的限额管理导致的中央和省之间的信用混同以外,当前的地方政府债券管理体制还存在省和县之间的信用混同问题。目前大部分地方政府债券资金采取省级统一发行、转贷市县使用、省级统一偿还的管理模式。这一体制有利于保障债券的成功发行和安全偿付,但也使得债券的偿还责任主体与资金的实际使用主体出现一定程度的分离。这种分离造成省级信用与市县和项目主体信用出现混同,不利于金融市场根据债券资金实际使用主体的信用风险对地方政府债券进行有效定价。为了进一步佐证上述观点,这里利用每支专项债内含项目所在地级市信息,分析专项债发行利差对所含项目对应地级市违约风险的反映程度。尽管省级政府对各市专项债实施打包统一发行,平均每支专项债22个项目<sup>①</sup>,但是每支专项债所涉及的地级市仍然有所差别。本文利用这一变异(*variation*)为每支专项债构造对应的地级市违约风险。

具体而言,本文利用专项债券对应的项目信息,基于式(1)为每只专项债券构建了项目所对应地级市的加权人均政府综合财力。表2报告了地级市政府信用风险对专项债券发行利差影响的结果。第(1)列仅控制了年份固定效应,第(2)列在第(1)列基础上加入了城市固定效应。结果显示,在不控制城市固定效应的回归中,专项债券发行利差与对应的地级市人均政府综合财力在统计上存在显著的相关性;在控制了城市固定效应后,地级市人均政府综合财力的系数不再显著。从系数大小看,第(1)列同样选取控制年份固定效应,其系数(-0.93)绝对值比表1中相应设定下估计的省份层面政府信用风险对地方政府债券发行利差的影响(-3.55)要更小。因此,可以认为,在对所属省份违约风险的考虑已经很有限的情况下,地方政府债券发行定价对实际使用债券资金的地级市信用风险的反映要更少,即本文提出的假说3得到验证。本文进一步基于转贷市县专项债券一项目层面的数据做了稳健性检验,结果保持稳健。

表2 地级市违约风险对专项债发行利差的影响

变量	地方政府债券发行利差	
	(1)	(2)
log(地级市加权人均政府综合财力)	-0.9275*** (0.2623)	0.4722 (0.4511)
地级市、债券层面控制变量	控制	控制
债券行业固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
城市固定效应	不控制	控制
样本量	3118	3118

## 五、地方政府债券定价扭曲背后的信用混同问题

前文结果表明,地方政府债券发行价格既不能有效在省际反映省份层面的违约风险,也难以在省内反映地级市的信用风险。本文认为,上述地方政府债券定价扭曲的现象是由其背后不同政府层级间的信用混同导致的。本部分将分别讨论中央和省、省与市县之间的信用混同问题。

### 1. 中央与省之间的信用混同

前文理论分析中提出,地方政府债券纳入预算,直接关联政府信用;而作为债务举借和偿还主

<sup>①</sup> 数据来源:企业预警通。样本期内平均每只专项债项目=项目总数/债券数量。

体的省级政府行政层级较高,涉及金融资源体量较大,牵涉范围较广,一旦违约,容易产生系统性金融风险,因而中央政府事后可能不得不实施救助。因此,前文提出,地方政府债券发行定价对省份层面信用风险变量的反映水平在对中央转移支付依赖度较大、具有特殊政治文化特征的省份要更低(假说2)。接下来进行实证检验。

(1)异质性分析:省份对中央转移支付的依赖度。本文参考罗登(2022),使用省份对中央转移支付的依赖程度衡量中央和省之间的信用混同水平,从而考察在信用混同水平不同的省份地方政府债券定价与省份信用风险间的关系差异。省份对中央转移支付的依赖程度越高,市场对该省份举债背后的中央救助预期越高,从而该省与中央的信用混同水平也就越高。具体而言,本文使用转移支付收入与一般公共预算支出的比值来衡量省份对中央转移支付的依赖程度,并通过是否高于转移支付依赖度的中位数,构造了“省份转移支付依赖度高”虚拟变量(高于中位数为1,否则为0),在回归中将其与省份层面的信用风险变量进行交互,结果如表3所示。可以看到,在不控制省份固定效应的情况下,“人均综合财力”与“省份转移支付依赖度高”的交互项显著为正;在控制省份固定效应后,尽管省份层面人均财力的变化(*variation*)不足导致估计精度出现下降,但交互项的系数仍然为正。这些结果表明,总体而言,在对中央转移支付依赖度较高的省份,地方政府债券发行定价对省份层面信用风险的反映水平更低,与假说2的预测一致。

表3 省份违约风险对地方政府债券发行利差的异质性影响

变量	地方政府债券发行利差					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
log(人均政府综合财力)	-4.2979*** (1.2822)	4.6527 (4.3706)	-3.6854*** (1.2359)	4.5375 (4.4193)	-4.4416*** (0.9415)	2.8129 (4.6695)
log(人均政府综合财力)×省份转移支付依赖度高	5.2638** (2.5389)	1.2871 (3.9086)				
log(人均政府综合财力)×民族自治地区			12.7524** (4.6689)	0.0812 (8.7264)		
log(人均政府综合财力)×贫困人口占比高					7.9199** (3.6068)	4.9200 (3.2199)
省份、债券层面控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
债券行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	不控制	控制	不控制	控制	不控制	控制
样本量	10203	10203	10203	10203	10203	10203

注:在同时控制年份和省份固定效应情形下,用于交乘的虚拟变量本身会被吸收,因而表中未汇报虚拟变量本身的回归系数。以下各表同。

(2)异质性分析:省份特殊政治文化特征。首先,本文参考郭玉清等(2016),使用“民族自治地区”虚拟变量衡量央地信用混同;该变量在省份为民族自治地区时取1,否则为0。使用这一度量的逻辑在于,在同样的情况下,中央对民族自治地区的救助力度更大,以维持其经济社会稳定。表3第(3)、(4)列加入了“log(人均政府综合财力)×民族自治地区”这一交互项。结果显示,在仅加入年份固定效应时,交互项系数显著为正;在进一步加入省份固定效应后,交互项系数不再显著,但符号方向仍为正。这些结果与表3第(1)、(2)列的回归结果一致,表明央地信用混同是扭曲省份间地方政

府债券发行定价的重要因素。

其次,本文使用各省贫困人口占比度量省份与中央之间的信用混同。使用这一变量的逻辑在于,扶贫攻坚和乡村振兴是近年中央政府最重视的战略工作之一,提高了贫困地区经济社会发展在中央施政目标中的重要性,因而中央会给予这些地区更多的信用支持。事实上,财政部在2018年明确提出,要按照中央经济工作会议确定的重点工作,优先在重大区域发展以及乡村振兴等领域选择符合条件的项目,积极探索试点发行项目收益专项债券。<sup>①</sup>本文从相关年份《中国农村贫困监测报告》得到各省贫困人口占比,并定义“贫困人口占比高”虚拟变量(该变量在省份贫困人口占比高于中位数时取1,否则取0)。表3第(5)、(6)列中加入了“ $\log(\text{人均政府综合财力}) \times \text{贫困人口占比高}$ ”这一交互项。结果显示,在仅加入年份固定效应时,交互项系数显著为正;在进一步加入省份固定效应后,交互项系数不再显著,但符号方向仍为正。这些结果与使用转移支付依赖度、民族自治地区衡量央地信用混同时的结果一致。

最后,本文使用革命老区人口占比度量央地信用混同。使用这一变量的逻辑在于,革命老区对当代中国具有特殊的历史、政治和文化价值,中央政府会给予其额外的信用支持以促进经济发展和社会稳定。本文搜集了各省官方发布的革命老区县名单,将其与2010年人口普查分县数据匹配后计算得到各省份革命老区县的人口占比。本文定义“革命老区人口占比高”虚拟变量;该变量在省份革命老区人口占比高于中位数时取1,否则取0。表4第(1)、(2)列中加入了“ $\log(\text{人均政府综合财力}) \times \text{革命老区人口占比高}$ ”这一交互项。结果显示,在仅加入年份固定效应时,交互项系数为正,尽管仅加入年份固定效应时交互项系数没有在10%的水平上显著,但其P值仅为0.14。考虑到本文已经将固定效应聚类在省份层面,个别回归系数在统计上的显著性不够精确可能是难以避免的。在进一步加入省份固定效应后,交互项系数不再显著,与上文结果基本一致。

表4 省份违约风险对地方政府债券发行利差的异质性影响:革命老区人口占比

变量	地方政府债券发行利差	
	(1)	(2)
$\log(\text{人均政府综合财力})$	-3.3919** (1.3927)	6.4223 (3.8064)
$\log(\text{人均政府综合财力}) \times \text{革命老区人口占比高}$	2.8522 (1.8617)	-3.7200 (3.4811)
交互项P值	0.1360	0.2940
省份、债券层面控制变量	控制	控制
债券行业固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
省份固定效应	不控制	控制
样本量	10203	10203

## 2. 省与市之间的信用混同

前文理论分析中指出,省级统一发行偿还、转贷市县使用的地方政府债券管理体制造成了省和

<sup>①</sup> 参见财政部《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)。

市之间的信用混同:一方面,省级政府作为债务偿还的责任主体,在地级市出现偿债资金筹措困难时有动力调动资源代为偿还,因而金融市场会认为转贷市县使用的地方政府债券项目与省本级项目具有接近的信用水平(假说4);另一方面,考虑到大部分的地方政府收入都要用于“保工资、保运转、保民生”的刚性支出,如果将这些资金用于偿债可能影响基本公共服务的提供,那么在对公共服务均等化更加偏好的省份,地方政府债券发行价格对省内不同城市违约风险的反映水平会更低(假说5)。

(1)对比分析:省本级与转贷市县使用项目。这里利用债券一项目层面数据,考察省本级和转贷市县使用的专项债项目发行利差对省份层面的信用风险的反映水平是否有差别,以检验前文提出的假说4。具体而言,本文构造项目层面的虚拟变量“是否省本级项目”,当项目属于省本级时取1,否则取0,并将其与省份层面的信用风险变量进行交互,对应的实证模型如下:

$$spread_{i,p,u,t} = \alpha + \beta X_{p,t-1} \times prov + Z_i \gamma + T_{p-1} \zeta + \mu_p + \delta_t + \theta_u + \varepsilon_{i,p,u,t} \quad (3)$$

如果假说4成立,那么省层面人均财力与“是否省本级项目”的交互项系数应在统计上不显著。结果如表5所示,可以看到,无论在何种设定下,人均财力与“是否省本级项目”的交互项均不显著。表5中的结果支持了假说4,即“省级统一发行和偿还、转贷市县使用”的制度导致省与市县间存在程度较高的信用混同。

表5 省份违约风险对专项债项目发行利差的异质性影响:是否省本级项目

变量	地方政府债券发行利差	
	(1)	(2)
log(人均政府综合财力)	-1.4798 (1.2060)	3.3819 (3.3905)
log(人均政府综合财力)×是否省本级项目	0.8073 (0.6861)	0.5055 (0.3479)
省份、债券层面控制变量	控制	控制
债券行业固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
省份固定效应	不控制	控制
样本量	102144	102144

(2)异质性分析:省内转移支付均等化力度。这里参考马海涛和任致伟(2017),使用省份在省内的转移支付均等化力度对省份基本公共服务均等化偏好进行度量。省级政府对地方公共服务均等化的偏好越高,对市县违约影响基本公共服务提供的容忍度越低,从而省与市县的信用混同水平也越高。具体而言,本文参考马海涛和任致伟(2017),使用人均财政收入基尼系数与人均财政支出基尼系数之差来衡量省内的转移支付均等化力度,高于转移支付均等化力度的中位数取1,否则为0,并构造了“省内转移支付均等化力度高”虚拟变量,在回归中将其与专项债所包含项目对应的地级市人均综合财力进行交互,结果如表6第(1)列所示。可以看到,地级市人均财力与“省内转移支付均等化力度高”的交互项在1%的统计水平上显著为正。这一结果表明,在省以下信用混同水平较高的省份,专项债发行定价对其项目地级市信用风险的反映水平更低。这一发现与假说5一致,即省与市县间的信用混同是导致地方政府债券定价不能有效反映省内不同城市信用风险差异的重要原因。

表6 地级市违约风险对专项债/城投债发行利差的异质性影响：省内转移支付均等化力度

变量	地方政府债券发行利差	城投债发行利差
	(1)	(2)
log(地级市(加权)人均政府综合财力)	0.1169 (0.3256)	-44.1055** (17.9802)
log(地级市(加权)人均政府综合财力)×省内转移支付均等化力度高	0.7073** (0.2740)	18.6837 (16.0367)
地级市、债券层面控制变量	控制	控制
债券行业固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
城市固定效应	控制	控制
样本量	3118	8756

为了进一步论证省内不同城市间地方政府债券定价的信用混同来自“省级统一发行偿还、转贷市县使用”的地方政府债券管理制度,这里还使用一定程度上存在省对地市救助预期(罗荣华和刘劲劲,2016;刘晓蕾等,2021)、但不存在省级统一发行和偿还的地市城投债进行对比。表6第(2)列使用地市城投债发行利差作为被解释变量,并在回归中加入“地级市人均综合财力”与“省内转移支付均等化力度高”的交互项。结果显示,虽然地市城投债对地级市人均财力的反映水平要明显高于专项债利差对地级市财力的反映水平,但地级市人均财力与“省内转移支付均等化力度高”的交互项系数反而不显著。这些结果表明,在没有“省级统一发行偿还、转贷市县使用”的地市城投债当中,省与市县间信用混同对债券发行定价造成的扭曲虽然可能存在(交互项系数为正),但其影响并没有在专项债中那么显著。因此,本文认为,“省级统一发行偿还、转贷市县使用”的制度的确是造成省内不同城市间专项债发行定价对信用风险反映不足的重要原因。

### 3. 对比分析：地区信用风险与城投债券定价

本文使用城投债券进行对比分析。相比地方政府债券,融资平台债务并未纳入财政预算进行限额管理,且其发行和偿还都由融资平台自行完成。因此,尽管城投债背后存在一定的上级政府救助预期(王永钦等,2016),但其还款预期仍在很大程度上取决于所属政府的财政状况(刘晓蕾等,2021;钟宁桦等,2021),从而可以相对更有效地反映地方政府的信用风险。因此,本文预期,地方融资平台发行的城投债利差可以较好地反映各地区的信用风险。具体来说,省级平台直接隶属省级政府,因而其城投债的发行定价应对省份层面信用风险有较好的反映水平;而地级市平台城投债发行定价则应主要反映地级市的信用风险,而对省份信用风险的包含程度有限。

回归分析的结果如表7所示,所有回归均控制了省份和年份固定效应。第(1)列考察了省份层面政府财力对省级城投债券定价的影响,其设定与表1第(2)列一致。结果显示,人均财力上升会使省级平台城投债发行利差下降,且在1%的水平上显著。对比系数绝对值大小,第(1)列中系数(-204.80)要远大于使用地方政府债券样本对应设定下的系数(-4.83且并不显著)。这些结果表明,金融市场在给省级城投债券进行发行定价时,对省份层面信用风险因素的重视程度要远超过对地方政府债券的发行定价。

表7第(2)列研究了地级市城投债券发行利差对地级市信用风险的反映情况。可以看到,人均财力上升会使地级市城投债发行利差下降,且在5%的水平上显著。相比之下,前文使用转贷市县使用的地方政府债券发行利差作为被解释变量时,地级市层面信用风险变量不显著(对应表2第

(2)列)。上述对比结果意味着,地级市城投债券的发行定价相对较好地反映了地级市的违约风险。本文进一步在第(3)列中分析了地级市城投债券发行利差对所在省份信用风险的反映情况。结果显示,省份层面人均财力的回归系数不显著,且系数绝对值明显小于第(2)列中相应的地级市层面人均财力系数绝对值。这些结果表明,在没有省级统一发行偿还的情况下,地级市城投债券的发行定价主要反映城市自身的信用风险,而对省份信用的混同有限。

表7 政府违约风险对省/市级平台城投债发行利差的影响

变量	省级城投债发行利差		市级城投债发行利差	
	(1)	(2)	(3)	(4)
log(人均政府综合财力)	-204.8030*** (31.1739)	-39.9079** (18.2610)	11.4378 (51.3539)	
省份层面控制变量	控制	不控制	不控制	
债券层面控制变量	控制	控制	控制	
地级市层面控制变量	不控制	控制	控制	
债券行业固定效应	控制	控制	控制	
年份固定效应	控制	控制	控制	
省份固定效应	控制	不控制	不控制	
城市固定效应	不控制	控制	控制	
样本量	2927	8756	10573	

## 六、结论与政策启示

2023年中央金融工作会议指出,要建立防范化解地方债务风险长效机制,建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制。新《预算法》实施以来,省级政府被允许在限额内自主发行地方政府债券。地方政府自主发债制度能够有效运行的一个重要条件是金融市场能够根据不同地区的违约风险对地方政府债券进行差异化定价,从而对地方政府举债行为施加市场化约束。本文利用2015—2022年地方政府债券发行数据,对地方政府债券发行定价是否能有效反映不同地区违约风险差异做了实证研究。研究发现,地方政府债券的发行利差与地方财政及经济基本面关联水平有限。这些结果表明,当前地方政府债券发行并未基于地区违约风险实现有效的差异化定价,尚未形成市场化的债务约束机制。进一步分析表明,这一现象的根源在于现行地方政府债券管理体制中内嵌的政府间信用混同问题。基于上述研究结论,本文提出如下政策建议:

(1)审慎推动举债权下放改革试点,允许部分债务风险较低、金融市场化程度较高的城市试点在限额内自主发行并偿还地方政府债券。当前地方政府债券发行和偿还完全由省级政府负责,这在如下两方面强化了地方政府债券背后的政府间信用混同问题。一方面,省级政府涉及的金融资产体量较大,一旦公开市场上出现债券违约,容易引发系统性金融风险,导致中央政府不得不进行救助,最终强化了金融市场和地方政府在事前对中央的救助预期;另一方面,省级政府将涉及不同地市和项目的债券打包发行并统一偿还,造成不同层级政府和项目的信用混同,使得金融市场无需对省内不同市县和项目的具体债务偿还能力进行差异化定价。然而,应注意到,当前由省统一发行偿还的管理体制也存在明显的优势。从中央管理成本角度而言,省级层面统一发行偿还便于中央集中监管,在当前外部举债约束相对薄弱的情况下有利于降低债务风险。从省份自我约束的角度

而言,省级政府的社会关注度较高,一旦出现违法违规举债等不规范行为,容易为外界所了解,从而政府在地方债务的发行和使用过程中会更加谨慎。同时,举债权在不同政府层级间的调整牵涉面广,现实中可能产生事前未预期到的影响。因此,本文建议,在地方自愿的前提下,选取部分债务风险较低、金融市场化程度较高的地级市试点举债权下放。这一试点既能为推动地方政府债券定价进一步市场化积累经验,也能避免改革可能产生的未预期后果对金融市场的冲击。

(2)适度增加债务限额,使地方政府能根据当地实际情况在限额内灵活举债。地方政府虽然名义上能够在限额内自主发债,但债务限额的规模事实上无法满足地方建设的需求,导致地方政府新增的债券发行规模几乎都贴近新增的债务限额。偏低的债务限额规模有利于防止地方政府表内债务过快增长,但也弱化了地方政府的信用主体地位,从而导致地方政府债券的发行价格并不能有效反映当地的经济、财政基本面状况。同时,债务限额过低使得地方政府在现实中仍然通过融资平台等渠道大规模举借高成本、不透明的隐性债务,事实上削弱了防范地方债务风险扩张的效果。因此,本文建议,应在合理测算的基础上适度增加地方政府债务限额,使地方政府能够真正在限额内根据本地的财政经济状况和建设需要进行一定程度上的自主举债。这一措施既有利于让地方表内债务规模反映当地实际债务风险水平、减弱市场对中央政府救助表内地方债务的预期,也能为实行全口径公共债务纳入预算管理、增加地方债务信息公开透明度创造条件,从而最终建立起激励相容的金融市场约束机制。

(3)在下放举债权的同时,中央和省级政府在地方债务管理中的职能应从保障发行和兑付转向事前的债务监测预警和事后的财政整顿治理。在坚决避免系统性金融风险的前提下,要允许个别偿债能力不足的城市和项目打破刚性兑付,从而促使金融市场严格审核地方政府债券发行主体的违约风险,最终强化地方政府举债的市场约束。中央和省级政府在事前需要更加充分地披露地方政府债券发行主体的财政、财务信息,对风险较高的地区和项目及时预警。与此同时,在举债主体扩展到地级市政府和项目承接主体后,需要加强地方政府债券市场的信用评级建设,根据举债主体实际风险状况形成差异化的信用评级。对于少数信用较差的城市和项目可能发生的债券违约事件,中央和省级政府需要制定科学的风险应对和财政整顿预案,一方面要让过度举债的责任方承担财政整顿成本,另一方面要将违约产生的金融和经济社会风险控制有限的范围内。

(4)在上述加强地方政府举债自主性措施的基础上,推动对地方政府举债行为的各类监督有机贯通、相互协调,避免地方政府过度举债,提高债务资金使用效率。首先,需要加强各级人大对预算内举债的审查和监督,并对通过举债增加的资本性支出进行更加科学和严格的绩效评估。其次,要进一步发挥审计和统计的监督职能,及时发现和披露低效的支出项目。最后,要充分发挥群众监督和舆论监督的作用,以推动地方政府将更高比例的债务资金用于社会效益更高、民众更加关心的民生类项目。

#### 〔参考文献〕

- [1]巴曙松,李羽翔,张搏.地方政府债券发行定价影响因素研究——基于银政关系的视角[J].国际金融研究,2019,(7):76-86.
- [2]曹婧.刚兑信仰分化:隐性担保预期与城投债定价[J].世界经济,2023,(6):85-107.
- [3]刁伟涛.救助预期、市场约束与地方政府债券风险溢价——基于月度滚动债务风险指标[J].会计研究,2023,(9):35-45.
- [4]郭玉清,何杨,李龙.救助预期、公共池激励与地方政府举债融资的大国治理[J].经济研究,2016,(3):81-95.
- [5]洪源,胡慧姣.地方政府自主发债是否有利于提升地区经济发展质量?——基于地方债全面“自发自还”改革的准自然实验分析[J].金融研究,2023,(5):77-95.



- [6]黄昊,段康,蔡春.地方债管理体制改革的与实体经济发展[J].数量经济技术经济研究,2023,(2):48-68.
- [7]梁若冰,王群群.地方债管理体制改革的与企业融资困境缓解[J].经济研究,2021,(4):60-76.
- [8]刘贯春,程飞阳,姚守宇,张军.地方政府债务治理与企业投融资期限错配改善[J].管理世界,2022,(11):71-89.
- [9]刘天保,王涛,徐小天.我国地方政府债券定价机制研究——以发行利率影响因素为视角[J].财经问题研究,2017,(12):76-82.
- [10]刘穷志,刘夏波.经济结构、政府债务与地方政府债券发行成本——来自1589只地方政府债券的证据[J].经济理论与经济管理,2017,(11):85-97.
- [11]刘锐,攸频.行政干预、官员任期与地方政府债券发行定价[J].财经论丛,2022,(4):15-24.
- [12]刘晓蕾,吕元稹,余凡.地方政府隐性债务与城投债定价[J].金融研究,2021,(12):170-188.
- [13]吕炜,周佳音,陆毅.理解央地财政博弈的新视角——来自地方债发还方式改革的证据[J].中国社会科学,2019,(10):134-159.
- [14]罗荣华,刘劲劲.地方政府的隐性担保真的有效吗?——基于城投债发行定价的检验[J].金融研究,2016,(4):83-98.
- [15][美]乔纳森·A·罗登.汉密尔顿悖论:美国的财政联邦制[M].何华武译.上海:上海财经大学出版社,2022.
- [16]毛捷.混合公债与地方债务风险化解[J].财政科学,2023,(9):12-26.
- [17]马海涛,任致伟.转移支付对县级财力均等化的作用[J].财政研究,2017,(5):2-12.
- [18]聂卓,王梓旭,毛捷.举债问责与隐性担保:来自城投债交易利差的证据[J].中山大学学报(社会科学版),2023,(4):194-206.
- [19]潘俊,王禹,王亮亮,王博森.城投债与地方政府债券发行定价差异及其机理研究[J].会计研究,2018,(9):31-38.
- [20]邱志刚,王子悦,王卓.地方政府债务置换与新增隐性债务——基于城投债发行规模与定价的分析[J].中国工业经济,2022,(4):42-60.
- [21]汪莉,陈诗一.政府隐性担保、债务违约与利率决定[J].金融研究,2015,(9):66-81.
- [22]王剑锋,吴京,陈玉洁.发行方式与地方债发行利率异象——基于搭售合约的实证分析[J].河北经贸大学学报,2020,(4):45-55.
- [23]王永钦,陈映辉,杜巨澜.软预算约束与中国地方政府债务违约风险:来自金融市场的证据[J].经济研究,2016,(11):96-109.
- [24]王治国.政府干预与地方政府债券发行中的“利率倒挂”[J].管理世界,2018,(11):25-35.
- [25]温来成,徐磊.项目管理、信息披露与地方政府专项债券价格形成机制[J].财政研究,2021,(3):70-83.
- [26]吴京,陈玉洁,王剑锋.我国地方债发行利率异象成因的主流观点——一个文献综述[J].地方财政研究,2020,(8):48-56.
- [27]张琦,杨悦.地方政府预算公开的市场识别与反应——来自省级政府债券定价的证据[J].经济研究,2023,(12):77-94.
- [28]钟宁桦,陈姗姗,马惠娴,王姝晶.地方融资平台债务风险的演化——基于对“隐性担保”预期的测度[J].中国工业经济,2021,(4):5-23.
- [29]朱星姝,范子英.信用扭曲与地方债的风险背离——基于专项债券的研究[J].管理世界,2024,(6):16-36.
- [30]朱莹,王健.市场约束能够降低地方债风险溢价吗?——来自城投债市场的证据[J].金融研究,2018,(6):56-72.
- [31]Boyer, C. Public Pensions and State Government Borrowing Costs[R]. University of Chicago Working Paper, 2019.
- [32]Eichengreen, B., and T. Bayoumi. The Political Economy of Fiscal Restrictions: Implications for Europe from the United States[J]. European Economic Review, 1994, 38(3):783-791.
- [33]Novy-Marx, R., and J.D. Rauh. Fiscal Imbalances and Borrowing Costs: Evidence from State Investment Losses[J]. American Economic Journal—Economic Policy, 2012, 4(2):182-213.
- [34]Painter, M. An Inconvenient Cost: The Effects of Climate Change on Municipal Bonds [J]. Journal of Financial Economics, 2020, 135(2):468-482.

## **Credit Confusion and Pricing Distortion of Local Government Bonds: The Way to Perfect Local Debt Management System**

MA Guang-rong<sup>1</sup>, SONG Hao-lan<sup>2</sup>, NIE Zhuo<sup>3</sup>

(1. China Financial Policy Research Center, Renmin University of China;

2. School of Finance, Renmin University of China;

3. School of International Economics and Trade, University of International Business and Economics)

**Abstract:** In recent years, the scale of local government debt in China has been expanding, and how to prevent and defuse local government debt risks has become a common concern of all sectors of society. It is of great significance to study how to improve the government debt management system and better regulate the borrowing behavior of local governments through the combination of administrative constraints and market constraints to prevent local government debt risks.

This paper studies credit confusion in the local government explicit debt management system from the perspective of local government bond issue pricing. Using the issuance and transaction data of local government bonds from 2015 to 2022, this paper finds that the issuance spreads of local government bonds reflect very limited default risk at both the provincial and prefecture-level city levels. Heterogeneity analysis shows that provincial-level regions with higher dependence on central transfer payments and those with greater equalization of intra-provincial transfer payments have lower inclusion levels of local government credit risk in local government bond pricing due to more serious credit confusion among governments at all levels. The comparative analysis shows that the spreads of urban investment bonds issued by local financing platforms are more effective in pricing local government credit risk. These results show that the two features of China's local bond management system, "unified issuance at the provincial level and use by cities and counties on loan" and "top-down strict limit management", although they help strictly limit the scale of debts in the balance sheet, but aggravate the credit confusion among governments at different levels and weaken the risk subject status of governments below the provincial level as actual users of debt funds. As a result, it is difficult for the market to effectively price debt risks in various regions. Additionally, this paper finds that in the process of establishing a long-term mechanism for preventing and resolving local debt risks, it is necessary to eliminate the credit confusion of different levels of governments behind local government bonds through institutional design and give play to the positive role of the financial market in revealing and preventing risks, thus strengthening the market restraint mechanism for local government debt.

The marginal contribution of this paper to existing literature is mainly reflected in the following two aspects. This paper not only expands research on local government bond pricing but also enriches related research on the local government debt management system. Compared with existing literature, this paper uses a longer period of data to analyze the credit distortion of local government bond pricing between different provincial-level regions and different cities within a province, focuses on the management system of local government bonds, and explains the causes of local government bond pricing distortion from the perspective of credit confusion between provinces and cities, and between the central and provincial governments.

**Keywords:** local government bonds; credit confusion; bond pricing; default risk

**JEL Classification:** H63 H74 H77

[责任编辑:覃毅]