

研究简报

(2015年 第2期 总第2期)

清华大学国家金融研究院

2015年5月1日

债务长城： 中国地方政府债务信用利差分析

货币政策与金融稳定研究中心

摘要

城投债是中国地方政府重要的融资渠道，由地方政府融资平台以土地收入作为支持发行。尽管这类债券都由中央政府担保，我们发现不同城投债的收益率存在明显的异质性。城投债的定价反映了中国整体信用风险和货币政策风险。鉴于抵押品的性质，可以验证房地产、宏观基本面以及债券流动性都是城投债收益率的重要驱动因子。此外，我们发现城投债收益率和地方政府腐败指数之间存在着显著的正相关性。

一、城投债的规模与机制

城投债是中国地方政府的债务。在债券市场上通过发行城投债所筹集的资金在很大比例上用于支持中国在数量和规模上急速增长的基础设施建设项目。从2008年到2014年，城投债市场以每年

85%的速度增长。截至 2014 年 12 月底，待偿还的城投债规模已经达到 4.95 万亿人民币（相当于 0.82 万亿美元）。

地方政府通过地方政府融资平台（LGFV）发行城投债，将募集到的资金配合中央政府划拨的转移资金共同使用。在典型的城投债发行结构中，地方政府融资平台（LGFV）向地方政府提供资金，这部分资金被记为地方政府收入；同时，地方政府将土地使用权或者类似高速公路、桥梁的资产，转让给地方政府融资平台。

二、城投债的特征及其收益率驱动因子

规模庞大且快速增长的城投债市场对国内基础设施建设起到的重要作用本身就使得城投债具有很高的研究价值，然而我们更为关注城投债的一个重要特征：城投债的市场定价受到政府担保和政治风险等因素的影响。城投债虽然由地方政府设发行，却是由中央政府提供隐性担保。尽管有中央政府的隐性担保存在，我们发现不同省份的城投债的收益率存在显著的经济差别。这种收益率的差异性恰好提供了一个研究政治风险因素及其对地方政府信用利差影响的切入点。

而针对城投债的另一个研究重点是其质押品与房地产市场之间的联系。我们可以利用这种联系和各省份基本面数据来测量发行城投债的不同省份的经济健康程度。

此外，城投债市场是中国影子银行系统的一部分。影子银行——信托、资产证券化、保险公司和融资租赁公司，以及其他非银行金融机构——持有大量城投债，并且面临逐渐扩大的地方政府违约

风险敞口（参见 Wu and He, 2014）。考虑到城投债在中国金融系统中的重要作用，我们发现城投债的收益率对于反映总体信用风险和货币政策变动的变量敏感。

我们同时发现城投债收益率反映了政治风险。根据中纪委公布的对官员的调查信息，我们建立了一个贪污腐败数据库，并构建了用以衡量各省份贪污腐败程度的指标——贪污腐败指数。基于该数据库，我们发现风险调整后的城投债收益率与贪污腐败指数之间存在着显著的正相关关系，而且这种相关性具有明确的经济学含义。

三、城投债超额收益率实证分析

债券收益率水平与国债收益率水平或者“水平”因子高度相关是固定收益研究中的常见现象（参见 Knez, Litterman, and Scheinkman, 1994）。我们把城投债收益率减去对应的国债收益率从而分离出超额收益率。

我们计算了每天每只债券的超额收益率，然后根据研究需要，对每天的计算数据加总得到月度超额收益率，或者各省超额收益率。最终样本包括 2007 年 8 月至 2014 年 12 月之间覆盖 28 个省份 20,357 个月度观测数据。

在中国现行的财税体系下，中央政府对所有地方政府的收支负有最终责任。当投资者意识到城投债背后中央政府的隐性担保时，城投债市场应该不存在可预期的超额收益率，而且不同省份之间的城投债收益率应该较为平均。但事实如此吗？

根据我们的实证分析，超额收益率的离散程度随时间变化，而

且当中位数较大时离散程度趋于增大。这说明市场整体恶化时，市场主体能很好地区分不同省份城投债所包含的基本风险。

总体来看，城投债的平均超额收益率为 1.98%。并且，不同省份之间城投债超额收益率的存在着差异性。城投债价格较高（对应的收益率较低）的省份具有以下特征：沿海、房地产价格较高、GDP 增速较低和财政缺口的规模较小。

我们汇总了全国性经济指标、省级经济指标、贪污腐败指数及流动性这几个经济变量来对城投债超额收益做回归分析。

由于城投债隐含系统性风险，横截面数据表明城投债的价格信息中包含整体信用风险、货币政策、实际汇率等因素。此外，房地产价格是城投债的重要驱动力，因为房地产市场影响城投债担保品的价值。最后，我们研究发现城投债的收益率隐含腐败风险。基于中央纪律检查委员会对官员的调查，我们构建了腐败指数。实证研究表明经风险调整的城投债收益与腐败指数显著正相关。

四、结语

中国地方政府融资相关的法律法规于 2014 年底有所调整。2014 年 10 月，国务院下达了 43 号文件。文件规定，2016 年 1 月 1 日起，地方政府融资平台公司不得新发城投债。这意味着城投债将逐渐退出历史舞台，尽管其存量巨大。目前，城投债是唯一可观测到市场价格的地方政府资产，因此，对城投债隐含的信用风险、货币政策风险、房地产市场风险及其它省级、债券级别风险的定价为研究上述风险对中国地方债务的影响提供了一个独特的视角。

参考文献：

Andrew Ang、Jennie Bai、Hao Zhou，2015，债务长城：中国地方政府债务信用利差分析，工作论文。

(2015年5月)

作者：Andrew Ang、Jennie Bai、Hao Zhou

报 送：

联系人： 电 话：
