

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 13920131150463

UDC _____

厦门大学

硕士学位论文

我国地方政府债券市场化
定价问题研究

Study on Market-Oriented Pricing for Chinese Local
Government Bonds

张学舟

指导教师姓名: 黄君洁 副教授

专业名称: 公共管理 (MPA)

论文提交日期: 2017 年 10 月

论文答辩日期: 2017 年 月

学位授予日期: 2017 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2017 年 10 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

本人声明该学位论文不存在剽窃、抄袭等学术不端行为,并愿意承担因学术不端行为所带来的一切后果和法律责任。

声明人 (签名):

指导教师 (签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

随着新《预算法》的修订完成，2015年起，我国正式全面推开地方政府自发自还政府债券，各省（自治区、直辖市、计划单列市）地方政府可以在国务院批准的限额内，通过发行地方政府债券举借债务筹措资金，标志着我国初步建立起规范化、制度化和常态化的地方政府举债融资机制。按照国务院提出的“地方政府举借债务要遵循市场化原则”要求，构建科学合理的市场化地方债发行机制，去除阻碍市场机制发挥作用的政策和制度桎梏，是当前财政部门开展地方债发行管理和改革的目标和方向。但从当前发行情况看，地方债市场化程度不高，还存在多方面问题亟待解决。我国地方债发行的申购标的为债券发行利率，发行利率是发行机制综合作用和影响的集中体现，因此地方债市场化发行的核心问题是地方债利率定价的运作机制。

本文整理了国内外地方债发行及定价机制的相关理论和研究，梳理出学界在该领域的研究脉络及进展情况，分析了当前我国地方债的发行现状，并以信用利差分解模型为基础从市场风险、政府信用风险和债券特征三个层面对地方债信用利差的影响因素进行了实证研究，揭示了地方债利率定价的影响因素和运行机制，发现了其中存在的问题和缺点，为完善地方债市场化发行机制提出了对策和建议。

本文研究得出结论：第一，相较于政府信用风险和债券特征因素，当前地方债发行利率主要反映的是宏观市场风险。第二，地方债发行利率不能很好地识别不同地方政府的主体信用风险，而地方政府预算软约束及当前不健全的信用评级机制是导致风险识别功能失效的主要原因。第三，地方债发行受到明显的政策性或行政化干预，包括发行置换债券化解存量债务到期风险、限定公开招标和定向承销发行方式下的利率形成范围、信息披露制度不完善或未被严格执行等。

针对上述研究结论，要进一步完善我国地方政府债券市场化定价机制，健全科学合理的地方债发行机制，本文建议在现行债券发行机制基础上，强化地方财政预算硬约束，完善地方债信息披露和信用评级机制，优化债券发行方式，逐步减少政府对发行行为的行政干预或控制，使市场化运行机制贯穿于地方债发行全过程。

关键词：地方政府债券 信用利差 市场化定价 发行机制

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

Along with the completion of the revision of the Budget Law, a comprehensive promotion of self-issuance and self-repayment of local government bonds was conducted in our country since 2015. Local governments in each provinces, autonomous regions, municipalities and cities with independent planning can raise funds via local government bonds within the limits approved by the State Council, which represents that a standardize, institutionalize and regular mechanism of debt financing for local government bonds has been established. Following the guidance stipulated by State Council's that "local government bonds should be market-oriented", the goals and directions of the departments of finance in implementation of local government bonds is to establish a scientific and rational market-oriented mechanism for debt issuance and abolish the policies and institutions which restrain the market mechanism to function. However, based on the current issuing status, local government bonds is not fully market-oriented, there are still many problems to be solved. The issuance of local government bonds is under the interest-rate-bidding model and the interest rate of newly issued local government bonds comprehensively reflects the effect and impact of the issuance mechanism, therefore, the key issue of local government bonds market-oriented issuing is the pricing mechanism of local government bonds.

This paper summarizes the relevant theories and research on the pricing mechanism of local government bonds at home and abroad, combs the sequence and progress regarding the academy research in this field, analyzes the current status of the issuance of local government bonds in our country, performs empirical studies on how market risk, credit risk of local government and characteristic of bonds would affect the credit spread of local government bonds based on the credit spread decomposition model, reveals the key factors and operating mechanism in determining the interest rate of local government bonds, investigates the issues and

weaknesses in current mechanism, and proposes solutions and suggestions to perfect the market-oriented mechanism for issuance of local government bonds.

Based on the study this paper concluded that: firstly, the issue rate of local government bonds are mainly affected by the macro market risk as compared with credit risk of local government and characteristic of bonds; secondly, the issue rate of local government bonds could not effectively reflect the credit risk of different local governments, which was resulted from the soft budget constraint to local government and rudimentary credit rating mechanism; thirdly, issuance of local government bonds faces with obvious policies and administrative interventions, including the issuance of new bonds to replace mature bonds with the aim to avoid the risk of debt maturity, the range in interest rates if the bonds issued by ways of underwriting or limited open tender is prohibited, and the deficiencies in the system of information publication and neglect identified in implementation of information publication policies.

Based on above, with the aim to further improve the market-oriented pricing mechanism of local government bonds, build up a more rational and scientific mechanism to issue local government bonds, it is suggested that strengthen the hard budget constraint to local government, improve the mechanism for information publication and credit rating of local government bonds, optimize the issuance method of bonds, and gradually reduce the government's intervention in the issuance of local government bonds, so that the market-oriented operating mechanism is able to be embedded throughout the issuance of local government bonds.

Key words: Local Government Bonds Credit Spread Market-Oriented Pricing
Issuance Mechanism

目录

一、绪论.....	1
(一) 研究背景	1
(二) 研究思路和方法	2
(三) 创新与不足	3
二、文献综述	5
(一) 地方政府债券的相关概念	5
(二) 国内外文献综述	7
(三) 研究意义	15
三、我国地方政府债券的发行现状	16
(一) 发行主体	16
(二) 发行规模	16
(三) 发行方式	19
(四) 债券类型	20
(五) 发行期限	21
(六) 信息披露	22
(七) 信用评级	23
四、地方政府债券发行利率影响因素分析	25
(一) 市场风险层面	25
(二) 政府信用层面	27
(三) 债券特征层面	29
五、地方政府债券发行利率影响因素的实证研究	32
(一) 变量的设置	32
(二) 模型设计思路	33
(三) 样本数据的选择	34
(四) 实证分析	35
(五) 实证结果分析	40
六、研究结论与政策建议	43
(一) 研究结论	43
(二) 政策建议	44
参考文献.....	48

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Chapter I Introduction.....	1
i Research Background.....	1
ii Research Idea and Method.....	2
iii Innovation and Deficiency.....	3
Chapter II Literature Review	5
i Related Concepts of Local Government Bonds.....	5
ii Domestic and Foreign Literature Review	7
iii Research Significance	15
Chapter III Issuing Status of Local Government Bonds.....	16
i Issuer	16
ii Issuing Scale.....	16
iii Issuing Method	19
iv Bond Type	20
v Issuing Period	21
vi Information Publication	22
vii Credit Rating	23
Chapter IV Analysis on The Influencing Factors Determining	
Interest Rate of Local Government Bonds.....	25
i Market Risk.....	25
ii Credit Risk.....	27
iii Characteristic of Bonds	29
Chapter V Empirical Study on The Influencing Factors	
Determining Interest Rate of Local Government Bonds	32
i Variable Setting	32
ii Idea of Model Design	33
iii Selection of Sample Data	34
iv Empirical Analysis	35
v Analysis on Empirical results	40
Chapter VI Conclusion and Suggestion	43
i Conclusion	43
ii Suggestion	44
Reference.....	48

厦门大学博硕士学位论文摘要库

一、绪论

（一）研究背景

分税制财政体制改革以来，各级地方政府的财权逐渐上移，地方级财政收入占财政总收入比重不断减少，但地方政府承担的财政支出责任却不断增加。自 2002 年起，全国财政支出中地方占比一直呈上升趋势，当年比重为 69.30%，到 2016 年已高达 85.06%，中央与地方在财权和事权责任之间的矛盾日益凸显。中央意图通过转移支付制度来解决政府间财政失衡问题，但由于区域间经济发展差距过大、中央与地方事权与支出责任划分尚未明确、转移支付结构不合理等因素影响，转移支付政策不能有效平衡地方财政收支差异，收效甚微。与此同时，地方政府为实现经济增长这一中心目标，也需要大量资金投入来带动地方经济发展，地方财力支出缺口进一步扩大，地方政府举债融资的意愿十分强烈。然而原《预算法》（1994 年版）第二十八条规定：“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券¹。”因此地方政府只能绕开法律规定，通过设立融资平台举借债务。2008 年，为应对次贷危机对我国经济的严重冲击，中央政府推出了“四万亿”经济刺激计划，政府性投资大幅增加，融资平台数量和规模急速扩张，地方政府性债务风险迅速积累，给地方政府造成了巨大的财政金融风险。因此，必须探寻一套更为科学合理的地方政府债务融资模式，而国际上通行的做法就是地方政府自主发行债券。

自 2009 年起，财政部开始代理地方发行债券，到 2011 年又放开部分省市试点自行发行债券。2014 年 8 月 31 日，《中华人民共和国预算法》经第十二届全国人民代表大会常务委员会第十次会议修订通过。新《预算法》（2014 年修订版）第三十五条规定：“经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。”新《预算法》放开了地方政府通过发行债券举借债务的限

¹1994 年 3 月，《中华人民共和国预算法》经第八届全国人大第二次会议通过，自 1995 年 1 月 1 日起施行。

制，开启了地方政府规范融资的新时代，同时也堵住了地方政府举债的“歪门邪道”，此举对于防范地方政府债务风险、化解潜在的金融风险以及健全中国多层次的债券市场等，都具有重大而深远的意义。

2015年起，地方政府债券在全国范围内大规模发行，仅2015年就发行了包括新增债券和置换债券在内的3.8万亿元债券额度，成为当前我国地方政府最为主要的债务来源。《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号）指出：“地方政府举借债务要遵循市场化原则。”因此，在我国当前特殊的制度背景下，构建科学合理的市场化地方政府债券发行机制，去除阻碍市场机制发挥作用的政策和制度桎梏，是当前财政部门开展地方政府债券发行管理和改革的目标和方向。市场化债券发行机制要求债券发行必须服从市场规律，尊重市场需求，充分依靠市场价格发现功能对债券进行利率定价，此举可以合理确定各地方政府债券发行价格，使债券利率准确反映发行人的风险程度，倒逼发行人充分考虑自身债务承受能力举债融资；提升地方政府债券利率市场化水平，优化债券市场资源配置，实现地方政府债券的优胜劣汰；促使债务高风险地区地方政府关注其债务风险，加大对债务风险的化解和处置力度，加强和改进地方政府债务管理；差异化政府债券市场利率水平，增强对各类投资主体的吸引力，提升政府债券市场的流动性；丰富市场投资品种和投资者投资渠道，推动多层次资本市场的建设和完善。

（二）研究思路和方法

1. 研究思路

本文第一章为绪论，阐述了完善我国地方政府债券市场化定价机制的研究背景，论述了研究思路和方法，指出了可能的创新和不足之处。

第二章为文献综述，对地方政府债券的相关概念进行了定义，梳理了国内外地方政府债券利率定价研究的相关理论和研究现状，比较分析了国内外学者在研究内容和方法等方面的异同之处，为后文的研究分析提供指导与借鉴，并在此基础上阐述了研究意义。

第三章为我国地方政府债券的发行现状，从发行主体、发行规模、发行方

式、债券类型、发行期限、信息披露和信用评级等方面介绍了当前地方政府债券发行机制。

第四章为我国地方政府债券发行利率影响因素分析，从市场风险、政府信用风险和债券特征三个层面分析了地方政府债券信用利差可能的影响因素和影响方式。

第五章为地方政府债券发行利率影响因素的实证研究，采用计量回归方法对相关样本进行实证分析，并对实证结果进行分析和解释。

第六章为研究结论与政策建议，总结第三章现状分析与第五章实证研究的结论，指出当前债券发行定价机制中存在的问题和缺点，并有针对性地提出对策和建议。

2. 研究方法

(1) 定性分析法

整理和分析国内外关于地方政府债券发行及定价机制的相关研究情况，对地方政府债券的相关概念、债券发行定价的相关理论和研究现状进行详细论述，系统介绍了当前我国地方政府债券的发行机制，分析其中存在的问题和缺点，并提出解决问题的思路和对策。

(2) 定量分析法

搜集和整理我国地方政府债券发行相关数据，结合各类市场风险数据和政府信用风险数据，运用计量回归方法对被解释变量与解释变量之间的关系进行实证研究，分析债券信用利差与相关因素之间的相关关系，揭示地方债利率定价机制如何发挥作用，也为定性分析提供充分的数据佐证。

(三) 创新与不足

1. 创新之处

(1) 从研究立意上看，本文立足于地方政府债券非市场化定价的现实，更为关注债券定价机制中由地方政府决定或受到地方政府影响的指标或因素，通过揭示债券发行利率与这些因素之间的关系，找出现行债券定价机制中存在的问题和缺点，其目的是加强和改进债券发行管理，完善地方政府债券市场化发

行机制。

(2) 从研究方法和内容上看, 由于我国地方政府债券市场起步较晚, 样本数据匮乏, 因此既往对地方政府债券利率定价机制的研究以定性分析为主, 实证研究则多现于城投债等准地方债的研究当中。自 2015 年地方债全面发行以来, 地方债市场已经积累起一定程度的发行数据, 本文以近两年地方政府债券发行的具体数据为基础, 采用计量回归方法对地方债发行利率的影响因素开展实证研究, 一方面能够弥补我国地方债利率定价方面实证研究的不足, 从方法上拓展现有的研究; 另一方面也能为完善地方债发行定价机制的定性分析提供充分的数据佐证, 弥补研究内容上的不足。

2. 不足之处

本文的不足之处有两点: 一是我国地方政府债券全面发行的时间较短, 作为研究样本的债券发行量还不足够大, 代表性可能还不够强; 二是在对实证研究结果进行分析的过程中, 由于本人自身理论知识和研究水平所限, 可能对部分解释变量和被解释变量之间相关性产生的原因理解不够透彻, 探讨不够深入。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库