



THE WORLD BANK

国际经验

地方政府债务融资及其风险管理

Subnational Debt Finance and Risk Management: International Experience

地方政府债务融资及其 风险管理：国际经验

刘珣珣 主编

Subnational Debt Finance and
Risk Management: International Experience



经济科学出版社
Economic Science Press



THE WORLD BANK

地方政府债务融资及其 风险管理：国际经验

刘珣珣 主编

Subnational Debt Finance and
Risk Management: International Experience



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

地方政府债务融资及其风险管理：国际经验 / 刘琨琨
主编. —北京：经济科学出版社，2011.3
ISBN 978 - 7 - 5141 - 0411 - 0

I. ①地… II. ①刘… III. ①地方财政 - 债务 - 融资 - 研究 - 世界②地方财政 - 债务 - 财政管理：风险管理 - 研究 - 世界 IV. ①F811

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 023338 号

责任编辑：张惠敏 杨天啸
责任校对：杨 海
版式设计：代小卫
技术编辑：李 鹏

地方政府债务融资及其风险管理：国际经验

刘琨琨 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142
项目中心电话：88191306 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：espbj3@esp.com.cn

北京中科印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 18 印张 330000 字

2011 年 3 月第 1 版 2011 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0411 - 0 定价：36.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图字：01 - 2011 - 1029

Subnational Debt Finance and Risk Management: International Experience

Copyright © 2011 by The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank, 1818 H Street, NW, Washington, DC 20433, USA

© 2011 《地方政府债务融资及其风险管理：国际经验》版权属世界银行

Chapter 10: *Building a Strong Subnational Debt Market* by Paul S. Maco

Copyright © 2001 by the Richmond Journal of Global Law and Business

© 2011 “第 10 章 建设强大的地方政府债券市场”版权属《里士满全球法律与商业杂志》

The findings, interpretations, and conclusions expressed in this volume do not necessarily reflect the views of the Executive Directors of The World Bank or the governments they represent.

本书的研究成果、阐释和结论未必反映世界银行执行董事和他们所代表的国家的看法。

The World Bank does not guarantee the accuracy of the data included in this work. The boundaries, colors, denominations, and other information shown on any map in this work do not imply any judgement on the part of The World Bank concerning the legal status of any territory or the endorsement or acceptance of such boundaries.

世界银行不保证书中数据的准确性，本书中的任何地图显示的疆界、颜色、名称或其他信息并不代表世行对任何版图的法律地位的看法，或对这些疆界的认可或接受。

The chapters (with the exception of the Overview) included in this publication were originally published in English in various sources (see Sources). In case of any discrepancies between Chinese and English, the original language will govern.

本书的各章节（除去“导论”）曾用英文发表过，参见“文献来源”。如果中文和英文有所偏差，以英文为准。

作者简介

Otaviano Canuto is Vice President and Head of the Poverty Reduction and Economic Management (PREM) Network of the World Bank, a division of more than 700 economists and other professionals working on economic policy, poverty reduction, and analytic work for the Bank's client countries. He assumed his position in May 2009, after serving as the Vice President for Countries at the Inter-American Development Bank since June 2007. Dr. Canuto provides strategic leadership and direction on economic policy formulation in the area of growth and poverty, debt, trade, gender, and public sector management and governance. He is involved in managing the Bank's overall interactions with key partner institutions including the International Monetary Fund, the Organisation for Economic Co-operation and Development, and regional development banks. He has lectured and written widely on economic growth, financial crisis management, and regional development, with recent work on financial crisis and economic growth in Latin America. He speaks Portuguese, English, French, and Spanish.

Otaviano Canuto, 世界银行副行长兼世行的减贫与经济管理网络 (Poverty Reduction and Economic Management (PREM) Network) 总管。该网络由 700 多名经济学家和其他领域的专家组成, 从事经济政策和减贫研究以及为世行客户国所做的分析工作。Canuto 先生于 2009 年 5 月起担任现职。此前, 他于 2007 年 6 月起担任美洲开发银行副行长, 主管成员国业务。Canuto 博士在经济增长与贫困、债务、贸易、男女平等, 以及公共部门治理方面提供战略性指导。他亲自参与管理世界银行与其他主要合作机构 (包括国际货币基金组织 (IMF)、经合组织 (OECD) 及区域性发展银行) 之间的联系。他的著作和演讲广泛涉及经济增长、金融危机管理、区域发展等领域, 他的最新著作论述了金融危机与拉丁美洲的经济增长。他擅长多种语言, 包括葡萄牙语、英语、法语和西班牙语。

Lili Liu is a Lead Economist and Cluster Leader on Subnational Finance at the Economic Policy and Debt Department, World Bank. She sits on the World Bank Urban and Transport Sector Boards, and co-chairs the Decentralization and Subnational Regional Economics Thematic Group, a Bankwide network with over 350 members. Previously in the operations, she led high-level policy dialogue and lending operations for India and other countries, covering development strategy, macroeconomic policy, public finance, trade, and infrastructure. She has numerous publications on subnational finance and their linkages to macroeconomic frameworks, intergovernmental fiscal system, capital market development and infrastructure finance. The subnational finance program she leads provides advisory services to the World Bank's operations in developing countries. Dr. Liu is a frequent speaker at many international conferences and to visiting government delegations to the World Bank. Dr. Liu has a PhD in Economics from the University of Michigan, Ann Arbor.

刘珣博士，世界银行经济政策与债务局首席经济学家和地方财政课题主管。她同时还是世界银行城市和运输专业委员会委员、分权化和区域经济学专题组合作主席，该专题组由全世界 350 多名经济学家和其他领域的专家组成。在贷款业务部门，刘博士曾主持对印度等国的高层政策对话和贷款业务，涉及发展战略、宏观经济政策、公共财政、贸易、基础设施等领域。刘博士著作颇丰，主要研究领域为地方政府财政及其与宏观架构的联系、中央和地方财政关系、资本市场发展和基础设施融资，她主管的地方财政项目为世行在发展中国家的贷款业务及政策对话提供咨询服务。刘博士经常在各种国际会议上发言，并向来访的各国政府代表团宣讲。刘女士拥有密歇根大学安阿伯分校经济学博士学位。

Elena Ianchovichina is Lead Economist in the office of the Chief Economist of the World Bank's Middle East and North Africa region. Previously, she worked in the World Bank's Research Department, East Asia and Pacific Region, and the Economic Policy and Debt Department, where she managed the inclusive growth project. Dr. Ianchovichina has published more than 20 journal articles on a variety of topics including economic growth, fiscal and trade reform, and is a co-editor of a Cambridge University Press book on global economic analysis. In 2008, she received

Purdue University's 2008 Apex award for outstanding contribution to quantitative trade analysis for her work on the interplay between China's duty exemption system and tariff reforms during that country's WTO accession.

Elena Ianchovichina 是世界银行中东与北非地区总经济学家办公室首席经济学家。此前她曾经先后在世界银行的研究局、东亚与太平洋地区以及经济政策与债务局工作。她还曾经在经济政策与债务局主管过包容性经济增长的项目。Ianchovichina 博士发表过有关经济增长、财政与贸易改革的 20 多篇学术文章。她曾为剑桥大学出版社的一本关于全球经济分析的著作担任合作编辑。2008 年, 她获得普渡大学 2008 年 Apex 奖, 表彰她在对中国关税减免体系与中国加入世贸组织时的关税改革之间相互作用的研究工作中对贸易计量分析所做的杰出贡献。

Olga Kaganova, PhD, CRE, FRICS is a senior fellow at the Urban Institute, in Washington, D. C. She is an internationally recognized expert on managing government property assets and land. Among dozens of cities she advised on land management issues are Moscow, Warsaw, Mecca, and Cape Town. She also led international teams that advised the central governments of Chile, Kuwait, and Egypt on reforming their asset management. Kaganova has published intensively internationally, including co-editing and co-authoring the book "*Managing Government Property Assets: International Experiences*" published by the UI Press in 2006. She is Advisor for the Canadian National Executive Forum on Public Property and serves on the Editorial Board of the International Journal of Strategic Property Management.

Olga Kaganova 博士, 不动产顾问 (CRE), 皇家特许测量师学会研究员 (FRICS), 华盛顿城市研究院高级研究员。她是一位享誉国际的政府财产和土地管理专家, 为包括莫斯科、华沙、麦加和开普敦在内的数十个城市提供过土地管理方面的咨询建议。她也曾率领国际专家团队为智利、科威特、埃及等国中央政府提供资产管理改革的建议。Kaganova 在国际上发表过很多著作, 包括她合作编辑和撰写的著作《政府资产管理: 国际经验》, 城市研究院出版社 2006 年出版。她同时也是加拿大公共财产国家总裁论坛的顾问和《国际战略资产管理》期刊编委会成员。

Paul S. Maco, J. D., is a partner in the Washington DC office of Vinson & Elkins LLP. As the first Director of Municipal Securities of the U. S. Securities and Exchange Commission, Mr. Maco was responsible for oversight of the municipal securities market and led the effort to modernize regulation of the municipal bond market. Paul's combined transactional, regulatory, enforcement, and academic experience brings a comprehensive perspective to clients' undertakings. Paul is on the Board of Advisers to the Emirates Securities and Commodities Authority Board of Directors and has advised on development of the UAE corporate governance law as well as securities and commodities regulations. Paul's experience includes advising in the revision of governmental charters, sovereign wealth fund governance and organizational structure, and development and implementation of rules and regulations at securities and commodities exchanges outside the United States. Mr. Maco is a frequent speaker at U. S. national forums and conferences on financial market regulatory reforms.

Paul S. Maco 法律博士，美国文森·艾尔斯律师事务所华盛顿办事处合伙人。他曾是美国证券监管委员会第一任市政债券主管，负责市政债券市场监管并领导了市政债券市场监管的现代化。Maco 博士综合了交易、监管、执法、学术等多方面的经验，为其客户的事业赋予一个全面的视角。Maco 博士还是阿联酋证券与商品局董事会顾问委员会成员。Maco 博士曾为政府章程修订、主权财富基金治理及组织结构以及美国以外的证券与商品交易所规则和监管的制定与实施提供咨询。Maco 博士经常在美国各种论坛和会议上就金融市场监管改革发表讲话。

Mohan Nagarajan is a Senior Economist working with the World Bank in its India Country Office since 2002. He specializes in Public Expenditure Management and Public Finance. Mohan has led World Bank policy dialogue with senior officials and the preparation and implementation of Budget Support Operations in a number of Indian states. He has also prepared and contributed to several Public Expenditure Reviews and Macroeconomic reviews in India. Mohan has led several capacity building programs in the Public Expenditure and Public Financial Management areas in Indian states and participated in several capacity assessments. He holds a Ph. D in

Economics and prior to joining the World Bank worked in India's Financial Sector.

Mohan Nagarajan 自 2002 年起担任世界银行驻印度代表处高级经济学家。他的专业领域是公共支出管理与公共财政。**Nagarajan** 博士曾主持世界银行与印度几个邦的高层政策对话和预算支持项目的筹备与实施。他多次参与编制印度的公共财政支出评估和宏观经济评估。他曾主持过印度几个邦的公共支出审阅和公共财政管理绩效的能力建设项目。他拥有经济学博士学位，在加入世行之前曾在印度的金融业工作。

George E. Peterson is a consultant to the World Bank. He retired as Senior Fellow at the Urban Institute, Washington D. C. , where he specialized in international public finance and credit markets. Previously, Dr. Peterson was Director of the Public Finance Center at the Urban Institute, overseeing the Institute's program in state-local tax policy and intergovernmental finance. His most recent publications are *Unlocking Land Values to Finance Urban Infrastructure* (World Bank and PPI-AF) and *Financing Cities: Fiscal Responsibility and Urban Infrastructure in Brazil, China, India, Poland, and South Africa* (World Bank and Sage Publications). He is recipient of the Donald C. Stone Award for intergovernmental management and research from the American Society for Public Management. He holds a PhD in economics from Harvard University.

George E. Peterson , 世界银行咨询顾问, 华盛顿城市研究院退休高级研究员, 职业经验涵盖国际公共财政和信贷市场发展。退休前, **Peterson** 博士是城市研究院公共财政中心的主任, 负责州与地方税收政策和政府间财政关系项目。他最新的著作是《释放土地价值为城市基础设施融资》(世界银行和世行基础设施公私合作咨询基金出版) 以及《城市融资: 巴西、中国、印度、波兰、南非等国的财政责任与基础设施融资》(世界银行和塞奇出版社)。他曾以政府间财政关系管理研究获得美国公共管理学会授予的罗纳德·斯通奖。他拥有哈佛大学经济学博士学位。

Kim Song Tan is a professor and faculty member at the School of Economics, Singapore Management University (SMU). Prior to his current job, he was a Managing Director at Fleet Boston Bank Asia, having also worked in other investment

banks including Chase and Peregrine, primarily in the fixed income business. Before that he was a senior correspondent with the Straits Times, a national newspaper in Singapore, covering regional political and economic issues. Prof Tan has consulted for various institutions both in the private and the public sectors, as well as multilateral organizations. He also sits on the board of a number of institutions in the public and private sectors. He holds a PhD in economics from Yale University.

Kim Song Tan, 新加坡管理大学经济学院教授。此前, 他曾担任弗雷特波士顿亚洲区董事总经理, 并曾在包括大通银行和百富勤金融集团在内的多家投资银行任职, 主要从事固定收益证券业务。之前他曾是《海峡时报》高级记者, 这是一份在新加坡发行的全国性报纸, 内容涵盖地区政治和经济问题。Tan 教授为各种私营和政府机构及国际组织提供咨询服务, 同时还担任多家私人和公共机构的董事会成员。他拥有耶鲁大学经济学博士学位。

Michael Waibel is a British Academy Postdoctoral Fellow at the University of Cambridge and the Lauterpacht Centre for International Law. His main research interests are public international law, international economic law with a particular focus on finance and the settlement of international disputes. He teaches international law, WTO law and European Union law, and has taught at Cambridge, LSE, Harvard and St. Gallen. His forthcoming book with Cambridge University Press looks at how the international courts and tribunals have dealt with sovereign defaults over the last 150 years. Mr. Waibel is co-rapporteur of the ILA study group on sovereign insolvency. He holds Mag. iur. and Dr. iur. degrees from the Universität Wien, an MSc (Economics) from the LSE and an LLM from Harvard Law School.

Michael Waibel, 剑桥大学和劳特派特国际法研究中心的英国社会科学院博士后研究员。他的主要研究兴趣在公共国际法和国际经济法, 以金融和解决国际争端为主。他在剑桥大学、伦敦经济学院、哈佛大学、瑞士圣加仑大学等高校讲授国际法、世界贸易组织法和欧盟法。他的最新著作即将由剑桥大学出版社出版, 该书研究了国际法庭和特种法庭在过去 150 年中如何处理主权债务违约的问题。Waibel 先生还是 ILA 主权债务违约研究小组的联合报告人。他拥有维也纳大学法学硕士和博士学位、伦敦经济学院经济学硕士学位和哈佛大学法学院法学硕士学位。

目 录

第1章 导 论	刘 琨 琨 / 1
第2章 地方政府债务融资：实现可持续性	Otaviano Canuto 和刘 琨 琨 / 10
2.1 地方政府债务融资的重要性的提升	10
2.2 金融危机：影响和应对	11
2.3 长期的结构性问题	12
2.4 结 论	19
第3章 地方政府债务融资与全球金融危机	Otaviano Canuto 和刘 琨 琨 / 25
3.1 地方政府债务融资的重要性不断提高	25
3.2 金融危机对财政平衡的影响	26
3.3 金融危机对融资成本的影响	28
3.4 反周期性宏观经济政策与地方政府	31
3.5 地方政府债务融资的监管体系	32
3.6 长期的结构性挑战	34
第4章 地方政府债务融资及其风险管理	刘 琨 琨 / 38
4.1 引 言	38
4.2 地方政府发债的监管	39
4.3 事后无力偿还债务应对机制	44
4.4 规范管理城投公司	49
4.5 加强地方政府管理债务的能力	53
4.6 管理土地融资中的财政风险	56
4.7 发展地方债务市场	60

4.8	改革措施建议	63
第5章 地方政府的借贷、破产和相关监管		
	刘琨琨和 Michael Waibel /	76
5.1	引言	76
5.2	地方借贷的益处和风险	77
5.3	监管地方借贷的理由	80
5.4	地方政府借贷的监管体系：事前监管	82
5.5	地方政府借贷的监管体系：破产机制	84
5.6	结论	88
第6章 地方政府破产：跨国经验和教训		
	刘琨琨和 Michael Waibel /	98
6.1	引言	98
6.2	为什么要监管地方政府破产？	100
6.3	地方政府破产机制的设计	107
6.4	地方破产程序：关键要素	115
6.5	教训和结论	121
第7章 地方政府的信用评级：比较研究		
	刘琨琨和 Kim Song Tan /	136
7.1	引言	136
7.2	评级程序和评级指标	138
7.3	地方信用评级的好处和局限性	147
7.4	影响地方政府信用评级的主权国家方面的因素	153
7.5	信用评级的方法变化	160
7.6	在发展中国家进行地方政府评级所面临的挑战	164
7.7	结论	167
第8章 地方政府的财政可持续性分析：我们能从泰米尔纳德邦学到什么？		
	Elena Ianchovichina、刘琨琨和 Mohan Nagarajan /	179
8.1	引言	179
8.2	地方财政可持续性分析框架	182
8.3	财政调整：泰米尔纳德邦的案例	185
8.4	地方政府财政可持续性分析	193

8.5 结束语	203
第9章 将土地融资纳入地方财政管理	
体系	George E. Peterson 和 Olga Kaganova / 210
9.1 引 言	210
9.2 土地融资：财政风险和政策议题	215
9.3 建立地方政府监管框架	222
9.4 管理地方政府土地融资的财政风险的已有实践和探索	228
9.5 结 论	234
第10章 建设强大的地方政府债券市场	
——基于监管者视角的分析	Paul S. Maco / 242
10.1 引 言	242
10.2 地方债券市场监管的总体目标	243
10.3 美国市政债券市场的概览和简史	246
10.4 美国市政债券市场的成长	250
10.5 对地方证券发行和交易的联邦监管	254
10.6 结 论	262
文献来源	272

第1章 导 论

刘 琍 琍

从 20 世纪 90 年代初起, 地方政府债务的重要性在很多发展中国家不断上升。这种重要性并不是联邦制国家特有的现象。即使在单一制国家, 地方政府债务在公共债务中的比重也不断提升。地方政府一词泛指联邦或中央政府以下的各级政府和公共实体, 包括州(邦)或省、县、市、公用基础设施公司及其他能够举债的政府特别目的实体或准公共性质机构。

地方政府债务比重的增加是由重要的结构性变化趋势促成的。许多国家的分权化改革赋予了地方政府一定的支出责任、税收征收的权利以及举债的能力。发展中国家地方借贷不断增加是受大规模基础设施投资需求的驱动。基础设施投资的很大一部分事权被转移到地方政府层面。而每年有 6 000 万农村人口转移到城市, 快速的城市化进程需要大规模的公共投资, 从城市公共交通、供电到供水和卫生清洁。借款使地方政府提前享受到了大型资本性投资的益处, 不用一直等到存到足够的基金再搞基础设施建设。债务融资能使借款期限和由借款建设的基础设施的有效使用年限之间更好地匹配, 这样就使通过举债进行的基础设施建设使融资成本在现在和未来的受益人之间进行了分摊。

2008 ~ 2009 年的全球金融危机对地方政府的财政平衡和融资成本造成了怎样的影响? 如何解释各国地方政府在应对财政形势恶化的威胁时所体现出的能力的不同? 地方政府为基础设施和社会服务提供可持续的融资将面临哪些长期的结构性的挑战? 这些问题是本书第 2 章和第 3 章所注重的。第 2 章偏重于地方政府融资可持续性所面临的长期的结构性挑战, 而第 3 章则偏重于分析全球金融危机对地方政府的财政平衡和融资成本造成的影响。

如第 2 章所述, 城市化的快速推进和农村人口以空前规模向城市转移, 会给城市基础设施投资带来持续的巨大需求。在很多国家, 这些投资很大部分由各地方政府来承担。发展中国家目前对基础设施的年平均投资约占 GDP 的 3% ~ 4%, 远低于实际需要的水平。地方政府基础设施融资的规模和可持续性主要取决于国家的宏观经济基本面、地方政府借款的监管框架、对隐性债务和

或有债务的管理，以及竞争性和多样化的地方政府信贷市场的发展程度。

一个国家的宏观经济基本面对地方政府的财政可持续性产生关键影响。随着财政刺激措施的逐渐退出和货币宽松政策的收紧，地方政府财政空间面临的压力预计会普遍增大，包括财政转移支付的减少和借款成本的增加等。一个国家的宏观经济调控不但会对整体经济、财政和金融局势造成影响（这是地方政府运转的外在环境），而且会对地方政府筹集资金的能力形成约束。

对许多国家而言，建立监管框架的一个主要动机是防止软预算约束，特别是当地方政府面临破产风险时。监管框架包含两方面的内容：第一是针对地方政府的预防性财政事前规则，明确债务工具的目的、种类和限制，以及有关的发程序；第二是在地方政府无法清偿债务的情况下如何进行事后债务重组。各国选择的监管框架不尽相同，这取决于该国的历史、政治和经济结构以及建立破产机制的动力来源。

全球金融危机再次证实了预算外和官方财务报告的资产负债表之外的隐性债务和或有债务的重要性。为了大规模的基础设施投资，许多地方政府组建特殊目的机构（special-purpose vehicles, SPVs）来开展公共投资项目。这些机构在基础设施中可以发挥重要作用，但也会带来财政风险。地方政府常为这些机构在市场上的借款提供明确或隐含的担保。还有，许多发展中国家对于此类预算外融资机构发行的债务缺乏标准化的会计、记录、收集和披露规定。基础设施项目所涉及的土地融资同样有可能造成财政风险。其他隐性债务和或有债务包括地方政府公务员养老金债务和结构性的金融产品。

建立竞争性和多样化的地方政府信贷市场有助于保持最低的借贷成本和资金的持续获得，并给机构与个人投资者提供更多的投资工具选择。这意味着让银行借款和债券发行平等竞争，防止“市属银行”的垄断。地方资本市场证券监管及基础设施在许多方面同主权债券和公司债券类似。不过，证券法规不能替代对地方政府的谨慎财政管理和对特殊目的机构的公司治理的要求。金融市场的竞争和开放可能给规模较小的地方政府或不发达地区的地方政府带来挑战。对前者而言，采纳多种融资组合的模式可以降低融资成本。对后者而言，财政转移支付仍然可以扮演重要的角色。

第3章分析全球金融危机给许多国家的地方政府财政和融资造成的影响。经济增长放缓或负增长通常会减少地方政府的自有收入。具体的影响取决于地方政府的收入结构。基础财政收支状况的恶化，来自收入的减少和支出的刚性或持续性两方面的影响。一般来说，各国的财政支出需求在增长，而财政空间却在压缩，导致不同地区和不同层级的政府的财政状况都在恶化。在危机最严重的阶段，流动性紧缩和风险意愿降低导致许多地方政府债务发行的成本上升。当然，各国内部和各国之间地方政府债务融资的难易程度以及资金成本存

在着相当大的差异。虽然自 2009 年中期以来融资成本一般开始下降，但许多国家公共债务水平的迅速增加预计会导致长期利率的提升。

为了应对全球金融危机，许多国家实施了反周期的宏观经济政策。地方政府缓和危机冲击的能力受制于中央层级应对政策的框架。各国中央政府也已经采取了若干帮助地方政府应对危机的措施，包括放松财政和负债目标以及放宽对新的借款的财政空间，给转移支付减少的地方政府提供信贷，给地方政府提供低利率贷款和增加转移支付，给地方政府的基础设施建设支出和其他核心服务提供融资，以及扩大地方政府向资本市场融资的渠道。从长期来看，如第 2 章所述，发展中国家地方政府债务融资面临结构性的挑战。

第 4 章侧重于中国所面临的一个重要的政策课题：如何建立地方政府融资的管理体系，以继续加强大规模的城市基建所需的地方政府融资，并控制其宏观风险。

中国的预算法不允许地方政府借债，但是地方政府通过城市开发投资公司（UDIC，以下简称城投公司）间接地进行预算外借债。预算外融资支持了中国大规模的城市基建改造，并推动了竞争性房地产市场的发展。但是，随着中国进入经济发展和改革的新阶段，预算外借贷的局限性也变得显著，如缺乏透明度，隐形或有负债及其对银行资产质量的潜在影响，以及缺失具有深度和多元化的地方信贷市场。

禁止地方政府或者城投公司借贷不是解决问题的办法，因为债务融资仍将是中国城市化的重要驱动力。中国之所以每年能将 10% 以上的 GDP 投资用于基础设施建设——这远高于发展中国家 3% ~ 4% 的平均水平，很大程度上是因为城投公司进行的信贷债务融资。快速的城市化进程将把 7 亿农村人口中的大多数吸引进城市，随之而来的就是对于城市运输、地铁、电力、供水及排水系统等持续不断的需求。

允许地方政府和特别目的机构进行债务融资有诸多好处。资产经济寿命与债务期限匹配是一项完善的公共政策。市场准入会促使地方政府遵守市场规则及报告要求，因此有助于提高财政透明度、加强预算、金融管理，并完善财政管理。规范地方政府的债务融资还能够促进金融市场的发展。一个富有竞争力的信贷市场可以提高地方政府信贷市场的多元化水平，同时进一步降低借贷成本。

中国有很好的基础和优势来扩大地方政府/城投公司市场举债规模，并同时有效控制对宏观经济和金融体系的风险。需要解决的关键问题是制定相关政策法规，规范地方融资，在从地方政府/城投公司债务融资中获益的同时，管控违约风险及宏观经济风险。中国已经采取重大举措解决预算外负债问题。地方政府（如北京、广东和浙江）已启动管控债务风险的改革。标普对十几家

城投公司进行信用状况评估的试点项目已进行。中国首次允许省级政府发行债券（作为过渡，由财政部代发），债券发行的设计创新而务实。

第5章探讨建立事前监管制度和事后无法支付债务体系的国际经验。20世纪90年代中后期，一些发展中国家出现了地方财政压力或债务危机。该章追述了这些财政和债务危机的根源，来帮助理解如何建立有效的地方监管框架，从而减少系统性危机的发生。即使没有发生明显的拖欠债款或者债务危机，财政压力和隐性债务也会导致地方无力偿债的风险。在一个不稳定的宏观经济环境中，没有监管的借贷行为尤其危险。特别是在新兴的、投机的、未受监管的证券市场中，地方借贷者市场不受约束的准入程度可能超过实际收益源及监管框架的发展程度。在一个不稳定的宏观经济环境下向外国借贷可能因其存在货币投机风险而代价昂贵。

从20世纪90年代末期，发展中国家开始建立的监管框架是对地方财政压力和债务危机的直接回应。该章概述了针对地方借贷的监管框架的中心部分：第一，要进行事前控制，监管借贷并且监督地方财政状况。第二，事后为地方政府破产重组债务。很多国家的监管框架还处在演变之中，而各国建立各种监管制度的速度也不一样。此外，监管框架的建立与政府间财政体制改革以及地方政府借贷市场的发展紧密相连。

许多发展中国家事前监管制度通常包括指明地方政府借债目的和举债的类别，并制定发债程序以及财政监管指标。主要指标围绕偿债比率、当期预算平衡和担保限制等明确下来，但设置评估财务持续性的门槛要求，可能需要花费更多的时间和努力。事前借贷监管和事后破产机制是相互补充的。破产机制增加了债权人和地方借贷者绕过事前监管所受的惩罚，因而加强了防范措施的有效性。如果没有事后破产机制，事前监管很容易变成过度行政控制，成为中央政府和地方政府的博弈。过度依赖事前监管，包括中央政府逐笔审批贷款，事实上却限制了市场在监督地方借贷和债务状况中的作用。从现实出发，尽管发展中国家在监管地方借贷方面还不能侧重依赖市场的作用，但是发展中国家在设计监管框架时应该重视培育市场的作用。

第6章对建立事后无法支付债务体系的国际经验进一步深入阐述。地方政府破产（subnational insolvency）是发展中反复出现的事件，这已由发达及发展中国的历史和现代地方政府的债务违约事件所证明。随着各国对公共支出、税收及借款实行地方分权并拓展了地方信贷市场，破产程序变得愈发重要。国际经验表明，当恶化的公共服务将影响到大量人口的时候，不挽救破产的地方政府似乎在政治上并不可行；但是对地方政府及其机构进行无条件的政府援助会加大道德风险，鼓励地方借款方不负责任的财政行为，以及贷款方轻率的放贷行为。