

# 我国地方债发行利率异象成因 的主流观点

## ——一个文献综述

吴京 陈玉洁 王剑锋

(对外经济贸易大学,北京 100029)

**内容提要:** 如何推进地方债市场化定价是当下我国地方债发行研究的重要问题之一,厘清我国地方债发行利率异象的成因有助于监管机构“对症下药”。首先,本文将我国地方债发行利率异象成因的已有观点归纳为隐性担保观、关系型合约观、经济互惠观和行政干预观,并逐一评述这四种观点。其次,文章讨论了应以哪种理论逻辑来分析地方债发行利率异象问题,重点介绍了搭售合约的理论逻辑。最后,论文探讨了提高中国地方债市场化发行需要注意的一些问题。文中所综述的理论洞见有助于廓清地方债发行利率抑制的形成机制,为有关当局制定更为适宜的政策提供参考。

**关键词:** 地方债 利率异象 新制度经济学 金融的合约范式

**中图分类号:** F812.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-9544(2020)08-0048-09

### 一、引言

我国地方政府债券(本文简称“地方债”)在使用风险和流动性方面均劣于国债,其发行利率本应高于同期国债,但在实践中却出现了地方债利率明显低于同期国债收益率的异象(本文简称“利率异象”)<sup>①</sup>。然而,地方债发行利率异象并不局限于这种最典型、最明确的现象,还应包括高于同期国债收益率但低于地方债正常水平的发行利率的情形。

2018年以来,财政部多次采用设定利率加成的直接干预措施影响地方债定价<sup>②</sup>,在一定程度上掩盖了利率异象,但是理论意义上的异象仍然存在,其背后的体制机制问题并未得到解决。

研究地方债发行利率异象问题的成因,至少具有以下四个方面的现实意义:第一,廓清地方债非市场化定价机制有利于明晰长期改革路径。作为金融市场重要定价基准的地方债,本应以一种市场化的方式进行定价,但在实践中却呈现出利率异象这

[收稿日期]2020-06-21

[作者简介]吴京,金融学院博士,研究方向为小微金融、地方债;陈玉洁,金融学院博士生,研究方向为政府金融;王剑锋,金融学院教授,博士,研究方向为金融制度与金融合约、金融中介与金融创新、发展经济学与中国经济转型。

[基金项目]对外经济贸易大学中央高校基本科研业务费专项资金资助(19YB07)。

①相比之下,在不考虑税收减免因素时,美国的市政债券发行利率普遍高于同期国债收益率。若考虑税收因素,由于美国的市政债是免地方税的,有可能出现市政债发行利率低于国债利率的现象(朱太辉和魏加宁,2012)。

②2018年8月,财政部开始对地方债发行利率进行窗口指导,要求地方债投标利率不得低于发行日前5个工作日同期国债收益率均值上浮40BP,这一举措的确显著提高了地方债发行利率,但同时却在一定程度上带来了地方债发行利率过高的问题。2019年初,财政部又对该政策做了进一步完善,将其变更为“国债利率5日均值上浮25BP”。

样的非市场化方式,有关部门不得不通过窗口指导等途径对此进行干预。并且我国可能会在很长一段时期内存在地方债定价非市场化问题,故而,廓清地方债“非市场化”定价的微观机理,能够为完善地方债利率形成机制的市场化改革提供启示,并有利于整个金融市场定价机制市场化水平的提高。第二,廓清地方债非市场化定价机制还有利于完善短期的监管策略,例如,国债收益率应上浮多少个BP作为地方债的基准利率更为合适的相关监管策略。第三,地方债与预算管理和财政风险紧密相关,合理认识地方债利率异象的成因,有利于中央政府从财政角度制定更为合理的地方债管理制度控制地方财政风险,也有利于从财政管理角度夯实地方债市场化乃至整个金融市场的市场化基础。第四,我国地方债发行利率异象这个微观现象亦是经济体制内诸多问题的镜鉴,通过打开其微观机制的“黑箱”,廓清和展示金融领域微观现象与经济体制的内在关联,有助于进一步认识联动性改革的重要性。

本文其余部分围绕如下逻辑主线展开:第二部分介绍我国地方债发行利率异象的成因,并对已有观点进行评述;第三部分将重点探讨应该以哪种理论逻辑来分析地方债发行利率异象问题,并详细阐述搭售合约的理论机制;最后,就提高中国地方债市场化发行需要注意的一些问题进行了探讨。

## 二、我国地方债发行利率异象的原因

关于我国地方债发行利率异象的成因,本文通过对已有研究的梳理,将其归纳为四种主流观点:隐性担保观、关系型合约观、经济互惠观和政府干预观<sup>①</sup>。下文将对上述四种观点分别加以介绍和评述。

### (一)隐性担保观

支持隐性担保观的已有研究认为,当地方政府

<sup>①</sup>也有少数学者关注人力资本对具有地方政府性质的债券定价的影响,例如,罗党论和余国满(2015)研究了书记或市长的变更对城投债成本的影响,发现在书记或市长不变更的时期,发债利率较低;姚洋等用地区相对经济表现衡量市长的能力,发现市长能力的提高会显著降低城投债利率。但以上文献研究主体均为城投债,而不是本文所研究的地方政府债券,因此本文暂不对其详细展开。

出现债务困难时,中央政府会出手救助,这会降低地方债违约风险,导致地方债收益率趋近于同期国债收益率(施耀和陈作章,2013<sup>[1]</sup>;王军强和左停,2015<sup>[2]</sup>;王宇和杨娉,2015<sup>[3]</sup>;Acharya et al.,2017<sup>[4]</sup>;金武等,2017<sup>[5]</sup>)。2009年地方债发行方式为财政部代发,相当于中央政府做了信用背书,由此导致地方债发行利率与国债收益率无差(朱太辉和魏加宁,2012<sup>[6]</sup>)。基于上述中央政府对地方债提供隐性担保的观点,施耀和陈作章(2013)<sup>[1]</sup>认为地方债的信用水平实际上等同于国债,中央的隐性担保进一步加剧了地方政府的道德风险,不利于约束地方政府适度举债。针对财政部代发地方债的情况,王军强和左停(2015)<sup>[2]</sup>提出,中央政府应尽早完善地方政府举债制度,约束地方政府过度举债的行为动机,降低道德风险,切实强化地方政府风险自担原则。2011年之后,国务院先后批准四个省市及余下地区开展自行发债工作,逐步取消财政部代发制度,但是仍存在地方债发行利率低于同期国债收益率的现象,这与我国投资者对政府隐性担保的“预期”相关。

我国地方债发行历史相对较短,现有研究还未能提供隐性担保观的直接证明。然而,对于隐性担保这一观点,城投债与地方债具有相似之处,在一定程度上为地方债发行利率异象的隐性担保观提供了学术支持。王博森等(2016)<sup>[7]</sup>基于可违约债券CIR仿射定价模型,并运用卡尔曼滤波法考察政府隐性担保对债券定价的影响,得到政府隐性担保溢价效应,即增加了投资者对债券兑付能力的预期。潘俊等(2015)<sup>[8]</sup>使用省级层面的城投债数据进行实证分析,发现地方政府的声誉机制能够起到一定隐性担保作用,因此金融生态环境越好的地区债务履约成本越低,能够有效降低债权人的债券持有风险。王永钦等(2016)<sup>[9]</sup>考察了信用评级对城投债收益率价差的反应,发现影响不显著,主要原因是债权人认为城投债的本质是地方政府债务,地方政府对其进行隐性担保,以及中央政府有动机纾困。

### (二)关系型合约观

基于关系型合约能够降低融资成本的理论逻辑(青木昌彦,2001<sup>[10]</sup>;Berger et al.,2001<sup>[11]</sup>;Blackwell

and Winters, 1997<sup>[12]</sup>; Boot and Thakor, 2000<sup>[13]</sup>; 曹敏等, 2003<sup>[14]</sup>), 关系型合约观认为中国的地方债融资是关系型合约, 在风险控制方面优于规则型合约(或交易型合约), 能够有效减少交易费用和风险溢价, 从而降低地方债发行利率。儒教思想决定着中国成为伦理社会, 即关系型合约治理的社会, 不同于西方国家在新教的思想熏陶下形成的理性的规则型合约治理的社会形态(马克斯·韦伯, 2007)<sup>[15]</sup>, 采用关系型合约面临更低的交易成本(Li, 2003<sup>[16]</sup>; 王永钦, 2006<sup>[17]</sup>)。根据青木昌彦(2001)的思想, 关系型融资能够在一定程度上控制风险, 主要依赖自我实施的双重预期: 一是融资方预期自己出现财务困难时会得到出资方的救助, 二是出资方预期这种救助行为会带来额外的经济租金。关系型融资这种制度使得地方政府和银行都产生预期, 地方政府预期到自己财务困难时银行会救助, 银行预期到通过救助地方政府会获得声誉、政府隐性福利等<sup>[10]</sup>。

需要注意的是上述文献中的关系型合约是忽略政府干预的市场化的关系型合约, 而现实中对金融问题的研究必然无法忽略政治因素, 否则将会导致理论研究与实际运用相脱节。政治和经济决策必然相互关联, 经济决策受到正式的经济规则和政治规则的制约(North, 1990<sup>[18]</sup>; 弗鲁博顿和芮切特, 2006, p.27<sup>[19]</sup>)。政府干预的关系型贷款和市场化的关系贷款对企业融资成本的影响不同(张璟和刘晓辉, 2006<sup>[20]</sup>)。

### (三) 经济互惠观

经济互惠观将我国地方债发行利率非市场化的原因归结于, 地方政府通过财政存款、低风险的大型政府性项目贷款权等经济资源交易补偿了银行以较低的利率认购地方债产生的收益损失(张平, 2011<sup>[21]</sup>; 谭保罗, 2015<sup>[22]</sup>; 陈琴, 2017<sup>[23]</sup>; 王剑锋和吴京, 2020a<sup>[24]</sup>)。张平(2011)、谭保罗(2015)、陈琴(2017)等学者更多地聚焦于地方政府和商业银行之间关于政府存款和地方债这两种交易的互惠。地

方政府存款是商业银行低成本的负债来源之一, 尤其是在理财产品盛行并大幅提高了商业银行揽储成本的背景下, 财政存款对于部分商业银行的重要性更为凸显。谭保罗(2015)认为地方债流标事件暗含着部分商业银行在与地方政府“博弈”的过程中因未能获得足够的财政存款, 从而导致其认购地方债的积极性降低<sup>[122]</sup>。对此, 陈琴(2017)指出那些能够获得国库现金管理的商业银行, 在低利率的地方债承销过程中, 普遍具有较高的积极性<sup>[23]</sup>。进一步地, 王剑锋和吴京(2020a)将我国地方债交易界定为地方债与地区经济资源捆绑的搭售合约, 运用金融合约范式的分析框架, 对导致地方债发行利率抑制的经济互惠效应做了一个更为细致的理论阐释, 并使用 2015 年-2018 年发行的地方债数据对经济互惠效应进行检验<sup>[24]</sup>。

从经济互惠视角来看, 我国地方债发行利率异常实际上反映出要素市场化程度不高的问题。根据搭售合约的分析范式, 由于要素价格受到管制, 地方政府无法在地区经济资源交易中充分获得最优收益, 故而将地区经济资源交易和地方债交易进行捆绑, 并通过压低地方债发行利率的方式实现搭售合约的收益最大化(王剑锋和吴京, 2020a<sup>[24]</sup>)。陈琴(2017)认为我国当前财政存款机制扭曲导致地方债发行机制扭曲, 在一定程度上也暗含着地方债发行利率非市场化定价受到其关联领域市场化定价机制不完善的影响<sup>[23]</sup>。

### (四) 政府干预观

政府干预观将地方债发行利率过低归因于地方政府进行了干预(施耀和陈作章, 2013<sup>[1]</sup>; 张远, 2015<sup>[25]</sup>; 刘天保等, 2017<sup>[26]</sup>; 王治国, 2018<sup>[27]</sup>; 刘锐, 2018<sup>[28]</sup>; 巴曙松等, 2019<sup>[29]</sup>)。地方债券在发行时, 实际上是根据各投资人的竞价结果确定最终发行利率, 投资人的竞价往往受到地方政府的干预<sup>②</sup>。我国面临政治晋升“锦标赛”激励的地方政府, 一直存在干预地方资源配置的动机和能力(谭劲松等, 2012<sup>[30]</sup>), 因此在地方债交易中向银行施加行政干预是地方政府为实现自身目标最大化所做出的理性选择(张远, 2015<sup>[25]</sup>)。并且在行政干预的情况下, 银行会放弃

①2015 年 8 月, 辽宁省的地方政府专项债(二期)计划发行规模是 5.5 亿元人民币, 然而实际投标规模仅达到 4 亿元人民币。

②财库〔2018〕72 号文件对地方政府压低地方债定价的行为进行明确禁止, 可作为政府干预地方债发行利率的一个证据。

利润去满足政治目标(巴曙松等,2005<sup>[31]</sup>; Charumilind et al.,2006<sup>[32]</sup>)

王治国(2018)认为,地方政府掌握对财政存款等经济金融资源的控制权,故而能够干预信贷市场,并将政府干预模型化为“隐性补贴”,从理论上证明该“隐性补贴”会降低地方债发行利率<sup>[27]</sup>。刘天保等(2017)、巴曙松等(2019)和刘锐(2018)也一致地将地方政府给予中标银行的财政承诺界定为行政干预。其中,巴曙松等(2019)将地方国库现金管理招标试点的逐步开放作为准自然实验,构建双重差分的计量模型,研究结果表明国库现金管理试点的开通确实能够降低地方债的发行利差。相比之下,刘锐(2018)和刘天保等(2017)的计量模型中关于财政存款承诺的代理指标选择的是地方政府存款规模,验证了地方债发行利率异象会随着财政存款规模的增加而变得严重,即,随着地方政府存款规模的增加,其所发地方债的发行利差会降低。刘天保等(2017)还进一步指出,行政干预机制的有效性受到地区金融环境的影响,金融环境越差,该机制的有效性越强。此外,施耀和陈作章(2013)认为地方政府干预较多,阻碍了地方债市场化定价,不利于地方债市场定价机制的形成,并且降低了资源配置效率,还有可能引发区域性金融风险。

已有研究丰富了学界对地方债发行利率异象的理解。然而,隐性担保观和关系型合约观对解释地方债发行利率低于同期国债收益率的异象实则不足以令人信服。具体来说,隐性担保观虽然能够合理阐述国有企业相比民营企业具有融资成本优势,却无法回答为什么存在地方政府比中央政府更具融资成本优势。隐性担保观事实上以地方政府的隐性担保能力强于中央政府为前提,这显然与事实不符。同样,关系型合约观能够提供地方债发行利率偏低的证据,其作用机制为降低了风险溢价和交易费用。然而,证据显示地方债发行利率有时过低,甚至低于银行的资金使用成本<sup>①</sup>。关系型合约只

能降低正的风险溢价,绝不可能把风险溢价变为负值,使债券利率低于银行资金成本。因此,上述两种观点并不能为地方债发行利率的中国式偏离提供强有力的解释。

政府干预观则存在两个主要的问题,一是通过延续信贷资金财政化的逻辑似乎解释了地方债发行利率异象的可能性,但地方债流标现象却又暗示这并非异象的唯一成因,地方债交易中很可能还存在着行政干预以外的逻辑。二是王治国(2018)、刘天保等(2017)、巴曙松等(2019)以及其他学者虽然注意到地方资源对地方债定价的跨市场影响,将地方政府存款低于市场利率的部分视作对商业银行高价购买地方债的补贴,但由于未对经济互惠与行政干预进行有效区分,把原本属于经济互惠范畴的隐性补贴当作了行政干预。例如,刘天保等(2017)的实证内容验证的其实是金融环境对经济互惠机制有效性的影响,并不是对行政干预机制有效性的影响。这无疑会对利率异象的合理性判断带来干扰。

综上所述,我国地方债发行利率异象至少应包括经济互惠和行政干预这两种影响机制。前者是基于地方政府和银行是平等的市场关系,地方政府与银行之间存在经济互惠行为,地方政府通过压低地方债的发行利率的方式提高总收益。后者是基于地方政府和银行是不平等的“政治关系”,地方政府在一定程度上通过政治强制力进一步压低地方债发行利率,将部分财政负担转嫁给商业银行,商业银行实际获得的收益会因此而低于经济互惠机制决定的份额。

### 三、理论研究工具

#### (一)关于已有理论研究工具的综述

究竟应该以哪种理论逻辑来分析地方债发行利率异象问题?尽管前期成果、观点各异,但比较能达成共识的是,地方债是一个至少涵盖着具有相互联系的两个领域的综合性交易,一个是地方债交易,另一个是“具有财政补贴性质的地方经济资源交易”。在研究范式选择方面,涉及如上“关联交易”的理论模型包括互惠理论(Stigler,1963<sup>[33]</sup>;Williamson,

<sup>①</sup>由于无法获得银行资金使用成本的内部数据,我们用央行规定的法定存款利率粗略测算,发现很多期地方债发行利率低于同期银行存款利率。以三年期为例,仅2015年发行的202只三年期地方债中有85只的发行利率低于同期银行存款利率。

1985<sup>[34]</sup>)、核心-辅助交易(Greif, 2006<sup>[35]</sup>)、关联博弈(Spagnolo, 1999<sup>[36]</sup>;青木昌彦, 2001)、互联合约(Bhaduri, 1973<sup>[37]</sup>;Bardhan, 1980<sup>[38]</sup>;Greenwood and Stiglitz, 1986<sup>[39]</sup>;王永钦, 2006)以及搭售理论(Bowman, 1957<sup>[40]</sup>;Adams and Yellen, 1976<sup>[41]</sup>;Schmalensee, 1982<sup>[42]</sup>;Bernheim and Whinston, 1990<sup>[43]</sup>;卡尔顿和佩罗夫, 1998<sup>[44]</sup>)。但必须要指出的是,互惠理论、核心-辅助交易、关联博弈和互联合约这四类分析框架,均聚焦于怎样治理“签约后”处于优势地位一方的道德风险问题。然而,中国的地方债问题似乎要更复杂,比如,以财政存款为例,之所以地方政府会以低于所谓“市场利率”的水平把资金存入银行,为银行提供着某种“财政补贴”,可能并非地方政府的主观意愿,而是受利率管制这一客观条件所致。在此背景下,地方债利率异象可能仅仅是地方政府为了挽回自己应得的份额而导致的。这与沈永建等(2018)提出的商业银行为了获得因贷款利率管制而损失的那部分收益,在和企业签署贷款合约的同时,一并实施“留存贷款”的隐性合约,使得实际贷款利率高于名义贷款利率,具有相似的逻辑<sup>[45]</sup>。实际上,地方债利率异象更加契合搭售的逻辑,王剑锋和吴京(2020a)在金融的合约范式的基础上,将搭售界定为一种特定的合约结构。下文将系统性地阐述地方债利率异象的搭售合约范式。

## (二)搭售合约范式的基本介绍

### 1.金融合约范式的界定

金融的合约范式是指“金融即合约”(Williamson, 1988<sup>[46]</sup>;王剑锋, 2019<sup>[47]</sup>)。具体而言,金融的功能是依托于金融产品来实现的,金融产品的基本分析单元可缩小至“信用合约”,故可将金融定义为“信用合约”。金融的合约范式至少具有两个方面的应用价值,一是通过将金融的基本分析单元由“信用”向“信用合约”进行深化,一方面可以把金融产品设计理解为“由交易属性到金融合约的设计与比较”,另一方面也可以将资产定价与组合理解为金融合约的定价与组合。这有助于进一步夯实金融

学不同研究分支间共同的微观基础。二是可借由既定的资源跨时空配置和风险分担条件下交易成本最小化的评价标准,来设计和运维适宜的金融产品。

金融的合约范式是金融学研究的通用工具,基于既定的交易要素格局,以交易成本最小化为评价标准<sup>①</sup>。地方债作为地方政府的融资工具,其融资功能依托于金融产品合约来实现的。地方债的金融产品合约不同于Hart(2001)所界定的仅包含公司金融合约的狭义的金融合约<sup>[48]</sup>,应归属于王剑锋(2018)所提出的“金融中介合约”范畴。由此,可将地方债的定价问题转换为相应的工具金融合约的定价问题,而最优的地方债合约模式应是,交易要素格局既定时的交易成本最小化的合约选择。

### 2.搭售逻辑

美国反垄断法将搭售界定为卖方将第二种产品与专利产品捆绑在一起出售的行为,并且基于卖方会通过一个市场的垄断地位以获取两个市场剩余的杠杆理论认定搭售是违法行为(Bowman, 1957)。对此,以芝加哥学派为代表的学者指出,企业并未从“搭卖品”市场获得超额的垄断利润,故而搭售并不能产生杠杆作用,搭售会导致产品的价格和需求均发生变化,从而产生价格歧视,但最终仍获得一个市场的剩余,并且搭售具有一定经济学意义,能够降低交易费用(Bowman, 1957;Markovits, 1967<sup>[49]</sup>)。近年来,越来越多的研究支持企业采用搭售手段的主要目的是实施价格歧视的观点(Hovenkamp and Hovenkamp, 2010<sup>[50]</sup>;Hovenkamp, 2011<sup>[51]</sup>;沈颂东和葛翀, 2012<sup>[52]</sup>;Danaher, 2014<sup>[53]</sup>;杨光勇和计国君, 2017<sup>[54]</sup>;蔡婧萌, 2019<sup>[55]</sup>)。搭售的“价格歧视观”是指,企业基于消费者购买“搭卖品”的数量了解其对该“垄断产品”的需求程度,从而进行差别定价,以获取更多的收益。此外,Barry(2004)提出尽管价格歧视给搭售创造了理由,但是企业通过搭售的“进入威慑效应”获得了更多收益<sup>[56]</sup>。

已有的搭售文献普遍专注于研究产品市场的搭售行为(Adams and Yellen, 1976;Schmalensee, 1982;Wollenberg, 1987<sup>[57]</sup>;王健, 2003<sup>[58]</sup>),往往对搭售的两种产品设置一个捆绑的价格,继而通过一般

①王剑锋等(2020b)提出,交易要素格局包括交易环境、交易属性与交易者特征这三个维度。

均衡理论展开分析。王剑锋和吴京(2020a)将搭售理论延伸至债券市场,地方债与地区经济资源的捆绑交易实则具有隐性搭售合约的特点,扩展了搭售理论的研究领域。

### 3.搭售合约范式

基于金融的合约范式,王剑锋和吴京(2020a)将搭售界定为一种特定的合约结构。合约存在多种状态,在不同的交易环境下,使交易费用最小化的合约选择不同(Tadelis and Williamson,2012)<sup>[59]</sup>。搭售合约是卖方对某一市场具有垄断力量时的交易费用最小化的治理机制。在一定交易环境下,搭售相比于单独出售能够提高卖方效用水平(Adams and Yellen,1976;Schmalensee,1982;卡尔顿和佩罗夫,1998;王健,2003)。例如,当卖方拥有一种垄断性产品时,Schmalensee(1982)建立理论模型证明将垄断性产品与完全竞争性产品进行捆绑出售远好于对两种产品分别出售;若政府对某一行业实施价格管制,且管制价格低于市场化的均衡价格时,卡尔顿和佩罗夫(1998)发现,搭售是厂商逃避价格管制的一个手段,即通过提高被搭售品的价格,来提高效用水平。对于地方政府来说,政府存款等金融资源具有相对垄断性,且价格在一定程度上受到管制,而地方债是与公司债存在一定竞争关系的竞争性产品,那么地方政府将政府存款与地方债捆绑是“有利可图的”。在地方政府与商业银行间的如上交易中,可将地方债视为产品1,而把地区经济资源<sup>①</sup>视为具有垄断性的产品2,商业银行对产品2的保留价值较高。由于地方经济资源价格受到管制,低于市场出清时的均衡价格,因此在产品2的交易中银行获得正的剩余。地方政府将二者捆绑交易,能够通过压低地方债的发行利率来补偿银行在地方经济资源交易中的“损失”<sup>②</sup>。此外,搭售合约能够解释单一产品定价与产品组合定价的差异(Bernheim and Whinston,1990)。

①除地方债交易以外,地方政府与银行之间还涉及多项其他交易,本文将其统称为地方经济资源交易。

②实践中,地方政府与银行之间的搭售合约更主要体现为隐性契约关系,但一定程度上在向显性化方向发展。例如,巴曙松等(2019)指出部分地方政府将商业银行地方债的承销规模及承销期数作为财政存款分配权重的一个重要考核因素。

根据Williamson(1985)的合约逻辑,基于既定的外部条件,可将不同的搭售机制视为旨在实现交易成本最小化的合约选择。王剑锋和吴京(2020a)将如上的搭售合约逻辑进一步拓展至地方债市场,同时,搭售的价格也不再局限于设置一个捆绑价格,而可以细分为两种交易的价格,即地方债和地区经济资源的实际定价。此外,与以往搭售参与方不同的是,地方债和地区经济资源搭售合约的卖方并不是普通企业而是兼具“交易者与裁判者”身份的地方政府。这也使得政府与银行间的地方债搭售交易,在治理机制方面与企业间的搭售交易有了很大不同。基于以上分析,应用搭售合约范式研究我国地方债发行利率异象问题更为适合(王剑锋和吴京,2020a)。下文将对搭售合约范式的理论内涵做进一步说明。

### (三)地方债搭售合约的理论内涵

1.我国地方债搭售合约形成的重要原因:要素市场化不足

与美国市场化的市政债券合约模式相比,我国形成地方债搭售合约治理机制的一个重要因素是,要素市场定价出现了问题。地方政府为实现自己“应得”的份额,故将地区经济资源与地方债交易进行捆绑,实施搭售合约的治理机制。在完全信息条件下,要素价格是由市场的供需关系决定的。由于完全市场假设在现实中并不成立,要素错配理论认为,市场主体追求利润最大化的行为会在一系列外部因素的驱使下发生扭曲,由此导致其边际收益产品偏离社会整体的要素报酬(Hsieh and Klenow,2009)<sup>[60]</sup>,这种偏离即为“要素扭曲”。改革开放以来,我国明确了市场为主导的交易制度,并持续完善要素价格的市场化机制,已取得一定成效。然而,要素市场仍存在扭曲(李程,2012<sup>[61]</sup>;林伯强和杜克锐,2013<sup>[62]</sup>;李晓龙等,2017<sup>[63]</sup>;郭琰和王磊,2019<sup>[64]</sup>)。林宏山(2016)认为是政府运用行政手段致使要素的价格偏离出清水平,从而造成了要素扭曲,无法实现资源的最优配置<sup>[65]</sup>。其中,金融要素扭曲最为严重(李晓龙等,2017;卢树立和何振,2019<sup>[66]</sup>)。

金融要素的价格在很大程度上受到中央政府

相关政策的管制,形成一个限定的价格区间,若市场自由决定的价格超出了该区间,便会造成金融要素价格扭曲。我国地区经济资源价格往往受到中央政府的管制,以政府存款为例,政府存款规模较大,但在利率方面未充分实现差异化,存款利率上限受到中国银行业协会自律工作委员会约束,导致很多情况下实际利率不能反映其真实价值。此外,双方的合约是不完全合约,地方政府有多种理由拒绝银行以管制范围内的存款利率发出的邀约,而且这些理由的真实性不能被第三方观察和验证。根据参照点合约理论(Hart and Moore, 2008<sup>[67]</sup>; Hart, 2008<sup>[68]</sup>),地方政府将财政存款应有的市场化利率水平作为参照点,在管制存款利率低于市场利率情况下,为吸引地方政府参与,必须通过其他渠道进行补偿。地方政府为了获得在地区经济资源交易中因要素价格扭曲而损失的那部分收益,通过实施地方债与地区经济资源的搭售合约,压低地方债发行利率来实现综合交易间接的市场化定价。

## 2. 地方债搭售合约的影响路径

地方债搭售合约是指地区经济资源与地方债

捆绑交易的治理机制,与之对应的是独立定价的市场化的地方债合约模式。可将我国地方债的合约选择视为“搭售合约”,而美国的市政债券的合约模式则更为接近市场化的合约。囿于我国要素市场尚未充分实现市场化,地方政府掌握的部分经济资源在定价方面还存在很多约束,在供小于求时,因面临价格上限的管制而无法充分实现自己本应获得的收益,采用地区经济资源与地方债捆绑交易的“搭售合约”的治理机制能够实现收益最大化。此外,我国地方政府对银行具有行政干预能力,且行为动机难以被第三方验证。基于以上分析,王剑锋和吴京(2020a)将我国地方债交易的合约形式界定为“存在行政干预的搭售合约”,并以搭售合约范式作为理论基础来阐释地方债发行利率异象的经济互惠效应和行政干预效应这两种影响机制:一是在经济互惠影响机制作用下,地方政府经济资源越多,地方债发行利率异象会越显著(见图1)。二是在行政干预影响机制作用下,地方政府干预能力越强,对双方经济互惠搭售合约收益分配比例的扭曲程度则越大(见图2)。

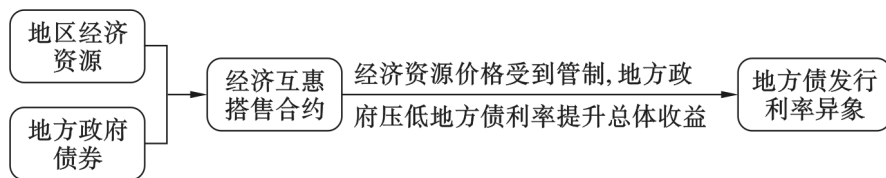


图1 经济互惠影响机制

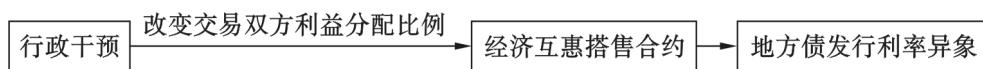


图2 行政干预影响机制

## 四、推进地方债市场化进程应注意的若干问题

我国地方债发行利率异象具有一定的历史合理性,其直接原因是政府存款等地方经济资源的价格受到了管制。为获得自己“应得”的份额,地方政

府将经济资源与地方债两类交易进行捆绑实施搭售(王剑锋和吴京, 2020a)。此外,地方债发行利率异象还可能受到中央政府的隐性担保、地方政府的行政干预以及关系型交易等方面的影响。总体来看,在推进地方债市场化的过程中还需注意以下几个问题:



第一,要从金融市场与非金融要素市场相互关联的角度来理解地方债的发行利率异象问题。表面上看,利率异象来源于地方债发行市场的市场化不足,实际上反映的却是要素市场化程度不高及营商环境不够完善的问题(王剑锋和吴京,2020a)。纠正地方债发行利率异象,不能仅从地方债这一个方面入手,还需解决好地方政府对一些重要要素的直接控制范围及其定价问题,阻断地方政府利用所掌控的市场势力干扰地方债定价的可能性(王治国,2018)。故而,应同步推进好要素市场的改革,提高要素市场化水平。在合理界定政府管理边界的前提下,对地方政府在要素市场上应得的收益份额予以保障,为取消目前设定利率加成的直接干预措施创造条件。以财政存款和大型优质项目参与权为例。虽然目前央行已经不再继续公布存款利率浮动上限,但行业自律委员会公定的利率仍在发挥类似的作用,从而导致实际利率不能反映政府存款真实价值(沈永建等,2018)。因此,必须采取多方面措施,进一步推动财政存款利率的市场化。建议由财政部制定综合评价的规则和规范的业务操作流程,进一步加大对地方财政存款招投标制度设计的指导力度。按照供给侧改革的要求,合理设置信贷规模、网点机构、普惠金融等考核指标,对竞标银行进行综合评价,从增强财政存款竞标独立性和完整性的角度缓解地方债发行利率异象问题。在大型优质项目参与银行的选择方面,地方政府拥有的自由裁量权还比较大,市场化程度有待提升。建议成立招标委员会,采取匿名评分原则,可适度提高主管领导的打分权重,并隐藏投标银行的相关信息。同时,扩展项目信息公开渠道,提升项目透明度,让更多银行获得竞标机会,从而优化要素市场化定价,削弱地方政府与银行间地方债交易的“搭售”基础(王剑锋和吴京,2020a)。

第二,基于我国当下的制度背景,地方政府普遍存在预算软约束问题,并且地方政府举债制度还不够完善,不利于打破市场关于地方债隐性担保的预期,阻碍了地方债市场化进程。如何切实消除隐性担保的预期,对中央政府来说是个长期存在的难

题。中央政府在地方政府举债制度方面做了很多努力,包括地方债发行模式的“三阶段变迁”,即财政部代发代还、地方政府自发代还、地方政府自发自还,强化了地方政府风险自担原则,在一定程度上降低地方政府和投资者对地方债隐性担保的预期。然而,关于地方债的保险制度和地方政府破产的相关法律法规的缺失,使得隐性担保预期难以真正消除。故而,为了更有效地提高地方债市场化程度,中央政府应尽快统筹建立并持续优化地方债的相关制度。

第三,为了防范地方政府干预地方债定价行为,中央政府出台多份文件,并且进行了数次窗口指导,然而,地方政府的行政干预问题并未得到完全解决。根据已有的研究结果,完善法律法规、提升金融发展程度、提高财政透明度、优化信用环境等在内的制度质量的改善,均有助于减少地方政府对地方债发行的行政干预(王剑锋和吴京,2020a;刘天保等,2017)。此外,好的制度环境也有利于硬化地方政府预算约束,从降低支出压力角度抑制行政干预动机。因此,在推进地方债市场化的过程中,应进一步提升制度质量,切实加强包括金融业在内的营商环境建设工作。

#### 参考文献:

- [1] 施耀,陈作章.我国地方政府债券发行定价问题研究[J].北方经贸,2013(11):86-88.
- [2] 王军强,左停.低成本视角下的地方政府债务风险分析[J].地方财政研究,2015(3):45-50.
- [3] 王宇,杨娉.地方债置换隐忧,中国经济报告,2015年8月,105-107页.
- [4] Acharya, V., Anginer, D., and Warburton, A.. The End of Market Discipline? Investor Expectations of Implicit Government Guarantees. MPRA Paper, No. 79700, 2017.
- [5] 金武,陈衍文,王培,陈颖.地方定向置换债的政策效应、风险分析及优化对策——以海南省为例[J].海南金融,2017(12):37-42.
- [6] 朱太辉,魏加宁.我国地方债发行的金融学理论基础[J].财政研究,2012(5):19-21.
- [7] 王博森,吕元稹,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(10):155-167.



- [8] 潘俊,王亮亮,沈晓峰.金融生态环境与地方政府债务融资成本——基于省级城投债数据的实证检验[J]. 会计研究,2015(06):36-43.
- [9] 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.
- [10] 青木昌彦.比较制度分析[M].周黎安译.上海:上海远东出版社 2001 年版.
- [11] Berger, A. N., Klapper, L. F., Udell G. F., The ability of banks to lend to informationally opaque small businesses[J]. Journal of Banking and Finance, 2001(12): 2127-2167.
- [12] Blackwell, D. W., Winters, D. B., Banking Relationships and the Effect of Monitoring on Loan Pricing [J]. Journal of Financial Research, 1997(2): 275-289.
- [13] Boot, A. W. A., Thakor, A. V., Can relationship banking survive competition?[J]. The Journal of Finance, 2000(2): 679-713.
- [14] 曹敏,何佳,潘启良.金融中介及关系银行——基于广东外资企业银行融资数据的研究[J].经济研究,2003(3): 44-53.
- [15] 马克斯·韦伯.新教伦理与资本主义精神[M].于晓,陈维纲(译),陕西师范大学出版社,2007 年.
- [16] Li, J. S., Relation-based versus Rule-based Governance: an Explanation of the East Asian Miracle and Asian Crisis[J]. Review of International Economics, 2003(4): 651-673.
- [17] 王永钦.市场互联性、关系型合约与经济转型[J].经济研究,2006(6):80-92.
- [18] North, D. C., Institutions, institutional change, and economic performance[M]. Cambridge University Press, 1990.
- [19] 埃里克·弗鲁博顿,鲁道夫·芮切特.新制度经济学:一个交易费用分析范式[M].姜建强,罗长远(译).上海人民出版社,2006 年.
- [20] 张璟,刘晓辉.政府干预、关系型贷款与干预陷阱[J].世界经济,2006(9):58-66.
- [21] 张平.地方债发行利率奇低是祸不是福[J].投资北京, 2011(12):20-21.
- [22] 谭保罗.银行为何不再对地方债“照单全收”[J].南风窗, 2015(9):64-66.
- [23] 陈琴.追根溯源看地方债发行[J].新理财(政府理财), 2017(7):30-33.
- [24] 王剑锋,吴京.地方债搭售合约与发行利率异象[J].财贸经济,2020(7):51-64.
- [25] 张远.地方债置换中的资金收益率定价关系研究——基于利率市场化的探讨[J].价格理论与实践,2015(11): 102-104.
- [26] 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):78-84.
- [27] 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.
- [28] 刘锐.行政干预、政策调整与地方债发行定价[J].中国货币市场,2018(12):3-15.
- [29] 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.
- [30] 谭劲松,简宇寅,陈颖.政府干预与不良贷款——以某国有商业银行 1988-2005 年的数据为例[J].管理世界, 2012(7):37-51.
- [31] 巴曙松,刘孝红,牛播坤.转型时期中国金融体系中的地方治理与银行改革的互动研究[J].金融研究,2005(5): 25-37.
- [32] Charumilind, C., Kali, R., Wiwattanakantang, Y., Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis [J]. The Journal of Business, 2006(1):181-218.
- [33] Stigler, G. J., United States v. Loew's Inc.: A Note on Block-Booking. Kurland, B. P. (eds.), The Supreme Court Review[M]. Chicago: University Press, 1963:152-157.
- [34] Williamson, O. E., The Economic Institution of Capitalism, New York: Free Press, 1985.
- [35] Greif, A., Institutions and the path to the modern economy: Lessons from medieval trade. New York: Cambridge University Press, 2006.
- [36] Spagnolo, G., Social relations and cooperation in organizations [J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 1999(1):1-25.
- [37] Bhaduri, A., A Study in Agricultural Backwardness Under Semi-Feudalism[J]. The Economic Journal, 1973(329): 120-137.
- [38] Bardhan, K. P., Interlocking Factor Markets and Agrarian Development: A Review of Issues[J]. Oxford Economic Papers, New Series, 1980(1):82-98.
- [39] Greenwood, C. B., Stiglitz, E. J., Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1986(2):229-264.
- [40] Bowman, W. S., Tying Arrangements and the Leverage Problem [J]. The Yale Law Journal, 1957(1):19-36.
- [41] Adams, W. J., Yellen, J. L., Commodity Bundling and the Burden of Monopoly[J]. Quarterly Journal of Economics, 1976(3):475-498.
- [42] Schmalensee, R., Commodity Bundling by Single-Product Monopolies[J]. The Journal of Law and Economics, 1982(1):P67-71.

(下转第 105 页)

- [9] Kubo K. Dollarization and de-dollarization in transitional economies of Southeast Asia[M]. Springer International Publishing, 2017: 1-31.
- [10] Guidotti P E, Rodriguez C A. Dollarization in Latin America: Gresham's law in reverse?[J]. Staff Papers, 1992, 39(3): 518-544.
- [11] Thariq R M, Wahyuni H. Financial Dollarisation Hysteresis: The Case of Indonesia[J]. Economic Papers: A journal of applied economics and policy, 2019, 38 (4): 286-298.
- [12] Bošnjak M. Financial eurization in Croatia and its (non) linear pattern behaviour[J]. Croatian Operational Research Review, 2018, 9(1): 51-62.
- [13] Morales J A, Reding P. Currency Substitution and Network Externalities[R]. Mimeo, 2004: 4-23.
- [14] Valev N T. The hysteresis of currency substitution: Currency risk vs. network externalities[J]. Journal of International Money and Finance, 2010, 29(2): 224-235.
- [15] Shinkevich A, Oomes N. Dollarization Hysteresis in Russia[R]. Economics and Education Research Consortium, 2002: 2-37.
- [16] 柴瑜. 人民币国际化与拉美作为对象区域的考察[J]. 世界经济与政治, 2013(4): 76-103.
- [17] 熊本尚雄, 熊本方雄. Currency substitution, network externalities and hysteresis effects. Journal of Commerce, Economics and Economic History[J]. 2008, 77(1): 1-13.

【责任编辑 陆成林】

(上接第 56 页)

- [43] Bernheim, D. B., Whinston, D. M., Multimarket Contact and Collusive Behavior [J]. The RAND Journal of Economics, 1990(1): 1-26.
- [44] 丹尼斯·卡尔顿, 杰弗里·佩罗夫. 现代产业组织, 黄亚均等译, 上海人民出版社 1998 年版.
- [45] 沈永建, 徐巍, 蒋德权. 信贷管制、隐性契约与贷款利率变相市场化——现象与解释[J]. 金融研究, 2018(7): 49-68.
- [46] Williamson, O. E., Corporate Finance and Corporate Governance[J]. Journal of Finance, 1988(3): 567-591.
- [47] 王剑锋. 金融的合约范式[J]. 中国金融, 2019(7): 104.
- [48] Hart, O., Financial Contracting [J]. Journal of Economic Literature, 2001(4): 1079-1100.
- [49] Markovits, S. R., Tie-ins, Reciprocity, and the Leverage Theory[J]. The Yale Law Journal, 1967(7): 1397-1472.
- [50] Hovenkamp, E., Hovenkamp, H., Tying Arrangements and Antitrust Harm[J]. Arizona Law Review, 2010: 925-976.
- [51] Hovenkamp, H., Tying and the Rule of Reason: Understanding Leverage, Foreclosure, and Price Discrimination[J]. Social Science Electronic Publishing, 2011.
- [52] 沈颂东, 葛翀. 电信业务捆绑的福利经济分析 [J]. 东北师大学报(哲学社会科学版), 2012(1): 62-67.
- [53] Danaher, B., Huang, Y., Smith, D. M., et al., An empirical analysis of digital music bundling strategies[J]. Management Science, 2014(6): 1413-1433.
- [54] 杨光勇, 计国君. 捆绑策略对于低性能产品引入的价值[J]. 管理科学学报, 2017(6): 84-100.
- [55] 蔡婧萌. 论搭售行为的反垄断法分析——对杠杆理论的质疑和对价格歧视的新认识[J]. 中国社会科学院研究生院学报, 2019(7): 71-79.
- [56] Barry, N., Bundling as an Entry Barrier[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2004(1): 159-187.
- [57] Wollenberg, K. K., An Economic Analysis of Tie-In Sales: Re-Examining the Leverage Theory[J]. Stanford Law Review, 1987(3): 737-760.
- [58] 王健. 搭售法律问题研究——兼评美国微软公司的搭售行为[J]. 法学评论, 2003(3): 88-94.
- [59] Tadelis, S., Williamson, O. E., Transaction Cost Economics[J]. Social Science Electronic Publishing, 2012(1): 41-65.
- [60] Hsieh, C. T., Klenow, P. J., Misallocation and manufacturing TFP in China and India [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2009(1): 1403-1448.
- [61] 李程. 利率管制、金融扭曲与投资效率[J]. 财经论丛, 2012(1): 53-58.
- [62] 林伯强, 杜克锐. 要素市场扭曲对能源效率的影响[J]. 经济研究, 2013(9): 125-136.
- [63] 李晓龙, 冉光和, 郑威. 金融要素扭曲如何影响企业创新投资——基于融资约束的视角[J]. 国际金融研究, 2017(12): 27-37.
- [64] 郭瑾, 王磊. 完善我国要素价格的市场化形成机制[J]. 宏观经济管理, 2019(8): 18-24.
- [65] 林宏山. 金融要素扭曲与经济发展关系研究——以福建省为例[J]. 上海金融, 2016(4): 29-34.
- [66] 卢树立, 何振. 金融市场扭曲对僵尸企业形成的影响——基于微观企业数据的实证研究 [J]. 国际金融研究, 2019(9): 87-96.
- [67] Hart, O., Moore, J., Contracts as Reference Points [J]. Quarterly Journal of Economics, 2008(1): 1-48.
- [68] Hart, O., Reference Points and the Theory of the Firm[J]. Economica, 2008: 404-411.

【责任编辑 王东伟】