

# 地方政府债务义务究竟有多大？ ——以地方债券为例

郑新业 李芳华 李夕璐

**摘要：**一段时间以内，地方政府债务问题引起了广泛关注。限于数据问题，现有研究大多只讨论地方政府债务的总量，对其地区分布鲜有涉及。缺少地区分布和地方差异的信息，我们很容易将个别地区的情况一般化。显然，由此得出的结论并不准确。我们因此有必要研究地方债务的地区分布和差异。利用债券市场公开信息，本报告分析全国历年地方政府发行债券的次数和规模，以“地方债券在地方预算内收入所占比重”评估地方债务的风险。研究表明：

（1）相对地方财力而言，地方政府债券总额在可以接受范围。已发行的债务总额为 23248.62 亿元，占 2009 年地方财政收入的 71.31%；（2）地方债务发行较为集中，地方政府之间债务规模差别较大；（3）地方政府债券规模与土地出让收入成正比；（4）地方政府债务风险与自有财政收入的关系呈倒 U 型，即中等财力地区的债务风险最高；（5）各城市地方政府债券的到期收益率相差甚大，与转移支付占自有财政收入比重呈反比，反映各地区的还贷风险各不相同。

## 一、引言

近年来,随着我国地方债务规模不断扩大,各界对地方政府所面临的债务风险也日渐关注。在我国当前背景下,地方政府债务不仅关系到政府总债务的规模,从而对金融体系的稳定性产生影响,也对地方政府提供公共服务的能力有重要影响。另外,和其他国家不同,中国的地方政府对治理经济过热和经济衰退承担了重要的责任,地方债务的高低,对地方政府未来几年治理经济波动的能力也会产生影响。因此,评估地方政府面临的债务具有重要意义。一般来说,地方政府债务有两种融资方式。银行贷款是传统的,也是主要的债务来源<sup>1</sup>。另外,地方政府及其部门和机构、所属事业单位等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立地方融资平台,发行企业债务则是近年来逐渐发展起来的地方政府融资方式。过去一段时间中,政府和研究者付出了大量精力评估地方政府总债务。银监会、中国人民银行和审计署都发布了总量数据。除此之外,一些评估机构和研究者也对地方债务的总量做出了评估(穆迪, 2011; 史宗翰, 2010)。这些评估对理解地方政府债务规模,从而做出正确决策具有重要意义。但是,两个理由使得我们认为有必要以各个地级市为单位来评估地方政府的债务规模。第一,包括贷款在内的地方政府债务总额没有公开数据,因此地方政府债务的总量分布无法识别。而地方政府发行的债券(下文简称地方政府债券),作为地方债务的一个组成部分,构成地方政府还款义务的下限;第二,地方政府债券与当地的地方政府银行贷款都是地方政府的债务,这两种融资方式决策主体和还债义务主体相同,因此有一定的相关性,因此,我们可以借助于地方政府债券推测地方政府银行贷款的情况;从而进一步推断地方政府债务总体情况。

我国地方政府的非银行债务,主要是以地方投融资平台作为发行主体,公开发行的企业债和中期票据,主要用于地方基础设施建设或公益性项目。随着城市化进程不断加速,地方政府债券已经逐渐成为地方政府融资的重要方式。地方政府债券的产生、发展和壮大与我国的分权制财政体系以及现行法律制度有着密切关系。分权制财政体系导致地方政府资金缺口的扩大。1994年起我国实行分税制改革,改革重点是重新划定了中央和地方财政收入分配的范围和比例。此后随着经济快速增长,各级财政收入均不断增加,但地方财政收入比重却在下降。与此同时,随着城市化进程加快,地方政府投入在城市基础设施建设等方面的支出不断增加。收入与支出的不均等发展导致地方政府资金缺口逐年扩大,因而亟待寻求融资渠道。

然而现行法律法规对地方政府融资渠道进行了多重限制。《中华人民共和国预算法》第28条规定:“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。”这就限制了以地方政府为主体直接发行债务。而《中华人民共和国担保法》第8条规定:“国家机关不得为保证人,但经国务院批准为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行转贷的除外。”这就限制了地方政府作为担保人发行债务。以上两条限制了我国地方政府无法同西方国家一样,由各级地方政府或其授权或代理机构直接发行市政债券,以政府税收或其所属项目收益为偿债来源承担还本付息责任,从而达到筹措建设资金的目的。尽管也存在财政部代各级政府发行的地方政府债券,但债券的发行、付息等统一由中央代理,地方的自由支配权力十分有限,仍然属于资金划拨的性质。

在这一背景下,地方融资平台作为一种替代性的融资模式出现。地方融资平台是“由地方政府及其部门和机构、所属事业单位等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立,具有政府公益型项目投融资功能,并拥有独立企业法人资格的经济实体。”通过发行主体由地方

---

<sup>1</sup> 80%以上的地方政府债务来源于银行贷款(刘明康, 2011)。

政府向政府授权代理的企业的转换，地方政府规避了法律制度的限制，同时通过将土地、国有公司股权、国债收入等资产划拨注入的方式，仍然掌握着对融资平台公司的控制，从而通过融资平台公司进行贷款、发债等活动，将筹集资金用于市政基础设施建设。此外，地方政府还以对发债企业提供财政补贴、税收优惠等形式隐性担保，以间接方式完成了地方政府融资，解决了资金缺口问题。

2008 年国际经济危机之后，我国政府推行积极的财政政策和宽松的货币政策。尤其是“四万亿”刺激计划极大地促进了地方债券的发展。2009 年 3 月，人民银行联合银监会发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具”，此后地方政府债券进入井喷式发展时期。进入 2010 年后，地方债务规模的急剧扩大引起了国家的警惕，为了有效防范财政风险，2010 年 6 月发布《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》，要求地政府对辖区内融资平台公司债务进行归类处理。与此同时，国家发改委还暂停审批地方政府债券。随后，财政部、国家发改委、人民银行和银监会四部委又于 7 月 30 日联合下发了《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事宜的通知》，进一步细化了相关清理和规范细则。2010 年 11 月 20 日，国家发改委下发《国家发展改革委办公厅关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》，正式明确了地方政府投融资平台公司发行企业债券的各项审核标准，此后地方政府债券发行速度再次上升。

如前所述，和地方政府债务的重要性相比，国内目前对地方政府债务的研究远远不能适应需要。大部分研究考察角度单一，相互之间的统计标准有较大差异。多以某些特定地区作为样本，得出地方政府债券信用风险很高或者很低的结论。现有研究对地方融资平台在银行贷款和地方政府债券均有文献。其中对银行贷款的研究由于信息来源较少，数据多为估算，得出结论差异也较大。而对于地方政府债券，由于发展时间较短，研究还未成熟。尽管地方发行债券的详细数据都是公开透明的，但在地方政府债券的定义及划分标准上就存在较大分歧，因此对于地方政府债券的总量，各种统计口径下的数据不尽相同。例如对于 2008、2009 年发行的地方政府债券数量，中国农业银行的统计数据显示分别为 18 只和 78 只<sup>2</sup>，而程芳等人（2010）的统计数据是 24 只和 119 只<sup>3</sup>。而相关媒体统计的 2010 年的数据差异更大<sup>4</sup>，经济参考报统计 2010 年地方政府债券数量为近 40 只，而中国证券网的统计仅上半年就有 49 只，全年为 108 只<sup>5</sup>。而在地方政府债券信用风险的衡量问题上，分歧就更大了。进入 2011 年以来一些地方政府债券的资产变更风险凸现，引发地方债市场恐慌情绪产生，相关研究也因此断定地方政府债券信用风险已经积累到临界点，甚至判断“多米诺骨牌一触即倒”<sup>6</sup>。

针对上述研究存在的标准混乱、角度片面等问题，我们将研究重点放在地方政府债券的总量分布以及相对风险衡量上，力求从整体上较为全面地考察地方政府债券的现状。我们主要分析各地区地方政府债券数量和金额的差异，用总量占财政收入的比重来衡量信用风险，并试图探讨地方政府债券的相对规模与财政收入等因素的关系，还将地方政府的一个重要的收入来源——土地出让收入纳入研究范围，探讨土地出让金收入规模与地方政府债券规模的关系。

<sup>2</sup>年末地方政府债务达 12.5 万亿 城投债风险将集中爆发》

[http://news.ifeng.com/mainland/detail\\_2011\\_02/25/4852838\\_0.shtml](http://news.ifeng.com/mainland/detail_2011_02/25/4852838_0.shtml)

<sup>3</sup>程芳、陆叶舟、许鹏、赵巍华，2010，我国城投债市场现状分析及展望，《金融市场研究》，第 5 期，p32-39

<sup>4</sup>《年末地方政府债务达 12.5 万亿 城投债风险将集中爆发》

[http://news.ifeng.com/mainland/detail\\_2011\\_02/25/4852838\\_0.shtml](http://news.ifeng.com/mainland/detail_2011_02/25/4852838_0.shtml)

<sup>5</sup>《2010 年企业债发行收官 城投债受政策影响波动大》<http://money.sohu.com/20110105/n278688710.shtml>

<sup>6</sup>《483 家城投债互保成风 多米诺骨牌一触即倒》<http://roll.sohu.com/20110810/n315964618.shtml>

我们的发现主要为以下四个方面：

(1) 地方政府债券经过缓慢发展其后，2009年起呈井喷式发展的态势。2002年-2004年这一时期每年发行的地方政府债券数目非常少(<5)，且发行政府集中在直辖市(北京，上海，重庆)以及东南沿海发达的省份(江苏，浙江)；经过2005-2008年的缓慢增长，2009年开始，地方政府债券发行数目急剧上涨(达到300-400笔)，发行政府遍布全国(除西藏外)。

(2) 从全国角度看，地方政府债券的发行总量并不是很大。现在已经发行的债务总额仅为23248.62亿元，占2009年地方财政收入的71.31%；有将近一半的城市，地方政府债券的总额是自有财政年收入的50%。

(3) 地级市地方政府债务分布极不均匀，在全国所有的地级市(包括直辖市)中，有167个起劲为止尚未发行过地方政府债券(所占比重49.7%)；而已经发行地方政府债务的地区，有88个城市仅发行过1次或2次地方政府债务，大多数的地方债务集中在直辖市(北京，上海，重庆)以及东南沿海发达的省份(江苏，浙江)。

(4) 除此之外，我们还试图探究地方政府发债规模、债券利率的决定因素，我们发现，地方政府债券的发债量与土地出让收入成正比；地方政府债券占自有财力比重与人均财政收入的关系呈倒U型；各城市地方政府债券的到期收益率相差甚大，与转移支付占自有财政收入比重呈反比，反映各地区的还贷风险。

本报告其余内容安排如下：第二部分对数据来源及处理过程做了简要说明；第三部分简要说明了地方政府债券的发展历程以及目前的发展规模和地区分布状况；第四部分探讨了地方政府债券的规模及发债利率与财政收入、土地出让收入的关系；第五部分得出结论

## 二、方法与数据

### (一)、地方政府债券口径的定义

2010年6月13日发布《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》，其中定义地方政府融资平台为由地方政府及其部门和机构、所属事业单位等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，具有政府公益型项目投融资功能，并拥有独立企业法人资格的经济实体。

这个定义强调了地方政府融资平台公司的两个三个特点，分别是：(1) 由地方政府及其部门和机构、所属事业单位等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立；(2) 具有政府公益型项目投融资功能；(3) 拥有独立企业法人资格的经济实体。

三者之中的第一个特点是我们界定地方政府债券的最重要依据。这是由于企业由地方政府财政拨款或注入土地、股权等资产设立，则地方政府作为企业的大股东，需要承担按一定利率支付利息并按约定条件偿还本金的义务，换言之一旦企业本身难以偿还债务，政府需要用财政收入为其还款付息。

因此，我们将企业长期债券以及企业中期票据中，企业大股东包括地方政府、部门、机构及其所属事业单位的都列为地方政府债券。企业的经营范围包括但不限于城市基础建设和公共事业(包括电力、煤炭等能源基础产业的投资开发和经营管理；金融、房地产及高科技

等产业投资和经营管理等)，还包括国有资产经营管理、重金属以及有色金属开发等。

虽然，地方政府债券并不能代表地方政府所有的债务，但是由于地方银行贷款没有公开数据，且地方政府债券与当地的地方政府银行贷款有一定的相关性，因此地方政府债券，作为地方债务的一个组成部分，构成地方政府还款义务的下限且我们可以借助于地方政府债券推测地方政府银行贷款的情况，从而进一步推断地方政府债务总体情况。

## （二）、数据

本文所用的与地方政府债券有关的数据皆来源于万得资讯（Wind）2002 至 2011 年 6 月 30 日公开发行的企业债和中期票据数据库，我们按照地方政府债券的口径定义进行筛选和整合。其他数据包括土地出让金数据，来自《国土资源统计年鉴 2010》；地方财政收入、支出及年末总人口的数据均来自《中国城市统计年鉴 2010》。

## 三、主要发现

### （一）、总体情况

#### 1、地方政府债券经过缓慢发展其后，2009 年起呈井喷式发展的态势

地方政府债券自 2002 年至今，发行数量及发行地区都经历了大幅扩张。从时间发展趋势上看，可以分为三个阶段：萌芽期、发展期和井喷期。

##### （1）萌芽期：2002 年-2004 年

这一时期每年发行的地方政府债券数目非常少，2002 年首次发行了 3 笔，2003 年增至 5 笔，而 2004 年又下降至 1 笔。发行政府集中在直辖市（北京，上海，重庆）以及东南沿海发达的省份（江苏，浙江），而内地经济欠发达地区在这个时期并没有发行任何的地方政府债券。

表 2.2002-2004 年地方政府债券发行情况

年份	发行政府	发行金额(亿)	发行企业债次数	票面利率
2002 年	重庆市	15	1	4.32
	北京市	15	1	4.32
	江苏省	15	1	4.51
2003 年	江苏省	18	1	4.61
	苏州市	10	1	4.3
	上海市	55	2	4.4
	浙江省	10	1	4.29
2004 年	北京市	20	1	5.05

原始数据来源于：Wind 数据库

##### （2）发展期：2005 年-2008 年

这一时期地方政府债券发行数目缓步上升，但发行总数仍小于 100 笔。发行地区由发达的直辖市及东南沿海地区向河南、东北等地区扩展。

### (3) 井喷期：2009 年至今

2009 年至今，地方政府债券发行数目急剧上涨（达到 300-400 笔），发行政府遍布全国（除西藏外）。2009 年，全国地方政府债券发行数量达到 442 笔，2010 年全国地方政府债券发行量有小幅下降，但仍由 360 笔；而今年上半年，全国的地方政府债券发行量已经将近 400（399），可以预测，2011 年的地方政府债券将大大的超过 2009 年，达到历史最高值。

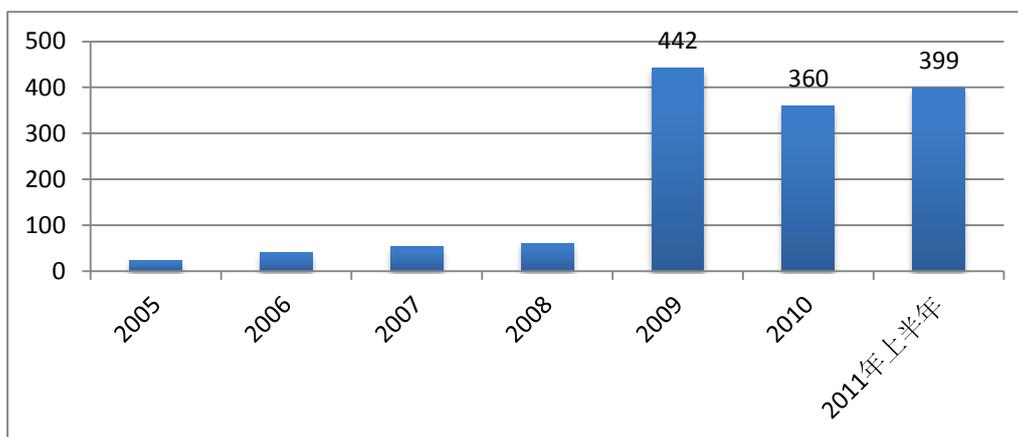


图 1.2005-2011 年地方政府债券发行数目

## 2、地方政府债券总规模并不大

从全国角度看，地方政府债券的发行总量并不是很大。下表是全国地方地方政府债券发行的绝对与相对规模（包括面值与付息）。

表 2. 2002 年以来地方地方政府债券发行规模

单位：亿元

	地方债务 (包括地级市和 省级)	地级市债务	省级债务
历年债务总和	23248.62	13387.3	9861.321
2012 年到期债务	1432.25	628.237	804.0135
2012 年以后债务(不含 2012 年)	21691.55	12759.06	8932.49
历年债务总和占财政收入 比重*	71.31%	69.23%	74.33%

\*注：地方债务相对规模是地方债务总和占 2009 总财政收入的比重。

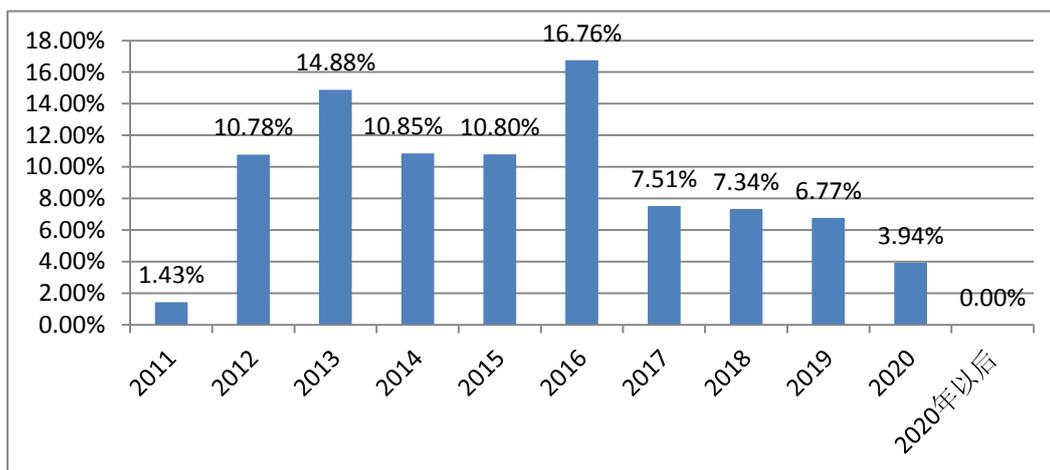
地级市债务相对规模是地级市债务总和占 2007 年地级市本级财政收入的比重。

省级债务相对规模是省级债务总和占 2007 年省本级财政收入的比重。

由上表可知，2002 年以来发行的地方债务历年总和为 2.3 万亿，占 2009 年总财政收入的 71.31%。而地级市和省级的债务总额占本级财政收入比重也都在 70%左右。考虑各级财政收入的逐年增长，总体来看地方地方政府债券的债务负担并不严重。以 2012 年到期债券为例，地级市债务仅有 628.237 亿元，占 2007 年地级市财政收入（包括市本级以及市辖的

县、区、县级市的财政收入)总和的 3.24%<sup>7</sup>, 省级债务占 2007 年省本级财政收入的 6.06%。

但是, 地方政府债券的发行期限为 3 到 20 年, 其中小于十年地方政府债券的为主要的债券类习惯 (约占所有债券的 77%), 十年期债券约占所有地方政府债券的 17%, 因此, 不同年份的到期债务总额不同。下图为每年到期的地方政府债券占目前已经发行的地方政府债券比重; 其中以 2016 年为目前已发行地方政府债券到期还款的高峰期, 达 2227.113 亿元, 为 2009 年地方财政收入的 6.83%。这一比例仅局限于 2011 年 6 月 30 日之后不再发行任何地方政府债券, 按照现在井喷式的发展规律, 以后每一年的还款金额占财政收入比重会显著高于 6.83% 这一比重。



## (二)、地区间比较：地方政府债券规模，以及对财政影响

### 1、各地方地方政府债券发行数目、规模相差甚大

地方政府债券的地区分布严重不均衡, 直辖市和东南沿海发达地区占据了发债总额相当大的比重。在全国 332 个地级市以及 4 个直辖市中, 有 167 个迄今为止尚未发行过地方政府债券, 所占比重为 49.7%, 余下 169 个城市的发行次数也差异很大。

从地方政府债券发行的数目来看, 如下图所示, 88 个城市仅发行过 1 次或 2 次地方政府债券, 占总数的 52.1%。发行次数小于 5 次的有 133 个城市, 占 78.7%。仅有 17 个城市发行次数超过 10 次, 其中上海发行 83 次, 北京发行 79 次, 重庆发行 51 次, 天津发行 33 次。就地级市而言, 发行次数最多的是无锡市、苏州市、和杭州市, 分别发行了 28、22 和 20 次地方政府债券。

<sup>7</sup> 2007 年是我们已有的最早的的地级市本级、地级市下辖县区、省本级财政的数据。2007 年后, 年财政收入增长速度约为 10%, 则预计 2012 年的地级市财政收入总和约为 31143.12 亿元, 而 2012 年到期债务占当年的地级市财政总收入比重约为 2.02%。

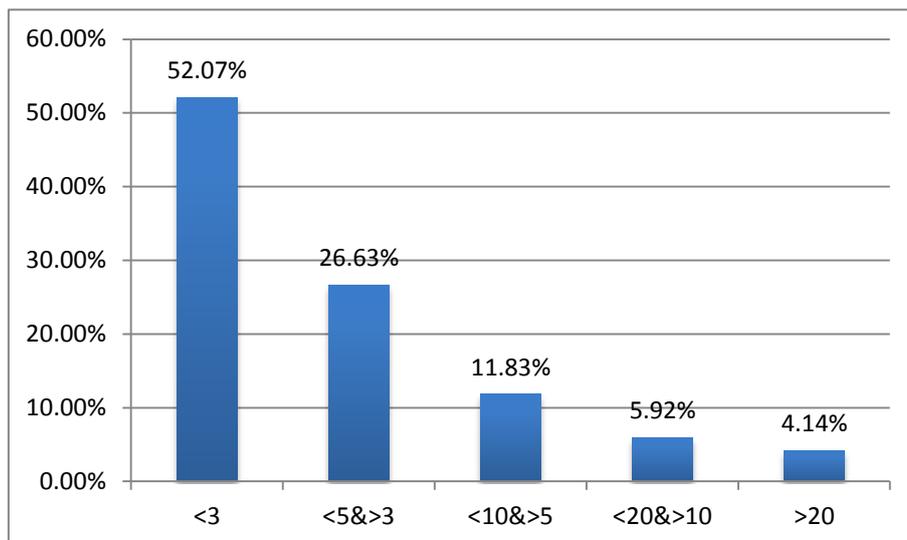


图 2.169 个城市发行地方政府债券的数目

从地方政府债券发行的规模来看，如下图所示，有 76 个地级市发行债务总规模小于 30 亿，占总数的 45%，近 80% 的城市发行债务规模小于 70 亿。仅有 26 个地区地方政府债券超过 100 亿，占 15%，其中最多的为北京、上海、重庆、天津四个直辖市，地方政府债券分别为 1711.63 亿、1632.61 亿、692 亿、635 亿。地级市中，仅有 2 个城市地方政府债券超过 300 亿，分别为无锡市（370.227 亿）和常州市（307 亿元）。

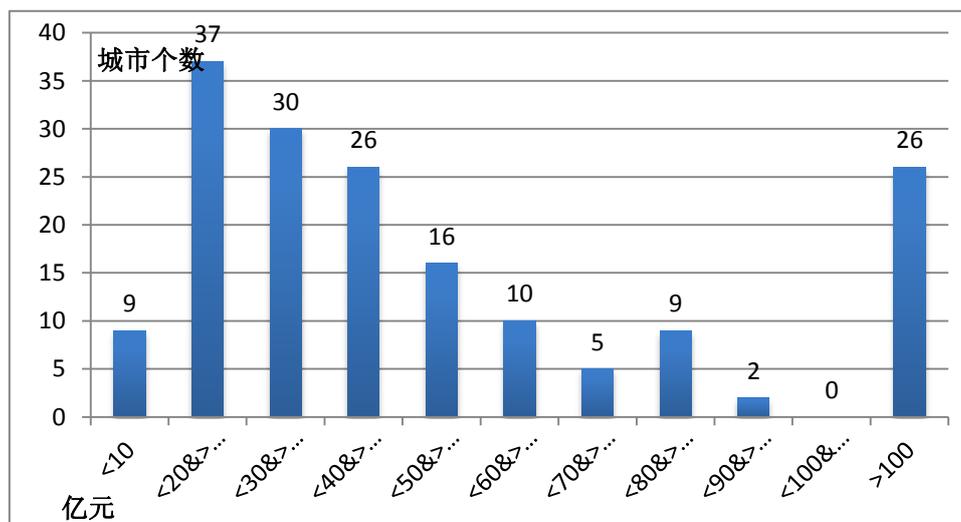


图 3.2002-2011 年地方政府债券发行规模分布

## 2、地级市财政依赖的差别极其显著

从占有自有财政收入比重的角度来看，如下图所示，有将近一半的城市，地方政府债券的总额不超过自有财政年收入的 50%，仅有 28 座城市超过自有财政年收入。最严重的是大同市，债务总额为年收入的 4.11 倍，其次是芜湖市（3.31 倍），伊春市（2.21 倍）和镇江市（1.88 倍）。

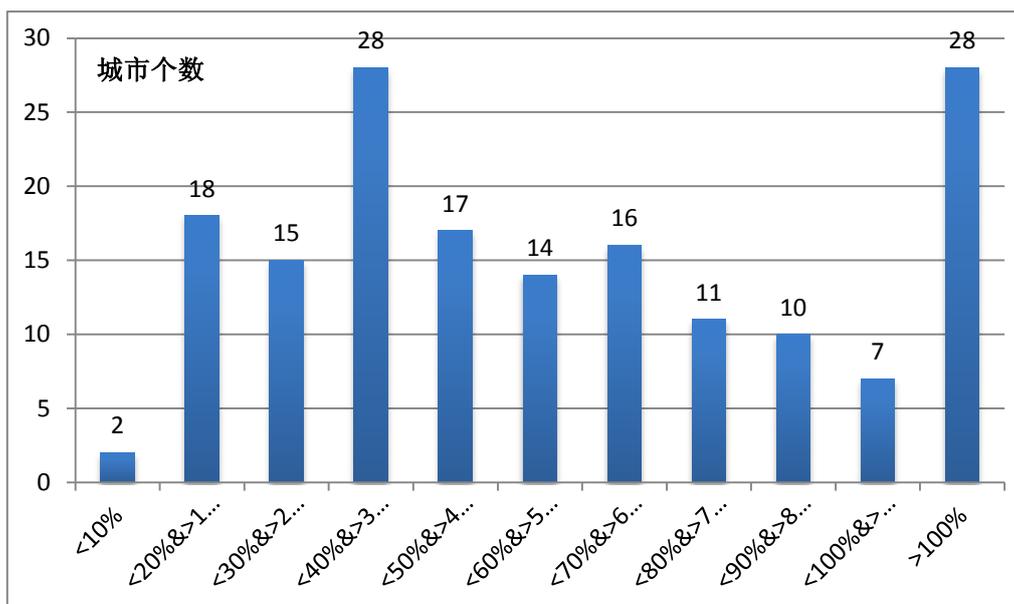


图 4.地方政府债券总额占 2009 年自有财政收入的比重分布

#### 四、地方政府债券与财政收入、土地出让收入关系探讨

根据现有数据，我们探讨了地方政府债券发行数量及债务比重的决定因素，重点地方政府债券规模探讨与财政收入及土地出让收入的关系，以及地方政府债券发行利率与地方转移支付比重的关系，考量了地方政府债务风险的决定因素。

##### 1、地方政府债券发债量与土地出让收入成正比

地方政府债券发行量与地方土地出让收入呈明显的正相关关系，说明土地出让收入越高，地方政府债券发行量越大。

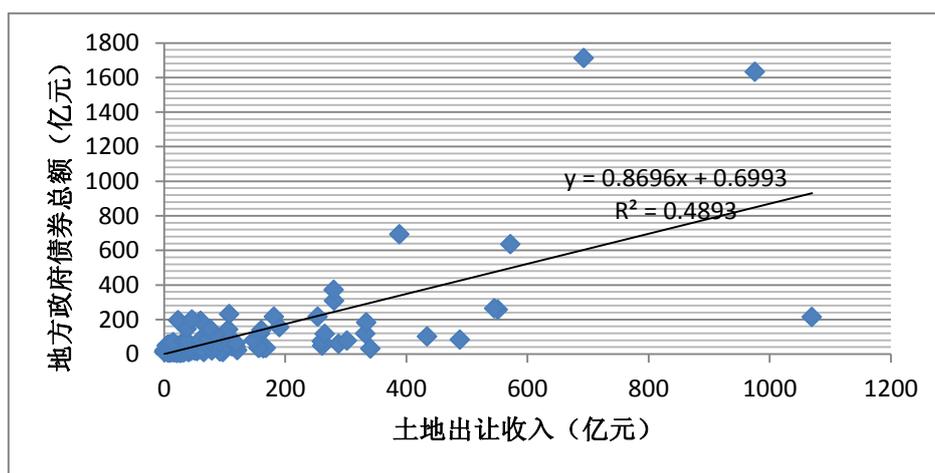


图 5.地方政府债券总额与土地出让收入关系

这一关系反映了当下土地财政盛行和地方政府大肆举债并存的现状。一方面，土地出让收入和借助地方融资平台发行地方政府债券是地方政府为城市建设筹集资金的两个重要方式，土地出让金收入较高，说明当地政府进行建设对土地资源以及资金的需求都较大，因而就更加有动机通过城投公司发债筹资。另一方面，许多城投公司的原始注入资金的重要来源就是地方政府的土地出让金收入，因此土地出让金越高，地方政府财政收入越高，能够为城

投公司提供的担保资金也就越高，因此也就会发行更多的地方政府债券。两个因素均可解释地方政府债券总额与土地出让收入的正向关系。

## 2、地方政府债券绝对量与自有财政收入的关系：倒 U 型

地方政府债券发行量与城市自有财政收入呈明显的倒 U 型关系，说明随着城市自有财政收入的增加，地方政府债券发行量先上升后下降。倒 U 型曲线的拐点在人均财政收入 26963 元/人处，中国超过这个点的城市仅有深圳市（35811 元/人），说明除深圳市外，其余城市地方政府债券与财政收入的关系均处在曲线上升阶段，即财政收入越高，地方政府债券发行量越大。

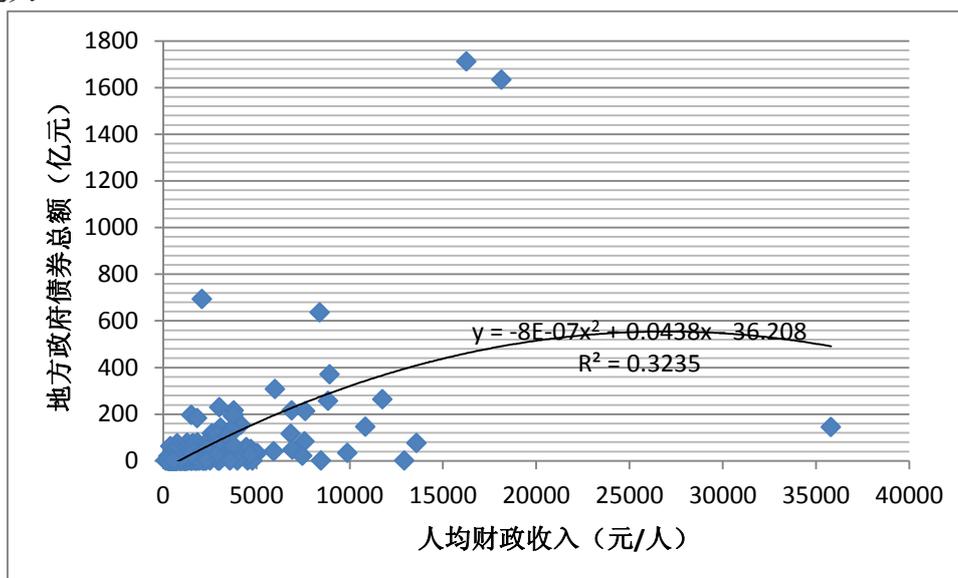


图 6.地方政府债券总额与自有财政收入关系

这一关系根据上文背景分析是很明显的，在当下城市化进程加快、各地政府都大力发展基础设施建设的环境下，各地政府自然倾向于将越来越多的财政收入投入到城市建设中，以吸引更多的资本进驻，因而也就需要更多的债务融资的支持。因此，财政收入绝对量越大，地方政府债券的绝对数额自然也就越大。只有当财政收入超过了拐点值，城市经济发展达到很高的水平时，地方政府可能会将增加的财政收入更多地投入到教育、医疗、社会保障等改善民生的公共服务领域，对城投公司以及地方政府债券的需求将会减少，因而地方政府债券规模也随之缩小。

## 3、地方政府债券相对比重于自有财政收入的关系

下图是地方政府债券历年债务总和占 2009 年财政收入的比重对人均自有财政收入的散点图及回归结果，可知地方政府债券相对规模与人均财政收入也是倒 U 型关系，拐点值是 15293 元/人，超过拐点值的城市是北京市、上海市和深圳市。这一关系的解释与绝对规模可能稍有不同。当人均财政收入较小时，随着财政收入增加，由上文解释可知地方政府债券绝对规模会随之上升，此时相对比重中作为分母的财政收入较小，因此地方政府债券规模上升速度大于财政收入上升速度，相对比重就会上升。而随着财政收入的增加，地方政府债券起初也随之增加但增幅逐渐减小，且拐点之后地方政府债券绝对规模还会下降，而此时作为分母的财政收入较大，地方政府债券规模上升速度小于财政收入上升速度，相对比重就会下降。当然，除了北京、上海和深圳外，其余城市还是处在曲线上升阶段，即地方政府债券的绝对和相对比重都是随着自有财政收入的增加而增加的。地方政府债券相对财政收入的比重

是衡量债务风险的重要指标，而这一关系表明各地债务风险随经济发展水平提高、财政收入增加而上升。

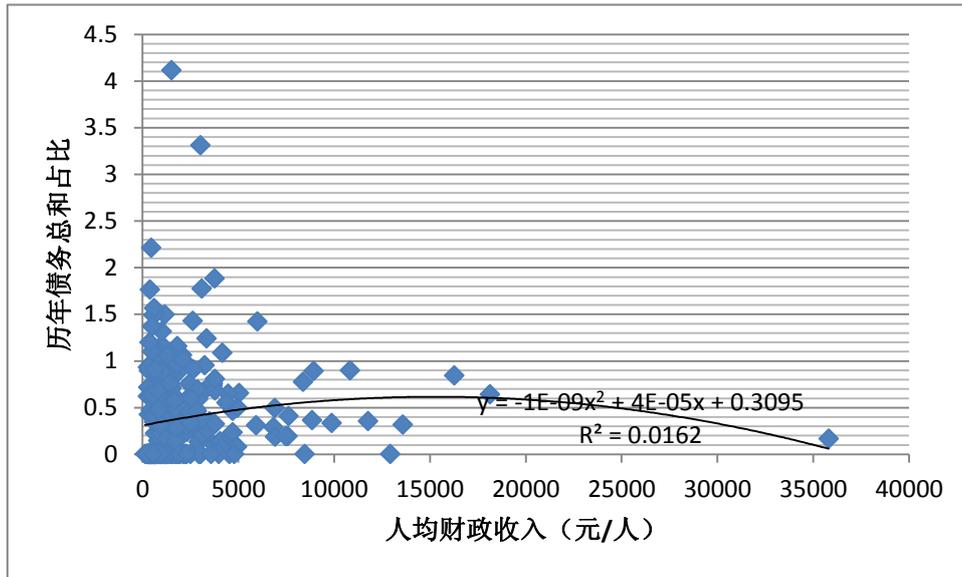


图 7.地方政府债券占比与人均财政收入关系

#### 4、地方政府债券到期收益率与转移支付占自有财政收入比重成反比

各城市地方政府债券的平均到期收益率相差甚大，最高为贵阳市（22.7%），最低为黄山市（4.7%）。将各城市到期收益率对转移支付占自有财政收入的比重回归，发现呈反比，即转移支付占自有财政收入比重越高的城市，到期收益率越低。地方政府债券的平均到期收益率衡量的是各城市发债的信用风险。风险越低，到期收益率就会越低，反之就会越高。因此回归结果表明转移支付占比越高的城市还债风险越低。这一关系可以得到合理的解释。相较于自有财政收入而言，转移支付是各地方政府较为稳定的财政收入来源，因此转移支付占比越高，地方政府可用于偿还债务的稳定财源越多，投资者对该债务能够按时偿还的信心越充足，到期收益率也就越低。

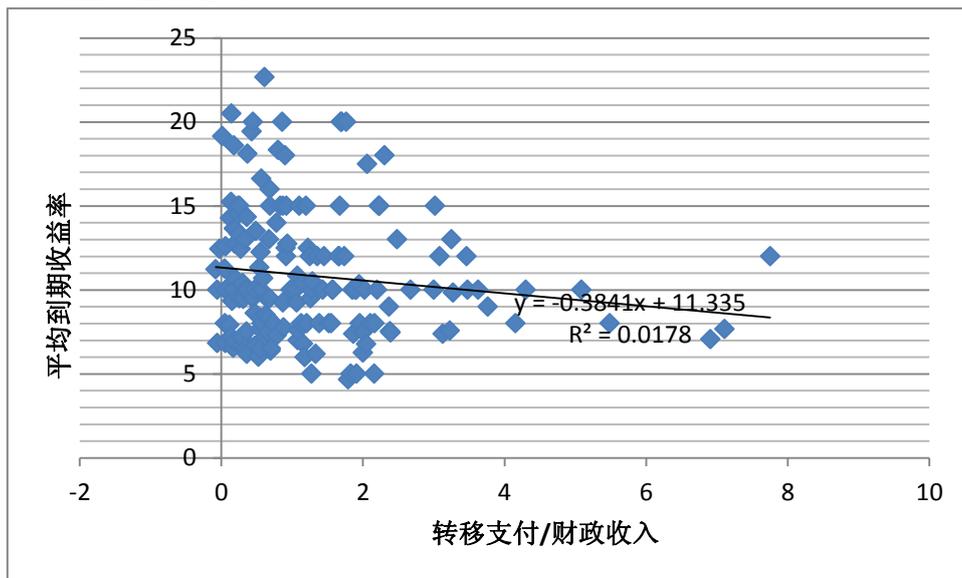


图 8.到期收益率与转移支付占比关系

## 五、结论

本文的研究结果表明，地方政府债券经历了从无到有、从直辖市及东南沿海个别地区到全国大多数地区的扩散式发展，已经进入了高速发展阶段。发行总数从全国角度看并不是很大，还不会对地方财政构成严重的信用威胁。然而地区分布十分不均衡，发行地区仍集中在东南沿海发达城市，这种财政资源的严重倾斜从地区角度看存在着债务风险的隐患。

地方政府债券总额与土地出让金收入呈现正向关系，这表明土地财政与债务筹资有着相辅相成的关系，因此无论是整治地方政府过分依赖土地财政问题还是地方政府扩大债务融资规模问题，都要考虑政策的多重影响。

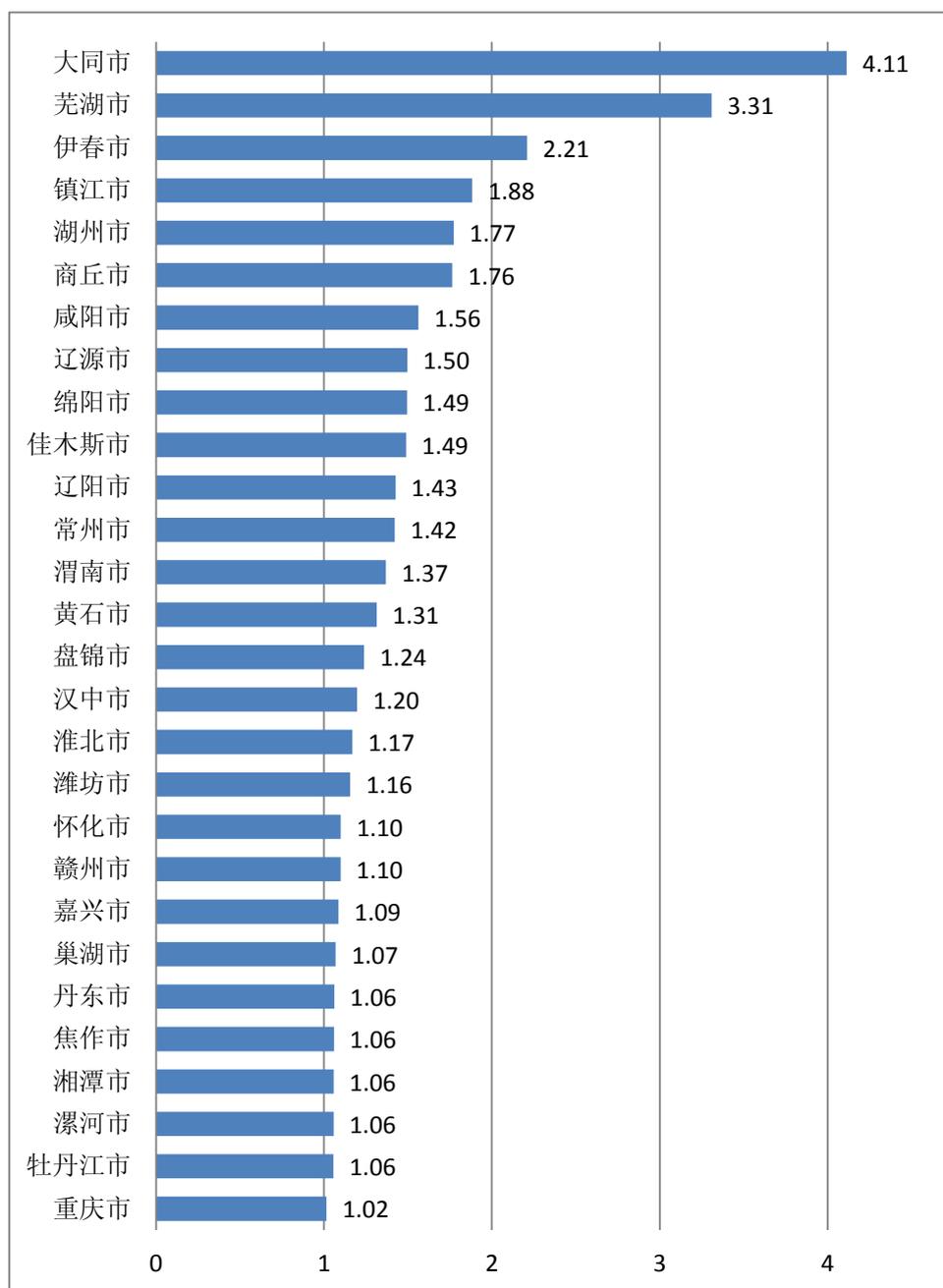
地方政府债券绝对规模、相对规模与人均自有财政收入均呈现倒 U 型关系，但绝大多数城市都还处在曲线的上升阶段。这说明财政收入的增长是地方政府债券盛行的一个推动因素。而考虑“十二五”期间信用趋于紧缩环境下地方政府可以面临财政收入增幅减小甚至下降的可能性，一方面预示着未来地方政府债券规模将可能会随着财政收入的缩小而缩小，但另一方面，由于地方政府债券多为 5 年、10 年的中长期债务，当下良好的经济环境下快速积累的债务规模，将有可能会在未来财政收入减少时，成为地方政府实施刺激经济政策的掣肘因素。

地方政府债券平均发行利率与地方政府转移支付占财政收入比重的反向关系表明，转移支付是投资者购买地方政府债券的重要考量因素。因此，中央政府应当在运用转移支付手段时更加注重资金的使用效率，发挥转移支付对地方经济的稳定和刺激经济发展的作用，避免出现地方政府过分依赖转移支付作为债务担保甚至偿债来源，导致自有财力匮乏的情况。

## 参考文献

- 1、2010 年 6 月 13 日，《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》
- 2、王飞、熊鹏，我国地方融资平台贷款现状与风险：规模估算与情境模拟，《中国经济问题》，第 265 期，p44-52
- 3、《年末地方政府债务达 12.5 万亿 城投债风险将集中爆发》  
[http://news.ifeng.com/mainland/detail\\_2011\\_02/25/4852838\\_0.shtml](http://news.ifeng.com/mainland/detail_2011_02/25/4852838_0.shtml)
- 4、程芳、陆叶舟、许鹏、赵巍华，2010，我国城投债市场现状分析及展望，《金融市场研究》，第 5 期，p32-39
- 5、《2010 年企业债发行收官 城投债受政策影响波动大》  
<http://money.sohu.com/20110105/n278688710.shtml>
- 6、《483 家城投债互保成风 多米诺骨牌一触即倒》  
<http://roll.sohu.com/20110810/n315964618.shtml>

## 附录 1 地方政府债券总额超过自有财政年收入的城市



附图 1.历年债务总和占 2009 年自有财政收入比重