

# 推进地方债发行定价市场化的对策建议

刘锐 | 张明

地方债发行定价是地方债发行工作中的核心问题，也是债券市场乃至资本市场最为关注的问题。为促进地方债市场发展，加快形成地方债发行定价市场化，财政部多次发布通知要求积极推进地方债发行定价市场化。2018年8月，财政部下发《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，明确指出财政存款应与地方债定价相分离，地方政府不得干预地方债发行定价，进一步要求地方债发行定价市场化。随着地方债发行数量的增加和发行频率的常规化，地方债发行定价对债券市场乃至地方债务融资产生深远而持续的影响。如何实现地方债一级市场风险定价功能，发挥地方债债务融资功能以及财政调节功能，促进地方债市场健康发展，是当前重要而迫切的任务。

## （一）推进一级市场发行制度改革

建立省级债券银行。债券银行是指专门为地方政府市政项目建设进行贷款的类似于政策性银行的金融机构。债券银行可以由省级政府联合其他机构联合成立，专门给地方政府项目贷款。债券银行通过发行金融债或者资产证券化产品再融资。对于债券银行来说，可以对不同政府发放相同利率贷款，盈利不是其主要目的。债券银行具有多方面的优势。第一，可

以发挥金融机构的优势，有效监管地方政府贷款资金使用及项目建设，从而实现资金的封闭式监管。第二，通过资产证券化，可以将多个项目打包成资产池，从而实现联合发行的目的。第三，可将地方财政存款和贷款资金存放于债券银行，既可避免地方债发行依赖财政存款调节利率的诟病，又可以通过资金运作提高收益，从而实现资本增值，增加地方政府财政实力和偿还能力。

加强微观市场机制建设。一是健全信息披露机制。应制定地方债信息披露管理办法，明确发行人信息披露标准；明确地方债信息披露的内容、原则、虚假信息披露的责任等事项，以确保与地方政府发行债券有关信息披露的及时性和有效性，进一步推动发行工作的公开披露，提前公布年度发行方案。信息披露应是一个持续的过程，除在发行时进行信息披露时，发行人应该根据自身财政情况的变化，定期发布信息披露公告和临时性信息披露公告。当发行人错误披露信息并有意省略一些重大信息时，应追究有关责任人的法律责任。二是健全地方政府信用评级制度。中央政府应继续完善财政体制和信用评级监管体系，为地方债信用评级提供统一明确的评级前提；地方政府应加快信息透明度建设，为地方债信用评级提供

充足的信息与数据。三是加快建立地方债续发机制。据统计，国债平均单只发行规模为100亿—200亿元之间，而地方债平均单只平均规模为50亿元左右。相对来说，单只地方债发行数额较小，投资者相对较少，影响其换手率及流动性。应积极推进续发机制，提高单只地方债存量规模，优化持有者结构，改善地方债二级市场流动性。四是加快推进弹性机制发行。弹性招标是属于公开招标中的一种创新。在投标结束后，发行人根据事先确定的弹性招标办法即发行规模和发行利率的计算公式，根据最终投标情况，选择最后的发行规模和中标收益率。弹性招标赋予地方政府发行部门灵活调整发行额度的权限，降低地方债流标的可能性，从而有利于引导发行利率预期。

丰富发行品种，提高市场活跃度。一是增加发行1年及1年以下期限的品种，同时扩充2年以及更长期限的15年、20年品种，定期滚动发行。二是发行联合债券。多个地方政府联合发行政府债券是财力较弱区域发行地方债的重要选择。联合发行地方债有诸多好处，如提高单只规模以及债券信用水平，改善流动性，降低发行成本等。三是发行担保或保险债券。对于地方债务率较高的政府或者现金流较差的项目，如果需要信用增级时，

则可以发行担保或者保险债券,从而提高相关债券的信用评级,提高市场认可度,降低其融资成本。四是发行浮动利率品种。浮动利率债券是一种在存续期内随市场利率定期修改付息利率的债券。由于投资者可卖回和发行商可赎回,大大增强债券的流动性,虽然名义上是长期债券,但却拥有许多短期投资工具的特点,从而在一定程度上降低债券发行利率。

加强市场沟通,提高财政透明度。发行人应与市场投资者充分沟通,稳定预期、明晰信用风险。一是建立定期的监管机构、发行人、投资者沟通制度,依据法律法规,披露相关管理制度和条例,可明晰其财政制度、发行规则、风险防范以及监管条例。二是定期披露发行方案,资金使用进度等,遇重大事项应及时披露。可定期组织编写地方债白皮书和报告,引导市场预期。

## (二)积极完善二级市场制度建设

健全地方债收益率曲线。一是建立多品种地方债收益率曲线。应在发行地方债多品种多期限的情况下,根据地方债的分类,可建立地方债(一般责任债券)收益率曲线、地方债(专项债券)收益率曲线、地方债(项目收益债券)收益率曲线,给地方债提供较为精细化的定价参考。二是应积极推动交易所建立地方债指数(一般责任债)、地方债指数(专项债券)、地方债指数(项目收益债)等,建议财政部门联合上海交易所、深圳交易所,研究发行挂钩相应地方债品种的指数型基金,协调监管机构(中国证券登记结算有限责任公司、人民银行等)开放相应的投资绿色通道,降低投资者门槛,调动基金公司和商业银行等机构参与的积极性,提升地方债的使用

效率,提高地方债的流动性。三是发行应重点参考地方债收益率曲线。由于地方债收益率曲线是建立在二级市场交易基础上形成的,代表二级市场各类投资机构对于地方债的定价认知。因此应充分参考地方债收益率曲线,这在地方债发行管理办法中应予以明确规定,作为指导地方债发行定价的指导标准。

完善地方债质押品管理及回购制度。当前地方债质押的范围有所增加,但与其他债券相比,地方债可质押业务仍相对有限,如债券交易保证金等业务还没有接受地方债作为担保品。由于风险资产权重的规定,地方债回购有一定难度。如资金融出规模最大的国家开发银行、部分大型商业银行等,仍然难以接受地方债作为质押品,这会限制投资者利用地方债融入资金。因此,有关监管部门应制定相应的政策,继续扩大地方债的质押范围,降低地方债回购交易门槛,以此提高地方债市场的流动性。

推进地方债做市商制度。一是应积极推动银行间地方债市场做市商分层,提高地方债二级市场流动性。扩大地方债交易场所,例如北京金融资产交易所开发、建设的非金融机构合格投资人交易平台,鼓励商业银行开发对客交易系统分销交易地方债,从而形成“做市商—交易商—客户”的多层次银行间债券市场;做市商通过报价竞争发展自身的专属客户,形成双边报价竞争的正向激励机制。二是应完善做市商激励约束机制,增强其地方债做市意愿。扩大地方债做市商的范围,允许更多的相对活跃的城市商业银行、券商等机构参与地方债做市;给予做市商债券借贷方面的便利;将承销与做市结合起来,强制性

要求主承销商必须对主承销地方债进行二级市场的做市,促进债券一、二级市场的紧密联动。

发展契约型金融机构投资人,降低商业银行风险资产权重。从国际经验来看,尽管商业银行在许多发达和新兴经济体都是政府债券的主要投资者,但是许多国家的实践证明过度依赖银行将储蓄转变为政府债券的投资,代价非常高。主要表现为由于市场波动所带来的利率风险从而形成对银行利润的巨大侵蚀,同时也不利于利率市场化的推进。因此,需广泛拓展地方债的投资者群体。一是着力推进养老金投资地方债。从国外的经验来看,养老金机构和保险公司是长期投资者,这类机构对固定收益、低信用风险金融工具有着巨大的需求。大多数国家的法律都要求养老金、保险公司将其投资资产的大部分比例投资于地方债。随着我国养老金和社保基金规模的扩大,其投资需求潜力巨大,应积极引导该类机构积极投资地方债。二是大力发展基金公司、证券公司、信托等机构投资者。目前由于我国债券投资者主要是采取长期持有的策略,交易性需求相对偏少,而对于该类机构投资者,其交易性需求更高,投资策略更加积极,也更勇于尝试新的交易方式,从而能提高地方债二级市场流动性。三是应着力培养个人投资者,引导地方债进入柜台市场。应借鉴柜台国开债的成功经验,加大短期限的地方债发行力度。由于本地投资者对于当地政府债券相对具有更强烈的认同感,可由当地政府配合相关银行协同营销,向属地企事业单位或其他机构客户进行推广,共同推进地方债销售。当然,在今后相当长的一段时间内,商业银行仍然是主要机

构投资者，应充分考虑到商业银行的利益。建议根据巴塞尔协议Ⅲ，借鉴德国和日本的经验，完善地方债监管及偿还制度，将商业银行投资地方债风险权重下调至0。

发挥金融中介作用，提高定价效率。金融中介是地方债发行过程中的重要参与者，能够有效提高政府债券定价效率。一是应充分发挥证券公司等承销商职能。证券公司在行业研究、产品定价、营销能力、承销能力、发行时机选择等方面都具有明显的优势。因此，地方债发行应充分发挥证券公司等承销机构在信息披露、产品设计、资产选择、产品定价等方面的积极作用。二是应发挥金融顾问的作用，如果发行人对发行方案、销售形势、定价存在一定的不确定性时，金融顾问则能够发挥较好的投资顾

问作用。

(三)重视风险防范、健全监管机制

建立风险防范、担保保险及破产保护制度。一是可成立专门的偿债基金。偿债基金的设立能明显地提高地方债的信用水平，并降低债券融资成本，最为重要的是给地方债的偿还提供有效的保护，是一种有效的制度创新。二是建立地方债风险预警制度。监管机构应根据地方债务状况，建立健全的地方债指标预警体系(如债务率、赤字率、人均债务等)，应设立相应的风险警戒线，以此建立地方债务风险的监测预警体系。通过预警体系，监管机构可以动态地监测和评估地方政府的债务状况，从而有效防范地方债务风险。三是建立地方债的担保。担保是我国较为成熟的一种增信

模式，可以将担保制度引入地方债发行过程之中。建议设立公益性的地方债担保机构，为发行的地方债做担保。

严格监管，设立行业自律组织。除应加强对各地发债规模、发债进度、使用、还本付息的操作进行全过程监督和检查外，应设立行业自律组织，如地方债协会等。行业自律组织具有比较贴近市场的特点，可以对债券市场出现的新情况提供相应的管理对策，在地方债出现违法违规行为时，可以迅速地做出反应，具有较高的敏感性与积极性。同时，也可缓解经营机构和监管机构的冲突，防止因监督过严导致影响债券市场发展，从而改善监管水平。□

(作者单位：中国财政科学研究院)

责任编辑 张小莉

## 政府购买服务知识问答

### 问：政府购买服务项目为何不允许转包？

答：转包是指承接主体在承接政府购买服务项目后，将其承接的项目转让给第三方，承接主体实际退出承包关系，第三方成为项目合同承接主体的行为。政府购买服务项目的转包也可以视为公共服务的二次购买。由于承接主体不具有政府购买服务的购买主体资格，不能将承接的服务事项再次购买，而且转包容易使不具有相应资质的主体成为实际承担政府购买服务项目的承接主体，导致服务质量得不到保障，《政府购买服务管理办法》中明确规定，“严禁承接主体将服务项目交由其他服务供应机构实际承担的转包行为”。

### 问：如何构建政府购买服务全过程绩效管理机制？

答：要将绩效管理贯穿政府购买服务全过程，推动绩效目标管理、绩效运行跟踪监控和绩效评价实施管理相结合。购买主体应当科学设置绩效目标和指标，并在政府购买服务合同或

凭单制项目的购买公告中予以明确。在确定绩效目标过程中，财政部门应加强绩效目标审核。政府购买服务项目实施期内，购买主体要定期对项目实施进度和绩效目标实现程度进行跟踪监控，发现问题要及时纠正。购买主体和财政部门应根据项目特点和实施期限，对服务期内的服务实施情况进行绩效评价；在服务期限结束后，对项目全面开展绩效评价。同时，要及时反馈绩效评价结果，加强绩效评价结果应用。

### 问：如何开展政府购买服务绩效评价？

答：政府购买服务绩效评价机制包括绩效评价的主体、对象、方式、程序等要素。购买主体应当负责组织政府购买服务项目绩效评价，并建立由购买主体、服务对象及专业机构和人员组成的综合性绩效评价机制。为增强评价的专业性、独立性和客观性，有条件的地方可以探索推进第三方评价。财政部门作为牵头政府购买服务改革和财政资金管理的综合性部门，从自身职责出发，可以根据需要对其他部门的政府购买服务整体工作开展绩效评价，也可以选择部门实施的资金金额和社会影响大的政府购买服务项目，开展重点绩效评价。

(财政部综合司供稿)