

对投资落地风险的担忧，在制度层面为财政股权资本的跨区域流动创造更为友好的环境。

银行资本监管改革与地方政府债券融资成本 ——兼论完善政府债务管理长效机制

安剑锋 余明桂 张萌萌

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》明确提出，要加快构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制。这表明，地方政府债务问题不只是短期风险处置问题，而是关系财政可持续性、金融稳定和高质量发展的制度性议题。因此，如何通过深化财政金融协同改革，降低地方政府债券融资成本，成为亟待研究的重要现实问题。作为连接财政资金需求和金融资本供给的核心载体，地方政府债券市场的发展受财政制度安排和金融市场改革的双重影响。然而，现有文献大多聚焦于财政制度、信息披露或行政激励，分析地方财政特征、政府行为如何影响其债务成本，却鲜有文献关注金融市场改革，尤其是银行资本监管如何影响地方政府债券的融资条件。

事实上，银行是中国地方政府债券市场最重要的投资者，持有超过 70% 的地方政府债券。地方政府债券分为一般债券和专项债券。其中，一般债券由地方政府一般公共预算保障偿还，偿债风险较低；而专项债券由政府性基金或专项收入保障偿还，资金来源受项目收益影响，偿债风险可能相对较高。2023 年 11 月新一版《商业银行资本管理办法》（以下简称“资本新规”）正式发布前，银行投资一般债券和专项债券的风险权重均为 20%，两者并未体现风险差异。为实现差异化监管，“资本新规”将一般债券的风险权重从 20% 下调至 10%，而专项债券的风险权重维持 20% 不变。这一调整有利于促进风险特征与资本监管相匹配。从逻辑上讲，“资本新规”可能有利于激励银行在一级市场招投标中加大力度投资一般

债券，降低一般债券发行成本，但其真实影响仍需进行严谨、系统的研究。

基于上述背景，本文聚焦于以下核心问题进行研究：银行资本监管中地方政府一般债券风险权重的下调，是否会降低地方政府一般债券的融资成本，以及这一影响通过何种机制发挥作用。为回答这一问题，本文首先构建了刻画代表性银行招投标决策的局部均衡模型，分析风险权重调整对地方政府债券定价的影响。本文求解了银行对地方政府一般债券的最优需求函数，并结合政府外生的债券发行规模，得出债券市场一般均衡定价的解析解。通过比较静态分析，本文推导了风险权重下调降低一般债券融资成本的核心推论，并进一步揭示了融资成本下降是通过缓解银行资本约束和减轻地方债供给冲击而实现的理论机制。在理论分析基础上，本文进一步运用双重差分法开展实证研究，系统检验“资本新规”实施对一般债券发行成本的影响及其作用机制和经济后果。

在实证分析方面，本文以 2021 年 1 月到 2025 年 6 月发行的地方政府一般债券和专项债券作为样本，使用双重差分法、事件研究法检验“资本新规”是否能够降低地方政府债券发行成本。研究发现：第一，“资本新规”的实施显著降低了一般债券的发行利差，这意味着风险权重下调显著降低了一般债券的融资成本。经过一系列稳健性检验后，上述结论仍然成立。第二，事件研究法分析表明，“资本新规”发布后，一般债券的超额信用利差显著为负，且在债券发行期限较长、发行规模较大和地区财政压力较大时降低幅度更大。第三，机制分析表明，与理论模型的推论一致，“资本新规”通过缓解银行资本约束，并减轻地方债发行对市场承接能力的冲击（即“供给冲击”），显著降低了一般债券的融资成本。第四，关于“资本新规”其他效应的研究发现，“资本新规”发布后，一般债券中标利率对市场基准利率的敏感性增强，资本充足率较低银行的信贷规模增加。

本文的边际贡献主要体现在以下三个方面。第一，本文从金融

监管改革的视角，通过理论分析和实证检验系统阐述了银行资本监管如何影响地方政府债券定价，丰富了地方政府债券定价的影响因素。第二，本文立足于风险权重调整的微观渠道，将资本监管相关经济后果的研究延伸至微观的资产定价环节。第三，本文以银行资本监管改革为切入点，为财政金融协同降低政府融资成本提供了经验参考，也为完善政府债务管理提供了政策启示。

基于上述研究结果，本文提出以下建议。

第一，优化资本监管中的风险权重设定机制。风险权重调整是影响地方政府债券融资成本的重要参数，未来应进一步优化现有资本监管框架。对于用于偿还到期债券、与一般债券资金用途相近的专项债券，可考虑在审慎评估其实际风险的基础上，适度下调其风险权重，以降低这些债券的融资成本；对于投向国家重大工程和重点领域、对于高质量发展具有保障作用的专项债券，可考虑探索建立更灵活的风险权重动态调整机制，在激励银行支持重点领域投资的同时，通过市场化约束压降融资成本；对于长期持有地方政府一般债券的银行，可研究在现有 10% 风险权重基础上设置持有期限与风险权重的关联安排，鼓励银行形成稳定的长期配置。

第二，拓展降低银行投资地方政府债券综合成本的市场化激励工具。可考虑适当增强地方政府债券的流动性转换功能，降低银行持有债券的机会成本；在宏观审慎评估体系中，合理设定地方政府债券的持有权重，使银行增持地方政府债券的行为在监管评估中获得正向反馈；通过央行再贷款、再贴现等结构性工具，为银行配置地方政府债券提供稳定的低成本资金来源。

第三，将风险权重调整思路拓展至其他债券品种，助力多层次债券市场建设。我国在发展多层次债券市场的进程中，可在充分考虑风险防范和具体债券品种特征的基础上设置合理的风险权重。通过差异化风险权重安排降低债券融资成本，引导金融资源流向重点领域和薄弱环节。