

中国市政债券信用价差影响因素分析

贺 达

(南京大学工程管理学院,江苏南京 210093)

摘 要:地方政府债务危机已经成为抑制中国地方经济发展的重要问题。地方政府债务危机主要由信用风险造成,为此,确定市政债券信用价差的影响因素可以有效建立市政债券信用风险管理机制。通过研究债券信用价差影响因素相关文献,使用多元回归模型对市政债券信用价差的影响因素进行实证研究,结果显示:宏观经济预警指数、股票交易量、财政收支差额的变动对市政债券信用价差不具有显著影响;克强指数、消费者物价指数、人民币汇率、上海同业拆借利率、20年期国债收益率、广义货币供应量、银行理财产品收益率的变化会引起市政债券信用价差的变化。

关键词:市政债券;信用价差;信用风险;多元回归模型

中图分类号:F830.9

文献标志码:A

文章编号:1671-4970(2018)01-0083-06

一、引 言

全球金融危机发生以后,为拉动经济发展,中国政府于2009年投资4万亿元来促进经济复苏,“四万亿计划”主要由中央财政与地方财政组成。地方政府为了不断加大基础设施建设力度,放宽融资平台筹集资金,这样造成债务风险不断扩大,进而威胁整个金融体系的稳定。目前,中国地方政府债务成为经济发展的重要障碍之一。随着地方政府债务危机的爆发,中央政府为加强地方政府债务风险管理,于2014年试点“自发自还”方式的地方政府债券发行模式(即市政债券)。2015年,中央政府向全国推行市政债券,市政债券规模不断扩大、信用风险随之增加。信用价差的变化为信用风险管理提供一种风险水平变化的依据,信用价差的变化会带来债券预期违约的变化。当经济周期处在下行阶段,信用风险集中爆发的可能性随之增加,对于信用价差的研究就显得尤为重要。进行市政债券信用价差影响因素研究,可以有效避免市政债券信用风险的发生,这主要是由于信用价差是基于债券风险溢价而言的,其主要由无风险利率与债券利率差额构成,为了补偿投资者可能遇到违约风险的溢价进而可以通过研究市政债券信用价差影响因素来管理信用风险。此

外,国内外对信用价差影响因素研究的相关理论非常重视,从理论上讲,信用价差可以正确反映债券信用风险的变化情况,尤其是在债券的二级市场上,信用价差变化可以有效反映债券信用风险的大小。

二、文献回顾

国外对市政债券的研究始于20世纪70年代,80年代才开始深入研究。市政债券对美国地方政府基础设施建设起到了至关重要的作用,学术界很早进行市政债券的相关研究。Bill等认为,市政债券与普通债券一样都会产生信用风险,对于市政债券信用风险的研究可以通过研究其价差的影响因素入手^[1]。Ma等选择美国2010年51个州的市政债券数据,采用灰色关联分析方法研究市政债券发行的影响因素,结果表明预算赤字、现有规模、财政收入等因素影响美国的市政债券发行^[2]。Goldstein等深入研究美国市政债券的风险溢价,通过实证研究发现,市政债券的风险溢价主要依赖地方政府的财政绩效^[3]。Raihan主要研究市政债券与宏观经济指标之间的关系,通过选取澳大利亚、加拿大和德国的宏观经济数据与市政债券风险溢价数据,利用多元回归进行实证研究发现,宏观经济因素与市政债券收益率呈正相关,宏观经济呈上升趋势时市政债

收稿日期:2017-09-19

基金项目:国家自然科学基金资助项目(71271109;71671083;71720107001)

作者简介:贺达(1985—),男,内蒙古自治区乌兰察布市人,博士研究生,从事金融工程、金融风险管理等方面研究。

券收益率随之增加^[4]。Akram 等采用自回归分布滞后的方法研究欧元区市政债券收益率的影响因素,通过研究发现短期利率是影响长期国债名义收益率的最重要因素^[5]。

国内大部分学者对市政债券风险的研究集中在信用风险度量方面。2015 年,中国开始正式发行市政债券,但是早在 2009 年,时炜等就进行了市政债券的理论研究,通过分析准市政债券(即“城投债”)与宏观经济之间的关系,研究发现前者的发行没有完全脱离国家信誉体系,还是由地方政府财政进行担保,这样无形中增加了地方政府债券的财政负担^[6]。韩立岩等运用 KMV 模型对中国准市政债券(即“城投债”)信用风险进行实证研究,构建城投债信用风险的度量模型^[7]。王永钦等从财政分权角度研究中国市政债券发行的可行性,通过研究发现,采用自发自还的方式是最优选择^[8]。

相关研究对中国市政债券风险的研究提供有益的参考借鉴,但是中国市政债券的发行刚刚开始,对于市政债券的风险管理研究还处于起步阶段,风险管理机制体制尚不够完善,因此研究市政债券信用价差的影响因素就显得尤为重要,信用价差的研究可以为以后市政债券信用风险管理提供相应的理论依据和实践依据。

三、市政债券信用价差研究理论模型

目前,中国对市政债券的相关研究处于起步阶段,市政债券的信用风险管理机制体制都不够完善。Merton 最早对此进行了研究,早期对于债券的信用价差研究主要围绕违约风险进行研究,其主要提出结构化模型和简化模型^[9]。

Merton 构建的结构模型是由期权定价理论发展而来,是信用风险度量的重要模型,此模型包含了信用价差的影响因素^[9]。Sun 对于债券信用价差的影响研究主要通过微观和宏观两个方面进行,研究发现利率、居民消费价格指数、汇率和无风险利率是影响债券信用价差变化的重要因素^[10]。随后 Zhang 运用默顿模型研究债券信用价差影响因素形成的机理,此外通过多元回归方法研究无风险利率与收率对于债券信用价差的影响^[11]。通过大量的实证研究表明,信用价差的影响因素主要包含宏观因素和市场因素,前者主要涉及国民生产总值、居民消费价格指数、广义货币供应量等;后者主要涵盖股票因素、利率因素和市场波动等。

1. 信用价差定价模型

信用价差定价模型是研究市政债券信用价差的重要基石,Merton 的信用价差定价模型是一个服从

几何布朗运动的模型:

$$dV_t = V_t[\mu dt + \sigma dz_t] \quad (1)$$

式中 σ 是资产波动率, μ 是价值变动率的期望值。由于假设无风险利率是常数,这与相同事件的风险中性概率测度巧合。进一步地,得到债券在 t 时刻的价值表示为:

$$B_t = V_t - S_t = V_t(-d(V_t, T-t)) + Fe^{-r(T-t)}N[d(V_t, T-t) - \sigma\sqrt{T-t}] \quad (2)$$

式中 B_t 表示债券价值, V_t 表示公司价值, S_t 表示股票的价值, $Fe^{-r(T-t)}$ 表示贴现价值, $N[d(V_t, T-t) - \sigma\sqrt{T-t}]$ 标准正态分布累积函数。

Merton 模型中的收益率表示为:

$$y_t = -\frac{1}{T-t}\ln\left[\frac{V_t}{F}N(-d) + e^{-r(T-t)}N(d - \sigma\sqrt{T-t})\right] \quad (3)$$

信用价差表示为:

$$\begin{aligned} \text{CreditSpread} = & -\frac{1}{T-t}\ln\left[\frac{V_t}{F}N(-d) + e^{-r(T-t)}N(d - \sigma\sqrt{T-t})\right] \\ & -\frac{1}{T-t}\ln(-e^{-r(T-t)}) = \\ & -\frac{1}{T-t}\ln\left[\frac{V_t}{Fe^{-r(T-t)}}N(-d) + e^{-r(T-t)}N(d - \sigma\sqrt{T-t})\right] \end{aligned} \quad (4)$$

2. 多元回归模型

多元回归模型是金融计量学中研究影响因素的重要计量模型。根据其原理,在实证研究时,尤其是对于多个变量进行回归时会产生严重的多重共线性问题,简单利用相关系数矩阵的方法会造成所研究问题的偏差。为解决多重共线性问题,在多元回归模型中逐个添加解释变量,对每一个解释变量进行 F 检验,并对已经选入的解释变量逐个进行 t 检验,而且对每个新增加解释变量的模型进行拟合优度解释,若其参数估计具有显著性水平,则保留该解释变量。根据多元回归模型的研究思路建立中国市政债券信用价差影响因素研究的多元回归模型。

四、市政债券信用价差影响因素分析指标体系构建

1. 被解释变量

中国在 2015 年开始发行市政债券(即地方政府债券),目前市政债券的发行已经超过 5 000 多只,可见市政债券的发展速度之快。我国市政债券的发行渠道主要有 3 个:上海证券交易所、深圳证券交易所和银行间发行渠道。信用利差被认为是补偿投资者购买债券而承担的综合风险部分,因此可以认为信用利差 = 发行利率 - 相同期限国债收益率。

我国发行市政债券时间不长、二级市场交易不够活跃、市政债券收益率数据不够完善,所以只能选取市政债券发行票面利率作为研究对象。数据主要是从2015年5月到2017年6月市政债券发行的票面利率,国债收益率选取与市政债券相同期限的数据。通过市政债券收益率减去相同期限国债收益率等到市政债券的信用价差。

2. 解释变量

为了更好地解释市政债券信用价差的变动情况,选取解释变量与被解释变量期限要对应,解释变量数据来源时间为2015年5月到2017年6月。解释变量主要涉及宏观经济指标和金融市场指标。其中,宏观经济指标选取克强指数(*Li Keqiang Index*)、消费者物价指数(*CPI*)、广义货币供应量(*M2*)、宏观经济景气指数、人民币汇率、财政收支差额;金融市场指标包括20年期国债收益率、银行理财产品收益率、上海同业拆借率(*SHIBOR*)、股票交易额。

克强指数(*Li Keqiang Index*)是衡量宏观经济发展的新兴指标,用克强指数来替换国内生产总值(*GDP*)这一传统指标可以更加准确地描述宏观经济的发展情况。消费者物价指数(*CPI*)是居民消费指数,主要反映居民一般购买的消费价格水平变动,是反映货币政策好与坏的重要指标。广义货币供应量(*M2*)反映现实和潜在购买力,是衡量经济流动性的重要指标,能够反映市场投资活动的活跃性。财政收支差额反映政府财政风险情况,财政支出大于财政收入时,政府出现财政赤字,从而增加市政债券信用风险。宏观经济景气指数能够反映经济整体运行情况,是中国宏观经济指标的重要组成部分,对于未来经济危机的发生提供预警,对经济健康发展起着至关重要的作用。

股票市场交易额是反映股票市场风险变化的重要指标,交易额的增加预示着股票市场的活跃度增加,债券市场的投资者会转向股票市场从而造成债券市场信用价差的增加。人民币汇率反映一个国家资金的流动情况,当国家经济处于下行期时,货币会出现贬值从而推高利率水平。国债收益率是市场基准利率的风向标,其变化直接影响货币市场风险变化情况,选取20年期国债收益率作为解释变量。银行理财产品收益率是一种介于无风险利率与高收益产品之间的金融产品,收益率高于无风险利率并且风险水平远远小于市场风险。上海同业拆借率(*SHIBOR*)是利率市场化的重要体现,反映金融市场资金短期的供求关系。

3. 研究假设

假设1:市政债券信用价差与克强指数(*Li*

Keqiang Index)负相关

根据对文献分析可知,克强指数(*Li Keqiang Index*)是反映宏观经济走势的新兴指标,本文假设克强指数(*Li Keqiang Index*)与市政债券信用价差存在负相关,即当宏观经济呈上升趋势时,市政债券违约概率越低、市政债券信用价差越低。

假设2:市政债券信用价差与消费者物价指数(*CPI*)正相关

消费者物价指数(*CPI*)。当消费者价格指数上升时,消费支出增加、投资支出减少,从而对风险投资存在一定程度厌恶,并且对于相同程度的风险,投资者需要承担更高的溢价补偿风险,因此对市政债券的需求量减少,从而市政债券信用价差增大。

假设3:市政债券信用价差与上海同业拆借利率(*SHIBOR*)负相关

上海同业拆借利率(*SHIBOR*)。当上海同业拆借利率上升时,市场上资金的供给量增加,货币政策出现紧缩现象,投资者会增加购买债券以抵御市场风险,市政债券的价格不断升高,从而市政债券信用价差也随之升高。

假设4:市政债券信用价差与广义货币供应量(*M2*)正相关

广义货币供应量是货币政策宽松与否的重要指标,货币供应量增加表明实行宽松货币政策,无风险利率下降、市政债券违约风险增加,因此市政债券信用价差与广义货币供应量(*M2*)正相关。

假设5:市政债券信用价差与20年期国债收益率负相关

市政债券的价格是由现金流(票息和本金)和贴现率决定。当20年期国债收益率上升时,表示无风险利率上升,对于市政债券风险补偿不断提高,因此市政债券信用价差不断下降。

假设6:市政债券信用价差与股票交易额不相关

假设市政债券与股票市场交易额不存在相关性,原因在于股票市场交易额反映股票市场的情况,与债券市场的联系并不是那么紧密,股票市场的变动对债券市场的影响相对滞后。

假设7:市政债券信用价差与财政收支差额存在相关性

财政收支差额是反映地方政府财务状况的重要指标,当财政出现赤字,地方政府债务信誉会下降、市政债券违约风险增加,从而市政债券信用价差随之增加。

假设8:市政债券信用价差与宏观经济景气指数正相关

表2 各变量统计描述

变量名称	最小值	最大值	均值	标准差
CS	0.13	2.27	1.183	0.556
X_1	0.18	10.92	3.7533	3.16466
X_2	1.23	2.30	1.7717	0.35427
X_3	1.03	3.09	1.8772	0.42727
X_4	4.91	6.80	6.0378	0.41511
X_5	10.2	14.0	12.478	1.1160
X_6	2.73	2.905	2.8267	0.0566
X_7	8.32	9.767	8.8595	0.44017
X_8	-1.203	9.4927	7.546	2.33875
X_9	64.7	87.0	68.756	5.0513
X_{10}	3.08	4.45	3.5094	0.37671

五、市政债券信用价差影响因素实证分析

1. 多元回归模型的建立

由于市政债券信用价差受到不同经济因素的影响,市政债券信用价差与各个变量之间的多元回归方程表示为:

$$CS = C + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \alpha_4 X_4 + \alpha_5 X_5 + \alpha_6 X_6 + \alpha_7 X_7 + \alpha_8 X_8 + \alpha_9 X_9 + \alpha_{10} X_{10} + \varepsilon_i \quad (5)$$

式中:CS表示市政债券各个期限的信用价差,代表不同时期的信用价差的总体水平; $X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6, X_7, X_8, X_9, X_{10}$ 分别表示**克强指数(Li Keqiang Index)**、**消费者物价指数(CPI)**、**上海同业拆借利率(SHIBOR)**、**广义货币供应量(M2)**、**20年期国债收益率**、**股票交易额**、**财政收支差额**、**宏观经济景气**、**银行理财收益**、**人民币汇率**;C表示常数项; $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \dots, \alpha_{10}$ 表示各个解释变量的估计系数; ε_i 表示一个随机扰动项。

2. 实证分析结果

由于各个指标的单位 and 量级有所不同,因此在多元回归以前对指标进行标准化处理,以尽可能减小数据误差。多元回归模型中不是所有变量之间都存在显著关系,有些解释变量对被解释变量的影响可以忽略。因此进行逐步回归分析,对选取全部指标的影响程度进行分析,把选取的指标依次引入回归方程,并对引入的指标进行检验。如果指标不显著就将其剔除,接着选取对显著性水平高的指标引入方程中,直到最后再没有显著因子可以引入,也没有不显著的变量需要剔除为止(表3)。

由表3可知,模型1~4的拟合优度都在0.9以上,这些模型可以很好解释市政债券信用价差实际影响因素的变化情况。模型1将**克强指数**、**消费者物价指数**、**上海同业拆借利率**、**人民币汇率**、**广义货币供应量**、**20年期国债收益率**、**股票交易额**、**财政收支差额**、**宏观经济景气指数**、**银行理财产品收益率**全

宏观经济景气指数是对宏观经济走势预警的重要指标,宏观经济指数升高预示着经济走势出现下行,对于债券市场的投资风险不断升高,因此市政债券信用价差也随之升高。

假设9:市政债券信用价差与银行理财产品收益率负相关

银行理财产品是一种风险低、收益稳定的金融产品,银行理财产品收益率升高时,在一定程度上反映货币市场处于一个良好发展的阶段,对市政债券风险溢价补偿减小,因此市政债券的信用价差也随之减小。

假设10:市政债券信用价差与人民币汇率正相关

人民币兑美元汇率是中国外汇市场主要的兑换模式,当汇率升高时,人民币出现贬值,有利于出口、地方政府财政税收良好、市政债券违约概率降低、市政债券的信用价差也随之减小。

各解释变量及其与被解释变量的预期变化如表1。

表1 各解释变量及其与被解释变量的预期变化

变量名称	变量符号	与被解释变量的预期变化
克强指数(Li Keqiang Index)	X_1	-
消费者物价指数(CPI)	X_2	+
上海同业拆借利率(SHIBOR)	X_3	+
广义货币供应量(M2)	X_4	+
20年期国债收益率	X_5	+
股票交易额	X_6	-
财政收支差额	X_7	+/-
宏观经济景气	X_8	-
银行理财收益	X_9	+
人民币汇率	X_{10}	-

4. 描述性统计

考虑到数据的可获得性,本文多元回归模型中的解释变量与被解释变量的数据来源于《中国统计年鉴》和Wind咨询客户端。选取2015年5月到2016年12月5015只市政债券发行利率为研究对象,其中剔除901只没有公布发行利率和发行额的市政债券,剩余4414只市政债券作为此次研究对象。市政债券信用价差影响因素的宏观经济数据主要是月度数据,因此采用加权平均法把市政债券信用价差的日度数据转换为月度数据,各变量的描述性统计如表2所示。

通过表2可以看出,市政债券信用价差(CS)的均值为1.183,最大值与最小值分别为2.27和0.13,标准差为0.556与均值1.183相差不大,所以可以使用信用价差来甄别我国市政债券信用风险的问题。

表3 多元回归方程结果

变量名称	模型1	模型2	模型3	模型4
常数	6.933(0.000)	7.490(0.000)	9.428(0.000)	9.0920(0.000)
克强指数(<i>Li Keqiang Index</i>)	-5.137(0.001)	-6.734(0.000)	-6.537(0.000)	-7.271(0.000)
消费者物价指数(<i>CPI</i>)	1.640(0.145)	1.849(0.102)	1.784(0.108)	1.971(0.047)
上海同业拆借利率(<i>SHIBOR</i>)	24.476(0.000)	27.359(0.000)	26.542(0.000)	25.669(0.000)
广义货币供应量(<i>M2</i>)	1.431(0.196)	1.788(0.112)	1.794(0.106)	2.250(0.048)
20年期国债收益率	-5.526(0.001)	-6.000(0.000)	-6.123(0.000)	-5.918(0.000)
股票交易额	-1.289(0.238)	-1.379(0.205)		
财政收支差额	-1.315(0.230)	-1.406(0.197)	-1.291(0.229)	
宏观经济景气	0.041(0.969)			
银行理财收益	-1.519(0.173)	-1.625(0.143)	-2.456(0.036)	-2.740(0.021)
人民币汇率	2.678(0.032)	2.932(0.019)	2.469(0.036)	3.229(0.009)
R ²	0.952	0.933	0.962	0.992

部变量放入到多元回归方程当中,然后再进行逐步剔除。从模型2可知,宏观经济景气指数与市政债券信用价差存在正向相关,但是不显著,因此剔除宏观经济景气指数。从模型3可知,股票交易额在模型中不显著,因此剔除股票交易额;从模型4可知,财政收支差额不显著,因此剔除财政收支差额。从表3可以看出,经过3次回归剔除了不显著的变量为宏观经济景气、股票交易额和财政收支差额。因此,最终模型4为研究市政债券信用价差影响因素的回归方程表示为:

$$CS = -7.271 X_1 + 1.971 X_2 + 25.66 X_3 + 2.25 X_4 - 5.918 X_5 - 2.74 X_9 + 3.229 X_{10} + 9.092 \quad (6)$$

模型4中的各个系数显著性检验的估计值都小于0.05,克强指数、20年期国债收益率、银行理财产品收益率与市政债券信用价差的变化呈反向变化的趋势,居民消费价格指数、上海同业拆借利率、广义货币供应量、人民币汇率与市政债券信用价差存在正向变化趋势。

①克强指数(*Li Keqiang Index*)与中国市政债券信用价差呈负相关,克强指数的系数为-7.271,与前面假设的情况一致,当市政债券信用价差变动1个单位,克强指数会变动负的7.271个单位。当克强指数不断增大时,表明宏观经济走势良好,对于市政建设的需求也不断增加,相应地市政债券需求量加大,对于投资者风险溢价补偿不断减小,市政债券违约概率减小意味着市政债券信用价差也会缩小。

②消费者物价指数(*CPI*)是反映中国通货膨胀因素的重要指标。由模型4可以看出,消费者物价指数的系数为1.971,与前面假设一致,如果市政债券信用价差变动1单位,则消费者物价指数变动1.971单位。

③上海同业拆借利率(*SHIBOR*)是短期资金借贷利率,能够准确反映货币市场乃至整个金融市场短期资金供求关系。由模型4可以看出,市政债券信用价差的变动1个单位时,上海同业拆借利率变动25.669个单位。当上海同业拆借利率上升时,市场资金的需求量增加、流动性下降,对于市政债券市

场的投资会随之减小,市政债券违约风险随之增加从而造成信用价差不断升高。

④广义货币供应量(*M2*)表现一个国家的货币供应量,同时也反映现实和潜在购买力。如果广义货币供应量增长速度加快,那么投资市场的活跃程度增加,同时会加剧通货膨胀,政府对经济的预期表现不积极,政府对于基础设施建设的投入会相应减少,市政债券的发行量不断减少、市政债券违约风险加大,从而市政债券的信用价差会出现扩大。由模型4可以看出,广义货币供应量与市政债券信用价差存在正相关与前面的假设一致,当市政债券信用价差变动1个单位时,广义货币供应量变动2.250,广义货币供应量的增加意味着市政债券违约风险的提高,同时也会推高市政债券信用价差。

⑤20年期国债收益率通常体现市场的无风险利率,国家对资金的需求量增加时,说明经济正处于经济上行期,债券违约概率减少、信用价差也随之减小。由模型4可以看出,市政债券信用价差增加1单位时,20年期国债收益率减少5.918单位,市政债券的收益率高于国债收益率,但是风险水平要远远低于市场风险,当国债收益率减少的时候投资者会转向市政债券市场,为补偿风险溢价提高市政债券的价格,市政债券违约风险增加,随之市政债券信用价差也在不断增加。

⑥银行理财产品是中国金融体系不断完善的金融产品,银行理财产品在商业银行中间业务所占比重也越来越重,银行理财产品收益率在一定程度上反映金融零售市场上的利率水平。由模型4可以看出,市政债券信用价差增加1个单位,银行理财产品收益率减少2.740个单位,银行理财产品收益率增加,越来越多的投资者把注意力转向银行理财产品,市政债券收益率减少,市政债券违约概率增加,信用价差随之增加。

⑦人民币汇率体现人民币的购买能力,孙克关于人民币汇率与公司债券的信用价差的研究发现,人民币汇率增加,公司风险增加,负债风险随之增加,债券的违约概率增大,从而债券的信用价差会不

断增加^[12]。由模型4可以看出,当市政债券信用价差增加1个单位的时候,人民币汇率增加3.229个单位,与前面假设一致。

六、结 论

1. 研究结论

2015年中国刚刚开始发行市政债券,采用“自发自还”的方式,这标志着中国市政债券进入一个新时代,市政债券不再由国家信誉担保而是由各级政府根据自身需求发行市政债券。由于市政债券的推行刚刚开始,对市政债券信用风险的管理机制还不够完善,因此研究市政债券信用风险有着重要的意义。进一步地,研究市政债券信用价差的影响因素,有助于帮助我国市政债券的风险防范、规范市政债券风险管理机制体制,为建成安全稳定市政债券市场具有重要的参考价值。

从信用价差影响因素角度研究市政债券信用风险的变化情况,从各种因素的变化情况来研究市政债券信用价差的变化情况。通过多元回归分析可以看出:宏观经济是影响市政债券信用价差的主要因素,宏观经济预警指数、股票交易量、财政收支差额的变动对市政债券信用价差不具有显著影响;克强指数、消费者物价指数、人民币汇率、上海同业拆借利率、20年期国债收益率、广义货币供应量、银行理财产品收益率的变化会引起市政债券信用价差的变化。

2. 对策建议

市政债券是各国地方政府融资的最主要的融资方式,无论是欧美发达国家还是发展中国家,地方政府对资金的需求都是一样的。中国正处在一个大发展的时期,地方政府对于资金的需求量巨大,市政债券的推行就势在必行。市政债券的推出可以有效降低地方政府债务融资成本并防范风险发生,市政债券的发行透明化是解决地方政府债务危机的最主要手段。2015年,中国开始真正发行市政债券,不再以国家信誉为担保,而是采用“自发自还”的方式发行债券,地方政府基础设施建设的不断扩大,市政债券的发行量呈现出爆发式的增长,同时市政债券风险管理就显得尤为重要,风险管理关系到市政债券未来的发展。

为了更加有效地实现市政债券的信用风险管理控制,应当完善市政债券的相关研究:①进一步明确市政债券的责任主体。当前市政债券的发行主体是省级政府与直辖市有权利发行市政债券,而省级以下政府没有发行市政债券的权利,市政债券的发行不在以国家信誉为单位,由各级政府最为发行主体进行发行,明确责任主体可以有效地降低债务危机的发生。②建立有效的风险预警系统。市政债券信用价差影响因素的研究是建立预警系统简单有效的

办法,不同影响因素的变化都会引起市政债券信用价差的变化,信用价差的变动随之带来的是市政债券信用风险的变化。③建立完善的市政债券评级管理机制。市政债券信用风险管理建立有效的评级管理机制可以有效地降低风险管理难度,对市政债券信用价差影响因素的研究可以帮助建立完善的评级管理机制,为评级管理机制选取相应的指标提供有效的理论支撑。同时,建立起完善的全国范围的偿债基金制度,确保专款专用,有利于提高地方政府的信用评级。④建立完善的市政债券信息披露机制。中国市政债券降低信用价差就必要完善信息披露机制,信息披露可以有效地防止信息不对称的信用风险的发生,应当加强市政债券信息披露机制,尤其是市政债券起步阶段,从而建立其完善的市政债券运行体系。

参考文献:

- [1] BILL S, LARRY H. Municipal bond issuance: is there evidence of a principal-agent problem? [J]. Public Budgeting & Finance, 2010, 18 (4): 71-100.
- [2] MA X, DIAO Y. Analysis of U. S. municipal bonds issue size factors and revelations to China——based on gray correlation empirical research [J]. Economy and Management, 2012(4): 32-37.
- [3] GOLDSTEIN M, WOGLOM G, KING M, et al. Establishing a central bank: issues in Europe and lessons from the US: market-based fiscal discipline in monetary unions: evidence from the US municipal bond market [M]. Washington D C: International Monetary Fund Institute, 1992.
- [4] RAIHAN M. A macroeconomic model for determining yields on municipal bond market for states under U. S [D]. Salt Lake City: The University of Utah, 2015.
- [5] AKRAM T, DAS A. The dynamics of government bond yields in the Euro Zone [J]. Social Science Electronic Publishing, 2017, 12(3): 1-27.
- [6] 时炜, 王大树. 地方政府债券的经济影响分析 [J]. 财经理论与实践, 2009, 30 (3): 40-43.
- [7] 韩立岩, 郑承利, 罗雯, 等. 中国市政债券信用风险与发债规模研究 [J]. 金融研究, 2003 (2): 85-94.
- [8] 王永钦, 戴芸, 包特. 财政分权下的地方政府债券设计: 不同发行方式与最优信息准确度 [J]. 经济研究, 2015 (11): 65-78.
- [9] MERTON R C. On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates [J]. Journal of Finance, 1974, 29 (2): 449-470.
- [10] SUN K. A study on the influencing factors of dynamic process of credit spreads of corporate bonds [J]. Securities Market Herald, 2010(7): 24-31.
- [11] ZHANG M J. The influence mechanism of the credit spread of Chinese corporate bonds [J]. Financial Theory & Practice, 2015(6): 17-21.
- [12] 孙克. 企业债信用价差动态过程的影响因素研究 [J]. 证券市场导报, 2010(7): 24-31.

(责任编辑:高虹)