

# 市政余波

美国各州债券市场并不是互相孤立的，而州债券市场与联邦债券市场的联系却并不紧密。

拉巴赫·阿里泽凯、  
贝特朗·康德隆和  
阿玛窦·N.R.塞

市政债券市场常常被个体投资者视为安全港（见专栏）。美国的45000个债务发行机构在市政公债市场发行债券，包括地方政府、学区以及水务部门。这些都是很可信的机构。1970—2009年，只有54个机构出现过违约（穆迪，2010年）。美国最近的一次州政府违约情况出现在1933年大萧条时期的阿肯色州。在整个美国历史中，发生州政府违约情况的也只有为数不多的几次，从美国内战后到现在只出现过10次，另外在当时的佛罗里达地区出现过八次（Ang和Longstaff，2011年）。

但近来市政公债市场的安全性受到质疑，尤其是其最大的几个发行机构，包括美国各州、波多黎各和纽约市。房地产的疲软、金融危机以

及衰退都影响了各州和地方的税收。所以，美国市政债券市场正显示出令人担忧的不稳定征兆：波动幅度增加、市政债券的平均收益率与美国国债的收益率差别越来越大（见图）。正常情况下，市政债券的收益率低于美国国债收益率，因为市政府有税收优势。现在，美国各州借债成本的提高反映了公众对其未来税收以及养老金负担等问题的担忧。但也许更令投资者担忧的是，州违约存在破产机制缺位的问题，不像市政那样有破产法第9章保护。换言之，美国各州可以拒付债务。根据美国宪法第十一修正案，美国各州像国家一样，有同样的自制豁免权，只有在各州同意的情况下，才能对其提起诉讼。

三年多来，为减少投资者的恐惧，各州通过一系列措施来解决短期和长期财政问题：削减开支、提高税收、借款、向联邦政府寻求帮助以保持预算平衡等。然而，因为许多州都面临严重的

华盛顿州，奥林匹亚，州议会大厦。

预算问题，如果一旦一个州出现违约，就会发生溢出效应，蔓延至各市政债券，甚至整个美国联邦政府债券市场。此外，因为各州发展储蓄的空间都非常有限，各州正在为各市、县及学区回笼基金。由此产生的裁员现象，在美国从金融危机中复苏乏力的时候，会拖累美国经济。

最近标普将美国信用评级从 AAA 下调至 AA+，会更加引发对未来的担忧。尽管现在对美国国债影响甚微，但这一档下调将引发投资者对美国州债券市场可能面临风险的担忧，甚至会引发对美国联邦政府金融市场崩溃的担忧。而且，联邦预算紧缩的前景可能会进一步影响各州本来就不稳定的金融系统。

在最近一项研究 (Arezki、Candelon 和 Sy 等) 中，我们通过关注市政公债市场最大的借债单位来研究两个问题。我们考察了市政债券市场的溢出效应，具体来说，就是如果美国一个州的债券市场出现震荡，会不会影响其他州的债券市场（这种情况被称为溢出效

应)。我们也研究了美国各州债券市场与美国国债市场之间的溢出效应，以及这种震荡在两个市场间如何传播。

我们发现，在绝大多数美国州债券市场之间存在着所谓负溢出效应，这种效应将导致“安全投资转移”。也就是说，对于一个州的不利冲击通常会降低美国其他州的借款成本。总体而言，除了几家大发行者之外，我们没有发现发生在州债券市场和联邦市场之间的震荡，存在明显的溢出效应。

## 溢出效应

关于金融市场溢出效应的资料非常丰富，但是至今焦点主要集中在国家间的溢出效应。我们研究了特定国家（即美国）不同层级政府内及政府间债券市场的溢出效应。

为了研究美国各州债券市场与联邦债券市场（即美国国债）之间的溢出效应，我们凭经验测试了对某一市场的影响是否会传递到其他债券市场。我们的测试比较符合自 2008 年的金融危机以来波动幅度较大时期的情况 (Forbes 和 Rigobon, 2002 年)。

美国各州之间以及州与联邦政府之间（如转移支付就是个很好的例子）联系非常紧密。这些联系可以用来解释各种债券之间的溢出效应。相反，其他因素如投资者心理等，使溢出效应更难解释。所以，我们主要来描述溢出效应的本质，而不是试图要找到一个具体的解释。

结果表明，在波动期间投资者追求相对更加安全的市政投资——金融危机期间也发生了同样的安全投资转移，那时国内外投资者较投资收益而言更关心资金的安全，所以他们购买美国国债这一一直以来被认

## 美国市政债券市场

市政债券是各州、市及其他政府实体为资本项目（如修建学校、公路、排水系统等）或日常活动筹资而发行的债券。短期债券为 1—3 年到期的债券，长期债券一般都超过 10 年。流通中的美国市政债券约 2.8 万亿美元，其中约 2/3 由个体投资者或直接或通过共同基金及其他投资工具间接持有 (www.sec.gov)。

市政债券的投资者获得的收益不菲，包括利息收入，这种利息收入一般免联邦个税，有的甚至可能对购买债券的本州居民免州及地方个税。因为纳税优惠，市政债券利息通常较公司债等对收益征税的固定收入证券更低。两种最普通的市政债券是一般义务债券（以发行单位的完全信用为担保）和收益担保债券（以某一具体项目及来源的收入为担保）。此外，市政借贷者有时代表非营利性的大学或医院等私营企业发债。这些所谓渠道借款人一般同意偿还市政债券发行单位资金，用于支付债券的利息和本金。

一般来说，债务服务在大多数政府预算中占据的比例相对较低，但一些为当前项目筹资而发行长期债券的州政府除外。根据穆迪评级，加州、伊利诺伊州以及亚利桑那州是最低级的三个州，依靠赤字筹资是其中的部分原因。

## 波动时期

2008 年全球金融危机导致美国市政债券市场的波动幅度比以前有所提高。虽然市政债券有税收优势，10 年期的市政债券收益有时会超过美国国债收益。

(收益，百分比)



资料来源：哈沃分析。

为是世界上最安全的投资。换言之，美国一个州的借债成本的提高，会使被认为风险较低的州借债情况更好。

我们发现一些最大的市政债券发行单位——如加州（最大的州）、佐治亚州、马里兰州以及纽约市——当其他州出现问题时会受益（换言之，溢出效应是负相关的）。但是，有些州，如康涅狄格州和佛罗里达州的关系是正相关的——也就是，当一个州的债券出现问题，另一个州也遇到麻烦。我们不能解释为什么这些州的情况与其他州不同——这也是将来非常值得研究的领域。但是，总的来说，当某一个州债券市场压力增加时，市场参与者到目前为止还没有随之否定美国其他大多数州。

## 感到痛苦？

但市政债券与美国国债的关系略有不同。总之，发生在州债券市场和联邦债券市场之间的震荡，没有明显的溢出效应，除非是一些大的发行单位。确实，对于一些最大的借债州，我们发现这些州市场如果出现问题可以导致联邦市场出现问题。我们发现了正相关的溢出效应的实证——尽管没有传统认为的那么明显——美国国债与新泽西州、德克萨斯州、华盛顿州以及纽约市债券市场存在正相关的溢出效应，其中与纽约市债券市场的溢出效应最为显著。而美国最大的市政债券发行州——加州，却与美国国债市场存在负相关的溢出效应。结果表明，在加州市政公债和美国国债这两个债券市场出现震荡之后，两个债券市场的收益方向显然相反。总之，分析表明，只有少数几个重要的州才与美国国债市场有联系。这些州中一个州出现震荡，会导致美国国债市场不稳定性提高。为了评估我们研究结果的可信度，我们控制了其他因素会影响这种关系的可能性。我们最后认为结论是经得起推敲的。

还有一个问题就是，市政债券市场和美国国债市场的溢出效应是短期的、长期的，还是两者都有呢？我们还需要找出震荡传播的方向——是从美国国债市场向市政债券市场传播呢，还是相反呢。这对政策的启示意义大不相同。

用来决定溢出效应的实证测试并不能说明震荡传播的方向。也不能说明本质上是短期还是长期的。为了在这一方向继续探索，我们运用了因果测试，以探明震荡传播的方式，以及是否有短期或长期效果。

## 一种方式还是另一种

利用这种测试，我们发现国债市场直接导致了市

政债券的短期变化，也导致了长期变化。有些证据表明市政债券对国债市场存在因果关系，但只是长期的影响。

那些结果表明，根据各州债券市场之间以及州债与国债市场间的溢出效应是正相关还是负相关不同，会决定对联邦长期预算有积极影响的结构性改革究竟是会有利于还是有损于各州的借债情况。同样，州层面的改革应该会影响降低或提高联邦政府的借债成本。

从市政债券市场的溢出效应及各州间的相互影响中，可以吸取潜在重要的政策教训，而这些教训不仅限于美国自身。债券市场发达的国家，在州或省发行债券时，都不应只担忧邻国潜在的溢出效应，也应透彻地研究各省债券市场间的溢出效应及各省债券市场与联邦债券市场间溢出效应的本质。风险管理政策的设计，必须了解这些联系的本质，并适应其变化的实质。

欧洲正在讨论，是否应该加强财政联邦主义以及发行普通欧元债是否会有助于治理欧元区的经济问题。但是，值得反思的是，这样的财政联邦主义会使欧元区经济体的债券市场联系更加紧密。这项研究表明，美国各州债券市场并不是互相传染，而是安全投资转移，这表明一个州出现问题不会使其他州情况更糟，继而也不会导致系统性风险。这会是加强财政联邦主义的副产品吗？也许，但是即使在财政联邦主义程度更高的美国，市政债券市场也没有完全脱离国债市场。■

拉巴赫·阿里泽凯（Rabah Arezki）是基金学院的经济学家，阿玛塞·N.R.塞（Amadou N.R.Sy）是IMF货币与资本市场部的副处长，贝特朗·康德隆（Bertrand Candelon）是马斯特里赫特大学国际货币经济学教授。

---

### 参考文献：

- Ang, Andrew, and Francis Longstaff, 2011, "Systemic Sovereign Credit Risk: Lessons from the U.S. and Europe," NBER Working Paper No. 16982 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Arezki, Rabah, Bertrand Candelon, and Amadou Sy, 2011, "Spillover Effects from the Munis," forthcoming IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Breitung, Jörg, and Bertrand Candelon, 2006, "Testing for Short- and Long-Run Causality: A Frequency Domain Approach," Journal of Econometrics, Vol. 132, pp. 363-78.
- Forbes, Kristin J., and Roberto Rigobon, 2002, "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements," Journal of Finance, Vol. 57, No. 5, pp. 2223-61.
- Moody's Investors Service, 2010, "U.S. Municipal Bond Default and Recoveries, 1970-2009," Special Comment (February).