

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学 号: 15520070153468

UDC _____

地方政府发行债券研究

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

地方政府发行债券研究

A Study on the Sub-national Government Bonds Issuance

董 瑾 杰

董瑾杰

指导教师姓名: 张 馨 教授

专 业 名 称: 财 政 学

论文提交日期: 2010 年 4 月

论文答辩日期: 2010 年 6 月

学位授予日期: 2010 年 月

指导教师: 张馨教授

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

厦门大学

2010 年 4 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。)

声明人(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

中文摘要

地方政府债券不仅是国家公债体系的重要组成部分，同时也是金融市场的重要组成部分。地方政府债券的发展在发达国家是较为普遍的，并且都有着较为成熟的运行体制，在保证地方政府的收支平衡和加快基础设施建设方面都有着积极意义。但是在我国，中央政府一直不肯赋予地方举债权的直接原因，无疑是出于风险的考虑，对于行政架构上存在诸多治理和监督空白的地方政府而言，允许其发债很可能是打开“潘多拉的盒子”。因此，地方政府能否成功发债，关键是如何合理进行制度设计和进行有效的风险控制。为配合积极的财政政策，财政部 2009 代发了 2000 亿的地方政府债券，虽然这还不是真正意义上的地方债券的发行，但也是我国发行地方债券的一次有益尝试。随着地方政府债券发行渠道和监管机制的进一步完善，发行地方政府债券是大势所趋。

从国外的实践来看，发行地方政府债券是利大于弊的。发行地方政府债券对加强地方政府职能，增强其对本地方经济调控能力，保障基础设施的建设，提高地区居民生活水平都具有重要意义，但是在发行的过程中也存在着众多风险，例如信用风险、流动性风险、体制风险等。而本文则是从发行地方政府债券的必要性和可行性的分析入手，在比较借鉴发达国家的相关经验，并考虑中国的具体国情，特别是结合了 2009 年中央代发地方债券中出现的各种情况的基础上，对我国发行地方政府债券的制度设计和风险控制进行探讨研究，并对地方政府发债的信用风险进行实证分析。

本文主要分为六章。第一章为地方政府发行债券的理论综述，主要从国内以及国外的相关研究入手，并重点回顾了 2009 年的中央代发地方债券前后部分学者的论述；第二章对我国地方政府发行地方债券的必要性和可行性分析；第三章介绍了地方债券发行经验比较丰富的美国、日本等发达国家以及部分由代表性的发展中国家的经验和做法，通过对比得出对我国发行地方政府债券的一些有益启示；第四章为地方政府债券发行制度的探讨，包括发行主体、发行规模、发行利率、期限、担保等；第五章为发行地方债券可能出现的风险问题进行研究并提出相关的防范对策。第六章采用 **KMV** 模型对福建省和厦门市的安全发债规模进行实证分

析，并对实证结果进行分析解释。

关键词：地方政府；债券；制度设计；风险控制

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

The sub-national government bonds are not only an important component of the national debt system, but also the financial markets. The sub-national government bonds are common and mature in developed countries. It has a positive significance on ensuring the government's balance of payments and accelerating the development of municipal infrastructure. However in China, sub-national governments have no right to issue bonds considering the risks. Because the treatment and supervision channels have not been established, the sub-national government bonds may open a ' Pandora box' . As a result, building a good system design and effective risk countermeasures is important to the sub-national government bonds issuance. To implement the proactive fiscal policy, the State council decided that the Ministry of Finance would issue 200 billion of sub- national government bonds on behalf of national governments in 2009. Although it is not issued by sub-nation governments, it is also a good try that China issues sub-national government bonds. With the foundation of the issuance channels and the supervision mechanism, the sub-national government bonds issuance is imperative.

From the broad practice, it is more good than harm to issue sub-national government bonds, which mainly reflects in the aspects that strengthening of sub-national government functions, enhancing its regulatory capacity to the local economy, ensuring public infrastructure setting construction, improving residents living level. However it also exist risks in the process of releasing, such as liquidity risk, credit risk, institutional risk. The research begins with the necessity and feasibility of the sub-national government bonds. And design system and risk countermeasures of this research develops in the reference the relevant experience of developed countries, considering China's specific institutional conditions, particularly the event that the 2009 sub-national government bonds issued by Ministry of Finance. At the last, we do empirical studies on the default risk models.

This research is divided into six chapters. The first chapter reviews the theory of

sub-national government bonds, mainly starts from domestic and foreign research roots, and focus on reviewing the discussion of some scholars before and after the sub-national government bonds issuance in 2009. The second chapter analyses the necessity and feasibility of the sub-national government bonds issuance. The third chapter describes the experience of the sub-national governments bonds issuing in United States, Japan and other developed countries and obtained some useful enlightenment by comparison. The fourth chapter discusses the sub-national government bonds issuance system design, including issuance subject, issuance scale, issuance interest, term, guarantee, etc. The fifth chapter presents the potential risks of sub-national government bonds issuance and the risk countermeasures. The sixth chapter does the empirical studies on the safety issuance scale of the Fujian Province and Xiamen City through KMV model, and analyses the conclusions.

Keywords: Sub-national Government; Bonds; System Design; Risk Control.

目 录

第一章 导论.....	1
第一节 研究背景及意义.....	1
第二节 国内外文献综述.....	2
第三节 研究方法及框架.....	10
第四节 本文的创新与不足.....	12
第二章 地方政府发行债券的必要性和可行性研究.....	14
第一节 地方政府债券的相关概念及其界定.....	14
第二节 我国发行地方政府债券的必要性.....	21
第三节 我国发行地方政府债券的主要障碍.....	30
第四节 我国发行地方政府债券的可行性.....	32
第三章 地方政府债券的国际经验和借鉴.....	37
第一节 美国市政债券.....	37
第二节 日本地方政府债券.....	45
第三节 发展中国家地方政府债券发行情况.....	51
第四节 对我国的启示.....	55
第四章 地方政府发行债券的制度设计.....	59
第一节 地方政府债券制度设计的基本原则.....	59
第二节 地方政府债券的发行主体与发行种类.....	60
第三节 地方政府债券的发行方式.....	63
第四节 地方政府债券的发行规模.....	66
第五节 地方政府债券的期限、利率及担保问题.....	69
第六节 地方政府债券的流通.....	71
第五章 地方政府债券的风险控制.....	73
第一节 地方政府债券的风险类型及其影响因素.....	73
第二节 地方政府债券的风险防范对策.....	78

第六章 地方政府发行债券的信用风险度量与发行规模研究.....	87
第一节 基于期权思想的地方政府债券信用风险模型.....	87
第二节 福建省发行地方政府债券信用分析的实证分析.....	90
第三节 厦门市发行地方政府债券信用分析的实证分析.....	93
第四节 实证分析小结.....	96
参考文献.....	99
致谢.....	103

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Chapter 1	Introduction	1
Section 1	Background and Significance.....	1
Section 2	Literature Review at home and abroad	2
Section 3	Methods and Framework	10
Section 4	Contribution and Limitations	12
Chapter 2	Analysis on Sub-national Government Bonds Issuance ·	14
Section 1	Concepts and Definitions.....	14
Section 2	Issuance Necessity	21
Section 3	Main Obstacle.....	30
Section 4	Issuance Feasibility	32
Chapter 3	International Experience and Enlightenment	37
Section 1	American municipal bonds	37
Section 2	Japanese Sub-national Government Bonds.....	45
Section 3	Developing Countries' Sub-national Government Bonds	51
Section 4	Enlightenment for our country	55
Chapter 4	Design of Issuance System	59
Section 1	Issuance Principles.....	59
Section 2	Issuance Subject and Categories	60
Section 3	Issuance Manners.....	63
Section 4	Issuance Scale	66
Section 5	Issuance Tern, Interest and Guarantee	69
Section 6	Circulation	71
Chapter 5	Risk Control of Sub-national Government Bonds	73
Section 1	Risk Types and Influencing Factors	73
Section 2	Risk Countermeasures.....	78

Chapter 6	Default Risk Measuring and Issuance Scale Study	87
Section 1	Default Risk Based on Option Theory	87
Section 2	Empirical studies on Fujian Province	90
Section 3	Empirical studies on Xiamen City	93
Section 4	Conclusion	96
References		99
Thanks		103

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 导论

第一节 研究背景及意义

一、研究背景

我国目前正处于城市化进程的加速阶段，1978-2008年，中国的城镇人口比率（即城市化率）从17.92%上升到45.70%，平均每年提高0.926个百分点。而在城市化的进程中，对交通、电讯等区域性基础设施的要求也越来越高，这些基础设施的完善程度不但是衡量城市群发展水平的重要标志，而且在经济发展中具有重要作用。但是，目前我国城市基础设施建设滞后的问题却越发突出，导致这一状况最根本的原因就是投资总量不足，城市建设资金缺口大。在城市基础设施建设需要大量资金的同时，我国的城市融资系统却存在重大缺陷，从而难以为我国的地方基础设施建设提供必要的保障。

在欧美一些国家，地方政府往往通过发债来为基础设施筹集资金，发债的规模甚至超过中央政府，但我国《预算法》却一直禁止地方政府发债和预算赤字，这样就使地方政府的财务状况一直呈现尴尬状态：一方面地方大量城市基础设施建设呈现出对资金的极度渴求，另一方面，地方政府在法律规定不能发债的情况下，只能过度依赖银行和各类投融资平台筹集建设资金，承担巨额的“隐性债务”。因此，允许地方政府发债，让地方“隐性债务”阳光化，已成为我国城市化进程中的一个迫在眉睫的问题。

2006年9月我国原财政部长金人庆向亚太经合组织会议提交报告指出，中国政府将考虑在一定条件下，通过授权方式，允许地方政府发行地方政府债券。这一举动受到了普遍的关注。2009年，基于我国当前的经济建设需要，以及金融危机对我国的影响仍然存在，因此，我国政府开始由财政部代发地方政府债券，从而为地方建设融资。此次中央代发地方债券颇有试水之意，中央希望通过此次地方债的发放，不仅能够摸清地方财政的隐性债务，也能赋予地方政府更为独立的发债权做好前期准备。

本文正是在这一背景下，通过我国发行地方政府债券的一系列问题的探讨，

最终得出我国发行地方政府债券的最优制度设计以及风险控制方案，希望能够为我国地方政府债券制度的发展提供理论基础，并能够为政策制定者们提供有力的理论支持。

二、研究意义

从 2006 年金人庆提出我国发行地方政府债券的构想开始，我国发行地方政府债券逐渐受到了来自各方面的关注。出于我国地方经济建设及城市化建设的需要，以及应对国际金融危机的后期冲击，我国在 2009 年以中央财政代发的形式发行了 2000 亿地方政府债券。随着地方政府债券发行渠道和监管机制的进一步完善，发行地方政府债券是大势所趋。我国作为最大的发展中国家，发展的问题要靠发展来解决，应该未雨绸缪，探讨和研究地方政府债券发行的必要性和可行性，对我国的城市基础设施的建设和财政体制的完善都具有重要的理论意义。

本文研究是在 2009 年财政部代发 2000 亿的地方政府债券的重要背景下的，这一措施可以视为我国地方债券发行的有益尝试。因此，在这一背景下，结合此次中央代发地方债券出现的具体情况，对我国地方政府债券的发行做了全面的制度设计，无疑具有重要的现实意义。

本文从我国的政治经济制度层面出发，分析了地方政府债券发行可能带来的风险。立足国情，从宏观角度详细研究了地方政府债券发行可能导致的财政风险，体制风险，信用风险以及流动性风险，并结合相关模型结论，在风险分析基础上提出相应对策，对我国未来发行地方政府债券具有重要的实践意义。

第二节 国内外文献综述

一、国内学者的研究成果

由于我国发行地方政府债券经验尚浅，提出这一规划的时间也相对较短，因此国内对于地方政府债券发行的研究早期主要集中于地方政府债务的形成以及相应的财政风险上，并且从这两个角度对我国发行地方政府债券的可行性和必要性进行了系统而详细的论证。潘英丽(1997)通过探讨我国资本市场的缺失，从而对我国建立地方政府债券市场的必要性和可行性进行了重点关注。高正平（2001)针对我国地方政府债券的发行问题进行了范围上的缩小，对城市的地方政府债券发行进

行了主要研究，结果表明，城市地方政府债券的发行对于该城市的城市化进程具有十分重要的意义，同时，部分学者也支持了这一观点（贾康、李炜光，2002；）。除此以外，部分学者从规范和监督的角度以及发行地方政府债券对我国全局性建设，特别是西部大开发的作用上，对地方政府债券的发行进行了一系列的论证，并从理论上和实证上得出了结论（张强、陈纪瑜，1995；吉向国，2000；罗仲伟，2001；杨琼，2002；王光宇，2002；廖常勇，2002；）。戴湘、陈笑冬(2002)在《地方政府债券—解决基础设施融资问题的方法》一文中，通过对美国市政债券的发展以及美国市政债券市场的建立，对我国当前面临的城市化建设中的重大资金缺口提出了美国政策以及制度建设过程对我国地方融资方式及融资渠道的借鉴意义。许永明(2003)通过对地方政府债券在分类、特点等方面的考察，对美国地方政府债券的现状进行了有力的剖析，并在此基础上提出了我国政府建立地方政府债券制度的可行性，并且在借鉴美国经验的基础上提出了在我国建立地方政府债券制度的基本构想。王伟华（2005）则从完善资本市场的角度对我国建立地方政府债券制度的可行性进行分析，并且指出我国建立地方政府债券制度具有客观的必然性。胡维波（2006）则更加侧重在支持我国发行地方政府债券的制度上，解决当前发行地方政府债券仍然存在的制度、法律以及相关控制机制的问题。

除了大量的规范研究外，我国学者也开始探讨在我国建立地方政府债券的可行性的实证检验。韩立岩、郑承利等(2003)通过对美国发行市政债券的背景分析，针对地方政府债券可能存在的违约风险进行了 **KMV** 模型分析，并通过这一模型计算可能存在的违约概率，同时，他们还以北京、上海为例，在考虑发行规模以及信用风险的基础上对上述两座城市的风险进行了估值分析，最终得出适用于上述两座城市的安全发债规模。这一研究不仅支持我国地方政府债券的发行，而且更进一步，对最优发债规模进行选择，同时也对可能存在的发债风险进行控制。而在地方政府债券的风险识别方面，韩立岩、牟晖、王哲兵(2005)则从财政风险与市场风险的角度入手，通过对规模的控制对地方政府债券发行中可能面临的信用风险进行识别和测量，这一研究还特别运用模糊期权的方法对地方政府债券的违约风险与发行规模之间的关系进行了检验。并在上述实证分析的结果基础上，结合美国和日本的地方政府债券风险控制方式，提出了对于我国建立地方政府债券风险监控机制的合理建议。而在支持我国发行地方政府债券的研究基础上，部分学者对于地方政府债券发行的类别进行了深入的探讨。宋立（2003）认为，由于以地方

正常财政收入作为偿还来源，一般责任债券才具有显著的地方政府债券的性质，而收益型债券由于只是由中央政府进行代理发行，虽然在投资方向上部分体现了政府的意图和目的，但是其本质上与政府债券之间仍然存在区别，性质上更加偏向企业债券。虽然如此，宋立（2003）仍然支持地方政府发行地方政府债券以满足地方的基础设施建设以及公共事业投资的需要。但是同时，支持发行地方政府债券的学者也认为，发行地方政府债券中对于举债权利和发债规模的控制至关重要，要保障地方政府融资的运行就要改变以往的政府行事方式，因此，这对于我国政府当前的行政能力也是一种很大的考验。

在 2009 年我国财政部代发地方政府债券这一政策开始执行前，学术界对我国地方政府债券发行的研究更多集中于可行性的讨论上，而对这一问题的研究，不同学者给出了不同的研究结论，主要分为支持我国地方政府债券发行的研究和反对对我国发行地方政府债券持保留态度的研究。

（一）地方政府债券发行支持论

在早期我国发行地方政府债券的可行性研究中，大部分学者对于我国发行地方政府债券持支持态度（《地方公债与地方经济的发展》课题组，2000；夏杰长，2000；王朝才、傅志华，2001；张海星，2001；张艳龄，2001；宾建成，2002；孟丽，2002；贾康，李炜光，刘军民，2003），上述研究都认为，通过建立地方政府债券制度不仅有助于地方政府的制度创新，同时，也能够形成良好的地方债务流转体制，除此之外，这种宽口径的地方财政债务制度也对地方的财政管理制度的改革具有重要意义。而大量学者认为，中国的金融市场中资本市场相对发达，但是货币市场则相对较弱，而在资本市场内部，我国股票市场由于二级市场的不断完善也呈现出良好的趋势，但是，债券市场则相对落后。正是由于我国债券市场的缺陷，作为发达国家重要融资工具的地方债券在我国仍然没有发展。从这个角度来看，发展我国的地方债券制度不仅是完善我国财政体系改革的需要，同样也是当前我国发展金融市场，完善债券市场的必然要求。因此，大多数学者赞成我国进行地方政府债券的试发行工作。支持试发行地方政府债券的学者的支持理由主要包括以下几点：首先，从发债动机上来看，各地政府的城市化发展要求以及地方政府债券的性质都决定了地方政府具有强烈的发债动机和意愿。其次，发行地方政府债券的筹资成本相对较低，不仅是由于地方政府债券有地方政府做担保，同时，地方政府债券的隐性成本也与其他地方不规范融资方式相比更低。第

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.

厦门大学博硕士论文摘要库