



2009年教育部人文社科基金青年项目：项目编号（09YJCZH036）

中国地方政府债券 发展研究

ZHONG GUO DI FANG ZHENG FU ZHAI QUAN
FA ZHAN YAN JIU

曹小武 著



2009年教育部人文社科基金青年项目：项目编号（09YJCZH036）

中国地方政府债券 发展研究

ZHONG GUO DI FANG ZHENG FU ZHAI QUAN
FA ZHAN YAN JIU

曹小武 著

长江出版传媒
湖北人民出版社

鄂新登字 01 号

图书在版编目(CIP)数据

中国地方政府债券发展研究/曹小武著.
武汉:湖北人民出版社,2012.11

ISBN 978 - 7 - 216 - 07434 - 6

I. 中…

II. 曹…

III. 地方政府—债券市场—经济发展—研究—中国

IV. ①F832.51②F832.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 251653 号

中国地方政府债券发展研究

曹小武 著

出版发行:  长江出版传媒
© 湖北人民出版社

地址:武汉市雄楚大道 268 号
邮编:430070

印刷:武汉市福成启铭彩色印刷包装有限公司
开本:787 毫米×1092 毫米 1/16
字数:178 千字
版次:2012 年 11 月第 1 版
书号:ISBN 978 - 7 - 216 - 07434 - 6

经销:湖北省新华书店
印张:10.5
插页:2
印次:2012 年 11 月第 1 次印刷
定价:28.00 元

本社网址:<http://www.hbpp.com.cn>

目 录

引 言	1
第一章 地方政府债券研究文献	6
一、国外研究的文献归纳	6
二、国内研究的文献梳理	10
三、一个关于文献的简单评价	16
第二章 我国地方政府债券发行的理论与现实依据	17
一、我国发行地方债券的可行性分析	18
二、我国发行地方债券的必要性分析	20
第三章 发展我国地方政府债券一个重要背景：整顿我国地方政府融资平台	26
一、关于地方融资平台国内外研究述评	27
二、地方政府投融资平台运作模式	30
三、地方政府投融资平台的现状与风险	32
四、治理地方政府投融资平台相应对策	45
五、治理地方政府融资平台的一些最新思考——以湖北省为例	49

第四章 欧债背景下地方政府债务风险的再考察	53
一、欧债危机发展与蔓延	53
二、欧洲债务危机的原因探讨	57
三、目前欧债危机的解决思路	63
四、欧洲债务危机对我国经济发展的影响与对策	65
五、欧洲债务危机带给我国地方债务问题的启示	67
第五章 地方政府债券发行的海外经验	71
一、美国市政债券发展概况	71
二、美国地方政府债券市场的发展经验总结	76
三、发达国家发行市政债券的一些启示	79
四、发展中国家地方政府债券市场的发展经验	80
第六章 当前我国地方政府债券发展现状	84
一、我国地方债务规模的基本情况	84
二、化解地方债务风险，地方政府债券是最优选择	85
三、我国地方政府债券的目前发展现状	88
第七章 我国发展地方政府债券面临的风险	100
一、发展我国地方政府债券面临的现实风险	102
二、我国发行地方债券将面临的挑战	106

第八章 我国地方政府债券发展的路径安排·····	110
一、发展我国地方政府债券的基本路径·····	110
二、从当前地方政府债务结构和风险控制角度考察，由财政部代发 地方政府债券的形式还将持续相当长时间·····	113
三、在对地方投融资平台进行一定清理整顿之后，酝酿放行省级债·····	115
第九章 我国地方政府债券的细节设计·····	118
一、地方政府债券的风险防范的细节考虑·····	118
二、我国发行地方债券需解决的后续问题·····	121
三、特别注意信用评级机构在地方政府债券发展中独特作用·····	125
第十章 激活地方政府债券交易的思路：发展地方柜台交易市场·····	135
一、地方政府债券遭遇二级市场冷清交易的尴尬·····	135
二、地方政府债券出现了流标的困局·····	136
三、改变地方政府债券交易冷清的对策分析·····	138
四、我国地方柜台市场的发展变迁·····	140
五、海外柜台交易市场对债券交易推动作用的经验·····	142
六、我国地方柜台市场建设可以激活地方政府债券发展·····	146
参考文献·····	149
后 记·····	160

引 言

地方政府债券是指由地方政府为筹措教育、基础设施建设及其他大型项目的支出而发行的长期债务工具，地方政府根据信用原则、以承担还本付息责任为前提而筹集资金的债务凭证，一般是有财政收入的地方政府及地方公共机构发行的债券。同中央政府发行的国债一样，地方政府债券一般也是以当地政府的税收能力作为还本付息的担保。正因为如此，国外没有将一般责任债券和收益债券构成的集合称为地方政府债券，而是称之为市政债券。因此有学者认为如果将来地方政府可以获准发行财政债券，应该将其与中央政府债券一并纳入政府债券即公债的范围进行统一管理和规范，而不宜教条地与市政企业收益债券一起形成市政债券范畴。不过，笔者认为，如果做过于学究化的争论是没有必要的，在笔者看来，中国的地方政府债券与市政债券就是同义词，而市政企业发行的债券虽然属于企业债券的范畴，但在使用的过程中也具有政府债券的某些特点，如果有政府隐形担保，也可归于地方债券。

随着我国城市化进程的日益加速，城市规模的扩大和城市基础设施的建设，必然需要大量资金支持，而中央及地方两级财政资金和银行信贷资金不可能完全满足该种需求，城市建设资金缺口将长期存在。再加上地方政府日益庞大的或有隐性债务的客观事实（根据财政部的测算，截至2011年5月，中国地方政府性债务总额达到10万多亿元，其中直接债务占80%，剩余20%为担保性债务。而隐性债务，则无法统计），发行地方政府债券是解决地方政府资金短缺的一种可行性选择。地方财政拥有部分独立的、包括债务融资权在内的收支权限是规范的分税制下地方政府应有的财权之一。从我国的现实国情和不可逆转的城市化进程出发，有条件、有限制地发行地方政府债券利大于弊。同时，一个非常引人瞩目的事实是，我国证券监管当局对发展多层次资本市场有了明确的计划，债券市场是其中重要的组成部分。随着我国首只地方政府债——2009新疆维吾尔自治区政府债（一期）成功发行，备受瞩目的地方政府债券终于正式启动。事实上，长期以来中央对地方政府

发行债券始终保持“审慎乃至禁止”的态度，此次能够“开闸放行”，主要还是因为金融危机的影响。中国以“保增长、保就业、保稳定”为主线，实施了扩张性的财政政策。在刺激经济收到积极成效的同时，也不可避免地产生了“减收增支”情况，给各级财政带来了不小的压力。2009年允许地方政府以发债方式来纾缓融资困局，不仅意味着地方政府有机会通过债券融资，增强对扩张性财政政策的执行力；同时也意味着，危机的“倒逼机制”，已促使我们必须加快资本市场多元化的进程。和中央政府发行的国债一样，地方债同属公债范畴。公债的发行主体是执行社会管理功能的政府，使用领域主要是弥补市场失灵和提供公共产品。也正因如此，在发行规模、发行时机、购买对象、使用渠道、偿付方式等环节，公债面临着更为严格的风险监控——不仅要保障购买者的利益，而且还要约束政府公债过度发行以及低效使用等行为。目前正在蔓延中的欧洲债务危机，尤其是欧洲五猪（英文为“Pigs”）即葡萄牙（P）、爱尔兰（I）、意大利（I）、希腊（G）以及西班牙（S）欧洲五国，所面临的困境以及对欧元区及世界经济的巨大影响，使公债这种政府负债形式遭受到了前所未有的关注。可见，政府发行公债，既要重视公债的融资功能，又要凸显公债的风险管控。这是国家发行公债始终坚守的基本法则，这种判断可以从美国、欧盟、日本等经济体的财政实践中得到证实。基于纾缓地方政府财政压力的初衷，2009年中国开始的地方债发行，不可避免地带有应急和探索性质。从长远来看，仍需探求地方债风险管控和融资功能之间的平衡机制。而且这种机制的关键，不是增强中央政府对地方债的“终极担保”功能，而是要从“国家信用”中逐步分离出“地方信用”，将中央政府“自上而下”的监管与辖区公众“自下而上”的约束相结合。通过扩大区域内社会公众的参与度、知情权和决策力，通过提高地方债发行过程中的透明度和科学性，通过引入具有独立性质的地方信用评级机制，尽量消除地方政府不当发债、低效使用、责任转移等可能行为。只有这样，才能逐步建立规范高效、风险可控的地方政府债务管理制度和运行机制。我国2009年已经启动的几只地方政府债券的发行采用的是记账式国债目前业已成熟的发行渠道，主要通过银行间债券市场和证券交易所交易。但是显而易见的是，从最近几年地方政府债券发行和交易情况来看，在证券交易所上市的地方政府债券屡遭零交易的尴尬局面。地方债面临着一级市场热情衰退、二级市场交易清淡的令人困惑的遭遇。因此，研究我国地方政府债券后续发展的路径和风险控制机制，具有很强的理论和现实意义。

在启动地方政府债券的初期，采用国债发行渠道和类似于国债发行的手段，是完全可以理解的，但接下来如何发展地方政府债券的发行模式，使中央代发地方债不仅仅是为地方提供资金配套的一个临时性措施，更多的是一个地方政府财权、事权匹配改革积极的举措，是需要关注的首要问题。另外，还有如何激活地方政府债券市场问题。地方债虽然纳入省级预算管理，却是由财政部代理发行并代办还本付息和支付发行费，因此在债务风险和国债其实是基本相同的。先后发行的各地方债券，由于发行时市场环境不同，其票面利率也并不相同，但这并不意味着各地方政府的信用水平存在差距。作为地方债券的潜在投资者，人们是否愿意投资地方债券，当然首先要考虑的是收益水平。如果说一级市场上还不乏一些大机构、大银行，作为优化资产配置的一种手段，那么在二级市场上，普通投资者在购买自愿的前提下，却不会有多大热情对利率超低的地方债券积极响应。激活地方政府债券市场，除了在品种设计上需要更多样化以外，较为灵活的利息报酬也是应该考虑的重点。而且笔者相信有更多个人投资者购买地方政府债券，会对地方政府有效使用债券筹措资金形成无形的约束力。因此，笔者建议地方政府债券与地方柜台市场发展的结合。在全国性市场发行经验积累到一定阶段可考虑选择一些有实力的省份城市公募发行。地方政府债券一般时间比较长，中长期债券必须要有流通性才能吸引到投资者。因此在地方法政府债券流通市场的建设中，各地证券经营机构的柜台市场将是值得重点考虑的场所。目前我国证券流通市场过于单一，特别是场外交易一直难有起色。20世纪90年代非常兴盛的地方柜台交易目前基本处于停顿状态，如能与地方特色同样鲜明的地方政府债券相结合，将会形成一个双赢局面：地方政府债券流通性有了更多组织机构支撑，而证券经营机构也找到了新的利润增长点，同时对我国资本市场的发展也是一种推动。通过柜台市场购买地方政府债券的投资者绝大多数应该是本地居民，通过本区域内社会公众的参与，将会提高地方债发行过程中的透明度和科学性。

笔者在相关地方政府债券研究中关注的难点与重点是：1. 已发行的地方政府债券大部分托管在银行间债券市场，证券交易所市场托管量极小。二级市场交易也主要集中在银行间债券市场。地方政府债券具有信用度高于普通金融债券和公司债券，但利率水平又高于国债的有利条件，在我国债券市场大多类似的交易背景下，探讨地方政府债券通过证券交易所如何吸引更多个人投资者的途径。2. 当前地方政府债券发行采用的方式：地方财政部门根据用款需要，向财政部上报债券发行计划建议；财政部根据地方政府上报

的债券发行计划建议，综合国债发行安排、金融市场运行、债券市场供求等因素，向地方财政部门提出调整建议；地方财政部门认可后向财政部确认。在此基础上，财政部按规定提前向社会公布发行计划，方便承销机构和投资者承销认购地方政府债券。上述的地方政府债券发行方式只能是在初期采用的过渡方式，中央对地方政府债券的严格管理带有自我防卫的特点，在市政债券发展的初始阶段，严格的资格审查和规模控制是非常必要的。但地方政府债券最后落脚点一定应该是地方政府依据本级政府财政收支具体情况以及资本市场实际制定债券发行规模、计划、债券类型（一般责任债券或收入债券）、利率、期限等债券细节，并由其选定的发行中介机构完成全部发行工作。因此本课题研究的另一重点就是地方政府债券摆脱财政部代发代收代偿模式的条件、时机与风险控制。

本书的研究思路基于一种短中长期的路径安排，同时结合地方政府债券市场实际情况变化进行实证分析，借此希望提出一些前瞻性与建设性的建议。短期的研究思路重点集中在就目前发行模式与市场环境下，激活证券交易所市场的地方政府债券交易规模与交易热情，需要在债券品种、票面利率、期限、投资者主体结构上重点考虑的因素以及相应的应对之策。虽然在世界主要资本市场的经验数据表明，债券投资者结构中商业银行和保险机构是主流，但个人投资者的比重也不容小视，而我国记账式债券市场，个人投资者比重极低的现实，能否通过地方政府债券相关细节的完善，带动债券市场出现一些令人鼓舞的积极变化，的确是值得期待的。中期的研究思路重点是探索具有中国特色的地方政府债券发展之路。针对“有市场人士建议将地方债打包发行，然后再进行区域分配，甚至有机机构建议将中央财政的隐形担保显性化，改变地方债的命名方式，变成准国债”的应急性观点提出旗帜鲜明的反对意见，地方政府债券发行的意义是深远的，不仅仅是为地方提供资金配套的一个临时性措施，更多的是一个地方政府财权、事权匹配改革积极的信号。如果通过这次发行地方债能为财权、事权的科学划分提供有益的借鉴，不失为一次意义重大的探索。长期研究的重点是地方政府债券发展与多层次资本市场建立之间的某些相互促进的因素与作用。

笔者研究成果关注真正的具有中国特色地方政府债券发行模式与发行机制形成的条件、时机以及风险控制手段，以及对中国多层次资本市场建立的正面影响。不容置疑的是在中国现实的政治经济背景下，照搬任何国家的地方政府债券的发展经验是行不通的。基于我国中央政府与地方政府在财权、事权上的分配现实，在现行的投资体制中对地方政府作为一级投资主体的监

督和约束机制还不够健全。正因为如此，地方政府投资中投资效益差、重复投资等问题还比较突出，投资项目决策机制的科学性、决策过程的透明性、决策程序的合理性也需要改进和完善。此外，地方投资和中央投资权责划分也比较模糊。因此笔者在比较长的时间内将关注地方政府债券这种显性负债方式对地方政府投资行为的约束作用。

第一章 地方政府债券研究文献

一、国外研究的文献归纳

西方理论界在现代城市开发建设 300 多年的历史中，根据其按市场机制配置资源的原则和经验，形成了公共产品理论和公债理论，这是市政债券的理论基础。

1. 公共产品理论

霍布斯在其完成于 1651 年的《利维坦》一书对国家的论述中，体现了公共产品政府供给的思想。霍布斯认为公共产品的利益和效用是由个人享有，但个人本身难以提供，而只能由政府或集体来提供。该理论成为其后公共产品理论最根本的理论基础之一。其思想是，社会上的个人是自由平等的，为了保卫和维护自身的利益，但又无力仅仅依靠个人的力量来做到时，个人通过相互间的契约而创造和形成了国家与政府。霍布斯指出，国家的本质“用一个定义来说，这就是一大群人相互订立信约、每个人都对它的行为授权，以便使它能按其认为有利于大家的和平与共同防卫的方式运用全体的力量和手段的一个人格”。

休谟（Hume）1740 年在《人性论》以草地排水问题为例说明政府可以克服人性的弱点，供给桥梁等公共产品。休谟认为，人类是被利益所支配的，并且人们最关心的是自己以及自己的亲人或有关系的人。但是，人类只有在遵守普遍的规则，在维护社会正义的前提下，才能实现私人的利益。然而个人利益与普遍利益并不是天然一致的，由于人性的弱点，比如注重眼前利益，缺少长远打算，过分看重自己的利益，往往会做出破坏公道的事情。这样，相互影响的人们最终会陷入越来越严重的对公道的破坏中。由于我们无法改变自利的天性，因此，必须使每个人处于不得不遵守正义和公道法则的环境下。但是，这种环境的改变依靠我们个人是行不通的，只有依靠国家。

1776年,亚当·斯密在《国富论》中指出:“政府有设立并维护某些公共工程和公共机关的义务,这类事业是不可能为了个人或少数人的利益而设立或维持的;因为所得的利润不能补偿个人或少数人的所费,尽管这对大社会来说是足够补偿而有余的”。其后,穆勒以灯塔为例,探讨了公共产品的问题,他指出“无人出于自私的动机去建造灯塔,除非由国家强制收费以保障和补偿其利益”。

2. 公债理论

在早期公债观中,经济学家大都反对国家借入公债。亚当·斯密在《国富论》一书第五篇第三章集中论述公债问题。他明确指出公债融资消耗了生产性资本,损害经济效率。他对税收融资和公债融资作了比较,认为税收可能阻碍新资本的形成,但不一定破坏现存资本,而公债将产业资本转用于非生产性用途,不仅可能会妨碍新资本的形成,而且会减少现存资本,妨碍再生产的正常进行。斯密还认为,国家举债会使政府变得浪费无度、效率低下,日益庞大的债务规模会削弱一个国家的实力。大卫·李嘉图也认为公债有害于国民经济,甚至认为公债是能够摧毁国家的最可怕的灾难之一。他认为征税和举债对经济的影响从经济本质上说是等价的,即被后人命名的“李嘉图等价定理”。李嘉图在论述政府征税与举债的关系时,提出了该定理的基本思想:政府选用征收一次总付税还是发行公债来为政府支出筹措资金,既不会影响居民的消费,也不影响资本的生成,因此,两种融资方法在经济本质上是等价的。古典的公债理论以亚当·斯密和大卫·李嘉图为代表。

詹姆斯·斯图亚特,他在1767年出版的《政治经济学原理研究》一书中第一次比较系统地提出了公债的理论。斯图亚特从公债与私债的关系上,论述了发行公债对国民经济可能产生的影响这一问题,并认为公债的发行不会对经济造成危害,他同时还认为由于政府可以不断地向其债息的领受者征税,因而政府的借款能力几乎是无限度的。尽管斯图亚特对公债作了比较系统的论述,并形成了一套较为完整的观点,但是他的思想在历史上并没有得到应有的重视。

凯恩斯学派则主张扩大政府的财政支出,并通过发行公债来弥补赤字,认为公债是一种重要的政策手段。该学派认为:公债有益无害;公债非债;公债无须偿还;公债可以随经济的发展而不断增长;公债不会对下代人造成负担。现代凯恩斯学派的典型代表萨缪尔森认为:公债不是一个值得忧虑的问题,而是一件有益的事,会增加净收入,公债不是妨碍经济增长的因素,

而是使经济稳定发展的因素，公债的数额不应受限制，公债的发行不但不应视作国家的债务，而且还应视为国家的资产，公债不会增加人民负担。因此大量发行公债有利于经济繁荣和充分就业。

现代公债理论在公债作为重要的宏观调控手段这一问题上达成了共识。其主要代表人物包括詹姆斯·M. 布坎南、弗朗科·莫迪利亚尼和詹姆斯·爱德华·米德等，他们认为公债既有利也有弊，公债发行所获得的资金应用于生产性经济支出。公债对当代人不是负担，其实际负担转移给了后代。

3. 有关地方政府债券交易与风险控制的研究

地方政府债券在美国、日本等国家发展已经相当成熟，因此，国外对地方政府债券的可行性与必要性的研究较少，大多集中于地方政府债券风险的防范，地方政府债券作为衍生金融工具操作的可能，地方政府债券产品的创新等。同时，对地方政府债券收益率的影响因素分析、发行模式和发行规模分析方面也都有深入的研究，有关地方财政规模与财政制度对市政债券发行影响的探讨较多。

Chris Downing, Frank Zhang (2004) 利用了市政债券交易的综合数据库，探讨穆尼市场交易量与波动性关系。研究发现，交易数量和债券价格波动正相关，平均交易规模和价格波动负相关。这与当前量价关系理论模型的结果不一致，可能原因是当前模型无法解释大宗交易的成本对整个市场流动性的影响。

W. Bartley Hildreth (2005) 等对美国市政债券近 25 年的发展作了全面的描述，认为市政债券在为政府基础设施建设融资方面发挥了重要的作用，市政债券市场在近 25 年里的整体表现非常良好，债券存量由 1980 年的 4000 亿美元增至 2005 年的 2 万亿美元。20 世纪 80 年代税法改革对市政债券的发展影响巨大，个人投资者成为投资主体、债券保险得到迅速发展、规范的评级制度建立并且对投资者的决策影响巨大等等。

Junbo Wang, Chunchi Wu, Frank Zhang (2005) 考察了财政部和地方政府的相关收益，认为利用独特的交易数据，可以评估市政债券的流动性风险及收益，并且指出长期和短期到期市政债券的本质部分是归因于流动性贴水。

Larry E. Harris, Mike S. Piwowar (2006) 运用新的计量方法，考察了美国市政债券市场一年期间的 167000 多个样本数据，分析显示，流动性风险是影响市政债券收益率的重要因素，违约风险显著影响未投保市政债券的收益率，税率是另一个影响收益率的重要因素。为了更好的解释免税和应税债

券的相对收益率，流动性风险最好被考虑。

Gao Liu (2008) 探讨了债券保险保费包含的信息是否可以用于补充在估计债券信用风险时的信用评级。通过调查加州 2001—2005 年间发行的被保险的市政债券，以确定债券的保费、信用评级和信用风险之间的关系。结果表明，市政债券保险保费在信用评级下调时具有解释作用，而评级上升时没有作用。市场参与者和监管者可以利用这一信息优势，更好地预测被保险市政债券潜在的信用风险。

Andrew Ang, Vineer Bhansali, Yuhang Xing (2010) 分析了 2009 年美国经济复苏和再投资法案中的建设美国债券（巴布斯）的价格。巴布斯项目旨在扩大持有市政债券的客户，降低拨款资本和基础设施项目的地方和州政府的借款成本。研究显示，巴布斯的平均发行价格低于传统市政债券，但仅限于 2009 年和 2010 年发行。

Hempel (1972)、Zimmerman (1977) 和 Trzcinka (1982) 等人认为市政债券具有信用风险，从某种程度来说，市政债券拥有独特的用途，行政政策也具有不可预测性，因此，其信用风险要大于同等信用级别的企业债券。

Jun Peng, Peter F. Brucato, Jr. (2004) 对市政债券市场的信息不对称问题和相关制度机制进行了实证分析。认为造成信息不对称的原因是很多发行人是第一次发行债券并且规模较小，个人投资者是购买市政债券的重要主体，信息公布及时性和透明度的不足。

W. Bartley Hildreth (2005) 认为，市政债券为政府基础建设融资发挥了重要作用。20 世纪 80 年代的税法改革法案对市政债券的发展影响巨大，主要包括个人投资者成为投资主体、债券保险从小到大得到迅速发展、规范的评级制度建立并且对投资者的决策影响巨大等。

关于地方政府债券风险防范方面，以下学者作了较深入地研究：Peter D. Fleming, Linda M. Johnson, Van E. Johnson (1996) 考察了风险因素和税收作用对地方政府债券投资的影响；John M. R. Chalmers (1998) 指出相对于应征税债券，地方政府债券负担了更多的风险，也包含了更重要的选择权。

Stephanie (2001) 认为在进行市政债券评级时可以采用的统计方法是判别式分析，因为它突出了在不同评级级别之间具有最强的判别能力的变量，使得判别结果的真实性提高。Stephanie 还将传统的判别式分析和逐步分析进行对比，后一种方法显示出了优越性，在大量的解释变量中，选择了最有作用的判定指标。Roy S. Freedman, William P. Stahl (1994) 认为，市政债

券评级需要将定性方法和定量方法适当地结合起来,因为尽管很多定量分析可以通过大量的数据自动实现和完善,但是实际上的购买和销售决定,多数还是基于个人的定性分析。Salwa Ammar, William Duncombe, Ronald Wright, Yilin Hou, Bernard Jump (2001) 使用基于规则的模糊推理系统进行市政债券评级。该方法的特点在于以下几点:①允许评估人把对市政债券信用水平的考察首先分成对影响债券评级的几个因素考察,这些因素包括了一些具体的定性定量指标。②模糊集合作为变量输入到推理系统时,存在其固有的不精确性。③影响市政债券评级的各个因素的模糊集合产生之后,通过推理系统在被整合成一个最后的反映市政债券信用水平的模糊集合。James M. Poterba 与 Kim S Rueben 在 1999 的文章《Fiscal Rules and State Borrowing Costs: Evidence from California and Other States》中,以 California 为参照对象,从美国加利福尼亚州和其他州的财政制度差别上对借款成本进行了分析,并对各因素的影响程度进行了回归分析,回归结果表明财政制度内容对市政债券发展影响显著。在 Feenberg 与 Poterba 的文章《市政债券持有者的实证分析:税收的角度》中,分析了税收政策的变化对于债券持有人结构的影响,间接指出了税收变化对于收益率变化的影响。Jonathan Rundle 在《实证分析:财政制度对本地政府借款成本的影响》的文章里,采用了更多的变量来建立指标体系,包括基本经济指标变量和财政制度变量,结果表明财政制度影响显著。此外, Sangkyun Park (1997)、Rueben (1996)、Bohn&Inman (1995)、Eichengreen (1992) 等学者也做过相应的收益率影响因素的实证分析,在财政制度对发行成本影响的方向性上,他们的分析结果基本一致。

二、国内研究的文献梳理

在很长一段时间国内理论界处于争论地方政府债券发行的可行性研究及时机选择阶段,而且这种研究不会随着我国已经推出地方政府债券而结束,因为事实说明现在的地方政府债券并非真正意义的地方政府债券,与此同时对地方政府债券风险控制与路径选择研究也在逐渐深入。

刘云中(2004年)对美国市政债券的发行与监管体制进行了全面介绍,总结了美国市政债券发行的几个条件:一是地方政府独立的财政税收能力;二是地方政府对债务安排的合理决策以及债务资金的合理运用,即是否具有企业精神或成本意识;三是信息披露的规则是否完美而有效;四是证券市场

监管部门的监管效率和监管力度。徐瑞娥（2005 年）综述了我国市政债券发行的相关障碍与已经具备的基础。宋立（2001 年），Tsui and wang（2004），wildasin（1997）则对中国地方政府的行为模式进行了深入分析，揭示了中国地方政府强烈投资冲动的深层次原因，对市政债券的发行对非市场化政府投资行为的某种抑制作用进行了研究。著名刊物《管理世界》在 2005 年第 4 期，发表了系列论文对中国市政债券的发展进行了全方位的分析。戴湘、陈笑冬（2002）以美国为例，介绍了市政债券在美国债券市场的作用，阐述了市政债券在中国的必要性和可行性。潘英丽（2002）探讨了发展市政债券市场和货币宏观调控的关系、地方政府的资信和债务清偿能力的关系以及资金的跨地区流动和地区间发展差距扩大的关系。此外，宋立、孙天琦（2004），钱怡君、计国忠（2005）在也进行了相关的探讨。

在发行实践操作方面，王刚、韩立岩（2003）从我国部分地方政府信用缺失的现状出发，结合美国市政债券信用管理的成功经验，对如何控制和防范市政债券管理中的政府信用风险提出了若干建议，同时简单分析了市政债券市场在信用角度的建立可行性。韩立岩（2003）在参考美国市政债券概况的基础上提出了市政债券违约风险的概念，并且利用 KMV 模型建立了市政债券信用风险模型，提出了计算理论违约概率的方法。在此基础上，以北京和上海的财政收支数据为基础，以信用风险与发展规模相联系，提出合理的发债规模。这是国内对市政债券研究最具有实践性的开始，此后，有学者运用类似方法对新疆等地市政债券发展规模进行了预测。杨萍（2004）特别研究了政府对债券收益提供的保证可能招致市场扭曲、中央政府对地方政府债务提供的信用保证会造成债务人主动违约的道德风险和投资者忽视借款人信用特征的问题。苗丽静（2005），提出在我国尝试进行收益债券发行既有可行性，也存在诸多风险。为有效控制风险，应从政府职能转变、财政与融资体制改革与法规完善方面入手，建立全面和多层次的防范体系。鉴于我国地方政府债券业已发行，以后相关的研究趋势必定会转向地方政府债券种类创新、市场拓展、风险控制，以及摆脱“准国债”印记，与多层次资本市场结合等领域。龙海阳、徐智华（2009）探讨了地方政府发行债券的经济学理论基础，并对发行地方债的作用进行了理论分析和现实分析，虽然我国发行地方债仍面临阻碍，但已具备通过发行地方政府债券来解决金融危机下经济不景气的条件。

地方政府债券的理论研究在我国早已开始，不少学者立足于我国国情，同时借鉴国外经验，针对我国地方政府债券融资发展战略提出了看法，大量