

中國地方政府債券發行沿革及問題探究

陳立剛 台灣東吳大學政治學系副教授

廖小燕 中國西南政法大學碩士

范宛堂 台灣東吳大學政治學系碩士生

發行地方公債的制度與管理是地方政府重要的財政問題。中國政府自從於 1994 年實施分稅制度改革後，地方財稅收入急遽減少，再加上地方事權的逐步擴大，使得地方面臨嚴重的財政分配及事權的不均衡，地方財政有極大的缺口，因此許多地方政府資金都來自於舉債。中國大陸自 2009 年起，已開放地方政府債券的發行，但由財政部代為發行。並於 2011 年至 2013 先後開放廣州、浙江、上海、深圳、江蘇、山東等六個試點發行地方債券，更進於 2015 年修改預算法允許地方政府自行正式發行公債，2015 年发行地方債 3.8 万亿元，2016 年发行 6.04 万亿元，2017 年发行 4.36 万亿元，2018 年发行 4.17 万亿元，截至 2018 年末，地方政府债务中超过 98%都已经以债券形式存在。¹本文旨在探討中國地方公債制度發展的沿革及所面臨的發行相關議題。

關鍵字：地方政府公債；城市治理；地方財政；分稅制度改革

¹ 根據中華人民共和國財政部官網網站公佈數據整理。<http://yss.mof.gov.cn>。2019/4/15。

壹、前言

在全球的地方治理中，毋論是聯邦制或集權制國家，都面臨地方人民要求「善治」但又都面臨財政持續惡化的噩夢。而中國大陸自 1994 年分稅制度改革後，地方政府面臨事權及財政分配不均造成地方財政的持續惡化，因此中國財政部自 2009 年開始代地方政府發行地方政府債券，並進而在 2011 年由地方政府試點發行公債，並在 2015 年正式開放所有省級政府自主發債。

一般而言，地方政府財政的惡化，治理的主要策略在於地方財政自主權及財源的提升上，亦即強化自主多元的稅課能力上、府際間的資金移轉的提高、非稅課等收入，除地方稅課及非稅課方面的努力外，如何健全地方公債的發行及管理制度也是其中重要的一環，且值得學界探索的議題。本文主要的目的即是在介紹及分析：中國大陸公債發行與管理制度。中國大陸因地方政府功能服務的積極擴張，更因 2008 年的全球性金融海嘯對地方政府造成極大財政壓力，自 2009 年起由中國財政部代理地方為發行地方公債，並自 2011 年起分由六個地方政府試點發行，更進於 2015 年修改預算法允許地方政府自行正式發行公債，這整個發展的狀況值得關注及介紹。就目前的文獻資料呈現，台灣學界對此議題較少進行探討，本文希望能藉此討論達拋磚引玉之效。

本文所稱政府債券是以政府名義向社會舉債或者擔保舉債的債務，是政府根據信用原則(full-faith and credit)，有償且靈活地取得公共收入的一種形式。地方政府債券是指地方政府為了履行其職能的需要，根據信用原則有償且靈活地取得公共收入的一種形式（劉星、嶽中志、劉誼，2005，頁 5）。

貳、研究問題

本研究旨在探究中國大陸在地方公債發行制度及管理，主要的研究聚焦在：

- 1 中國大陸地方公債的發行制度及沿革。
2. 在 2011 年試點發行及 2015 年正式合法化發行後，中國大陸政府公債發行實務上所發生的議題為何？有何改善的政策建議？

參、中國大陸地方政府債券發行制度及沿革

依《中華人民共和國預算法》規定：地方各級預算按照量入為出，收支平衡的原則編制，除法律和國務院另有規定外，地方政府不得發行地方政府債券。按照《預算法》地方政府需要做到預算平衡，但因中國正處於城市化的快速發展階段，地方政府在基礎設施建設方面需要大量資金，如何有效治理舉債變成為重大議題。在中國贊成地方政府舉債和反對地方政府舉債的聲音兼有之。張海星（2009）以為地方政府發債只是一個技術性的手段，本身是中性工具。雖然地方政府發行公債有諸多風險，但作為積極財政政策不可或缺的組成部分，對於緩解地方的財政困難、彌補資金不足，完善地方財政體系，培養地方政府的信用，創新投資產品以及完善中國債券市場體系仍具有重大意義。

一、中國現今地方財務狀況分析

(1) 債務負擔情況²

至 2013 年 8 月至 9 月，審計署對中央、31 個省(自治區、直轄市)和 5 個計畫單列市、391 個市(地、州、盟、區)、2778 個縣(市、區、旗)、33091 個鄉(鎮、蘇木)的政府性債務情況進行了全面審計。

截至 2013 年 6 月底，全國各級政府負有償還責任的債務 206,988.65 億元，負有擔保責任的債務 29,256.49 億元，可能承擔一定救助責任的債務 66,504.56 億元（詳見表 1）。

表 1 全國政府性債務規模情況表

年度	政府層級	政府負有償還責任的債務 (政府債務，下同)	政府或有債務	
			政府負有擔保責任的債務	政府可能承擔一定救助責任的債務
2012 年底	中央	94376.72	2835.71	21621.16
	地方	96281.87	24871.29	37705.16
	合計	190658.59	27707.00	59326.32
2013 年 6 月底	中央	98129.48	2600.72	23110.84
	地方	108859.17	26655.77	43393.72
	合計	206988.65	29256.49	66504.56

單位：億元

資料來源於中國審計署網站³

截至 2018 年末，中國地方政府債務基本已經轉換成爲債券形式存在，具體情況如下表所示：

表 2 2017 年和 2018 年中國地方債務負擔情況

	2017 年 (億元)	2018 年 (億元)
全國地方債務限額	188174.3	209974.3
一般債務限額	115489.2	123789.2
專項債務限額	72685.08	86185.08
全國地方政府債務餘額	164706	183862
一般債務餘額	103322	109939
專項債務餘額	61384	73923
債券債務餘額	147448	180711
非債券債務餘額	17258	3151

資料來源：中華人民共和國財政部官網⁴

²中國審計署，2013 年第 32 號公告《全國政府性債務審計結果》。

³ 中華人民共和國審計署網站。www.audit.gov.cn。2015.4.19。

⁴ 中華人民共和國財政部官網網站。<http://yss.mof.gov.cn>。2019/4/15。

(2) 地方政府債務規模及情況

截至 2013 年 6 月底，地方政府負有償還責任的債務 108,859.17 億元，負有擔保責任的債務 26655.77 億元，可能承擔一定救助責任的債務 43,393.72 億元。

地方政府性債務具體情況是：

從政府層級看，省級、市級、縣級、鄉鎮政府負有償還責任的債務分別為 17,780.84 億元、48,434.61 億元、39,573.60 億元和 3,070.12 億元（詳見表 2）。

表 2 2013 年 6 月底地方各級政府性債務規模情況表

政府層級	政府負有償還責任的債務	政府或有債務	
		政府負有擔保責任的債務	政府可能承擔一定救助責任的債務
省級	17780.84	15627.58	18531.33
市級	48434.61	7424.13	17043.76
縣級	39573.60	3488.04	7357.54
鄉鎮	3070.12	116.02	461.15
合計	108859.17	26655.77	43393.72

單位：億元

資料來源於中國審計署網站

從舉債主體來區分，融資平臺公司、政府部門和機構、經費補助事業單位是政府負有償還責任債務的主要舉借主體，分別舉借 40,755.54 億元、30,913.38 億元、17,761.87 億元。

從債務資金來源看，銀行貸款、回購（BT）、發行債券是政府負有償還責任債務的主要來源，分別為 55,252.45 億元、12,146.30 億元和 11,658.67 億元。

從表上看出，地方政府負有償還責任的債務增長較快⁵。截至 2013 年 6 月底，省市縣三級政府負有償還責任的債務餘額 105,789.05 億元，比 2010 年底增加 38,679.54 億元，年均增長 19.97%；部分地方和行業債務負擔較重。截至 2012 年底，有 3 個省級、99 個市級、195 個縣級、3465 個鄉鎮政府負有償還

⁵ 2014-1-2,證券時報網快訊中心 <http://news.hexun.com/2013-12-30/161027454.html>。

責任債務的債務率高於 100%；其中，有 2 個省級、31 個市級、29 個縣級、148 個鄉鎮 2012 年政府負有償還責任債務的借新還舊率⁶超過 20%。可見，雖然《預算法》規定了地方政府不列赤字，但中國財政部門和地方政府還是尋找制度空間使得地方債務以各種形式出現，並且到了十分嚴重地步，亟待改善。

依渣打銀行的估算，至 2013 年上半年中國地方政府累積債務估計為 21.9 兆元，若再加上地方政府融資平臺貸款，債務累計將達 24.4 兆元，⁷遠超過官方估算的一倍以上。

在中國地方政府出現如此巨大隱藏性財務危機下，進一步觀察研究 2009 年開使出現的中國地方政府債券新制度及 2015 年公開發行制度，對於中國解決地方債務危機有著相當重要的意義。

二、中國地方政府債券發行沿革

(一) 建國初期兩種地方公債模式

中華人民共和國建立初期，中國共發行過兩種地方公債。一是 1950 年前東北人民政府發行的「東北生產建設折實公債」，目的是為了籌措生產建設資金，用於東北地區的生產投資；二是 50 年代末 60 年代初，部分地方政府根據本地區實際發行了「地方經濟建設公債」，作為籌集建設資金的一種輔助手段（張海星，1997）。

1. 東北生產建設折實公債

東北生產建設折實公債的發行主要是為籌集東北地區生產性建設資金。1949 年 3 月 6 日，經政務院批准，東北行政委員會分別於 1949 年和 1950 年發佈了《發行生產建設實物有獎公債的命令》和《1950 年東北生產建設折實公債條例》，發行 1950 年東北生產建設折實公債 3000 萬分，該公債募集及還本付息均以實物為計算標準，單位定名為「分」；第一期和第二期發行時間分別定於 1950 年的 3 月和 9 月；償還期為 3 年，從 1950 年開始，每年抽籤還本三分之一，公債的利率為年息 2%；發行對象為東北地區的農民、職工、工商界和市民等，以工商界為主；該項公債不准代替貨幣行使及向國家銀行抵押。⁸

2. 地方經濟建設公債

中國地方公債的發行，主要集中在 20 世紀 50 年代末和 60 年代初（宋燕、葉青，2010）。中共中央在 1958 年 4 月 2 日做出了《關於發行地方公債的決定》，規定從 1959 年起停止發行國家經濟建設公債，但各省、市、自治區、直轄市在確有必要的時候可以發行地方經濟建設公債。同年 6 月 5 日，為了便於各地籌集工農業大躍進所需要的資金，中國人民代表大會常務委員會第 97 次會議，通過並頒佈了《中華人民共和國地方經濟建設公債條例》，制定了各地發行公債的基本管理制度。此《條例》頒佈之後，江西，東北等省區根據本地實

⁶舉借新債償還的債務本金占償還債務本金總額的比重。

⁷ 2014-1-6, 財經網, 宏觀頻道 <http://economy.caijing.com.cn/2013-10-10/113390206.html>。

⁸ 2014-1-10, 中華人民共和國國史網。

http://www.hprc.org.cn/gsl/dsnb/gsb/1950n1/15r_1/200906/t20090603_2837.html。

際，不同程度地發行了地方經濟建設公債，呈現出如下特點：省、自治區、直轄市發行的地方經濟建設公債，由各地人民委員會統一領導，同時成立各級公債推銷委員會以加強管理；債券的推銷和償還工作由財政部門和人民銀行具體辦理；各地都嚴格按照自願認購的原則推銷公債；公債期限一般在5年之內，本金採取抽籤輪次法償還，不計複利；公債面額都比較低；地方經濟建設公債屬於非流通債券，既不允許自由轉讓，更不能當貨幣流通（宋曉晶，2011）。

（二）「國債轉貸」模式

1998年8月14日，面對亞洲金融風暴，為了促進國民經濟持續穩定發展，國務院決定增發一定數量的國債，並由財政部通過簽訂中央政府與地方政府之間轉貸協定的方式，轉貸地方政府使用，用於地方經濟和社會發展項目的建設。

國務院規定，省級人民政府要在本省範圍內對國債轉貸資金統借、統籌、統還；地方財政部門對專案實施單位及其主管部門使用轉貸資金的情況進行監督、檢查，監督、檢查專案實施單位及其主管部門是否按協議使用轉貸資金，並注意提高資金的使用效益以及是否按期歸還本息；國債轉貸資金主要應用在以下功能：農林水利投資、交通建設投資、城市基礎設施和環境保護建設投資、城鄉電網建設與改造、其他國家明確的建設資金；而轉貸給中西部地區的還貸期限比轉貸給沿海發達地區的還貸期限更長，年利率更低⁹。

雖然國債轉貸資金促進了地方經濟的發展，但是由於這種模式完全由中央政府包辦，使得中央對地方經濟干預變大，使得地方對中央財政的依賴程度同時加大，地方政府有可能推卸償本還息的責任，加大了中央財政的風險。

（三）地方融資平臺

中國的《預算法》明確規定地方政府不得以任何形式發行地方政府債券，然而地方經濟的建設發展需要大量的資金，這些資金往往是地方財政難以負擔的，因此地方政府紛紛設立城市建設、城市投資等各種名目的地方融資平臺公司，使其承擔為地方政府融資的功能，地方政府及其債券人的關係變為了「地方政府—政府融資平臺—銀行—資本市場」的間接融資關係（時紅秀，2010）

中國的地方融資平臺起步較晚，最初的發展始於1988年國務院發佈的《關於投資管理體制的近期改革方案》（中國地方債務管理研究課題組，2011，頁44），地方融資平臺公司是指由地方政府及其部門和機構等通過財政撥款或注入土地、股權、資產設立，承擔政府投資專案融資功能，並擁有獨立法人資格的經濟實體（魏加寧，2010）。1992年4月，上海城市建設投資總公司受市政府委託發行的浦東建設債券是此類債券的早期代表。2005年以前，地方融資平臺發行的債券主要集中於直轄市和大型省會城市，發行量非常有限。目前31個省級國資委中有28個省份都設有融資平臺，地市設立的融資平臺更多¹⁰。

⁹轉帶給沿海發達地區的還貸期限為6年（農村電網還貸期限為15年），含寬限期2年（農村電網寬限期為10年），年利率5.5%；轉貸給中西部地區的還貸期限為10年（農村電網還貸期限為15年），寬限期2年（農村電網寬限期為10年），年利率5%。

¹⁰ 2014-1-11,和訊網新聞 <http://news.hexun.com/2013-01-23/150466686.html>.

野村證券曾對 869 家融資平臺公司資料進行的估算顯示，2012 年融資平臺債務總額為人民幣 19 萬億，其中帶息債務 14.3 萬億¹¹。

2008 年全球金融危機以後，中國地方融資平臺空前繁榮，成功推動了中國經濟的快速復蘇（龔強、王俊、賈坤，2011），但也產生了亟待解決的新問題。主要因為是融資平臺公司舉債融資規模迅速膨脹，運作不夠規範；地方政府違規或變相提供擔保，償債風險日益加大；部分銀行業金融機構風險意識薄弱，對融資平臺公司信貸管理缺失等原因造成的（賈康、孟艷，2009）。

針對這些問題，2010 年 6 月 10 日國務院下發了《國務院關於加強地方政府融資平臺公司管理有關問題的通知》，決定對地方各級政府融資平臺公司債務進行一次全面清理，並按照分類管理、區別對待的原則，妥善處理債務償還和在建專案後續融資問題；對融資平臺公司進行清理規範；堅決制止地方政府違規擔保承諾行為。

《國務院關於加強地方政府融資平臺公司管理有關問題的通知》頒佈後，但有些地方政府違法違規採用集資、回購（BT）等方式舉債建設公益性項目，違規向融資平臺公司注資或提供擔保，通過財務公司、信託公司、金融租賃公司等違規舉借政府性債務等。2012 年財政部再次聯合其他三部門發佈《四部門關於制止地方政府違法違規融資行為的通知》，再次強調了嚴禁直接或間接吸收公眾資金違規集資，切實規範地方政府以回購方式舉借政府性債務行為，地方政府對融資平臺公司注資必須合法合規，不得將政府辦公樓、學校、醫院、公園等公益性資產作為資本注入融資平臺公司，進一步規範融資平臺公司融資行為以及堅決制止地方政府違規擔保承諾行為。

（四）地方政府債券發行

1998-2004 年實施積極財政政策時，中央政府代地方政府舉債並轉貸地方用於國家確定項目的建設。由於國債轉貸地方是中央發債，地方使用並不列中央赤字，因此，轉貸資金既不在中央預算反映，也不在地方預算反映，只在往來科目列示，不利於監督。同時，由於舉借債務與資金使用主體脫節，責權不清，增加了中央財政負擔和風險。在國債轉貸的缺失及全球性金融危機下，中國大陸地方政府債券應運而生。

1. 2009「中央代發」模式

2008 年開始的美國次貸危機引起的全球金融危機對中國經濟的負面影響嚴重。為了應對金融危機，擴大內需，為防止經濟大幅下滑。為進一步拉動經濟增長促進內需，溫家寶在 2009 年 3 月兩會政府工作報告中提出的代發 2000 億地方政府債券，使地方政府債券重回歷史舞臺。2009 年 2 月 18 日，財政部頒佈了《2009 年地方政府債券預算管理辦法》，中央財政可代表地方政府發行債券，由財政部以記賬式國債方式發行，實行年度發行額度管理。2009 年中央代理地方政府發行債券 2000 億元，期限全部為 3 年。2010 年，財政部下發了《2010 年地方政府債券預算管理辦法》，中央代理地方政府發行債券依然是

¹¹ 2014-1-23 中華地板網國際商訊 <http://www.77b7.net/Html/17/506.html>。

2000 億，其中有 616 億元債券的期限是 5 年，共發行 4 期，1384 億元債券的期限是 3 年，共發行 6 期。2011 和 2012 年財政部繼續代理發行地方政府債券，2010 年和 2011 年中央代發數額分別為 2000 億與 2500 億，2013 年更是增至 3500 億。下面重點以 2009 年的情況為例介紹“中央代發”模式。

(1) 審批程式和管理辦法

此次中央代發債券須經地方人民代表大會或其常委會的審查和批准；地方政府債券收支實行預算管理，納入各地區人民政府預算，並報同級人民代表大會審查批准

(2) 發行規模和額度分配

國務院規定的總體限額為 2000 億。在進行額度分配時，主要考慮以下三個方面：第一，中央投資中公益性專案地方配套規模；第二，地方專案建設資金需求；第三，償債能力。

(3) 發行方式

地方政府債券按照記賬式國債發行方式向記賬式國債承銷團甲類成員招標發行，中標的承銷機構可以採取場內掛牌和場外簽訂分銷合同的方式分銷。

(4) 舉債用途

地方政府債券資金主要安排用於中央投資地方配套的公益性建設項目及其他難以吸引社會投資的公益性建設項目，主要包括：保障性安居工程，農村民生工程 and 農村基礎設施，醫療衛生、教育、文化等社會事業基礎設施，生態建設工程，地震災後恢復重建以及其他涉及民生的項目建設與配套等。

(5) 償債資金

財政部代理發行的地方政府債券由財政部代辦還本付息。作為地方政府債券的債務人，各地方人民政府要及時上繳本息和發行費。未按時上繳的地方政府要向財政部繳付罰息。對未按時上繳的地方政府債券本息、發行費和罰息等資金，由財政部在辦理年度中央與地方財政結算時如數扣繳。

2. 2011「自行發行」模式

2011 年 10 月 17 日財政部頒佈了《2011 年地方政府自行發債試點辦法》，允許上海、浙江、廣東、深圳四省市進行試點，在國務院批准的發債規模限額內，自行組織發行本省（市）政府債券的發行。2012 年 5 月 8 日，財政部又頒佈了《2012 年地方政府自行發債試點辦法》，試點地區仍然是上海、浙江、廣東與深圳四地。2013 年，財政部印發了《2013 年地方政府自行發債試點辦法》，適當擴大了發債主體，新增江蘇省、山東省開展自行發債試點。2013 年政府債券期限為 3 年、5 年和 7 年，試點省（市）最多可以發行三種期限債券，每種期限債券發行規模不得超過本地區發債規模限額的 50%（含 50%）。

(1) 發行期限和規模

2011 年債券期限分為 3 年和 5 年，兩種期限分別占國務院批准的發債規模的 50%。當年地方政府共計發行了 2000 億元債券，其中財政部代理發行 1771 億元，試點四地自行發債 229 億元。

2012年自行發行的地方政府債券類別除三年期與五年期債券外，新增了七年期債券，每種期限債券發行規模不得超過本地區發債規模限額的50%（含50%）。

（2）發行方式

此次地方政府自行發行債券的發行方式包括承銷和招標，具體的發行規則由試點省（市）確定。

（3）舉債用途

地分公債主要用於完成在建設專案。在專案選擇上，使用資金的優先順序如下：第一，保障性安居工程建設和其他中央投資公益性項目地方配套；第二，地方政府融資平臺公司主要依靠財政性資金償還債務的公益性在建項目等要求。

從中國地方政府債券的發展沿革中，我們不難看出，地方債務的出現就是中央與地方博弈的產物。博弈的形式體現為中央禁止—地方創新—中央再禁止—地方再創新，地方政府總是可以找到辦法規避中央的禁令。如2013年12月公佈審計結果（詳見表3）所示，銀行貸款占地方政府債務的比例大幅下降¹²，但仍為地方政府最主要的舉債來源；基於相對低的融資成本，債券融資在地方政府債務中的占比有所上升，較2010年底提高了3.26個百分點。但更值得注意的是，此次審計新增回購（BT）融資和信託融資等方式，說明地方政府舉債的來源更加多樣化。而信託融資租賃和回購（BT）隱蔽性強，則不易監管，可見地方政府債券的監督和管理仍有許多缺失值得重視。

表3 2010年和2013年地方政府性債務對比表

債權人類別	2010年		2013年6月底	
	債務餘額(億元)	占比(%)	債務餘額(億元)	占比(%)
銀行貸款	84,679.99	79.01	101,187.39	56.56
回購(BT)	—	—	14,763.51	8.25
發行債券	7,567.31	7.06	18,456.91	10.32
其中:地方政府債券	—	—	6,636.02	3.71
企業債券	—	—	8,827.37	4.93
中期票據	—	—	1,940.14	1.08
短期融資券	—	—	355.30	0.20
應付未付款項	—	—	8,574.77	4.79
信託融資	—	—	14,252.33	7.97
其他單位和個人借款	10,449.68	9.75	8,391.59	4.69
墊資施工、延期付款	—	—	3,758.59	2.10
證券、保險業和其他金融機構 融資	—	—	0.00	0.00

¹²比2010年下降了22.45個百分點。

國債、外債等財政轉貸	—	—	3,366.13	1.88
融資租賃	4,477.93	4.18	3,033.73	1.70
集資	—	—	2,318.94	1.30
合計	107,174.91	100.00	178,908.66	100.00

資料來源：本研究根據中華人民共和國財政部發佈的數據計算

三、中國各省 2009 及 2013 年度公債發行情況

(一) 2009 年地方政府債券發行情況

2009 年財政部代理了 30 個省(區、市，不含西藏)和 5 個計畫單列市的債券發行，期限分 3 年和 5 年兩種。

2009 中央代發債券主要為瞭解決新增中央投資地方配套的公益性投資項目地方政府配套資金困難問題。由於中西部省市涉及民生工程的欠款較多，這次中央公益性投資專案向中西部重點傾斜。

新疆是首次地方政府債券發行單位。據有關數據，新疆 55 億元地方政府債券資金全部用於民生建設專案。從表中可見，四川是這次地方政府債券發行規模最大的省份，發債總額為 180 億元，占全國規模的 9%。根據財政部「地方政府債券收入可以用於省級直接支出，也可以轉貸市、縣級政府使用的規定」，四川省政府 180 億元地方政府債券中安排省本級 90 億元，轉貸市(州) 90 億元。債券資金主要用於保障性安居工程，農村民生工程和農村基礎設施，醫療衛生、教育、文化等社會事業基礎設施，生態建設工程，地震災後恢復重建以及其他涉及民生的專案建設與配套等，其中優先安排屬於中央專案地方配套缺口部分。上海一舉發行了 76 億的政府債券，占全國規模的 3.8%，可見其在中國經濟發展中的火車頭位置。

就利率而言，票面利率普遍偏低，財政部代發債券(一期)利率為 1.61%，而同期國債利率為 2.76%¹³。第一期地方政府債券市場反應冷淡。

(二) 2010 年地方政府債券發行情況

在 2010 年，財政部共代理 30 個省(區、市，不含西藏)和 5 個計畫單列市發行地方政府債券(詳見表 5)，發行總額同 2009 年保持一致。全年共發行地方政府債券 10 期，其中 3 年期地方政府債券 6 期總額 1384 億元，5 年期地方政府債券 4 期總額 616 億元。

有了 2009 年地方政府債券發行的經驗，2010 年財政部進一步完善了地方政府債券代理發行工作，主要措施有：第一，提高發行利率——多省(區、市)地方政府債券合併命名、合併招標、合併託管交易；第二，提高發行水準——加強與地方財政部門與記賬式國債承銷團的協調配合統籌地方政府債券與國債的發行。

本次債券發行仍舊向中西部傾斜，在債券發行額度的前五名中，中西部就

¹³ 2014-2-3 銀行資訊港 <http://www.yinhang123.net/cxck/cunkuanfangshi/834.html>

占了四席。因為災後重建，四川依舊占到了全國發行規模的 9%。

(三) 2011 年地方政府債券發行情況

2011 年中國地方政府債券共發行 2000 億元，期限分 3 年和 5 年兩種。其中財政部代理地方政府發行金額為 1771 億元，上海等四個試點省市自行發債額為 229 億元，占發行總額的 11.45%（詳見表 6）。從發行情況來看，四試點省市的地方債券發行利率與 3 年、5 年期固定利率國債基本持平或略低，但均受到市場追捧。上海地方債券發行認購超過 3 倍，廣東認購更是高達 6 倍。

在財政部代理發行債券額度的前五位雖然名次略微有些調整。但仍然是四川、河南、安徽、江蘇以及湖南，同 2010 年一樣，除了江蘇，其餘四位是中西部欠發達省份。

(四) 2012 年地方政府債券發行情況

基於發債規模以及合理使用債券資金兩方面的因素，2012 年新增 7 年期債券。地方政府債券的總規模大了，試點省市自行發債的規模也隨之水漲船高。自行發債規模擴大，為調整債券期限結構提供了空間。此外，考慮到保障性安居工程需加大投入，以及公益性在建專案需要安排一部分後續資金等。這些專案大多週期長、見效慢，發行 7 年期債券，使政府在資金安排上更加穩定，但同時也使得地方政府用新賬還舊賬的風險增大。今年地方政府債券發行規模比上年增加 500 億元，即發債總額為 2500 億。四省市自行發債的總額較 2011 年有所上升，達 289 億，占全國發債規模的 11.56%（詳見表 7）。

值得一提的是，西藏也首次發行了 10 億地方政府債券，這對於促進西藏經濟發展，擺脫財政困境具有巨大意義。當然，能否妥善運用資金，還清債務對於西藏也是一個巨大的挑戰。

(五) 2013 年地方政府債券發行情況

2013 年，中國地方政府債券共發行 3500 億元，較 2012 年 2500 億元的規模增加了 40%。期限分 3 年、5 年以及 7 年三種。新增了山東以及江蘇兩省為自行發債省份（詳見表 8）。

財政部代理地方政府發行金額為 2848 億元，上海等六個試點省市自行發債額為 652 億元，占發行總額的 18.63%。由於較 2012 年增加了 1000 億，財政部核定的各省(市、區)地方政府債券發行規模，比去年都有不同程度的增加。由於江蘇被賦予了自行發債的權利，財政部代理發行地方政府債券總額的前五位都變成了中西部省市。

表 4 2009-2013 年地方債發行情況

地區	2009 年	比重 (%)	2010 年	比重 (%)	2011 年	比重 (%)	2012 年	比重 (%)	2013 年	比重 (%)
四川	180	9	180	9	135	6.75	135	5.4	200	5.71
河南	88	4.4	93	4.65	93	4.65	111	4.44	150	4.29
廣東	85	4.25	69	3.45	69	3.45	86	3.44	121	3.46

江蘇	84	4.2	89	4.45	89	4.45	110	4.4	153	4.34
雲南	84	4.2	75	3.75	79	3.95	98	3.92	193	5.51
湖南	82	4.1	89	4.45	89	4.45	115	4.6	154	4.4
湖北	81	4.05	86	4.3	86	4.3	103	4.12	137	3.91
安徽	77	3.85	89	4.45	90	4.5	111	4.44	152	4.34
上海	76	3.8	71	3.55	71	3.55	89	3.56	112	3.2
浙江	67	3.35	67	3.35	67	3.35	87	3.48	118	3.37
廣西	65	3.25	55	2.75	60	3	71	2.84	95	2.71
甘肅	65	3.25	55	2.75	59	2.95	70	2.8	92	2.63
貴州	64	3.2	54	2.7	54	2.7	73	2.92	100	2.86
陝西	63	3.15	63	3.15	68	3.4	85	3.4	120	3.43
江西	62	3.1	65	3.25	70	3.5	91	3.64	127	3.63
河北	60	3	69	3.45	73	3.65	92	3.68	129	3.69
黑龍江	60	3	69	3.45	69	3.45	82	3.28	112	3.2
山東	59	2.95	58	2.9	62	3.1	79	3.16	112	3.2
重慶	58	2.9	49	2.45	50	2.5	63	2.52	88	2.51
內蒙古	57	2.85	59	2.95	59	2.95	85	3.4	111	3.17
遼寧	56	2.8	48	2.4	48	2.4	60	2.4	84	2.69
北京	56	2.8	54	2.7	54	2.7	68	2.72	93	2.66
新疆	55	2.75	60	3	60	3	72	2.88	95	2.71
吉林	55	2.75	63	3.15	63	3.15	81	3.24	108	3.09
山西	53	2.65	51	2.55	51	2.55	65	2.6	91	2.6
寧夏	30	1.5	26	1.3	26	1.3	33	1.32	49	1.4
青海	29	1.45	33	1.65	39	1.95	60	2.4	86	2.46
海南	29	1.45	25	1.25	29	1.45	40	1.6	60	1.71
天津	26	1.3	25	1.25	25	1.25	31	1.24	45	1.29
福建	26	1.3	47	2.35	47	2.35	60	2.4	83	2.37
深圳	24	1.2	22	1.1	22	1.1	27	1.08	36	1.03
寧波	15	0.75	13	0.65	13	0.65	17	0.68	25	0.71
青島	11	0.55	11	0.55	11	0.55	15	0.6	21	0.6
大連	10	0.5	12	0.6	12	0.6	15	0.6	21	0.6
廈門	8	0.4	6	0.3	8	0.4	10	0.4	14	0.4
西藏							10	0.4	13	0.37

單位：億元

資料來源：根據中華人民共和國財政部發佈的數據計算得之

小結：這整個地方債券發展模式可分為三大階段：1、代發代償階段

(2009-2010)；2、自發代還階段(2011-2013)；3、自發代償階段(2014-迄今)，分敘如下：

1、代發代償階段(2009-2010)

財政部透過「2009 地方政府債券預算管理辦法」明確規範地方政府債券是指“經國務院批准同意，以省、自治區、直轄市和計畫單位市政府等為發行的主體，但由財政部代理發行並代為償還利息和本金。”嚴格而言，這一階段的發行仍為國債的延伸，各級地方政府發行的額度須由國務院批准，且發行的總額須經全國人大批准。在 2009-2011 年間，發行批准額度為每年 2000 億元。

2、自發代還階段(2011-2013)

2011 年，國務院首度批准由上海、浙江、廣東、深圳試點在額度內自行發行。在此階段，地方政府獲得較大的自主權，可就債券期限、發行數額、時間等與財政協商後確定，而債券定價可由試點省份與自行確定。在實施 2 年後，國務院又增加了江蘇、山東為新試點地區，計有 6 的試點省(市)單位。在此(2011-2013)期間，發行數額達到 2000 億(2011)、2500 億(2013)、3500 億元(2013)。

3 自發自償階段(2014-迄今)

2014 年，財政部印發「2014 年地方政府自發自還試點辦法」，持續精進地方的改革方向，首先，從財政部代行到發債地區的自行償還本息；第二，擴大增加直轄市：北京、青島(計劃市)、江西省、寧夏省為試點區；第三，持續拉長發行期限從 3 年、5 年和 7 年到 5 年、7 年和 10 年，提出「按照有關規定開展債券信用評級(credit rating)。

而 2015 年實施的新預算法，更是明白確立地方政府的發債權，從此開啟了各級地方政府開大門的債券融資制度。2015 年全國有 34 個省市完成地方政府債券發行，共發行 284 支，發行金額合計 38394.63 億元；2016 年全國有 35 個省市(除深圳市外)完成地方政府債券發行，共發行 339 支，發行金額合計 60458.40 億元；2017 年全國有 34 個省市完成地方政府債券發行，共發行 373 支，發行金額合計 4.36 萬億元。(戴曉峰、郭燕 2015；郭燕 2016；郭燕 2017)

肆、新《預算法》實施之後中國地方債發展情況

以 2014 年新的《預算法》頒佈作為起點，中國地方政府債務的發展正式邁入新的時期。其中規定經國務院批准的省、自治區、直轄市的預算中必需的建設投資的部分資金，可以在國務院確定的限額內，通過發行地方政府債券舉借債務的方式籌措。舉借債務的規模，由國務院報全國人民代表大會或者全國人民代表大會常務委員會批准。省、自治區、直轄市依照國務院下達的限額舉借的債務，列入本級預算調整方案，報本級人民代表大會常務委員會批准。舉借的債務應當有償還計畫和穩定的償還資金來源，只能用於公益性資本支出，不得用於經常性支出(《中華人民共和國預算法》，2014，第三十五條)。

從上述規定中可見以下幾點：①地方政府可以發行債券了；②地方政府發行債券的主要目的是為了建設性用途，不得用於一般支出；③地方政府發行的地方債數量需要受到中央限制和批准。

下面各圖梳理了從 2014 年《預算法》生效後地方債發行情況。可以看到新增債券占債券總發行量的比例不斷提升，並且新增債券裡面專項債券的占比也越來越大，在 2018 年超過一般債券的新增發行量。

	2014年	2015年	2016年	2017年	2017年前11月	2018年	释义
地方政府债务限额	15.41	16.01	17.19	18.82		20.97	地方政府债务上限，大于等于地方政府债务余额
新增限额		0.60	1.18	1.63		2.15	一般债额度+专项债额度
一般债		0.50	0.78	0.83		0.95	当年地方政府财政赤字
专项债		0.10	0.40	0.80		1.20	2017年起，包含项目收益专项债券额度
地方政府债务余额	15.41	14.76	15.32	16.61	16.59		包含两种形式，地方政府债券形式和非地方政府债券形式；2017年数据=2016年余额+2017年新发债-2017年到期债，实际余额需等待财政部确认
地方债券形式债务余额	1.16	4.83	10.63	14.74	14.71		2015年以前试发行以及2015年以来正式发行
新发地方债	0.40	3.84	6.05	4.36	4.33	4.36	地方政府当年发行的地方债规模，包括新增部分和置换部分；2018年数据即为地方债发行预测规模
新增地方债	0.40	0.65	1.21	1.59	1.58	2.54	以新增名义发行的地方债，以新增限额以及地方债到期释放额度之和为上限
置换地方债	0.00	3.19	4.83	2.77	2.75	1.82	置换非地方政府债券形式债务，每年规模受财政部指导；2018年数据为估算值
到期地方债	0.10	0.17	0.24	0.24	0.24	0.84	以前年度发行地方债到期规模
当年未使用新增额度		0.12	0.22	0.28		0.45	2015-2017年未使用比例均在15%左右，主要是部分地区财政能力强，并未完全使用新增额度
当年未使用置换额度		1.13	0.41	0.06		0.04	未使用置换额度与地方债发行安排以及不同地区对存量债务的置换态度有关
非地方债券形式债务	14.25	9.93	4.69	1.86	1.88	0.00	贷款、信托、BT借款、城投债等

注：灰色为财政部公告金额，绿色为结合Wind数据确定金额，蓝色为2018年预测金额

圖 1 各年度地方債發行相關額度整理

資料來源：參見文獻（孫彬彬，高志剛，2018）¹⁴

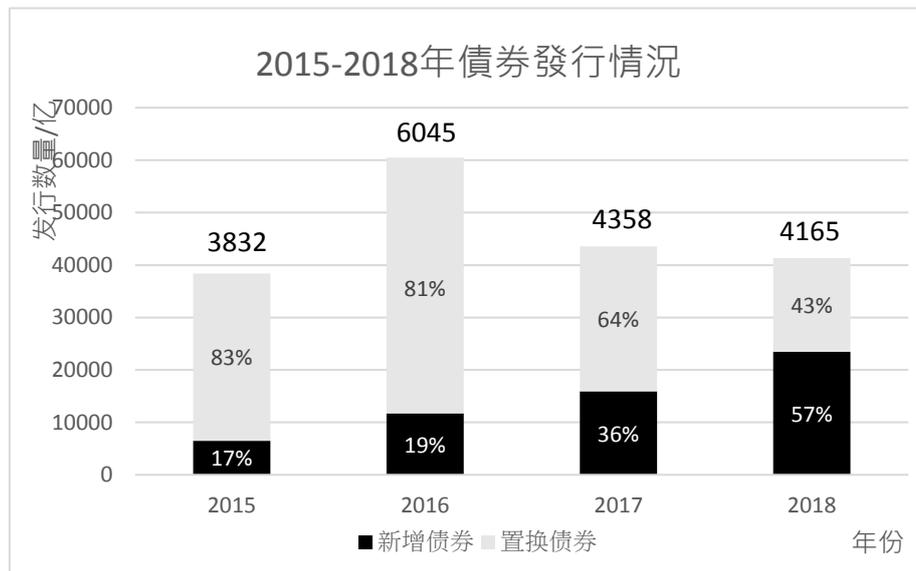


圖 2 2015-2018 年地方債券發行情況

資料來源：作者根據中華人民共和國財政部官網網站公佈數據整理

¹⁴ 孫彬彬，高志剛。〈地方債務透露了什麼新知識？〉。2018。新浪財經。
<http://finance.sina.com.cn/money/bond/research/2018-01-04/doc-ifyqinzs8412295.shtml>

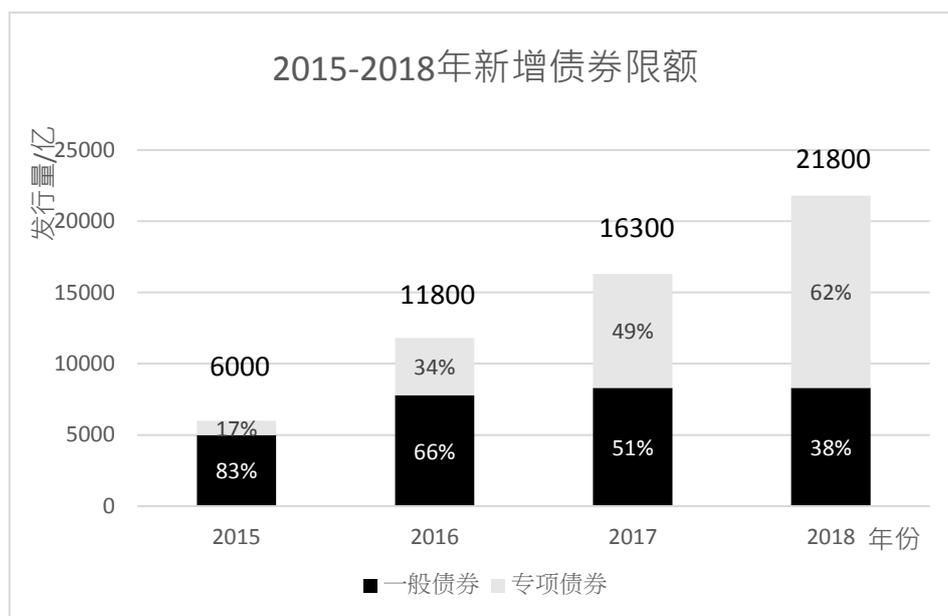


圖 3 2015-2018 年新增債券組成

資料來源：作者根據中華人民共和國財政部官網網站公佈數據整理

一、發行主體

《預算法》規定經國務院批准的省、自治區、直轄市的預算中必需的建設投資的部分資金，可以在國務院確定的限額內，通過發行地方政府債券舉借債務的方式籌措（《中華人民共和國預算法》，2014，第三十五條）。已經明確 27 個省和 4 個直轄市可直接發行地方政府債券，同時加上 5 個計畫單列市，青島、深圳、廈門、寧波、大連，所以截至 2017 年，一共有 36 個地方債發行主體。2018 年，經國務院批准，新疆兵團正式成為我國第 37 家地方債發行主體。¹⁵

表 5 2015-2017 年地方債發行情況

地區	2015	比重	2016	比重	2017	比重
北京	1178.00	2.98%	1166.40	1.87%	1070.02	2.43%
安徽	1294.10	3.27%	1687.30	2.70%	1462.10	3.31%
福建	1259.00	3.18%	1788.06	2.86%	1345.49	3.05%
甘肅	430.00	1.09%	666.65	1.07%	587.68	1.33%
廣東	1588.01	4.01%	3499.71	5.60%	1825.84	4.14%
廣西	922.00	2.33%	1439.57	2.30%	1716.57	3.89%
貴州	2320.00	5.87%	2589.68	4.15%	2098.98	4.76%
海南	223.00	0.56%	551.25	0.88%	536.18	1.22%
河北	1420.00	3.59%	2320.76	3.71%	1527.69	3.46%
河南	1424.90	3.60%	1903.90	3.05%	1978.36	4.48%
黑龍江	792.00	2.00%	1104.84	1.77%	965.29	2.19%
湖北	1483.00	3.75%	2644.00	4.23%	1223.02	2.77%

¹⁵ <中央結算公司支持新疆生產建設兵團首次發地方政府債>。2018。新浪財經綜合。
<http://finance.sina.com.cn/money/bond/market/2018-11-06/doc-ihmutuea7361270.shtml>。2018/11/16。

湖南	1395.00	3.53%	3488.00	5.58%	1965.40	4.46%
吉林	765.00	1.93%	910.18	1.46%	1146.40	2.60%
江蘇	3194.00	8.08%	4511.75	7.22%	2878.44	6.52%
江西	978.00	2.47%	1054.38	1.69%	1215.65	2.76%
遼寧	879.50	2.22%	2393.17	3.83%	1014.20	2.30%
內蒙	1476.50	3.73%	2502.28	4.01%	1310.07	2.97%
寧夏	289.00	0.73%	366.66	0.59%	318.21	0.72%
青海	328.00	0.83%	469.00	0.75%	462.87	1.05%
山東	1994.00	5.04%	3865.40	6.19%	1944.08	4.41%
山西	557.00	1.41%	787.60	1.26%	780.62	1.77%
陝西	1260.00	3.19%	2031.02	3.25%	1300.40	2.95%
上海	1212.00	3.06%	2200.00	3.52%	783.10	1.78%
四川	1790.00	4.53%	2890.62	4.63%	2808.92	6.37%
天津	565.00	1.43%	1667.33	2.67%	848.70	1.92%
西藏	0.00	0.00%	15.76	0.03%	56.05	0.13%
新疆	683.00	1.73%	1055.20	1.69%	1079.36	2.45%
雲南	1567.40	3.96%	2065.70	3.31%	1929.90	4.37%
浙江	2243.60	5.67%	3582.70	5.73%	1127.19	2.56%
重慶	824.00	2.08%	1570.35	2.51%	1309.98	2.97%
青島	281.00	0.71%	413.80	0.66%	287.56	0.65%
深圳	0.00	0.00%	0.00	0.00%	20.00	0.05%
寧波	553.00	1.40%	482.32	0.77%	432.10	0.98%
廈門	90.00	0.23%	349.14	0.56%	97.00	0.22%
大連	278.02	0.70%	423.95	0.68%	645.46	1.46%

單位：億元

資料來源：同花順 iFinD¹⁶

二、債券類型

2014年10月，中國國務院發佈《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》，被普遍認為是地方債管控的開端，其中明確沒有收益的公益性事業發展確需政府舉借一般債務的，由地方政府發行一般債券融資，主要以一般公共預算收入償還。有一定收益的公益性事業發展確需政府舉借專項債務的，由地方政府通過發行專項債券融資，以對應的政府性基金或專項收入償還（《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》，2014）。因此從大的分類來看，地方債券主要分為一般債券和專項債券。

¹⁶ 同花順 iFinD 金融資料是同花順公司于 2010 年推出的服務，專注於整合與資本市場密切相關的資訊資源，為政府、企業、仲介、媒體、投資者等提供金融資料與情報服務。

同時上述文件對政府存量債務作出了規定，對甄別後納入預算管理的地方政府存量債務，各地區可申請發行地方政府債券置換，以降低利息負擔，優化期限結構，騰出更多資金用於重點項目建設（《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》，2014）。因此，除了上述新增的一般債券和專項債券之外，為了處置地方政府存量債務，許可地方政府發行“置換一般債券”和“置換專項債券”，從文件開始實施，到 2016 年，以上四種債券是地方政府發行債券的全部類型。並且每種債券的發行期限都包括了 1 年、3 年、5 年、7 年、10 年幾種。

2017 年，中國國務院下發《關於試點發展項目收益與融資自求平衡的地方政府專項債券品種的通知》，指導地方按照本地區政府性基金收入專案分類發行專項債券，著力發展實現項目收益與融資自求平衡的專項債券品種，打造中國版的“市政項目收益債”。在 2017 年優先選擇土地儲備、政府收費公路 2 個領域進行嘗試，並且鼓勵有條件的地方立足本地區實際，圍繞省（自治區、直轄市）黨委、政府確定的重大戰略，積極探索在有一定收益的公益性事業領域分類發行專項債券，以對應的政府性基金或專項收入償還（《關於試點發展項目收益與融資自求平衡的地方政府專項債券品種的通知》，2017，第一條，第三條）。表明專案收益專項債的類型將會越來越豐富。其中 2017 年的發行情況為土地儲備專項債券發行 2407 億，收費公路專項債券發行 440 億，此外，深圳市發行了 20 億軌道交通專項債券，所有專案收益專項債券占新發專項債的 38%（孫彬彬，2018）。而在 2018 年的發行情況中，前三季度，土地儲備專項債累計發行 5557.14 億元，棚戶區改造專項債累計發行 2968.08 億元，收費公路專項債累計發行 647.8 億元，軌道交通、高校、醫院等其他品種累計發行約 300 億元（曲靜怡，2018）。

因此，從 2017 年開始，債券類型便不限於之前的 4 種類型，隨著成熟的專項收益項目增多，專項收益債的類型也在不斷豐富。並且從 2018 年起，公開發行的一般債券，增加 2 年、15 年、20 年期限，公開發行的普通專項債券，增加 15 年、20 年期限，公開發行的專案收益專項債券，各地可以合理確定專項債券期限（《財政部關於做好 2018 年地方政府債券發行工作的意見》，2018）。另外，置換債券是特殊歷史時期的產物，財政部前部長樓繼偉 15 年提到國務院準備用 3 年左右時間置換 14.34 萬億元地方政府存量債務（陳益刊，2015），意味著 18 年底存量非債券型債務置換基本可以完成。

三、發行方式

2015 年可以算是中國地方債券自主發行的元年，這一年對債券發行相關制度做出了詳盡規定，確保本年度債券發行的順利進行。債券發行主要有三種方式，公開招標、公開承銷和定向承銷。

招標是指地方政府通過財政部國債發行招投標系統或其他電子招標系統，要求各承銷商在規定時間報送債券投標額及投標利率，按利率從低到高原則確定債券發行利率及各承銷商債券中標額的發債機制（《地方政府專項債券發行管理暫行辦法》，2015）。《財政部關於做好 2015 年地方政府一般債券發行工作的通知》中規定單一期次債券發行額在 5 億元以上（含 5 億元）的應當通過招標方式

發行。2018 年財政部又發佈了彈性招標相關作業流程，旨在通過投標情況確定發行額度，更加靈活，避免不足額投標帶來的弊端（《地方政府債券彈性招標發行業務規程》，2018）。

承銷是指地方政府與主承銷商商定債券承銷利率（或利率區間），要求各承銷商（包括主承銷商）在規定時間報送債券承銷額（或承銷利率及承銷額），按市場化原則確定債券發行利率及各承銷商債券承銷額的發債機制（《地方政府專項債券發行管理暫行辦法》，2015）。例如一般債券採用承銷方式發行時，地方財政部門應當與主承銷商協商合理確定承銷規則，明確申購辦法和定價、配售方式等。簿記管理人應當提前向承銷團成員和投資人詢價，並記錄詢價情況。根據詢價情況，簿記管理人應當同地方財政部門和其他主承銷商商議決定發行利率區間，一般債券發行利率區間下限不得低於發行日前 1 至 5 個工作日相同待償期記帳式國債收益率平均值，並及時向社會公佈（《財政部關於做好 2015 年地方政府一般債券發行工作的通知》，2015）。為了促進公開承銷的方式能夠被廣泛採用，2018 年財政部專門下發了文件《地方政府債券公開承銷發行業務規程》，其中指出公開承銷適用於公開發行規模較小的地方政府債券（《地方政府債券公開承銷發行業務規程》，2018）。

所謂的定向承銷是指省級政府面向地方政府存量債務中特定債權人，採取簿記建檔方式發行地方債，用以置換本地區地方政府相應的存量債務。採用定向承銷方式發行地方債由省級政府財政部門與特定債權人按市場化原則協商開展。對於地方政府存量債務中的銀行貸款部分，地方財政部門應當與銀行貸款對應債權人協商後，採用定向承銷方式發行地方債予以置換。對於地方政府存量債務中向信託、證券、保險等其他機構融資形成的債務，經各方協商一致，地方財政部門也可採用定向承銷方式發行地方債予以置換（《關於 2015 年採用定向承銷方式發行地方政府債券有關事宜的通知》，2015）。因此，定向承銷基本上是針對債務置換而制定的發行方式。對於不採用定向承銷方式發行的其他新增債券和置換債券則依舊採用公開招標或者公開承銷方式發行。

對地方政府而言，債務置換可以降低成本、拉長期限，定向發行不確定性比公開發行小，因此地方政府應當會儘量爭取定向發行，以 2015 年的債券發行來說，定向發行占到全部萬億元債務置換的絕大部分。採用定向發行而不是公開發行，是因為定向發行相當於在銀行內部解決問題，看起來就像直接將銀行的帳目進行了變更，將貸款資產記為地方債資產，不佔用銀行當下資金，不會對公開市場產生過多影響。而公開發行則不同，它會更多地引發市場波動，對流動性造成衝擊。¹⁷

四、續發機制

在 2017 年的《關於做好 2017 年地方政府債券發行工作的通知》中，首次對續發機製作出了規定，鼓勵發行規模較大、次數較多的地區，研究建立地方債續

¹⁷ <地方債定向發行方式全解讀>。2015。《第一財經日報》。
<https://www.yicai.com/news/4619685.html>。

發行機制，合理設計地方債續發行期限品種、規模，每期債券可續發 1—2 次，以適當增大單期債券規模，同時避免出現單次兌付規模過大（《關於做好 2017 年地方政府債券發行工作的通知》，2017）。

續發機制建立的目標，是為了增強地方債券二級市場的流動性。地方債在收益率、風險方面屬於利率債，但由於單只規模較小、個券差異較大導致流動性比較弱；如即便是同一個省份發出的地方債，由於又分為一般與專項、定向與公開、新增與置換，使得個券與個券存在較大的差異，從而不利於流動性的提高，債券續發 1-2 次也是致力於改善二級市場流動性（陳健恒、唐薇、但堂華，2017）。財政部國庫司巡視員婁洪總結 2017 年債券發行工作時提到，2017 年雲南、廣東、四川、廣西、河南 5 個省份開展地方債券續發行業務試點，合計發行 116.64 億元，降低了地方債券“碎片化”程度，改善了地方債券流動性（婁洪，2018）。

同時值得注意的是，續發時採用的招標方式為價格招標。由於在續發的時候票面利率已經確定了，這個時候招標標的不是票面利率，是這個券的價格。也就是說同樣一隻債券，承銷商願意在這個時間點以多少價格買走。具體規定是借鑒國債的續發方式，每年各期限首次發行採用利率招標，後續發行時起息日、兌付安排、票面利率、交易及託管方式等保持不變，對價格進行招標（《地方政府債券公開承銷發行業務規程》，2018）。

五、信用評級

《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》中規定，地方政府舉借債務要遵循市場化原則。建立地方政府信用評級制度，逐步完善地方政府債券市場（《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》，2014）。此後，也不斷出臺各種文件，強調市場化的信用評級制度完善的重要性。

2015 年發佈的《財政部關於做好 2015 年地方政府一般債券發行工作的通知》中對信用評級機構的選擇，信用等級，信用機構的資訊披露等作出詳盡規定。其中，關於信用評級機構的選擇規定地方財政部門應當按照公開、公平、公正原則，從具備中國境內債券市場評級資質的信用評級機構中依法競爭擇優選擇一家信用評級機構，並按規定通過本單位門戶網站、中國債券資訊網等網站及時披露所選定的信用評級機構（《財政部關於做好 2015 年地方政府一般債券發行工作的通知》，2015）。

一般債券信用評級的等級劃分為三等九級，符號表示為 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。AAA 級可用“-”符號進行微調，表示信用等級略低於本等級；AA 級至 B 級可用“+”或“-”符號進行微調，表示信用等級略高於或低於本等級。（《財政部關於做好 2015 年地方政府一般債券發行工作的通知》，2015）。

表 6 信用評級及其含義

等級	含義
----	----

AAA 級	償還債務的能力極強，基本不受不利經濟環境的影響，違約風險極低。
AA 級	償還債務的能力很強，受不利經濟環境的影響不大，違約風險很低。
A 級	償還債務能力較強，較易受不利經濟環境的影響，違約風險較低。
BBB 級	償還債務能力一般，受不利經濟環境影響較大，違約風險一般。
BB 級	償還債務能力較弱，受不利經濟環境影響很大，違約風險較高。
BB 級	償還債務的能力較大地依賴於良好的經濟環境，違約風險很高。
CCC 級	償還債務的能力極度依賴於良好的經濟環境，違約風險極高。
CC 級	基本不能償還債務。
C 級	不能償還債務。

資料來源：中華人民共和國財政部《關於做好 2015 年地方政府專項債券發行工作的通知》，2015。

一般債券和專項債券不同在於，專項債是以具體專案收益作為擔保，因此相關的評級是針對具體專案而開展的。信用評級機構對專項債券進行信用評級時，應當充分結合專項債券對應的政府性基金或專項收入、專案等情況，客觀公正出具評級意見。各地原則上應當對不同專項債券分別開展信用評級。首次評級進行一次，此後跟蹤評級每年開展一次（《關於做好 2015 年地方政府專項債券發行工作的通知》，2015）。

實際發行中，各個省份的主體信用評級都為 AAA 級，與各個省份真實的信用情況不相符合，以 2016 年為例，2016 年 31 個省、直轄市、自治區以及 4 個計畫單列市發行了地方債，746 只債券被評級，且均為 AAA 級，占地方債發行期數之比為 64.37%（吳志武，2017）。

六、資訊公開

2015 年發佈的《財政部關於做好 2015 年地方政府一般債券發行工作的通知》中對政府發行一般債券的資訊公開也做出規定，從債券發行前的基本財務情況、評級情況、債券基本資訊等到債券發行後的各種財務資訊披露和兌付制度都做出詳盡規定，並且鼓勵地方財政部門根據投資者需求和有關實際情況，積極披露其他相關資訊（《財政部關於做好 2015 年地方政府一般債券發行工作的通知》，2015）。

為了規範地方政府債務資訊公開的制度，2018 年 12 月財政部又專門下發文件對此作出規定。對可能引起地方政府一般債券、專項債券投資價值發生增減變化，影響投資者合法權益的相關事項的相關資訊，都做出了資訊公開的具體要求。並且規定資訊公開的方式是通過地方政府及財政部門門戶網站（《地方政府債務資訊公開辦法（試行）》，2018）。

七、債務風險監管

《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》中表明要建立地方政府性債務風險預警機制。財政部根據各地區一般債務、專項債務、或有債務等情況，測算債務率、新增債務率、償債率、逾期債務率等指標，評估各地區債務風險狀況，對債務高風險地區進行風險預警。列入風險預警範圍的債務高風險地區，要積極採取措施，逐步降低風險。債務風險相對較低的地區，要合理控制債務餘額的規模和增長速度（《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》，2014）。此後，中央又出臺了各種配套文件協助地方政府化解地方債務風險。

對傳統的地方融資平臺的管理

在地方債券發行制度推出之前，一直是地方融資平臺承擔著為地方政府建設項目融資的職能，但是在 2014 年新的《預算法》通過之後，地方融資平臺也開始逐漸走入歷史。

除法律另有規定外，地方政府及其所屬部門不得為任何單位和個人的債務以任何方式提供擔保（《中華人民共和國預算法》，2014）。為了呼應《預算法》中的規定，同年的《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》中也明確表示加強政府或有債務監管。剝離融資平臺公司政府融資職能，融資平臺公司不得新增政府債務。地方政府新發生或有債務，要嚴格限定在依法擔保的範圍內，並根據擔保合同依法承擔相關責任。地方政府要加強對或有債務的統計分析和風險防控，做好相關監管工作（《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》，2014）。

另外，《地方政府性存量債務清理處置辦法》中規定各級政府要按照分類處置、風險可控的原則，抓緊剝離融資平臺公司的政府融資職能，厘清政府與市場邊界。除符合條件的過渡期內在建專案後續融資外，融資平臺公司不得新增政府債務餘額。融資平臺公司承擔的政府融資職能，對沒有收益的公益性事業發展，由地方政府發行一般債券融資；對有一定收益的公益性事業發展，主要由地方政府發行專項債券融資或採取政府與社會資本合作（PPP）模式支援（《地方政府性存量債務清理處置辦法》，2014）。基本上標誌著地方融資平臺這一地方政府融資形式已經走到盡頭。

債務清理

由於 2013 年之前，地方政府積累了大量的地方債務，相對應的監管卻是空白，因此從 2014 年開始，為了建立以政府債券為主體的地方政府舉債融資機制，必須首先將既有債務納入監管體系。2014 年的《地方政府性存量債務清理處置辦法》即是以此為目的制定的文件，其中規定地方政府性債務存量債務甄別及處置工作的目的，是清理鎖定政府債務餘額，甄別債務類型，劃清償債責任，化解債務險。對政府負有償還責任的存量債務，財政部門應根據專案性質、專案收益、償債資金來源、舉債單位、債權類型等，逐筆甄別為一般債務和專項債務。對政府負有擔保責任和一定救助責任的存量債務，財政部門要按照《擔保法》、《預算法》有關規定，分清有效擔保和無效擔保。對合法合規的擔保債務，要納入或有債務監控範圍；對超時效擔保和無效擔保，地方政府要及時清理，妥善處置。對甄別後納入預算管理的政府存量債務，各地區可申請發行地方政府債券置換。

債券發行收入由財政部門統一管理，按經批准置換的存量債務償債進度直接支付給債權人（《地方政府性存量債務清理處置辦法》，2014）。這便是置換債券的由來。

2015-2017年，36個省份共發行地方債券14.24萬億元，2017年底地方政府債務餘額16.47萬億元，其中地方債券餘額14.74萬億元，占比近90%，以政府債券為主體的規範的地方政府舉債融資機制基本建立（婁洪，2018）。

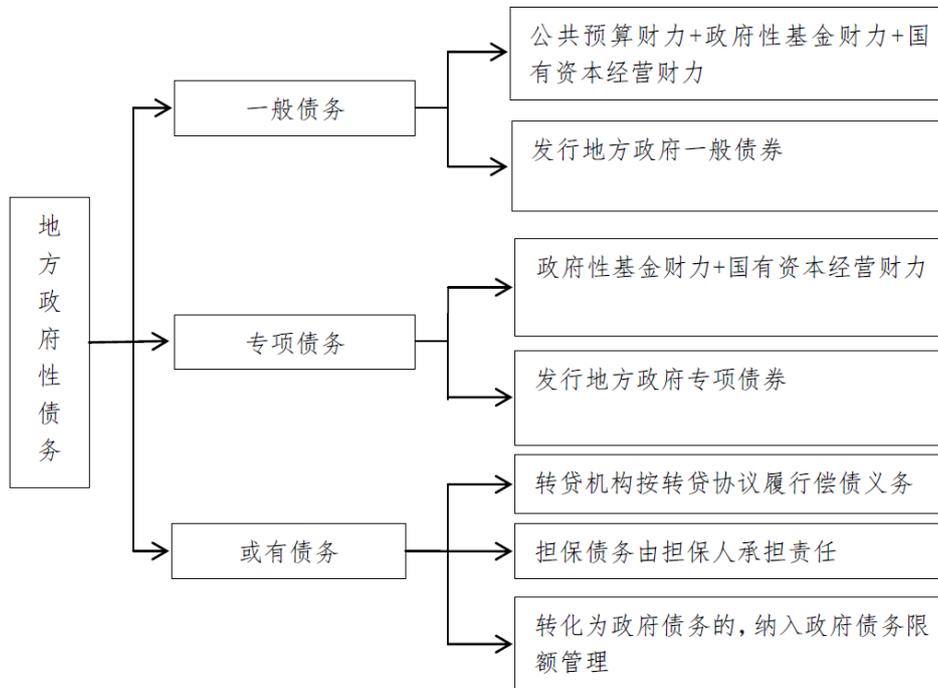


圖 4 存量地方政府債務處置和清償辦法

資料來源：參見文獻（霍志輝、趙旭東、郭永彬、葉楓，2014）

限額管理

當前，各地方政府發行的地方債總額仍受到中央限制。《預算法》中對於地方債發行首先明確了這一點（《中華人民共和國預算法》，2014，第三十五條）。

《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》中也明確了對地方政府債務實行規模控制，地方政府舉債不得突破批准的限額。地方政府一般債務和專項債務規模納入限額管理，由國務院確定並報全國人大或其常委會批准，分地區限額由財政部在全國人大或其常委會批准的地方政府債務規模內根據各地區債務風險、財力狀況等因素測算並報國務院批准（《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》，2014）。

從 2015 年到 2018 年，每年全國人民代表大會會審議當年的地方債發行限額，可是這意味著在會議召開的 3 月份之前是不能發行債券的，這很大的限制了地方政府發行地方債的節奏和對資金需求的滿足。因此 2018 年 12 月，第十三屆全國人民代表大會常務委員會第七次會議決定，在 2019 年 3 月份全國人民代表大會批准當年地方政府債務限額之前，授權國務院提前下達 2019 年地方政府新增一般債務限額 5800 億元、新增專項債務限額 8100 億元，合計 13900 億元；授

權國務院在 2019 年以後年度，在當年新增地方政府債務限額的 60% 以內，提前下達下一年度新增地方政府債務限額（包括一般債務限額和專項債務限額）。授權期限為 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日（《全國人民代表大會常務委員會關於授權國務院提前下達部分新增地方政府債務限額的決定》，2018。）。這意味著 2019 年地方政府債務的發行將由往年的 4 月份啟動提前至年初開始（包興安，2019）。

這裡需要指出的是，每年中央都會公佈地方債發行的新增限額和置換限額，可是這裡的新增限額卻不一定是當年政府新增的發行數量，原因在於新增限額是當年新發行的地方債的總額減去當年到期的地方債得到。以 2015 年為例，當年地方政府債券新增限額為 6000 億，可實際發行了 6500 億，主要在於當年有 1700 億的地方政府債券已經到期，因此實際可以發行的限額為 $6000+1700=7700$ 億，這樣算下來，當年新增債券的額度還有 $7700-6500=1200$ 億未使用（孫彬彬，高志剛，2018）。通過圖 1 所示資料能很容易理解相關概念。

伍、中國地方政府公債檢討與政策建議

中國發行地方政府債券的時間僅數年，經驗尚淺，在法律法規依據、發行制度設計，監督機制建立和償還保障上都還存在諸多問題。本文試圖針對以上問題，對中國的地方政府債券提出以下政策建議。

（一）修改和制定相關法律法規

應制定《地方政府公債法》專法。不管是中央代發債券還是地方政府自行發行債券¹⁸，都不是實質意義上的地方公債。在試發行階段，發行額度、資金使用、償還方是日期等都由財政部決定。其次，應制定一套專門對地方政府債券的發行等各個環節步驟做出明確規定的法律，有利於改變中國地方政府債券發行無法可據的局面，有利於中國地方政府債券的長遠發展。

（二）建立市場化的發行機制

1. 合理配置各地方發行額度。中國地方政府債券發行規模與各省、市、自治區的經濟水準以及償債能力無關，帶有明顯的行政幹預色彩（張愷，2012）。例如在 2009 年與 2010 年，2000 億的發行總額中，四川省由於災後重建均佔了 180 億的額度。雖然向中西部偏移的政策有利於中西部地方政府解決財政資金不足的問題，但由於地方政府債券大多只能用在民生工程，而非產出效益高的項目，而地方政府的稅源是固定的，如此，便為中西部地方政府未來償債埋下了潛在風險。如就償債能力而言，東部省市的經濟實力較中西部雄厚，償債能力更強，應分配到更多的債券額度。而中西部省市則應該得到更多財政轉移支付，特別是計劃性轉移支付。

2. 尊重市場，由市場決定發行利率。地方政府債券與國債和銀行存款相比，信用水準更低，安全性更小，流動性更差，利率應該高於國債和銀行存款利率才能吸引投資者。但事實卻是，從 09 年到 2013 年，地方政府債券的票面

¹⁸試點省市自行發行的進步在於可以自己組織承銷團進行發行。

利率大多低於國債和銀行存款利率。以 2013 年為例，第一期儲蓄國債利率，3 年期和 5 年期利率分別為 5% 和 5.41%¹⁹，而財政部代發地方政府政府債券第一期利率為 3.53%，遠低於國債的利率，這大大降低了投資者的購買熱情。另外對於試點發行省市，由於其經濟水準在全國平均水準之上，其利率或可低於或與國債持平，但不管是中央代發還是地方自主發行債券，應該更加重視市場的作用，由市場充分決定利率。-

3. 培養多元化的投資主體。在現有的發行制度下，只有少數債券可以到達個人投資者手中，投資主體不夠多元。以上海為例，上海市政府債券是面向各金融機構(如商業銀行、證券公司等)發行，債券在一級市場發行後，可按規定由投資機構選擇託管方並在全國銀行間債券市場或證券交易所市場上市流通。中國人民銀行規定「個人投資者不具備全國銀行間債券市場投資者資格」，因此個人投資者無法進入全國銀行間債券市場買賣地方政府債券。

爲了促進中國地方政府債券的進一步發展，培養更多專業化機構和個人投資者極其必要。第一，改變利率過低的現狀，吸引更多的機構投資者參與投資地方政府債券；第二，各級政府應該向廣大個人投資者普及地方債券相關知識，並鼓勵有一定投資水準的個人投資者積極參與地方政府債券的投資(龔建，2011)。

(三) 完善地方政府債券監管機制

1. 建立專門的地方政府債券管理機構。目前，中國的地方政府債券發行過程中監督和管理都是顯得零散和缺乏力度，亟待一個統一管理地方債券機構的產生(徐麗娟，2012)。

在美國，在聯邦層次主要由美國證券監管委員會市場監管部的市政債券辦公室和美國市政債券規則委員會兩個機構負責對市政債券進行政策及法規規劃(安立偉，2012)，在州層次大都由州議會組成地方公債監審委員會(Bond Review Board)進行監督(陳立剛，1996，2003)。澳大利亞則在 1927 年成立了專門的「借款委員會」對各項借款採用市場化的運作代替政府的直接監管(蔣巍，2012)。借鑑美國經驗，中國可考慮在財政部下設立地方政府債券管理處，在中國證監會下設債券監管部，主要由這兩個部門對債券的融資、承銷、期限、利率、資金用途、還本付息等進行事前公佈和事後監管。

2. 強化資訊公開制度。中國地方政府債務是普遍存在的現象，並且大多數是隱性債券，由於缺乏資訊公開，公眾對於債務可能引起的金融震盪表現出極大的憂慮。2009 年和 2011 年，中央先後代理發行地方政府債券和容許試點省市發行地方政府債券，但不管是前者還是後者都尚未建立有效的資訊溝通機制。上海市政府雖將資金使用情況公佈在了網站上，但卻只是簡單的羅列，具體的明細信息從無獲得。

因此，資訊公開議題對投資市場至其重要，第一，建立地方政府債務統計的基礎數據庫。收集和存儲歷年財政收入、財政支出、赤字、借款等；第二，

¹⁹ 2014-2-13, 人民網, 財經新聞 <http://www.022net.com/2013/3-11/47207621248792.html>。

關於地方政府債券的資訊披露。包括債券的融資計劃、債券種類、融資期限、償還機制等情況（張海星，2009）。

3. 完善信用評級機制。專業的信用評級公司會在債券發行前，對地方政府的償還能力以及付息意願進行審核，並給出專業的信用評級（徐明亮，2007）。但是中國的信用評級機構受行政干預過多，大多按照事前已定的權重和指標打分。目前所有的發行地方公債都是AAA等級，這樣的結果明顯缺乏獨立性、客觀性和權威性，對投資人參考價值大打折扣。

因此建議儘快完善中國信用評級制度。首先儘快訂定專業評估準則，增強信用評級機構的獨立性，再次鼓勵信用評級機構如中債資信評估、上海新世紀資信評估及大公國際資信評估等公司與國際接軌，加強與穆迪、標準普爾等國際知名的評級機構的密切合作，對地方政府的信用進行評級，增強評級結果的準確性和可靠性。

4. 強化地方政府預算管理。中國法律規定地方政府債券不能破產形成了「預算軟約束」（中國的地方債務管理課題組，2011，頁71）。在預算硬約束缺乏的情況下，地方政府爲了搞「政績工程」往往不顧地方實際經濟水準而肆意舉債。代理發行以及地方政府自行發債皆是參照《2009年地方政府債券預算管理辦法》進行預算管理。辦法規定地方政府債券收入全額納入省級財政預算管理，但這個規定被執行得並不徹底。因此必須強化政府預算約束，實現財政收支的透明化和規範化。

（四）建立和完善償債保障機制

1. 建立債務風險預警機制。中央代發與地方政府自主發行債券都採用了債券到期後由中央財政統一償還的機制，這使得地方政府對於中央政府的兜底保險有了高度期望，加之在《2009年地方政府債券預算管理辦法》規定如果屆時還本確實存在困難，經批准，到期後可按一定比例發行1-5年期新債券，這意味著，地方政府可以「舉新債，換舊債」，這兩者大大增加了政府償債的風險。

所以在明確了地方政府在債券發行和償還的主體地位後，需建立債務風險預警機制，及時發現和化解債務危機。雖然部份地方政府建立了相關機制，但卻相當不完善。

2. 建立專門的償債準備金。償債能力是地方政府進行債券融資重要考量因素。為緩解地方政府的償債壓力，降低債券投資者的風險，防止債券違約，在每一期地方政府債券發行完畢後，由地方政府向中央財政或是專門的債券管理部門上繳一定金額的準備金，並納入地方政府預算，嚴禁挪用（張愷，2012）。

3. 引入債券保險制度。歷史上最為著名的地方政府債券違約案—1975年發生的紐約市票據違約證明地方政府債券具有風險性。設立債券保險公司可以保護債券購買者的利益。如果地方政府到期後無法償還本金或利息，保險公司可以進行還本付息。在中國建立債券保險制度，可以降低債券投資人的風險，提高地方政府債券的信用。

小結

中國大陸的地方公債發行已跨出制度化的步伐，以公開透明的方式逐漸取代先前為人詬病的隱性的地方融資平臺，但未來如能在信用評等制度、證券市場的透明化及地方公債法治體系持續建構及精緻化後，社會大眾的資金將可作為中國地方政府建設的巨大助力，而推動中國城鎮化的政策也能找到財源。當然，水能載舟亦能覆舟，如何持續完備發行制度及加強風險控管仍是當前的要務。

陸、結論

在全球化政府財政危機下，各國的地方財政問題更顯得嚴峻，因此如此規畫建構出完整合理的地方政府公債發行暨管理機制顯得特別重要。本文旨在探討中國大陸地方政府公債發行制度及監理機制議題。中國大陸則自 2009 年開始由財政部代發地方政府債券，2011 年至 2013 年，則分別在上海、浙江、廣東、深圳、江蘇、山東進行公債自行發行的試點推動，基本而言，中國大陸推動地方公債發行仍大體以中央政府主導代行的方式推動，在發行的法規上、數量上、財政的審核上，都以中央政府財政部主導，相關的法規制度也積極地推動中。中國自 2015 年八月實施了新預算法，更是明白確立地方政府的發債權，從此開啟了各級地方政府開大門的債券融資制度。中國大陸地方公債發行迄今，在法制面、監管面及財務訊息透明面上持續精進但仍有持續改善的空間。

參考書目

一 中文部分

中國地方債務管理研究課題組，2011，公共財政研究報告—中國地方債務管理研究，中國財政經濟出版社。

宋曉晶，2011：《我國地方政府發行公債問題的思考》，《經濟研究參考》17 期

宋燕、葉青，2010：《從地方公債的“斷與續”看其必然性》，《財政史研究》論文第二輯。

時紅秀，2010：《地方債的出路在哪裡》，《中國經濟時報》第 005 版。

許麗娟，2012：《地方政府債務管理國際經驗及啟示》，《中國金融》第 18 期

張愷，2012：《博士論壇》，《財政經濟評論》第 3 期。

陳立剛，1996。《An Analysis of the Characteristics of Municipal Bonds in the United States》，《空大行政學報》第六期，pp. 375-396。

陳立剛，2003。：《美國地方政府公債發行及管理之研究—兼論我國地方治府公債發行》，《中山人文社會科學期刊》第 11 卷第二期 頁 71-91。

陳清秀，(2012)。《地方財稅法制之現狀與未來改革方向》，《當代財政》，第 19 期，頁 17-44。

戴曉峰、郭燕 (2015) 2015 年地方政府債券發行情況和利差分析。

<http://www.shxsj.com/uploadfile/kanwu/160106.pdf>

郭燕，(2016) 2016 年地方政府債券發行情況和利差分析。

<http://www.shxsj.com/uploadfile/kanwu/20170214-1.pdf>

郭燕，(2017) 2017 年地方政府債券發行情況和利差分析。
<http://www.shxsj.com/uploadfile/kanwu/20180402-1.pdf>

翁明珠，(2013)。《公債法修正後對地方財政之影響：以台中市為例》，《中國地方自治》，第 66 卷 12 期，頁 173-192。

張海星，1997：《我國發行地方公債的必要性與可行性》，《遼寧經濟》第 12 期

張海星，2009：《地方債放行：制度配套與有效監管》，《財貿經濟》第 10 期。

賈康、孟艷，2009：《運用長期建設國債資金規範和創新地方融資平臺的可行思路探討》，前沿論壇第 8 期。

劉星、嶽中志、劉誼，2005，地方政府債務風險預警機制研究，經濟管理出版社。

魏加寧，2010：《地方政府投融資平臺的風險何在》，《中國金融》第 16 期。

龔建，2011：《我國地方政府債券的發行問題研究》，福建師範大學碩士論文。

龔強、王俊、賈琿，2011：《財政分權視角下的地方政府債務研究：一個綜述》，《經濟研究》年第 7 期。

2014-1-10, 中華人民共和國國史網
http://www.hprc.org.cn/gsgl/dsnb/gsbn/1950n1/15r_1/200906/t20090603_2837.html。

2014-2-13, 人民網，財經新聞 <http://www.022net.com/2013/3-11/47207621248792.html>。

2014-2-6, 上海市政府財政局，資訊公開
http://www.czj.sh.gov.cn/zwgk/czs/j/zw/201201/t20120121_129661.html。

2014-1-11, 和訊網新聞 <http://news.hexun.com/2013-01-23/150466686.html>。

2014-2-3 銀行資訊港
<http://www.yinhang123.net/cxck/cunkuanfangshi/834.html>。

2014-1-6, 資料來源於財經網，宏觀頻道
<http://economy.caijing.com.cn/2013-10-10/113390206.html>。

2014-1-2, 證券時報網快訊中心 <http://news.hexun.com/2013-12-30/161027454.html>。

2014-1-23 中華地板網國際商訊 <http://www.77b7.net/Html/17/506.html>。

陳朝建網站 2014-5-19
<http://blog.sina.com.tw/423/article.php?entryid=640372>

《中華人民共和國預算法》。2014。第三十五條。

新浪財經綜合。2018。〈中央結算公司支持新疆生產建設兵團首次發地方政府債〉。
<http://finance.sina.com.cn/money/bond/market/2018-11-06/doc-ihmutuea7361270.shtml>。

《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》。2014。
http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm。

《關於試點發展專案收益與融資自求平衡的地方政府專項債券品種的通知》。2017。第一條，第三條。中華人民共和國財政部。

孫彬彬。〈地方債市場哪裡不一樣？〉。2018。《華爾街見聞》。
<https://wallstreetcn.com/articles/3267654>。

曲靜怡。2018。〈地方政府專項債入社融 或取代城投等融資功能〉。《中國經濟導報》。<http://bond.jrj.com.cn/2018/11/09090225321975.shtml>。

《財政部關於做好 2018 年地方政府債券發行工作的意見》。2018。中華人民共和國財政部。

《地方政府專項債券發行管理暫行辦法》。2015。中華人民共和國財政部。

《財政部關於做好 2015 年地方政府一般債券發行工作的通知》。2015。中華人民共和國財政部。

《地方政府債券公開承銷發行業務規程》。2018。中華人民共和國財政部。

《關於 2015 年採用定向承銷方式發行地方政府債券有關事宜的通知》。2015。中華人民共和國財政部。

〈地方債定向發行方式全解讀〉。2015。《第一財經日報》。
<https://www.yicai.com/news/4619685.html>。

《關於做好 2017 年地方政府債券發行工作的通知》。2017。中華人民共和國財政部。

陳健恒，唐薇，但堂華。〈2017 年地方債務置換與地方債：老問題，新形式〉。2017。《中金固定收益研究》。

婁洪。2018。〈婁洪：在地方政府債券發行制度改革座談會上的講話〉。
http://gks.mof.gov.cn/zhengfuxinxi/lingdaojianghua/201805/t20180516_2898782.html。財政部官網。

《地方政府債券公開承銷發行業務規程》。2018。中華人民共和國財政部。

孫彬彬，高志剛。〈地方債務透露了什麼新知識？〉。2018。新浪財經。
<http://finance.sina.com.cn/money/bond/research/2018-01-04/doc-ifyqinzs8412295.shtml>。

《關於做好 2015 年地方政府專項債券發行工作的通知》。2015。中華人民共和國財政部。

吳志武。2017。〈2016 年地方債市場回顧和 2017 年展望〉。
<http://bond.hexun.com/2017-01-19/187782206.html>。

《地方政府性存量債務清理處置辦法》。2014。中華人民共和國財政部。

霍志輝，趙旭東，郭永彬，葉楓。2014。〈《地方政府性存量債務清理處置辦法（徵求意見稿）》點評——確立疏導地方債務“堰塞湖”的方案〉。中債資信評估有限責任公司。

《地方政府債務資訊公開辦法（試行）》。2018。中華人民共和國財政部網站。
http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/zcfg/201812/t20181229_3111512.html。

《全國人民代表大會常務委員會關於授權國務院提前下達部分新增地方政府債務限額的決定》。2018。新華社北京。

http://www.xinhuanet.com/politics/2018-12/30/c_1123927199.htm。

包興安。2019。〈去年地方債發行 4.17 萬億元 今年新增限額提前下達〉。新浪財經。<https://finance.sina.com.cn/roll/2019-01-02/doc-ihqfskcn3222718.shtml>。

陳益刊。2015。〈樓繼偉：14 萬億地方存量債務三年左右置換完成〉。新浪財經。<http://finance.sina.com.cn/2015-12-28/doc-ixmxxsr3831898.shtml>。

《地方政府債券彈性招標發行業務規程》。2018。中華人民共和國財政部官方網站。

http://gks.mof.gov.cn/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/201808/t20180817_2990123.html?flyarg=1&flyarg=2。

二. 英文部分

Kaske, Michelle. 2011 “ Fed Agrees With Cities on 3.7 trillion Estate”

Bland, Robert L., 1985. "The Interest Savings From Optimizing Size and Frequency of Participation in the Municipal Bond Market." *Public Budgeting and Finance*, vol. 4 (Winter), pp. 53-59.

Robert L. Bland, 1985 "The Interest Cost Savings from Experience in the Municipal Bond Market," *Public Administration Review*, vol. 45 January/February, pp. 234-35;

Bland, Robert L., 1987 "The Interest Cost Savings From Municipal Bond Insurance: The Implications for Privatization." *Journal of Policy Analysis and Management*, vol. 6, no. 2, pp. 207-219.

Bland, Robert L., and Li Khan Chen 1990. “Taxable Municipal Bonds: State and Local governments Confront the Tax-Exempt Limitation Movement” *Public Administration Review*, pp.42-48.

Chen, Li-khan. 1996. PHD dissertation. Unpublished. University of North Texas.

David S. Kidwell and Robert J. Rogowski, "Bond Banks: A State Assistance Program that Helps Reduce New Issue Borrowing Costs," *Public Administration Review*, vol. 43 (March/April 1983), pp. 109-10