

# 隐性担保对城投债发行利差的影响 ——基于省级城投债的数据研究

杨雅淇

(湖南大学金融与统计学院, 湖南省长沙市, 410079)

**摘要:** 本文主要目的是为了研究“43号文”正式颁布以后, 政府隐性担保通过哪些渠道来对城投债发行利差产生影响, 以及目前针对于城投债风险管理方法的有效性。一方面, 通过建立回归模型、完善解释变量和控制变量, 证实了政府隐性担保能有效降低城投债发行利差。另一方面, 也通过回归模型来分析出现有的城投债风险评价方法和指标对城投债发行利差影响效果不显著。

**关键词:** 城投债、发行利差、隐性担保

**中图分类号:** F832.1

## 0 引言

2014年, 国务院发表了文件《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称“43号文”)拉开了全国范围内开始大规模整治地方政府性债务的序幕。2015年, 中央政府颁布了新《预算法》, 这使得大部分地方的政府融资平台获得了发行存量债权。“43号文”发布至今, 地方各级政府性平台存量债务的整治和管理工作已经逐步取得明显的进展和成效, 但是局部地区的政府平台存量债务的形势依旧非常严峻, 地方政府平台违法违规融资举债的问题仍时有发生。

而在当前地方各个层级的政府所运行的投资及融资管理平台带来的风险, 以及各级政府投资融资的债务当中占到很大比重的, 就是通过政府的融资平台发行的存量债券, 也可以被叫做地方政府城投债。城投债与地方各级政府的利益紧密联系在城投债市场上已经体现出来了, 那就是“隐性担保”模式带来相对于较低的城投债发行利差, 即更多的地方各级政府可能会为更多的城投债进行兜底, 而政府的投融资平台公司在经营遇到难题时可以得到相应的帮助, 在需要对本金和利息进行偿还, 但偿还能力较弱时也可以获得援助, 因此, 在债务发行的利差方面一般情况下会比普通企业要低。也正因如此, 各地金融机构推波助澜, 违规提供融资; 地方政府不考虑自身财力支持, 只考虑举债搞建设, 不考虑还钱, 忽视项目建设的必要性和可行性。各地违规举债频发, 导致隐性债务迅速积累, 使得我国当前地方政府的债务以及金融风险压力增大<sup>[1]</sup>。

## 1 文献综述

现有的研究很多都是通过利用债券有没有担保来看一个虚拟变量对政府隐性担保利率的测度, 在解释变量的构建当中, 采取了城投债的发行成本利差以及市场当中首日债券交易发行的作为主要变量, 在这个基础之上搭建起了回归模型, 她的相关研究成果表明, 拥有担保的市场债券, 不管是在发行过程当中处于一级证券市场还是二级, 投资者对于证券收益率的要求总是要比实际情况高出很多。王博森(2016)、钟辉勇(2016)、罗荣华(2016)等提出针对城投债在进行范围的界定过程当中, 一般情况下都倾向于使用银监会或地方政府机构的相关融资平台, 除此之外也有时会依赖全口径的融资服务, 统计数据表等第三方提供的资料, 缺

乏与当前我国金融市场运行状况相匹配的科学认定。再者,政府隐性担保本身也可能具有债券存在风险随时变的特征。由于宏观经济因素的直接影响,担保在一定时期内,证券在发行数量上可能呈现下降的趋势,这大大降低了该时期债券的发行和运营管理成本,但是在另一个债券发行过程当中,债券在增值和授信效果方面并没有呈现较好的效果,甚至在投资者当中也没有受到比较广泛的理解和认同,对于这一观点,目前当前的研究者还没有进行深入的研究。

所以本文的目的是我们该如何判断政府隐性担保的影响程度,并且充分解释了政府隐性担保又是以何种的机制直接影响地方城投债发行利差的。而这,对于我国政府加快推进地方城投债投融资服务平台的转型、防范地方政府债务的风险都无疑有着极大的影响和意义。

## 2 地方政府隐性担保影响城投债发行利差的机制分析

### 2.1 地方政府经济状况影响政府隐性担保的作用机制

地方政府经济状况一般指当地政府的财政状况和债务状况,地方政府经济状况影响市场对政府担保水平的预期,决定着政府隐性担保的强弱,在这个基础之上进一步对城投债发行利差产生相关的影响作用。

#### 2.1.1 地方政府财政状况

##### (1) 政府综合财力

在与政府部门进行的有关投融资的密切经济活动中,政府的综合财力是我们的主要考虑对象,政府的综合财力顾名思义是指用来综合衡量政府信用水平和偿债能力的主要经济指标。当前我国政府的综合财力主要是体现在地方政府稳定的财政收入来源中,通常将这一收入来源细分为预算外和预算内两个部分,在预算内的收入来源又包含的地方政府本级的财政收入、基金预算收入和转移性收入。更具体的,我们一般可以直接采用以下等式来进行表达:地方政府综合财力指数=公共预算中的地方本级财政收入+转移性支付+税收返还+政府性基金预算收入+部分预算外收入

那么,一般认为,当地方政府的综合财力指数越大,它的信用水平越高且偿债的能力越强,进而政府的隐性担保强度越强。

##### (2) 财政独立性

地方财政独立性主要对上级政府债务救助预期产生影响,进而影响地方政府融资行为,本文采取的定义为地方政府财政独立性指数=1-(一般性转移支付+专项转移支付+税收返还)/地方一般预算支出。如果地方政府的支出主要由地方自有收入提供,则地方在财政支出上受到中央或上级政府干预较少,与上级政府关联性也越小,拥有较高的决策自主权;但如果地方支出主要依赖于税收返还和转移支付,则中央或上级政府可以通过转移支付来影响地方政府的行为,地方的决策自主权将降低。

那么,我们认为,当地方政府的财政独立性指数越大,地方一般预算支出中对中央转移支付补助的依赖越低,地方财政越独立,当地的地方政府隐性担保强度就越强。

#### 2.1.2 地方政府债务状况

我们通常用两个参考指标来衡量地方政府所面临的债务风险程度。一个参考指标为负债率,即政府债务余额与政府债务限额之比,这一比值体现的是地方政府举债规模是否超过中央规定指标,影响中央对地方债务风险评估和下一年的债务额度划分。而另一个最重要的参考指标指的就是债务率,债务率指的就是政府在债务的余额方面与其整体的经济状况之间的比值,主要用于对政府能够承担的债务水平进行判断。IMF 曾经很多次对安全指标的参照范

围进行了界定,提出要把相关指标保证在百分之90到150%之间,也就是说,如果政府财政要想得到更好的发展,必须要把指标控制在90%以内,而最多不能够大于150%,而地方政府负债率和债务率的高低会影响市场对债务风险的预期。

我们一般认为,当地方政府负债率越低,地方政府隐性担保强度越强。当地方政府债务率越低,地方政府隐性担保强度越强。

此外,地区发生的风险事件次数也能反映当地的债务状况。一旦某个地区发生风险事件,很容易引起市场对该地区全盘风险的担忧,这在很大程度上会影响这个地区的外生扩张能力,甚至从“反身性”的角度来说,市场担忧的地区反而更容易违约(这个担忧不管是否是理性的)。在分析时,我们也需要考虑历史上各地区的城投风险事件。

在对风险事件归类时,我们需要区分“风险事件”及“风险预警事件”。划分标准参照88号文的预警机制,以是否引起市场广泛关注为标准,甚至进一步引发城投债市场负面反馈为依据,将市场影响恶劣、引发市场对全省甚至全国城投板块怀疑的事件称为“风险事件”。目前仅有3起,贵州、浙江的案例中,风险事件爆发时两省城投普遍被嫌弃会牵动该省全部城投债的神经。“风险预警事件”是出现违约预警,但暂未引起强烈市场负面反馈的事件,较风险事件的定义更加宽泛些。

我们一般认为,当地“风险事件”或“风险预警事件”发生次数越少时,地方政府隐性担保强度越高。

## 2.2 政府隐性担保影响城投债发行利差的作用机制

城投债与政府之间一直存在着密不可分的联系。在分析这种关联性时,本文主要采用罗荣华(2016)对于当前存在的对政府隐形担保的相关观点进行了类别上的区分,并进一步的从政府的担保意愿和能力两个层面对政府隐性担保对城投债发行利差产生的影响及影响的形成方式进行了梳理。

### 2.2.1 隐性担保意愿

首先,在相关法律上,政府隐性担保,并不是说政府在法定上具有相关的担保义务,这种担保只是一些地方政府出于自身与各融资平台的合作利害关系权衡而自然产生的意愿。这种意愿的产生有两个主要原因,一个是地方政府与城投债融资平台间存在的融资合作关系;另一个是当城投债面临严重的违约风险时,如果说地方政府没有对相关项目提供救助,那么很快就可能会直接地导致其在下一轮融资中成本的大幅上升,也在很大程度上使得市场丧失对政府担保的信任程度,不利于未来经济发展。因此,政府的隐性担保意愿必然地就会直接影响地方政府的隐性担保水平,进而直接地影响下一轮地方政府城投债的发行利差。

具体来说,我国城投债在发行时主要有三种担保形式:自担保、存在第三方担保和无担保。自担保往往是指城投融资平台在进行债券融资的时候用自身的某项资产作为质押;第三方担保主要是指在城投债的具体募集和发行说明书上明确的表明城投债存在由地方政府直接控股的第三方担保或者有相关的增信公司直接提供的担保;无担保就是城投债在募集和发行时明确表明不存在任何书面的担保。而本文想要带领大家研究的是在无担保城投债的背后,是否存在地方政府隐性的兑付背书,也就是我们所说的地方政府“接盘”。所以在这个过程中,地方政府是否有这样的担保意愿便对影响城投债发行利差的大小起到至关重要的作用,政府隐性担保的意愿越强烈,则说明城投债的信用风险越小,城投债发行利差越低。

同时,我们也发现,地方政府对于融资平台注入资产和转移支付的力度也是隐性担保的一个重要表现,进而会对城投债信用风险产生连锁反应。前面有学者的研究表明,地方政府对融资平台的支持形式往往是通过资产注入、出让土地、专项应付款、转移支付等方式,这

会表现在融资平台主体的资产负债表中有所体现。在现实层面,我国的城投公司对于政府的补贴高度依赖,其特殊的属性会造成自身经营情况不佳,尤其表现在财务状况中,具有高资产负债率和现金流极度短缺的状况,资产负债表往往会在经营活动产生的现金流一栏出现高额负债。地方政府通常会对融资平台主体的财务状况和现金流状况进行包装整合,以此来满足城投债发行的相关规定。

因此,对于城投融资平台而言,如果地方政府在提供隐性担保方面的意愿越高,那么日后就越能保障城投融资平台的偿债能力,能很好的保护城投债的信用风险,也将大概率降低城投债发行时的利差,用较为低的成本融资。

### 2.2.2 隐性担保能力

政府的担保能力也是衡量隐性担保水平的重要部分,它能直接影响隐性担保的水平强弱。其基本逻辑在于如果一个地方政府的整体经济发展状况或债务存在问题,而城投债又出现违约风险时,即使地方政府有提供城投债担保的意愿,也有可能无法为之长期提供有力的偿债保证。

一般来说,政府的综合财政实力往往是其隐性担保能力的重要体现。因为目前地方人民政府对于城投债务在到期后需要偿还的财政资金主要实际上还是直接来自于公共财政收入。对于经济实力较强或者说预算收支平衡的地区来说,投资者对于该地发行的城投债会更有信心,这种信心会在城投债发行的票面价格上加以体现。也就是地方人民政府的公共财政的实力越强,偿还债务的成功可能性也就越高,相应的财政债务违约的风险也就越低;相反,如果一个地方人民政府的公共财政实力越弱,则相对于城投平台进行兜底的概率也就越低,城投债能够偿还的概率也就越低,这也会带来更高的风险溢价,进一步推高城投债的融资成本。

上文中地方政府对城投债融资平台的隐性担保意愿说明了地方政府能否有意资金困难的城投债兜底,而隐性担保能力则将最终决定地方政府城投债的偿付,这两个要素是相辅相成的两方面,缺一不可。地方政府为了自身的需要,有动力为城投融资平台注入大量的资产,有动力将大量的财政补贴转移给地方政府甚至在最后为城投债的兑付进行兜底,这两者之间有着很微妙的联系。所以投资者在考量城投债的信用风险时,便不可避免将地方政府的意愿和实力作为必要以及十分重要的因素。

所以无论是增加地方政府隐性担保的能力还是增加隐性担保意愿,都与一个地方政府经济发展状况密切相关。而地方政府的隐性担保,又在同一时刻会受到其担保的能力和意愿这两方面的影响,这就使得地方政府的隐性担保,会在很大程度上受到政府的整体运行状况和经济发展状况的影响,这两者呈现着一种正向相关的关系。

综上所述,政府在隐性担保提供的意愿和能力方面越强,那么其在隐性担保承担的力度上就越高,如果地方政府在整体担保水平上呈现上升的状态,那么城投债的相关违约风险就会相应的降低,城投债在发行利差方面也会得到相应的降低。

## 3 地方政府隐性担保影响城投债发行利差的指标构建

本文的被解释变量采用了省级政府融资平台发行的城投债发行利差,便是城投债发行利率与无风险利率之间的差额。目前对于无风险利率的考量一般采用当年相同期限发行的国债到期收益率来进行表示。有关城投债发行利差给出下面的计算公式:

$$\text{Spread} = \text{Rate1} - \text{Rate2} \quad (1)$$

其中用“Spread”来表示城投债发行利差,用“Rate1”来表示城投债发行时的票面利

率，用“Rate2”来表示与这只城投债在当年具有相同发行期限的无风险国债的到期收益率，在核心解释变量方面，首先构建地方政府经济状况指标（Finance）。本文地方政府经济状况指标会通过影响市场对政府隐性担保水平强弱的预期，进而影响城投债的发行利差。对于这一核心解释变量，本文通过五个方面进行说明：

地方政府综合财力指数（E）：政府的综合财力顾名思义是指用来综合衡量政府信用水平和偿债能力的主要经济指标。当前我国政府的综合财力主要是体现在地方政府稳定的财政收入来源中，通常定义为公共预算中的地方本级财政收入+转移性支付+税收返还+政府性基金预算收入

地方政府财政独立性指数（D）：如果地方政府的支出主要由地方自有收入提供，则地方在财政支出上受到中央或上级政府干预较少，与上级政府关联性也越小，拥有较高的决策自主权；但如果地方支出主要依赖于税收返还和转移支付，则中央或上级政府可以通过转移支付来影响地方政府的行为，地方的决策自主权将降低。所以地方财政独立性会影响政府的融资行为，本文将这一指标定义为 $(\text{转移支付} + \text{税收返还}) / \text{地方一般公共预算支出}$

地方政府负债率（P）：即政府债务余额与政府债务限额之比。这一比值体现的是地方政府举债规模是否超过中央规定指标。影响中央对地方债务风险评估和债务额度划分。

地方政府债务率（S）：即期末政府债务余额与政府综合财力之比，衡量政府所掌握的财力对债务的承担水平。IMF 在基于可持续发展的原则下，提出了相关的指标参考范围为“90%~150%”。

历史风险指数（N）：即为风险事件发生次数。参照国务院发布的 88 号文预警机制，以是否引起市场广泛关注为标准，甚至进一步引发城投债市场负面反馈为依据，将市场影响恶劣、引发市场对全省甚至全国城投板块怀疑的事件称为“风险事件”。本文将发生过风险事件的城市群标为“1”，未发生过风险事件城市群标为“0”。

针对控制变量的选择，城投债的发行利差除了会受到地方政府隐性担保的影响之外，还有其他因素对城投债发行利差造成的影响也不可小觑，为了保证研究核心解释变量的准确性，减少对回归分析拟合结果受到的影响，本文的特点是在回归分析中还额外充实了相关的控制变量。通过借鉴前人研究成果和参考文献，本文选取的控制变量主要包括以下三个方面：债券自身层面控制变量，主要包括城投债发行的规模、期限和信用评级；融资平台层面控制变量，主要包括资本结构、盈利能力、偿债能力和运营能力；宏观经济层面控制变量，主要包括经济发展情况、物价变动情况和金融深化指数。

债券自身层面控制变量：

发行规模（Amount）：城投债的发行规模由城投融资平台自身的资金需求情况而定，一般为了保证城投债募集量满，顺利发行上市，单期债券发行规模不会过大。单期规模大则代表融资平台对其自身的偿债能力越有信心，市场对该主体相对也更加认可，债券的发行成本也就越低。

发行期限（Duration）：参考普通债券的发行票面期限结构，若债券的发行期限越长，其面临的主体变化也就越大。尤其地方政府存在的官员任期和任免变化问题，发行时间越长则其到期资金兑付的风险越大，为了弥补存续期内可能发生的违约风险，投资者往往要求相对无风险利率更高的票面利率。

信用评级（Credit）：第三方专业评级机构发表的信用等级能代表该债券违约风险的大小。信用等级越高则表示该债权违约的风险越小，则发行利率就越小，发行利差也相应较小。本文借鉴前人研究，当信用评级为 AA 及以下时，用虚拟变量“0”表示；当信用评级为 AA 以上时，用虚拟变量“1”表示。

融资平台层面控制变量：

资本结构（Structure）：即总负债与总资产之比，用于衡量一家融资服务平台利用债

权人提供资金进行经营活动的能力重要变量。当资产负债率已经达到或者超过 100% 时, 说明发债主体已经资不抵债。

盈利能力 (ROE): 即净利润与平均净资产之比, 判断融资服务平台的盈利能力。ROE 率越高, 说明依靠投资带来的收益也就越高, 负债增加会导致 ROE 增加。

偿债能力 (Debt): 即流动资产与流动负债之比, 这一比值表明的是债券发行时该发债主体的流动比率, 可以用来衡量融资服务平台的偿债能力, 比值越高, 说明主体主体资产的流动性越好, 其折现能力越强, 短期的偿债能力也越强, 通常, 企业的流动比率会大于 2。

运营能力 (Turnover): 即该发债主体的总资产周转率, 用营业总收入 / [ (期初资产总计 + 期末资产总计) / 2 ] 来计算。这个指标数值越大, 说明融资主体进行销售的能力越强, 资产投资所产生的经济效益越好。

宏观经济层面控制变量:

经济发展状况 (GDP): 选取 GDP 增长率作为衡量宏观层面经济发展情况的指标, 宏观经济的发展状况会间接通过对于投资者信心的增强来降低城投债的发行利率。

物价变动状况 (CPI): 选取通货膨胀增长率作为衡量居民生活水平情况的指标, CPI 的增长率越高, 债权人对此将付出更多的利差来弥补未来可能会出现信用风险。

金融深化指数 (MP): 即金融自由程度, 用 M2 与 GDP 的比值来衡量, 地区金融市场和金融体系受到的干预越少, 则代表该地区市场化的程度越高, 利于投资者增加储蓄和扩大投资, 促进经济增长。当金融市场开放、经济形势较好时, 投资者便会对市场抱有更加积极的预期, 会对城投债的实际发行定价和收益率产生较大的影响。

综上所述, 本文从以下几个维度来构建指标。首先, 选取了地方政府综合财力指数、地方政府财政独立性指数、负债率、债务率、历史风险指数分别作为地方政府经济状况的代理变量依次加入回归模型。此外, 为了让其他不同因素对城投债发行定价产生的影响可以得到合理控制, 按照城投债面临的三大风险: 一是信用方面的风险, 二是流动性风险, 三是信用方面的风险, 在研究模型当中添加如下控制变量如下: 宏观因素 (Macro)、债券自身因素 (Bond)、和融资平台因素 (Company)。回归模型如下:

$$Spread_i = \alpha + \beta_1 Finance_i + \beta_2 Bond_i + \beta_3 Macro_i + \beta_4 Company_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

具体而言, 对于宏观因素, 本文选取了城投债发行日的 GDP 增长率、CPI 增长率和金融深化指数; 对于债券自身因素, 本文选取了债券的发行期限、发行规模和信用评级; 对于融资平台因素, 本文选取了资本结构、盈利能力、偿债能力和运营能力。

表 1 解释变量、控制变量的定义和影响预测

| 变量类型          | 因素                      | 指标       | 定义   | 预测 |
|---------------|-------------------------|----------|--|----|
| 解释变量          | 地方政府<br>经济状况<br>Finance | E        | 地方政府综合财力指数=公共预算中的地方本级财政收入+转移性支付+税收返还+政府性基金预算收入 | +  |
|               |                         | D        | 地方政府财政独立性指数=(转移支付+税收返还)/地方一般预算支出               | +  |
|               |                         | P        | 地方政府负债率=政府债务余额/政府债务限额                          | -  |
|               |                         | S        | 地方政府债务率=政府债务余额/综合财力                            | -  |
|               |                         | N        | 历史风险指数=风险事件发生次数                                | -  |
| 宏观因素<br>Macro | MP                      |          | 金融深化指数, M2 与 GDP 的比值                           | -  |
|               |                         | GDP      | GDP 增长率  | -  |
|               |                         | CPI      | CPI 增长率  | +  |
| 债券自身          |                         | Duration | 发行期限   | +  |

|            |         |           |   |   |
|------------|---------|-----------|---|---|
| 控制变量       | 因素 Bond | Amount    | 发行规模                                    | — |
|            |         | Credit    | 信用评级                                    | — |
|            |         | ROE       | 净资产收益率=净利润/平均净资产，<br>代表盈利能力             | — |
| 融资平台<br>因素 | Company | Turnover  | 总资产周转率=营业总收入/(期初资产总计+期末资产<br>总计)，代表运营能力 | — |
|            |         | Debt      | 流动比率=流动资产/流动负债，<br>代表偿债能力               | — |
|            |         | Structure | 资产负债率=总负债/总资产，<br>代表资本结构                | + |

注：“+”表示变量会增加城投债的发行利差；“—”表示变量会减小城投债的发行利差；“?”表示变量对城投债发行利差的影响不确定。

## 4 实证与分析

### 4.1 描述性统计分析

本文先对选择的数据进行描述性统计分析，最终回归分析采用的样本量共计 2522 个。结果如下表 2 所示：

表 2 城投债描述性统计结果

| 类型     | 变量名称      | 数据量  | 均值       | 标准差      | 最小值      | 最大值      |
|--------|-----------|------|----------|----------|----------|----------|
| 解释变量   | Spread    | 2522 | 2.576    | 0.442    | 1.563    | 6.271    |
|        | E         | 2522 | 7339.78  | 3815.76  | 4427.84  | 8108.67  |
| 被解释变量  | D         | 2522 | 0.5878   | 0.205    | 0.4087   | 0.891    |
|        | P         | 2522 | 0.772    | 0.288    | 0.5552   | 0.7199   |
|        | S         | 2522 | 0.8832   | 0.099    | 0.5971   | 0.9221   |
|        | N         | 2522 | 0.35     | 0.2      | 0        | 1        |
| 宏观因素   | MP        | 2522 | 233537.8 | 30164.58 | 180102.8 | 281037.6 |
|        | GDP       | 2522 | 6.71     | 0.15     | 6.5      | 6.9      |
|        | CPI       | 2522 | 1.82     | 0.41     | 0.76     | 2.9      |
| 债券自身因素 | Duration  | 2522 | 4.08     | 2.05     | 1        | 12       |
|        | Amount    | 2522 | 10.92    | 7.98     | 0.5      | 75       |
|        | Credit    | 2522 | 0.99     | 0.11     | 0        | 1        |
| 融资平台因素 | ROE       | 2522 | 2.61     | 2.53     | 0.06     | 40.04    |
|        | Turnover  | 2522 | -0.01    | 0.1      | -1.16    | 0.43     |
|        | Debt      | 2522 | 2.77     | 0.28     | 2.01     | 4.32     |
|        | Structure | 2522 | 3.27     | 4.05     | -9.68    | 35.13    |

针对表 2 的结果进行分析可以看出，发行利差平均数为 2.566，发行利差的最大值为 6.39，发行利差的最小值为 1.673，在 2015-2018 的时间区间呈现较大的区间差别，不同资质的城投债在发行利差上有非常大的差异。

从地方政府经济状况这一指标分析，首先，地方政府综合财力平均数为 7339.78 亿元，最大值 8108.67 亿元，最小值 4427.84 亿元，最大值将近最小值得两倍，可见不同省份的经济发展水平有着显著的分化和差异。其次，地方政府财政独立性指数也可以看出不同省份对于中央的财政补贴有较大的差异。这都与地方政府隐性担保能力相关，可以推测各省市的地方政府财政收入对财政支出的覆盖程度均未达到全部覆盖。而衡量地方政府自身财政实力的一般公共预算收入的最小值和最大值出现了较大的差异，可以看出不同省份的财政状况有较大差异，符合我国的国情。

从宏观因素来看，GDP 增速平均值达到 6.71，CPI 增速均值达到 1.82，表明我国这几年

经济发展从高速增长转变为中高速增长，这也与经济发展要求的高速转变为高质量贴合。

从城投债自身因素来看，城投债的发行总量平均值在 10.92 亿元，最大值为 75 亿元，最小值为 0.5 亿元，标准差 7.98，各样本数据在均值有较大的波动幅度。城投债发行期限从 1 年至 12 年不等，平均值为 4.08 年，这与地方政府换届的频率保持一致。其债权的债项评级平均值为 0.99，担保方式平均值为 0.06，可以看出，省级地方政府城投债的信用评级基本处于较高水平，且大部分发行的城投债皆为无显性担保的债券。

从融资平台因素的情况来看，城投融资平台的资产负债率均值 3.27，因为城投平台一般来说都有资产规模大而负债率较高的特征，且由于经营行为多涉及难以及时回款的市政工程建设，故其现金流一般都较为紧张，现金债务比平均值为 0.17，符合实际。总的来说，各地的融资平台由于地区经济的差距，净资产收益率与总资产周转率这两项的差异较明显，融资平台之间的经营能力和投融资实力也存在着很大程度的区别。

## 4.2 回归结果与分析

本文采取回归分析的方式分析了回归模型（2）当中基于无担保城投债的发行利差的这一指标。此外，因为城投债之间可能出现的自相关以及异方差问题，通过 Newey-West 来开展相应的检验，结果如表 3 所示。

表 3 无担保城投债发行利差回归结果解释变量

| 解释变量             | 方程 1                      | 方程 2                | 方程 3                | 方程 4                | 方程 5                |
|------------------|---------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| E                | -0.000262**<br>(0.000141) |                     |                     |                     |                     |
| D                |                           | -0.925**<br>(0.515) |                     |                     |                     |
| P                |                           |                     | 0.09<br>(0.092)     |                     |                     |
| S                |                           |                     |                     | 0.089*<br>(0.0515)  |                     |
| N                |                           |                     |                     |                     | 0.0319*<br>(0.949)  |
| MP               | -2.291**<br>(1.01)        | -2.308**<br>(1.02)  | -2.310**<br>(1.01)  | -2.291**<br>(0.99)  | -2.612***<br>(0.96) |
| GDP              | -0.288***<br>(0.08)       | -0.297***<br>(0.08) | -0.290***<br>(0.08) | -0.251***<br>(0.08) | -0.164**<br>(0.07)  |
| CPI              | 0.266***<br>(0.05)        | 0.266***<br>(0.05)  | 0.265***<br>(0.05)  | 0.271***<br>(0.05)  | 0.290***<br>(0.04)  |
| Duration         | -0.067**<br>(0.03)        | -0.061**<br>(0.03)  | -0.061**<br>(0.03)  | -0.076**<br>(0.03)  | -0.079**<br>(0.03)  |
| Amount           | -0.009*<br>(0.01)         | -0.008*<br>(0.01)   | -0.008*<br>(0.01)   | -0.009*<br>(0.01)   | -0.011*<br>(0.01)   |
| Debt             | -0.279***<br>(0.04)       | -0.267***<br>(0.04) | -0.271***<br>(0.04) | -0.288***<br>(0.04) | -0.280***<br>(0.04) |
| Structure        | 0.849<br>(1.83)           | 1.148<br>(1.76)     | 1.032<br>(1.79)     | 1.505<br>(1.83)     | 1.233<br>(1.86)     |
| Turnover         | -0.999***<br>(0.38)       | -1.109***<br>(0.36) | -1.065***<br>(0.37) | -1.155***<br>(0.39) | -1.031***<br>(0.38) |
| ROE              | -0.052<br>(0.18)          | -0.036<br>(0.17)    | -0.014<br>(0.18)    | -0.044<br>(0.19)    | -0.073<br>(0.18)    |
| 调整R <sup>2</sup> | 0.247                     | 0.254               | 0.254               | 0.224               | 0.266               |
| VIF 均值           | 1.48                      | 1.48                | 1.48                | 1.49                | 1.50                |
| VIF 最大值          | 2.28                      | 2.28                | 2.28                | 2.29                | 2.27                |

此外，本文还需要分析地方政府经济状况的变化对有担保类型城投债发行利差产生的作用是否确切的存在，基于此，将回归模型当中的被解释变量进行变换，替换成具有担保条件下的城投债的发行利差。在此基础上，对地方政府经济状况带来的城投债发行利差的作用机制加以验证，结果如表 4 所示：

表 4 有担保城投债发行利差回归结果解释变量

| 解释变量             | 方程 1                | 方程 2                | 方程 3                | 方程 4                | 方程 5                |
|------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| E                | -0.191*<br>(0.11)   |                     |                     |                     |                     |
| D                |                     | -0.076*<br>(0.08)   |                     |                     |                     |
| P                |                     |                     | 0.098<br>(0.093)    |                     |                     |
| S                |                     |                     |                     | 0.111<br>(0.09)     |                     |
| N                |                     |                     |                     |                     | 0.09<br>(0.08)      |
| MP               | -1.099**<br>(1.01)  | -1.11**<br>(1.01)   | -1.11**<br>(1.01)   | -1.112**<br>(1.00)  | -1.111***<br>(1.00) |
| GDP              | -0.311***<br>(0.08) | -0.312***<br>(0.08) | -0.311***<br>(0.08) | -0.315***<br>(0.08) | -0.315**<br>(0.07)  |
| CPI              | 0.212***<br>(0.05)  | 0.222***<br>(0.05)  | 0.217***<br>(0.05)  | 0.212***<br>(0.05)  | 0.250***<br>(0.05)  |
| Duration         | -0.065**<br>(0.03)  | -0.066**<br>(0.03)  | -0.059**<br>(0.03)  | -0.073**<br>(0.03)  | -0.059**<br>(0.03)  |
| Amount           | -0.009*<br>(0.02)   | -0.008*<br>(0.02)   | -0.008*<br>(0.02)   | -0.009*<br>(0.02)   | -0.011*<br>(0.02)   |
| Credit           | -0.06*<br>(0.01)    | -0.059*<br>(0.01)   | -0.061*<br>(0.01)   | -0.06*<br>(0.01)    | -0.058*<br>(0.01)   |
| Debt             | -0.279***<br>(0.03) | -0.267***<br>(0.03) | -0.271***<br>(0.03) | -0.288***<br>(0.03) | -0.280***<br>(0.03) |
| Structure        | 0.849<br>(1.83)     | 1.148<br>(1.76)     | 1.032<br>(1.79)     | 1.505<br>(1.83)     | 1.233<br>(1.86)     |
| Turnover         | -0.999***<br>(0.38) | -1.109***<br>(0.36) | -1.065***<br>(0.37) | -1.155***<br>(0.39) | -1.031***<br>(0.38) |
| ROE              | -0.052<br>(0.18)    | -0.036<br>(0.17)    | -0.014<br>(0.18)    | -0.044<br>(0.19)    | -0.073<br>(0.18)    |
| 调整R <sup>2</sup> | 0.247               | 0.254               | 0.254               | 0.224               | 0.266               |
| VIF 均值           | 1.48                | 1.48                | 1.48                | 1.49                | 1.50                |
| VIF 最大值          | 2.28                | 2.28                | 2.28                | 2.29                | 2.27                |

考虑到信用评级可能会引起多重共线性问题，所以在表 3 中并没有引进债券的评级因素，基于此，结合表 4 的回归方程来看，按照顺序用代表地方政府经济状况的五大代理变量对无担保城投债的发行利差采取回归分析方法研究。从得到的研究数据来看，对各种影响因素进行控制以后，地方政府综合财力指数、地方政府财政独立性指数对被解释变量有显著为负的影响；表明地方政府财政状况越好，无担保城投债发行利差水平更低。

在表 4 中，地方政府综合财力指数、地方政府财政独立性指数对有担保城投债的发行利差的影响是负相关关系，但影响力不如无担保城投债。此外，城投公司所在地政府债务率和历史风险指数对被解释变量有显著为正的影响。

因此，根据回归结果，地方政府综合财力指数、政府政府财政独立性指数可能更多地代表了政府的担保能力，而政府负债率和历史风险可能更多地代表了政府的担保意愿。无担保

城投债会受到政府担保能力和担保意愿的影响,但有担保城投债一般只受到政府担保能力这一单一途径影响。

而现有的关于衡量政府债务风险管控的指标,即地方政府负债率无论是对于有担保债券还是无担保债券,影响效果都不显著,故对现有的地方政府风险控制指标的有效性提出质疑。

关于控制变量,从回归结果可以看出,多数控制变量与城投债发行利差之间都有着密切关联,其产生的影响和之前作出的预测大致相似,计算出的 VIF 系数表示回归模型并不会出现多层共线性。其次,在表 4 的回归模型中加入债券评级因素进行对比,结果显示, VIF 最大值依旧与 10 相距甚远,说明债券评级因素没有将其他因素给出的信息全部掩盖住,反映出无担保城投债发行利差的研究结果有较强的说服力。

同时,对于代表债券自身要素的特征变量,我们可以看出:债券的发行规模对城投债发行利差的影响是显著为负的,这意味着城投债的发行规模越大,其发行利差就相应的越小,这与我们的预期保持一致。也就是,发债规模代表了融资平台某种程度上的融资能力,规模越大说明融资平台的综合实力越强,相应的其政府重视程度越高,违约的概率也就越小。而债券的发行期限与我们预测的结果并不一致,发行期限与发行利差的结果是显著为负的。参考其他学者的研究结果,这可能是由于发行期限较长的城投债可能比期限短的债券受到的来自政府隐性担保的影响更显著,故而相应的其风险利差也会更小,与无风险利率间的利差也越小。

我们也发现,根据回归的结果,城投融资平台的资产结构虽然符号与预期一直,但是结果并不显著,这说明城投公司自身的资产负债情况没有得到足够的重视,城投债券的发行利率并不能完全反应公司的资本构成情况。通过实证检验我们还发现,城投债发行利差很少受到城投融资平台自身盈利能力的影响,这也从侧面说明城投融资平台较强的“融资”属性,而不仅仅单纯是一个追求效益的公司。

最后,宏观层面的控制变量显示, CPI 的增长率对城投债的发行利差具有显著的正向影响。这说明一旦通货膨胀上升,机构投资者对于债券的偏好就会下降,债券的发行难度将增高,融资方需要付出更大的代价才能弥补债券投资者对于这部分收益的期望。同时,债券投资者在对城投债进行定价时可能并不考虑股票价格所造成的影响,更多的是对债券自身的要素和政府相关的因素。

本文认为,以上结果反映了地方政府以城投公司作为其资金融入平台,表面上是一家“企业”,但实际上其更偏向于只是一个“吸收资金的工具”,市场觉得城投债具备的风险并不能通过城投公司的获益能力被完全反映出来,因此为城投债提供担保的政府才是其重点关注对象。

## 5 主要结论与政策建议

### 5.1 主要结论

根据我们上文的数据进行研究和分析,可以发现,衡量政府隐性担保的代理变量对城投债的发行利差具有显著性的负影响,也就是说,如果一个地区的经济发展水平越高、地方政府对于城投融资服务平台的担保意愿和担保能力越强,则城投债的偿债可能性越大,信用风险越小,使得城投债的发行利差也会越小。即,通过构造衡量地方政府隐性担保的代理变量并对其进行回归分析之后,地方政府隐性担保确实会影响城投债的发行利差。而这种影响主要体现在两个方面:一是地方政府对融资平台的隐性担保能力越强,则可以大幅度降低该地区城投债发行的信用风险,缓解其偿债的压力,降低发生债务违约的可能性,进而缩小城投债的发行利差;二是地方政府对融资平台的隐性担保意愿越强,地方政府越倾向帮助城投融资平台进行偿债,降低城投债的发行利差。

因此，我们可以看出，城投债的发行利差仍然受到地方经济状况的影响，并未在“43号文”等文件出台之后出现与地方政府进行明显的切割。这说明，在实际城投债融资环节，投资者还是更加侧重于对于地方政府层面的考虑，而对于融资平台自身资质情况和盈利状况不甚重视，城投债市场普遍仍存在着“信仰”问题，未来的城投债债务风险管理依旧任重道远。

而地方政府限额作为现有的衡量政府债务风险管控的指标，本文的结果显示其无论是对于有担保债券还是无担保债券，影响效果都不显著。这对现有的地方政府风险控制指标的有效性提出质疑，也促使我们要进一步思考完善地方政府债务风险评价体系。

## 5.2 政策建议

为了进一步降低城投债发行利差，防范重大金融风险，对城投债进行风险控制，本文从以下几个方面提出政策建议，以期对地方政府债务问题的防范和化解提出解决方案。

### 5.1.1 强化风险管理

习近平总书记在省部级主要领导干部研讨班上就“坚持底线思维，着力防范化解重大风险，提升自身的市场公信力，缓解目前投融资方严重的信息不对称现象同时，完善担保公司的担保机制，划分担保职责，增强担保公司的独立性，使之摆脱地方政府的干预，切实做到“政企分开”。

地方政府在债务甄别问题上要做到依法依规办事，尽快对下属城投公司的性质和经营情况进行梳理，将城投融资平台的债务与地方政府债务进行切割，推进政府债务的市场化建设。通过地方政府债务置换，地方政府债务风险的可控性大幅增加，相关影响主要体现在两个方面。一方面使隐性债务显性化，通过地方政府债务置换不仅是将地方政府债务从银行贷款、信托、融资租赁等分散的形式统一为透明的地方政府债券，同时基于此加强了地方政府对于债务的监管的标准、透明性；其次，在一定程度上减缓了地方政府的还债压力。将风险管控预防能力进行提升，确保经济的可持续与良性发展，让整个社会得以平稳发展。”建立健全地方政府对于债务的监管政策是实现高质量发展的重要前提，地方政府应坚持落实中央政府“开前门、关后门”的创新思维，规范自身的融资担保行为，消除所有不合法的途径，让金融风险得到有效防控。

### 5.2.2 扩宽投融资渠道

中央政府应当进一步加强制度建设，推进财税制度的改革，地方政府对于城投平台举债的隐性担保和地方政府投融资缺口的不断扩大都源于中央与地方在财、事权间的不平等，只有解决我国政治经济发展的制度性问题，才能彻底解决地方政府由于强烈事权需求和政绩渴望造成的衍生需求。地方政府应该正视经济运行规律，避免对于经济的过度干预，顺应市场经济的运行规则和机制，降低对于民间资本的进入门槛，积极拓宽自身的投融资渠道，在新型的投融资模式下实现高质量发展。

由于城投债是历史特殊时期诞生的产物，在很长一段时间内，城投债成为了地方政府举债唯一的合法途径，具有鲜明的时代特色。在未来城投债背后的地方政府隐性担保问题将会被市场重新评估，地方政府的融资方式终会被其他方式，如政府和社会资本合作模式（即PPP模式）等取代。

所以现在应加大金融开放，鼓励创新融资渠道，对PPP等模式保持开放的态度，势必理清城投债与地方政府之间的关系，倒逼城投公司转型。

### 5.2.3 推动融资平台转型

由于融资职能的剥离，融资工具地位的变化，城投公司将面临严峻的生存压力，城投公司内部转型未来将出现几个重大的变化，一是，与政府关系的变化，从之前仅承担政府的融资职能，逐步发展到与政府逐渐发展成为一种商业关系；二是，面对生存的压力，逐步产生对自身投资收益的正向追求，这是未来城投公司内在转型必经的重大变化；三是，在对收益

的追求过程中,城投公司应该逐步增强独立性,对投资风险进行独立承担,避免对于地方政府的过度依赖,明确树立政府不可能为城投公司所有风险买单的正确意识。

完善城投债的信用评级制度,健全城投债的第三方增信体系。信用评级是具有公信力的第三方评级机构对于融资主体和债项进行信用资质审核的等级评价,主要为投资者提供对于债务能否按期还本付息的综合判断。信用评级机构应该加强行业自律,对城投公司的盈利状况和债券募资投向的项目情况和收益情况作出专业、公正的判断,全面反映城投债的信用情况。

#### 参考文献

- [1] 马海涛.我国地方政府债务风险问题研究[J],财贸经济,2004.
- [2] 钟辉勇,钟宁桦,朱小能.城投债的担保可信吗?—来自债券评级和发行定价的证据[J].金融研究,2016(04):66-82.
- [3] 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(04):83-98
- [4] 王博森,吕元祺,叶永新.政府隐性担保风险定价:基于我国债券交易市场的探讨[J].经济研究,2016,51(10):155-167
- [5] 韩鹏飞,胡奕明.政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究[J].金融研究,2015(03):116-130

## The influence of implicit guarantee on the issuing spread of urban investment bonds ——Based on the data of provincial urban investment bonds

Yang Yaqi

(School of Finance and Statistics, Hunan University, Changsha, 410079)

**Abstract:** The main purpose of this paper is to study the channels through which the government implicit guarantee will affect the interest margin of urban investment bonds after the official promulgation of "No. 43 document", and the effectiveness of the current risk management methods for urban investment bonds. On the one hand, through the establishment of regression model, the improvement of explanatory variables and control variables, it is confirmed that implicit government guarantee can effectively reduce the interest margin of urban investment bonds. On the other hand, the regression model is used to analyze the risk evaluation methods and indicators of urban investment bonds, which have no significant effect on the interest margin of urban investment bonds.

**Keywords:** urban investment bond, issuing spread, implicit guarantee