

# 学科动态专题报道

2016 年第 10 期

## 地方债专题

主办者：图书馆学科服务部

2016.10

为传播科学知识，促进业界交流，特编辑《学科动态专题报道》，仅供个人学习、研究使用。

## 前 言

“地方债”，指有财政收入的地方政府及地方公共机构发行的债券，是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。它是作为地方政府筹措财政收入的一种形式而发行的，其收入列入地方政府预算，由地方政府安排调度。2013 年 12 月 10 日，经中共中央批准，中央组织部日前印发《关于改进地方党政领导班子和领导干部政绩考核工作的通知》，地方债成内地官员政绩考核重要指标，留烂帐离任也究责。地方债券仅仅是地方债务中显性债的一部分。而地方债是一个包含显性负债、隐性负债和地方或有负债的概念。

2013 年，36 个地区的的地方债审计结果公布，9 大省负债超 100%;7 月底，审计署表示将根据国务院要求组织全国审计机关对政府性债务进行审计。本次全国性审计工作将于 8 月 1 日起全面展开，全国审计机关将对中央、省、市、县、乡五级政府性债务进行彻底摸底和测评。

西方国家在各自的社会经济发展过程中，均发行或举借过地方债务。由于国情不同，宪法、法律法规、财政制度均有所不同，加上各国财政状况和金融市场发展程度不一，中央政府对地方政府的管理约束方式也各不相同。大致来说，地方债务管理模式可以分为四种。

市场约束模式是指利用资本市场对地方政府举债进行约束管理，中央政府在整个过程中不干涉地方债券的发行，地方政府自行决定借债规模、借债对象和借债用途。瑞典是市场约束模式的代表国家。

制度约束模式主要是指通过法律法规对地方政府借债实行管理和控制。美国是制度约束模式的代表国家。

行政控制模式是中央政府运用行政手段直接管理地方政府债务，包括确定发

债的年限、规模、单笔借款等，对借债行为进行检查和授权，既包括事前审批，也包括事后监控。日本是行政控制模式的代表国家。

合作管理模式是指联邦与地方政府对地方债券的发行等事宜进行协商，共同制定控制地方政府发债行为的规则。澳大利亚是合作管理模式的代表国家。

本专题以“地方债”为主题进行动态报道，《海外资讯》专栏选取国外关于地方债的相关资讯进行编译，信息主要来源于各国政府及各种经济组织官方网站。《外文资源推介》专栏内容包括来自 Web of Science 的社会科学引文索引( SSCI )高被引文献，和谷歌学术等中的相关网络资源，通过搜索、汇总将这些文献进行推介。《国内资讯》专栏信息主要来自和讯、搜狐、凤凰财经等资讯网站，将相关的最新资讯呈现给大家，以供交流、参考。《国内文献计量分析》以万方数据库为依托，分析“地方债”的学术发展趋势、经典文献、前沿文献及核心研究人员，为研究人员提供参考、研究材料。

# 目 录

【海外资讯】 .....	1
美国学者定义“地方债”.....	1
2015 年美国地方债市场报表数据 .....	3
什么造成地方债被低估？ .....	4
英国脱欧对中国地方金融市场的影响 .....	6
预防地方债务风险关键在于转变政府职能 .....	8
【SSCI 高被引文献推介】 .....	11
【外文网络资源文献】 .....	19
【国内资讯】 .....	24
2016 年 9 月金融货币数据点评:地方债置换规模回落推高企业中长期 贷款.....	24
财政部再查地方债 首次摸底 PPP 项目等支出规模 .....	25
地方债置换助推政府加杠杆 积极财政不唯有基建 .....	28
中国地方债怎么欠了 24 万亿？ .....	30
地方债发行有所降温 债券牛市行情水深火热 .....	35
王彩娜:发挥好地方债的支点作用 .....	42
今年地方债规模或扩张过半 风险引发关注 .....	45
地方债，风险大不大？ .....	48
央行：2 月发行 1.9 万亿债券 地方债发行 1667.5 亿 .....	51
财政部：地方债实行限额管理 定期公开政府举债情况 .....	53

地方债半年发行规模逾 3.5 万亿 接近去年全年水平 .....	56
地方债升速迅猛，保持其可控是关键 .....	59
地方债存量清理框架初定 明年 1 月上报债务余额 .....	61
<b>【国内文献计量分析】 .....</b>	<b>65</b>
“地方债”知识脉络分析 .....	65
“地方债” 经典文献 .....	66
“地方债” 研究前沿文献 .....	67
“地方债” 研究相关学者 .....	68

## 【海外资讯】

### 美国学者定义“地方债”

杨于卜 编译 王芳 校对

地方债是由当地政府或地区或其一家机构发行的债券。它一般用于财政公共项目如道路、学校、机场、港口和与基础设施相关的维修。地方债通常指的是在美国，只有美国有这样的可交易证券的最大市场。在 2011 年，地方债市场的估值为 3.7 万亿美元。地方债的潜在发行者包括国家、城市、县、开发机构、专用区、学校、公共事业区、公共机场和港口以及其他政府实体（或政府组织）或国家级以下有超过三个主权权力之一的，这三个主权权力分别是：税权、征用权和治安权。地方债市场以传统的发行过程以及更加现代的平台如 Neighborly 来运营。

地方债可能是发行人的一般义务或指定的收入担保。在美国，利息收益的获得在国内税收法规第 103 条下往往不是联邦所得税的总收入，他们在免征国家所得税的同时，也受适用的国家所得税律法的制约。国家和地方豁免是最近关于肯塔基诉戴维斯财政部（553 美元，编号 328，2008 年）的主要话题。

地方债不像新发行的股票在出售之前都要受到市场价格的限制，大多数地方债一旦由投资者购买，就可以在任何时候进行自由贸易。专业交易者一周定期交易和再交易几次相同的债券。这个市场的一个特点就是规模较小的散户投资者与与其他部门的美国证券市场相比占很大的比例。一些往往具有更高风险的地方债发行受到转让的限制。

在美国以外，世界上许多其他国家也发行类似的债券，有时被称为地方政府

债券或其他名称。这种债券的关键特征是，他们是由一个公共使用的实体在较低的水平发行。此类债券遵循类似的市场模式，如美国债券。也就是说，美国市债券市场在规模、流动性、法律和税收结构以及美国宪法所提供的破产保护上都是独一无二的。

### **地方债的类型**

#### **一般义务债券和收入债券**

地方债根据每个国家的法律提供的税收豁免联邦税和地方税。地方债通常分为短期发行（也被称为票据，通常期限为一年以内）和长期发行（又称债券，期限为一年以上）。短期票据通常使用发行人用各种方法募集的资金：如未来预期税收收入，州或联邦政府援助金，和未来的债券发行；覆盖不规则现金流，意料之外的赤字，以及为项目长期募集的资金都可以用来支配。债券通常出售给金融资本的长期项目。

#### **地方债的两种基本类型：**

##### **一般义务债券**

本金和利息是由发行人的全部信用担保，通常由发行人的无限或有限的征税权支持。在许多情况下，一般义务债券是选民批准的。

##### **收入债券**

本金和利息是由来自于债券发行收益的设施的收费、收费或租金的收入而获得的。收入债券融资的公共项目包括收费公路、桥梁、机场、水和污水处理设施、医院和补贴住房。许多这些债券是由专门为特定目的建立的当局发行的

##### **美国建设债券**

美国建设债券是在 2009 美国复苏与再投资法案执行后产生的一种应税债

券，它对债券持有人或债券发行人进行特别的税收抵免和联邦补贴。许多发行人利用建立美国债券的规定，以比发行传统的免税债券较低的成本获得融资。美国建设债券关于开放给政府机构发行债券以资助资本支出的条款将于 2011 年 1 月 1 日到期。

**编译自：**

[https://en.wikipedia.org/wiki/Municipal\\_bond](https://en.wikipedia.org/wiki/Municipal_bond)

## 2015 年美国地方债市场报表数据

陈辰 编译 郝晓雪 校对

美联储 2015 年 12 月公布的联邦储备数据显示，第二季度美国市政债券市场增长至 3.652 万亿美元。

根据央行的季度报告，第三季度下降到 3.631 万亿美元。零售卖家共 319 亿美元的地方债标志着由家庭持有的债券成为在债券市场上最大的买家。

债券市场的规模在 2015 年第四季度达到 3.77 万亿美元，作为直辖市，出售建立美国债券，这是进行特别的税收抵免。低利率保持了城市、县和州渴望借贷和再融资，市场稳定在 3.7 万亿美元左右。

机构投资者加大了他们的购买，因为在第四季度银行从一季度的 345 亿美元回升到 411 亿美元的债券。

美联储说，共同基金与第三季度的 511 亿美元相比在第四季度获得了 608 亿美元。房产意外保险公司流出 2 亿美元，寿险公司在市政债券中获得 51 亿美元。

**编译自：**

[https://en.wikipedia.org/wiki/US\\_GDP](https://en.wikipedia.org/wiki/US_GDP)

## 什么造成地方债被低估?

陈辰 编译 刘倩 校对

许多投资者都很熟悉买入被低估的股票的概念 ,这要归功于华伦巴菲特这样著名的价值投资者。其想法是 ,以确定一个公司的内在价值 ,通过寻找像自由现金流的东西 ,购买其股票低于该值。随着时间的推移 ,许多价值投资者在评估这些公司适当的时刻实现了高于市场回报的资本市场的低效率。

投资者应尽量避免被高估的债券 ,以溢价交易 ,并寻求被低估的债券 ,以折扣交易。在这种情况下地方债的票据投资者出售当初购买的被低估的可能被迫支付资本利得税的债券时就很重要 ,尽管所得税利息支付可能仍然是免费的。这可能会减少一些高利率投资者的收益。

### 债券估价的基础

许多公司在拥有越来越多的自由现金流水平和这些现金流量的贴现值大于目前的市场价格时是被低估的。同样 ,债券有固定的现金流 ,随着时间的推移就成了贴现现值。关键的区别是 ,这些现金流量是固定的 ,这意味着只有在贴现现金流分析的唯一变量是贴现率或利率

在某些情况下 ,债券的价格可以以溢价或折扣进行交易 ,以其公允价值 ,这是通过贴现现金流分析。这种类型的折扣在流动性债券市场中并不常见 ,因为机构投资者会跳上通过套利机会快速获利的机会。这些天 ,更常见的是看到由于利率的变化被高估的债券 ,以他们的公允价值溢价交易。

投资者应尽量避免被高估的债券 ,以溢价交易 ,并寻求被低估的债券 ,以折扣交易。在这种情况下地方债的票据投资者出售当初购买的被低估的可能被迫支付资本利得税的债券时就很重要 ,尽管所得税利息支付可能仍然是免费的。这可

能会减少一些高利率投资者的收益。

### 不要忘记风险

许多投资者认为，债券特别是地方债，是安全的避风港投资，并没有什么风险。但重要的是要认识到，一些债券是比别人更高的风险，这些风险因素证明一个折扣价格。信用分析人士试图以违约概率的形式量化这些风险，以及信用风险和信用评级下调的风险。在此基础上，分析学家将信用评级分配给债券。由于较高的风险，较低的信用评级的债券往往以“折扣”进行交易。

在某些情况下，投资者可能会错误的判断债券市场并且拥有太多的风险溢价债券。这会导致债券价值被低估因为投资者会对信用风险进行补偿。虽然大多数的信用信息是复杂的，但是个人投资者还是尽可能的洞察特定的国家和城市的政治然后确定分析人士分析的华尔街可能会关闭的情况。

经济趋势可能揭示了感知风险和现实之间的中断。例如，房地产的反弹可以使得市场中的房地产税收增加和债券的信用质量提高，但它已经遭受了轻微的预算问题。

投资者购买债券基金可能有一个更容易的时间确定潜在的被低估的机会。尽管开放式共同基金通常不低于资产净值，封闭式基金（CEF）经常出现提供给投资者的机会。这些都是公开上市交易的投资公司，使用现金和债务的组合来收购债券，并以股息的形式返还给投资者的利息支付。

在某些情况下，专门提供给地方债的封闭式基金（CFF）由于杠杆的作用收益率已超过 10%。这其实增加了在某种情况下的风险。但地方债券类资产往往比其他类型的债券的信用质量较高。

### 地方债的底线

地方债可能出于一些不同的原因会在它们的公平价值下进行贸易 ,这些原因可能是不断变化的利率预期到潜在的风险因素。此外 ,投资者可能要考虑采购成本低于其净资产价值 ,这实质上是给地方债的投资组合提供了一个折扣。但是重要的是 ,在做出这些选择的时候要牢记风险因素和税收影响。

#### 编译自 :

<http://www.municipalbonds.com/authors/justin-keupper/>

## 英国脱欧对中国地方金融市场的影响

郝晓雪 编译 陈辰 校对

英国在欧盟的官员强调 ,即将发生的脱欧并不改变英国到北京日益增长的经济关系。

伦敦金融城市长 Jeffrey Mountevans 在他最近的中国访问之旅中为脱欧后能保持更紧密的中英金融关系做出了很大努力。Mountevans 反复向中国官员和记者强调 ,英国脱欧不会动摇伦敦作为欧洲首屈一指的金融中心的地位。他还指出 ,英国想进一步支持中国计划 ,如绿色金融、海上融资和基础设施融资 ,没有一个会受到英国脱欧的影响。

Mountevans 的一周旅行 ,参观了北京、上海、天津、香港 ,严肃并迅速地反映出伦敦金融领导人在脱欧后不久会转向中国寻找更紧密的合作伙伴。

7 月 22 日 ,英国财政大臣菲利普•哈蒙德率团的英国主要金融服务和法律公司在北京举行英中金融服务圆桌会议 ,在此期间他们强调英国将继续开放与中国的金融合作。两天后 ,7 月 24 日 ,哈蒙德提出了一个可行的英国和中国之间的自由贸易协定。

9 月 9 日 ,在香港接受中国记者提问时 ,Mountevans 表示 ,伦敦作为人民币

国际化中心在西方的地位不会受英国脱欧的影响，他说英国期待与香港和北京的金融社区的密切合作从而进一步加强人民币国际化。

在过去的 30 年里，由于数组的亚洲，美国和中东的金融机构涌进这个城市，伦敦成为一个全球金融中心。利用伦敦的“护照”的权利，允许他们进入欧洲单一市场即使他们没有欧盟成员资格。但是在英国脱欧后，伦敦的护照很容易失去。

因此，摩根大通(JP Morgan)表示，英国脱欧之后它可能裁员 4000 英国人，尽管汇丰表示多达 1000 个职位可能会搬到巴黎。

中国的银行呢？

到目前为止，还没有中国的银行在伦敦取得了伦敦的减少操作资格，主要是因为伦敦离岸人民币业务发展机会非常重要，并且为了保持他们的兴趣，帮助中国在英国提高投资融资的需求足够重要。

中国建设银行董事长李宝说建行伦敦很少使用护照进行广泛的欧盟活动是因为建行已经在其众多欧盟分支从事工作，包括那些在法兰克福，苏黎世、卢森堡、巴黎、意大利、西班牙和荷兰。

对于伦敦人民币的活动，除了中国建设银行，中国银行，中国工商银行，交通银行，招商银行，中国农业银行(Agricultural Bank of China)都在卢森堡有一个欧洲领先的竞争对手。除银行外，中国许多其他金融服务公司也很少使用的护照。海通证券，通过收购葡萄牙银行圣埃斯皮里图的投资部门，赢得了欧洲同盟的资格，尽管在伦敦的投资银行部门，但目前总部设在里斯本。上海盈科律师事务所通过与每个城市不同的当地律师事务所合作在多个欧洲城市运营，所以英国脱欧后潜在的失业可以被其欧洲律师获得。全球管理合伙人琳达说“我们的观点是全球性的，不是以伦敦为中心的”。英国脱欧甚至可以鼓励加强中国合作，因为英

国将不再需要严格遵循一些复杂的与欧盟有关的规定，伦敦资本市场年利达律师事务所的合伙人安德鲁·卡迈克尔说。卡迈克尔说，新的监管自由可以让英国监管机构把中国的法规和系统实质上相当于英国法规一样对待。因此给中国相关银行提供自动识别系统。中国大部分的相关活动仍将来到了伦敦。中国企业想要在伦敦证券交易所上市，由于伦敦证交所的交易量和流动性大，并且伦敦的股票集中研究人员和投资者来自亚洲、欧洲和非洲。由于城市的高浓度的律师、会计师、法律顾问和集团已经熟悉人民币债券销售。今年上半年，在伦敦上市的有更多的人民币债券市场比所有其他交易所合并- 来自各种各样的国际机构 55 个问题。董事总经理迈克尔·泰勒和穆迪亚太地区首席信贷官表示，尽管全球离岸人民币债券发行下降了近几个月来，“跟英国脱欧没有直接相关性”。相反，由于人民币贬值和大量移民中国实体发行的国内债券市场，他说。

这里有 95 元债券在伦敦证券交易所发行上市，筹集了 376 亿元人民币(56 亿美元，50 亿欧元;56 亿)。上市的中国企业选择伦敦，因为它是最国际化的。42 个中国公司，价值 1160 亿美元，在伦敦证交所上市。

标准银行工商银行首席中国经济学家 Jinny Yan 说“主要金融服务基础设施并不是一夜之间建成的”，他补充说，不管英国脱欧与否，伦敦在债务资本市场，金融技术、公私伙伴关系和金融监管的专业知识方面无疑为中国提供了宝贵的经验。

**编译自：**

[http://europe.chinadaily.com.cn/epaper/2016-09/16/content\\_26805469.htm](http://europe.chinadaily.com.cn/epaper/2016-09/16/content_26805469.htm)

## 预防地方债务风险关键在于转变政府职能

张春玲 编译 刘倩 校对

从 2016 年 2 月至 6 月 , 韩国地方政府债券发行量突破 3.61 万亿韩元 , 接近去年总额。截止 2016 年 6 月底 , 地方政府债券存托余额达到 8.3 万亿韩元 , 接近已确定的中央和地方预算中的债务余额上限的 80% 。在地方政府债券增加的背后透露出的是地方政府收入和支出之间越来越大的差距。原因如下 :

大规模的地方政府债务风险主要表现在两个方面 : 第一 , 债务本身是有风险的。如果债务没有及时偿还利息 , 债务违约将发生。第二 , 应考虑负债传递的风险。大多数地方政府债务通过银行 , 信托公司和其他金融机构提供资金。如果大规模的债务违约发生 , 它将导致金融风险。然而 , 如果地方政府债务被中央债务通过债券换债换取 , 中央银行将被迫印刷更多的钱 , 这可能导致货币贬值的风险。债务风险也可能影响地方政府的顺利运作和公共服务的高质量 , 因此这很容易触及到社会问题。

还应解决地方政府债券缺乏信息透明度的问题。地方政府需要实现与地方政府债券发行相关的最大可能的信息透明度 , 接受社会监督 , 推进债券风险预警系统以及做好相关的预防和控制措施。如果在当地债券融资期间发现非法活动 , 那么涉及的人应当受到法律的及时惩罚。目前 , 有关部门都很清楚这个问题 , 所以财政部要求地方政府的债券余额 , 替代债券和债券增值都要进行配额管理 , 地方政府应公开财务和债务信息 , 控制发放顺序。

要彻底消除地方政府债务的风险 , 需要做出根本性的改变。首先 , 需要转变政府职能 , 地方政府不再扮演企业的角色 , 这将缓解政府财政支出的压力。除此之外 , 还应提高官员绩效考核体系。二是推进财政改革 , 加强预算管理 , 解决财政资源与地方政府行政方面责任不一的问题。第三 , 推进金融改革 , 通过投资融资平台 , 从源头上解决地方政府融资的风险漏洞。

**编译自：**

[http://www.news.com/m/drc/2016-10/08/content\\_26988830.htm](http://www.news.com/m/drc/2016-10/08/content_26988830.htm)

## 【SSCI 高被引文献推介】

**1、Title:** Government Weakness and Local Public Debt Development in Flemish Municipalities

**Author(s):** Ashworth, John

**Abstract:** The Weak Government Hypothesis states that government fragmentation leads to higher public deficits and debt. This relation can be explained by government inaction, common pool problems or the strategic use of debt that arise in coalition governments. Importantly, whereas government inaction models concentrate on the short-term effects of government fragmentation on indebtedness, common pool and strategic debt models imply that such effects will persist in the long term. We test these hypotheses using a large panel of data on municipal debt in 298 Flemish municipalities (1977–2000). We find that there is no long-run effect from weak governments. However, there is general support for the fact that the number of parties in a coalition has a positive effect on the municipality's short-term debt levels—in line with government inaction models.

**Cited frequency: 62**

**Full Text: 01**

**2、Title:** China's Infrastructure Investment Boom and Local Debt Crisis

**Author(s):** Tsui, Kai Yuen

**Abstract:** A noted Hong Kong-based economist addresses the emerging financing problems prompted by debt-laden local governments in China in the aftermath of the global financial crisis. More specifically, using the most recent data available, he traces the root of China's local debt overhang to a protracted debt-financed infrastructure investment boom in which several key institutions (the cadre evaluation system, the land management regime, and the banking sector) have created an environment that draws local governments into a land-infrastructure-leverage trap. The author argues that the resulting high levels of debt may ultimately impede the country's efforts to mitigate structural imbalances in its economy. Journal of Economic Literature, Classification Numbers: H600, H700, P200, P300. 3 figures, 9 tables, 121 references.

**Cited frequency: 53**

**3、Title:** Cultural economy, sovereign debt crisis and the importance of local contexts: The case of Athens

**Author(s):** Souliotis, Nicos

**Abstract:** This paper presents an overview of the cultural economy of Athens during the last three decades and a preliminary assessment of how it is being affected by the current sovereign debt crisis. Drawing upon the concept of embeddedness and using a combination of statistical and ethnographic data we examine the cultural economy in relation with social stratification and urban policy dynamics. We argue that the cultural economy of Athens acquired a consumption- and import-oriented character. Manufacturing activities shrunk as a result of competitive pressures from both post-Fordist advanced economies and emerging ones. Consumption-oriented activities developed through the meeting of new middle classes' cultural demand with micro-entrepreneurship and large-scale investments of economic elites in a context of deregulation

in urban cultural policy and public investments in urban mega-projects. The restructuring of the cultural economy was a part of a broader political-economic arrangement, established following the affiliation of Greece to the EC/EU, where public spending (based on public borrowing and EU Structural Funds) sustained both middle classes' income and corporate profits. The 2010-2011 sovereign debt crisis threatens the whole political-economic arrangement of the last few decades whose symbolic aspect was the restructuring and growth of the cultural economy. (C) 2012 Elsevier Ltd. All rights reserved.

**Cited frequency: 45**

**Full Text: 02**

**4、Title:** Government weakness and electoral cycles in local public debt: Evidence from Flemish municipalities

**Author(s):** Geys, Benny

**Abstract:** Empirical research on Political Business (and Budget) Cycles is more supportive for electoral cycles in policies than in macro-economic outcomes. But even pre-electoral policy cycles receive no unanimous confirmation. In the present paper, we give credence to recent arguments that this may be due to the disregard for the political, economic and institutional context in which politicians make policy decisions. Specifically, we argue that the level of political fragmentation of the government affects both the need for and possibility to engage in opportunistic policy cycles. An analysis of local public debt data for 296 Flemish municipalities provides empirical support for this contention.

**Cited frequency: 42**

**Full Text: 03**

**5、Title:** Electoral Cycles And Local Government Debt Management

**Author(s):** Bastida, Francisco

**Abstract:** The literature provides both theories and empirical assessments that link national electoral cycles and opportunistic incumbents' behaviour. However, at the subnational level the literature is scarce. Using a panel of 238 Spanish municipalities over the period 1992-2005, this paper investigates for the first time in Spain whether electoral events contribute to shape municipal debt policies. We show that the electoral cycle influences the municipal debt per capita. Furthermore, both weak (no-majority) and wealthier municipal governments have higher levels of debt per capita. Finally, our data show that the 2001 Spanish Budgetary Stability Law (stemming from the European Stability and Growth Pact) appears to have reduced the electoral effect on municipal debt per capita.

**Cited frequency: 40**

**Full Text: 04**

**6、Title:** Evaluation of local government debt in Spain

**Author(s):** Dolores Guillamon, Ma.

**Abstract:** During the last few years, there has been increased interest in the researching of Public Sector debt. In this context, this paper hopes to analyze the factors that affect the indebtedness of one of the levels of the Public Sector in Spain: the Local Sector. With this aim, we

have obtained a sample of all Spanish municipalities that have more than 1,000 inhabitants in 2008 (3,253 municipalities) by applying econometrics of least squares regressions in two stages. The main conclusion obtained is that the variables that explain the level of municipal debt are heterogeneous. On the one hand, socioeconomic variables (population, percentage of immigrants, income, transfers and taxes) affect positively the level of debt per capita. On the other hand, political variables, such as political strength, suggest that weaker governments are those with a lower level of debt per capita.

**Cited frequency: 38**

## 7、**Title:** The Early Warning Study of the Debt Risk for Local Government

**Author(s):** Zhao, Jun

**Abstract:** Reasonable debt is beneficial for local government to timely grasp the developing opportunity and make full use of economic resources to promote local economic development, however, the increase of the debt for local government will lead to a series of problems such as the expanding of debt risk, the damage to the governmental credibility, and the supporting of irrational financial spending for local government. Therefore, strengthening the control and management of local governmental debt risk has far-reaching significance to the development of local economy and social stability. Take a province in China for example, a risk evaluation index system and an evaluation method of the debt for local government are built, and combined with the concrete data of the debt for local government in the one province and used the developed decision support system of early warning of the debt risk for local government to provide a dynamic decision support for local government.

**Cited frequency: 37**

## 8、**Title:** Patch history and spatial scale modulate local plant extinction and extinction debt in habitat patches

**Author(s):** Guardiola, Mois es

**Abstract:** Aim Many species exhibit a time-lag between habitat loss and its extinction, resulting in extinction debt. Although extinction debt is considered a widespread phenomenon, differences in methodological approaches can affect its detection. We aim to contribute to this methodological debate by exploring whether extinction debt is either a phenomenon common to all patches or idiosyncratic to the patch and landscape attributes of a given patch. We also aim to determine whether the scale dependency of species richness might help to explain extinction debt. Location Southern Catalonia (NE Iberian Peninsula). Methods We studied the effects of habitat loss on plant species richness (total, specialists and generalists) in stable (habitat loss <40% since 1956) and regressive (habitat loss more than 40% since 1956) patches of Mediterranean grasslands at both quadrat and patch scales using general linear models. Results We detected extinction debt at patch scale but only in regressive patches. The magnitude of extinction debt was not constant but was related to the percentage of patch area reduction. Contrastingly, regressive patches presented fewer species than stable patches at quadrat scale. Main conclusion Quadrat scale extinctions in regressive patches lead to rarefaction, but not immediate extinction, of some species at patch scale and created an extinction debt. Species loss at quadrat scale constitutes an early warning indicator

of the effects of habitat loss on biodiversity, while delayed extinctions offer an opportunity for conservation initiatives.

**Cited frequency: 35**

**Full Text: 05**

**9、Title:** Local Vulnerability, Project Risk, and Intractable Debt: The Politics of Smallholder Eucalyptus Promotion in Salavane Province, Southern Laos

**Author(s):** Barney, K.

**Abstract:** This paper analyses the ideology, implementation and outcomes of a donor-based smallholder tree planting project in Lao PDR. Drawing on project documents and local level fieldwork in southern Laos, an analysis of the failure of this project to promote viable smallholder eucalyptus plantations is forwarded. The donor vision of producing new rural subjectivities, transforming subsistence oriented peasants into smallholder arboreal entrepreneurs was spectacularly unsuccessful. A series of unintended consequences resulted, which undermined both the livelihoods of enrolled farmers and the financial position of the key institutional partner, the Lao Agricultural Promotion Bank. This paper provides an analysis of this failure, emphasizing differing conceptions of and responses to vulnerability and risk between rural farmers in Salavane province and the project proponents. While maintaining interpretations which centre upon project mismanagement and corruption, this paper also argues for a perspective in which even failed donor tree planting projects are constitutive of broader patterns of political power, through which new ideologies of development are formulated and deployed. Drawing on the work of James Ferguson, David Mosse, and Gillian Hart, this paper argues that the ADB Industrial Tree Plantation Project provides an analytical window into the nature and exercise of state power, donor influence, and the politics of agrarian transformation in globalizing Laos.

**Cited frequency: 35**

**10、Title:** Local public goods, debt and migration

**Author(s):** Schultz, Christian

**Abstract:** Migration raises a potential free rider problem for the provision of durable local public goods if the latecomers can enjoy the public good without paying for it. Allowing communities to finance public goods by debt mitigates this problem, since future immigrants have to share the burden of the debt. However, in equilibrium there will be over-accumulation of local debt. There may be more or less public good than at first best, but *conditional on the inefficiently high level of debt* there will be too few public goods. A competitive market for land reduces, but does not in general eliminate, the inefficiencies.

**Cited frequency: 33**

**Full Text: 06**

**11、Title:** New development: China's budget law and local debt

**Author(s):** Xu, Yunxiao

**Abstract:** China's 20-year-old budget law has been revised to give greater power to the

legislature and re-orient annual budgeting to a multi-year fiscal framework. In addition, provincial governments are now able to issue bonds. If the goals of these reform measures are realized, the institutional foundations for China's fiscal policy and management will be substantially strengthened. However, the authors are concerned that the authorities may have underestimated the technical challenges involved.

**Cited frequency: 32**

**Full Text: 07**

**12、Title:** Socializing the King's Debt: Local and Atlantic Financial Transactions of the Merchants of Buenos Aires

**Author(s):** Grieco, Viviana L.

**Abstract:** Prior research suggests that Big 4 auditors provide higher quality audits in the U.S. in order to protect the firm's brand name reputation and to avoid costly litigation. In this study, we examine whether the perceived higher quality of a Big 4 audit is related to auditor litigation exposure or to reputation concerns. Specifically, we utilize an estimable proxy for financial reporting credibility--the ex ante cost of equity capital to examine whether Big 4 auditors are perceived as providing higher quality audits (relative to non-Big 4 auditors) in the U.S., and in the less litigious (but economically similar) environments in other Anglo-American countries during the 1990-99 period. We find that a Big 4 audit is associated with a lower ex ante cost of equity capital for auditees in the U.S. but not in Australia, Canada, or the U.K. Our findings suggest that it is litigation exposure rather than brand name reputation protection that drives perceived audit quality.

**Cited frequency: 30**

**Full Text: 08**

**13、Title:** Local modulation of human brain responses by circadian rhythmicity and sleep debt.

**Author(s):** Muto, Vincenzo V

**Abstract:** Human performance is modulated by circadian rhythmicity and homeostatic sleep pressure. Whether and how this interaction is represented at the regional brain level has not been established. We quantified changes in brain responses to a sustained-attention task during 13 functional magnetic resonance imaging sessions scheduled across the circadian cycle, during 42 hours of wakefulness and after recovery sleep, in 33 healthy participants. Cortical responses showed significant circadian rhythmicity, the phase of which varied across brain regions. Cortical responses also significantly decreased with accrued sleep debt. Subcortical areas exhibited primarily a circadian modulation that closely followed the melatonin profile. These findings expand our understanding of the mechanisms involved in maintaining cognition during the day and its deterioration during sleep deprivation and circadian misalignment.

**Cited frequency: 28**

**Full Text: 09**

**14、Title:** Assessing Local Government Debt Risks in China: A Case Study of Local Government Financial Vehicles

**Author(s):** Tao, Kunyu

**Abstract:** Strong credit expansion in China after the recent global financial crisis has brought local government financial vehicles (LGFV) into the spotlight. Rapid growth of LGFV has triggered concern about local government indebtedness, banks' asset quality and, more broadly, China's medium-term financial stability and sovereign risk. This paper constructs a unique firm-level dataset to evaluate the country's local government debt. We find an uneven distribution of LGFV, which are concentrated in the coastal areas, and a deterioration of their debt repaying ability from 2010 to 2012. We use principal component analysis (PCA) along with multivariate discriminant analysis (MDA) to identify the credit risk of LGFV based on conventional financial variables as well as local governments' fiscal status. We also estimate the safe boundaries of debt bearing at the provincial government level. The estimations reveal more severe local government debt risks in the middle-western provinces and higher risks associated with LGFV at the municipal and county levels. Although it is very unlikely that there will be a national debt crisis in China, the high risk of LGFV should be noted and effectively controlled by improving the fiscal transparency of local governments and reforming the fiscal system.

**Cited frequency: 27**

**Full Text: 10**

**15、Title:** An Explanation of Local Government Debt in Spain Based on Internal Control System

**Author(s):** Gras, Ester

**Abstract:** The literature reflects a growing interest in the research of Public Sector debt. However, this is the first time that a variable of internal control is used to analyse interaction with the level of debt. This paper analyses the influence of the level of internal control in Spanish Local Government on indebtedness. We have obtained a sample of 1,806 Spanish municipalities. The main finding is that the level of internal control system influences the municipal debt per capita, so the higher the level of internal control, the lower the level of debt. Furthermore, we confirm previously reported results.

**Cited frequency: 25**

**16、Title:** The meditation of effective supervision on local government debt in China

**Author(s):** Wang, Yan

**Abstract:** The effective supervision on local government debt is the necessary basis and urgent demand for local financial risk control and realizing sustainable development. The basic requirements of the supervision are to be legalized, complete and transparent. Therefore, it is necessary to complete the legal system of supervision to efficiently control the scale of debt and to build alarming mechanism on debt so as to improve the transparency of the information in debt. Local government should strengthen accountability mechanisms to increase the effectiveness of supervision on local debt.

**Cited frequency: 23**

**17、Title:** The issuance of state and local debt during the United States Great Recession.

**Author(s):** Fisher, Ronald C.

**Abstract:** This research explores the borrowing behavior of state and local governments between 2008 and 2010, a period that encompasses the Great Recession. State and local governments continued to borrow markedly during this period of severe fiscal stress. Following an overview of state-local debt and subnational government borrowing, we present a statistical analysis of the demographic, economic, political, and institutional factors that influenced interstate differences in borrowing. This research suggests that both economic and political factors influenced borrowing and that the availability of Build America Bonds contributed to an increase in borrowing during this period.

**Cited frequency: 22**

**18、Title:** Implicit debt capitalization in local housing prices: an example of unfunded pension liabilities.

**Author(s):** MacKay, Robert C.

**Abstract:** I analyze the response of individual housing sales prices to negative information or "news" about local public debt levels and their underlying impact on the provision of public goods and services. In February 2004, it was announced that rising levels of unfunded liabilities for the San Diego City Employees' Retirement System (SDCERS) were higher than previously perceived. Comparing the sales of homes on both sides of the city boundary before and after the shock occurred, I find the "news" led to a 2.5-3.7 percent decrease in housing sales prices in San Diego City over the four years following the announcement. This result implies overcapitalization of the unfunded pension liabilities, where the impact on home values is greater than the residents financial burden from the unfunded liabilities.

**Cited frequency: 20**

**19、Title:** Anonymous currencies or named debts? Comparison of currencies, local credits and units of account between China, Japan and England in the pre-industrial era

**Author(s):** Kuroda, A.

**Abstract:** Pre-industrial China and Japan provide contrasting patterns in how transactions were conducted in the rural economy. Chinese peasants would exchange their products anonymously for cash at the nearest market, while transactions in rural Japan tended to be made among people who were well-acquainted through credit rather than currency. The case of early modern England, where ordinary people tended to make deferred payments by means of oral agreements, shows a similarity to the Japanese situation. This comparison suggests, in general terms, that currency and credit could combine to supply the total amount of means of payment needed in a region. However, commercial activities progressed in divergent ways: either through anonymous currency transactions or by means of chained debts among locals. Unlike currency-dominant systems, which tended to create plural units of account, credit-dominant systems made it easier to establish a monetary system based on a standard formula.

**Cited frequency: 18**

**20、Title:** Partial coordination in local debt policies

**Author(s):** Nagami, Junichi

**Abstract:** This article compares several rules of coordinated debt policies to show that the

central government intervention is not required to carry out an efficient local debt policy. The main argument is that a form of partial coordination results in the efficient outcome rather than a full coordination in local debt policies.

**Cited frequency: 15**

**Full Text: 11**

注:

以上文献以Web of science为检索数据库，以“标题”= ‘local debt’为检索式，时间限定为“2000-2016”年的高被引文献。其中标有“Full Text”标识的条目包含原文文献，可在附件中自行下载。

## 【外文网络资源文献】

**1、Title:** Reproducing the city of the spectacle: Mega-events, local debts, and infrastructure-led urbanization in China

**Author(s):** Wu, Yifei

**Abstract:** Existing studies of the growth of Chinese cities and the escalation of local debts have been done in separation. This research examines the growth and transformation of Chinese cities in relation to the practice of hosting mega events as a means of capital mobilization and the expansion of local debts. An investigation of the case of Guangzhou, the host city of the 2010 Asian Games, has identified an interesting trajectory in which hosting mega-events has been actively pursued as a strategy of capital accumulation to stimulate infrastructure-driven urbanization. The municipal government has managed to mobilize resources from commercial banks to finance infrastructure projects and foster urban spatial restructuring through the establishment of a series of local government financing platforms (LGFPs). Because land was used as the main assets injecting into LGFPs and as collateral to obtain bank loans, the revenue generated from land sales has been of great significance to support LGFPs. However, the uncertainty of the real estate market has made land revenue volatile, resulting in looming local debts. Findings of this research cast doubt over the long-term sustainability of China's event-driven urbanization and further advance theoretical understanding of the diverse trajectories of urbanization in the era of global urbanism. (C) 2016 Elsevier Ltd. All rights reserved.

**Full Text: 01**

**2、Title:** On the Determinants of Local Government Debt: Does One Size Fit All?

**Author(s):** Balaguer-Coll, Maria Teresa

**Abstract:** This article analyzes the factors that directly influence levels of debt in Spanish local governments. Specifically, the main objective is to find out the extent to which indebtedness is originated by controllable factors that public managers can influence, or whether it hinges on other variables beyond managers' control. The importance of this issue has intensified since the start of the crisis in 2008, due to the abrupt decline of revenues and, simultaneously, to the fact that the levels of costs these institutions face has remained the same or, in some cases, increased. Results can be explored from multiple perspectives, given that the set of explanatory factors is also multiple. However, the most interesting finding is the varying effect of each covariate depending on a municipality's specific debt level, which suggests that economic policy recommendations should not be homogeneous across local governments.

**Full Text: 02**

**3、Title:** Inflation target and debt management of local government bonds

**Author(s):** Fujiki, Hiroshi

**Abstract:** We show that the optimal inflation target imposed on a discretionary central bank varies with the extent of fiscal decentralization. Our analysis compares two fiscal regimes for local government bond management: the partially decentralized (PD) regime where the central government determines the amount of local bond; and the fully decentralized (FD) regime where

each local government determines the amount of local bond. In both regimes, an inflation target has two effects: it harnesses surprise inflation; and it induces excess issuance of local bonds. Due to externality in determining the level of local government bond, however, the second effect, and thereby the optimal level of the inflation target, are smaller in the FD regime than in the PD regime. We also find that even if fiscal decentralization in its isolation deteriorates social welfare, we may be able to improve social welfare by introducing an inflation target when fiscal decentralization measures are adopted. (C) 2011 Elsevier B.V. All rights reserved.

**Full Text:** 03

**4、Title:** Legacies of Inequity: How Hometown Political Participation and Land Distribution Shape Migrants' Paths into Wage Labor

**Author(s):** Andrews, Abigail L.

**Abstract:** While scholars have examined how migration impacts development, this paper asks the opposite question, examining how local development conditions shape patterns of migration. Specifically, I consider how political institutions in rural sending communities create economic opportunities and constraints for their members, channeling potential migrants into farm or urban jobs. To date, scholars have explained differences in the migration paths of similar communities by looking at features on the receiving end, or at the development of social networks tied to migration. I add to this work by showing how hometown conditions influence out-migration. I compare the histories of two rural villages in Southern Mexico whose members migrated at similar times and volumes, first within Mexico beginning in the 1960s, and then to the United States in the 1980s and 1990s. I find that in the village I call "Disposeo," hierarchical power structures dispossessed members, drove them into debt, and limited their access to urban areas. As a result, when agricultural recruiters came to the village, most potential migrants accepted. By contrast, in "Igualdad," communal landholding enabled members to reject farm labor. At the same time, rotating political posts helped them build networks into more desirable urban service jobs. As other research underscores, such labor market insertion has long-term consequences: migrants' first job niches shaped their destinations, social networks, patterns of movement, and social mobility. Thus, even as rural villages erode in the face of emigration, they structure migrants' prospects in the contemporary economy. In particular, participatory governance and resource redistribution can insulate members from the worst agricultural jobs. (C) 2016 Elsevier Ltd. All rights reserved.

**Full Text:** 04

**5、Title:** Credit networks and systemic risk of Chinese local financing platforms: Too central or too big to fail?

**Author(s):** He, Fang

**Abstract:** The accelerating accumulation and risk concentration of Chinese local financing platforms debts have attracted wide attention throughout the world. Due to the network of financial exposures among institutions, the failure of several platforms or regions of systemic importance will probably trigger systemic risk and destabilize the financial system. However, the complex network of credit relationships in Chinese local financing platforms at the state level remains unknown. To fill this gap, we presented the first complex networks and hierarchical

cluster analysis of the credit market of Chinese local financing platforms using the "bottom up" method from firm-level data. Based on balance-sheet channel, we analyzed the topology and taxonomy by applying the analysis paradigm of subdominant ultra -metric space to an empirical data in 2013. It is remarked that we chose to extract the network of co-financed financing platforms in order to evaluate the effect of risk contagion from platforms to bank system. We used the new credit similarity measure by combining the factor of connectivity and size, to extract minimal spanning trees (MSTs) and hierarchical trees (HTs). We found that: (1) the degree distributions of credit correlation backbone structure of Chinese local financing platforms are fat tailed, and the structure is unstable with respect to targeted failures; (2) the backbone is highly hierarchical, and largely explained by the geographic region; (3) the credit correlation backbone structure based on connectivity and size is significantly heterogeneous; (4) key platforms and regions of systemic importance, and contagion path of systemic risk are obtained, which are contributed to preventing systemic risk and regional risk of Chinese local financing platforms and preserving financial stability under the framework of macro prudential supervision. Our approach of credit similarity measure provides a means of recognizing "systemically important" institutions and regions for a targeted policy with risk minimization which gives a flexible and comprehensive consideration to both aspects of "too big to fail" and "too central to fail". (C) 2016 The Author(s). Published by Elsevier B.V. This is an open access article under the CC BY-NC-ND license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).

**Full Text: 05****6、Title:** Consumption baskets and currency choice in international borrowing**Author(s):** Bengui, Julien

**Abstract:** We propose a novel explanation for the empirically low prevalence of external borrowing in local currency in emerging market economies, a phenomenon sometimes referred to as the original sin of international finance. We study the endogenous currency denomination of an emerging economy's assets and liabilities within the context of a dynamic stochastic general equilibrium (DSGE) model with portfolio choice featuring non-tradable goods and nominal rigidities. We find that these features lower the correlation between the local currency and domestic lenders' consumption. They thus reduce the risk premium demanded by domestic lenders on local currency debt, and can therefore help explain the low willingness of foreigners to lend in local currency. (C) 2016 Elsevier Ltd. All rights reserved.

**Full Text: 06****7、Title:** Voluntary disclosure incentives: Evidence from the municipal bond market**Author(s):** Cuny, Christine

**Abstract:** I investigate the trade-off between capital market incentives, reputational concerns, and administrative costs in the public disclosure decisions of municipal bond issuers. After Ambac's bankruptcy, issuers of insured debt increase disclosure relative to issuers of uninsured debt. After local per capita income declines or expenditures increase, issuers, particularly those with strong electoral incentives and weak voter oversight, reduce disclosure. After the implementation of an online filing repository, issuers with few dissemination channels increase disclosure relative to other issuers. Overall, my findings support a positive relationship between voluntary disclosure, risk, and low-cost dissemination, to the extent reputational capital is not

threatened. (C) 2016 Elsevier B.V. All rights reserved.

**Full Text: 07**

**8、Title:** US political corruption and firm financial policies

**Author(s):** Smith, Jared D.

**Abstract:** Using US Department of Justice data on local political corruption, I find that firms in more corrupt areas hold less cash and have greater leverage than firms in less corrupt areas. The results are robust to including a range of controls and to using an instrumental variable approach, two alternative survey measures of corruption, and propensity score matching. Further, the association between corruption and leverage is largest among firms that operate primarily around their headquarters. Overall, the evidence is consistent with the hypothesis that firms manage liquidity downward and debt obligations upward to limit expropriation by corrupt local officials.

(C) 2016 Elsevier B.V. All rights reserved.

**Full Text: 08**

**9、Title:** Financial crises and the evolution of credit reallocation: Evidence from Korea

**Author(s):** Hyun, Junghwan

**Abstract:** This paper examines the evolution of credit reallocation from a geographical location perspective using data from Korean non-financial firms 1984 to 2013. Employing a Bayesian dynamic latent factor model, I decompose local credit reallocation rates into national, region-specific, and idiosyncratic allocation components. This paper uncovers evidence that the national factor, which explains the movement of credit reallocation across 14 administrative districts, intensified after the 1997 financial crisis and played a major role in driving local credit reallocation rates. Furthermore, district-specific factors, which exhibit heterogeneous patterns across districts, also account for a significant portion of credit reallocation fluctuations, which is attributable to districts' heterogeneous geographical properties and dominant industries.

Importantly, district-specific factors are the main driver for reallocation dynamics for small firms, suggesting that small firms' financing is more affected by local financial market conditions, whereas the national factor explains more of large firms' debt financing. (C) 2016 Elsevier B.V.

All rights reserved.

**Full Text: 09**

**10、Title:** Under siege: Isolated tributaries are threatened by regionally impaired metacommunities.

**Author(s):** Merriam, Eric R ER

**Abstract:** Pristine streams are often targeted as conservation priorities because of their ability to preserve regional biodiversity. However, isolation within heavily degraded regions likely alters important metapopulation and metacommunity processes (e.g., rescue and mass effects), affecting the ability of in-tact communities to boost regional conditions. To test this hypothesis, we sampled invertebrate communities and physicochemical conditions from 168 streams within the mountaintop removal-valley fill mining region of West Virginia. We used redundancy analysis to

first test for significant effects of local (observed physicochemical conditions) and neighborhood (streams within a 5 km buffer) degradation on assemblage structure across all taxa and stress tolerance (low, moderate, high) and dispersal (low, high) categories. We then used generalized linear and hurdle models to characterize changes in community metrics and individual taxa, respectively. Local condition consistently explained the majority of variation (partial R<sup>2</sup> up to 5x those of neighborhood condition) in community structure and was the only factor affecting sensitive taxa. Neighborhood condition explained significant variation in moderately tolerant taxa with low dispersal capacity and highly tolerant taxa, regardless of dispersal. Decreased occurrence (*Baetis*) and abundance (*Maccaffertium*) of key taxa and corresponding metrics (%E, %EPT) suggest decreased dispersal and associated mass and rescue effects within degraded neighborhoods. Decreased neighborhood conditions also resulted in the proliferation of tolerant taxa (Chironomidae, *Chimarra*, *Hemerodromia*). Our results suggest communities within even the most pristine streams are at risk when isolated within heavily impacted regions. Consequently, protection of regional species' pools in heavily impacted regions will require more than simply conserving un-impacted streams. (C) 2016 The Authors. Published by Elsevier B.V.

**Full Text: 10**

## 【国内资讯】

### 2016 年 9 月金融货币数据点评:地方债置换规模回落推高企业中长期贷款

核心观点:

1、新增贷款 1.22 万亿元,居民按揭贷款仍是主力,企业中长期贷款创新高,可能主要与地方债券置换规模回落有关。从结构来看,企业中长期贷款规模为近半年新高,升至 4466 亿元,票据融资规模较上月回落,为 1434 亿元;居民中长期贷款 5741 亿元,创历史新高,占全部贷款的比例为 47%。企业中长期贷款增长与地方债务置换规模回落和 PPP 项目加快落地有关。9 月地方债券置换规模为 2447 亿元,较 8 月 7134 亿元显著回落。去年四季度 PPP 项目入库数量加快,从草根调研预计落地时间约为一年,那么今年 9 月开始 PPP 带来的中长期贷款的贡献会上升。房地产新政的实施预计将减缓居民贷款的涨幅。

2、M2 同比增速升至 11.5%, M1-M2 的剪刀差连续第二月回落。M2 微涨主要是受 MPA 季末监管和央行外汇占款大幅下降所致。央行外汇占款下降 3375 亿元,较上月 -1919 亿元逆差规模扩大,显著高于扣除汇率计值因素的央行官方外汇储备的降幅。美联储加息预期走强,人民币汇率贬值预期上升,央行向市场提供了外汇流动性支持。此外,央行在新闻发言稿中还提到为“走出去”战略提供外汇资金安排。M1 同比增速放缓,我们在《作为水晶魔球的 M1-货币研究系列专题之一》分析本轮 M1 上升背后主要是外生的发债规模快速上升和房地产行业销售明显改善所致,去年 9 月 M1 同比增速开始加快,因此基数原因导致当前 M1 同比增速的回落,地方债券置换规模的下降和房地产新政的实施也将带动 M1 同比增长乏

力。

3、社融新增规模 1.72 万亿元,银行表内贷款仍是主力。考虑地方债券规模的社融同比增速为 16.2%,与上个月持平。银行表外贷款占比仅为 1.4%,新增未贴现银行承兑汇票下降 2237 亿元,降幅较 8 月扩大;银行表内贷款占比 71%,其中外币贷款由正转负 488 亿元,受近期汇率波动企业偿还外债规模增加。企业债券融资的规模微降为 2912 亿元。

4、近期债市面临调整压力,关注配置型需求的变化。我们此前曾多次提及包括中国在内的全球货币政策转趋保守,四季度 CPI 和 PPI 都处于上行的趋势,经济增速下行缓于预期,短期内债市调整压力上升,但房地产新政的因素影响或令债券配置型需求依然不低。

#### 链接地址 :

<http://finance.qq.com/a/20161019/011989.htm>

## 财政部再查地方债 首次摸底 PPP 项目等支出规模

中国证券网讯 近日 ,财政部部署摸底 2014 年以来全国地方政府融资平台公司、国有企业、事业单位等债务余额情况。这次统计摸底不仅涉及存量债务 ,还首次涉及政府投融资现状 ,及未来财政支出责任状况。

据 21 世纪经济报道 10 月 18 日报道 ,从掌握的文件资料来看 ,存量债务摸底覆盖银行贷款、债券类融资、非银行金融机构融资、供应商应付款等多个融资渠道 ,其中需要财政性资金偿还的债务余额需要单独填报。

而各地财政支出责任情况 ,诸如政府投资基金、PPP 项目、政府购买服务等 ,需要填报财政分年度履行支出责任的款项 ,覆盖的年度从 2015 年开始 ,一直到

后续“2020 年及以后”。

财政部财科院金融研究中心主任赵全厚表示，债务指的是存量债务，“支出责任”是承诺未来的支出，未必形成债务。摸底支出责任，是看后续年度里，有多少承诺要支付的款项，可以判断财政支出的“刚性”度。

实际上，地方政府实际举债规模，远比正规发债规模大得多。2014 年展开的地方债的清理甄别，不少地方上报的债务额度相比 2013 年全面的地方债摸底数额有大幅增长。

财政部表示，这次摸底明确是为深入了解地方政府融资平台公司债务等情况，防范财政金融风险；此次填报不改变政府债务口径，与以后年度债务限额分配、存量政府债务置换没有任何关系，主要为中央决策提供数据支撑和决策依据。

有地方财政系统人士表示，这是财政部统一部署的债务摸底行动。

从获得的江苏、安徽等地通知来看，财政部要求各省 10 月 24 日之前上报数据，不少省份特别下发“加急”通知，要求于 20 日之前将数据报到省财政厅。

填报的对象为，符合融资平台定义的国有企业等单位。所谓融资平台，根据通知定义为，由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。

区别于以往的债务摸底统计，除了对存量债务的统计，即从 2014 年到 2016 年 8 月底的债务余额之外，所有涉及政府支出责任的举债融资行为都要填报数据，包括签协议，分年度财政拨款、出具承诺函、担保函等还款保证事项等。

比如当前热推的 PPP 模式，不少地方更加注重 PPP 模式的融资功能，外界有担心可能加重政府债务负担。

有地方财政人士也提出担忧，PPP 项目周期十几、二十年，很多仅靠项目本

身收入难以覆盖，需要财政提供补贴，这些支出纳入中长期预算，未来很多年财政要持续履行支出责任，但是 PPP 项目财政支出并没有纳入债务统计口径，PPP 模式的融资怎么就不是地方债了呢？

赵全厚指出，支出责任是财政对未来的支出，并不是债务。比如财政承诺两年后支付 100 万，两年后财政若没能支付，形成拖欠，变成了债务；但两年后，财政若如约支付，就不会形成债务。对财政支出责任进行统计，是统计后续财政支出中有多少既定的支出，即支出刚性度；若前期安排支出较多，后续可能会调整支出责任，压缩部分支出，来支付承诺的支出。

根据预算法规定，地方政府举债只能通过发行政府债券，且纳入限额管理。地方政府债券额度每年需经全国人大审议通过，2015 年地方新增债券规模为 6000 亿元，2016 年提高到 1.18 万亿，是清清楚楚明面上的账。

但地方政府债务远非这些。有地方城投公司相关负责人对此次摸底有些担忧，城投公司履行政府投融资职能是一种现实需要，城投职能应该规范化，展开这样的债务摸底，让人有点担忧。

之所以有这样的担忧，在于 2014 年 10 月国务院发布的 43 号文（《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》）明确表示，融资平台不得新增政府债务，地方政府后续举债，要么通过发行地方政府债券，要么通过政府与社会资本合作模式（即 PPP 模式）。

43 号文之后，融资平台“替”政府融资举债职能萎缩了一段时间后，又逐渐恢复。

据 wind 资讯中债标准统计口径，在 2014 年 12 月至 2015 年 2 月份这三个月城投债缩量发行明显，从 2014 年 11 月份 1300 亿元规模，逐渐减少到后续 780、

680、258 亿元规模。但今年截止到 9 月底，城投债累计发行 1.94 万亿元，相较于去年同期增加约 8000 亿元。

有券商固收分析师表示，43 号文之后的“新城投债”发债时都会标明偿债主体为城投公司，政府没有偿还义务，但城投债的偿债资金来源很多是政府资金。

现代集团董事长丁伯康表示，政府主导投资的一些项目，如海绵城市、综合管廊、地铁等准公共服务项目，由于价格改革不到位，不适合全面推向市场，由政府融资平台履行相应建设、投融资主体责任，其成本更低、效率更高。城投公司替政府投融资的职能有其存在的合理性，应该加以规范。

据了解，随着 43 号文及相关文件出台，城投公司举债融资模式从原来以银行贷款为主，更多转向政府购买服务、政府投资基金、PPP 项目等领域；而有些地方政府还有借医院、学校等事业单位，去银行举借债务。

而这次债务摸底，基本将融资平台融资渠道覆盖完全。除了名义上称为“融资平台”的公司之外，还涉及到国有企业、事业单位等。

多位业内人士表示，地方债券发行规模有限，地方政府融资需求较大，地方各种变相举债融资的渠道仍然较多，地方债真实数额仍是笔“糊涂账”，要摸清地方存量债务恐怕只能三令五申、一轮一轮地展开此类债务摸底行动。

#### **链接地址：**

[http://finance.ifeng.com/a/20161018/14944460\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20161018/14944460_0.shtml)

## **地方债置换助推政府加杠杆 积极财政不唯有基建**

和讯网消息 目前货币扩张似乎走到了尽头，主要国家财政赤字率也一路攀升，政府加杠杆有心无力，全球宏观政策正在陷入前所未有的需求管理困局。不

过中国地方债务置换已经释放了政府再加杠杆的空间，同时也唯有政府部门可以承接企业部门杠杆率的下降，积极财政政策仍是必须的政策选项。

负利率的潘多拉盒子被打开之后，或在长期埋下一枚随时会引爆的炸弹，而舆论也将讨论的重点都指向财政政策。然而目前主要国家财政赤字率一路攀升，政府加杠杆有心无力。相比而言，中国是全球为数不多的仍然具备积极财政政策空间的国家。

实际上，中国政府部门的杠杆率处于温和水平，而且杠杆腾挪术中，唯有政府部门可以承接企业部门杠杆率的下降。华创证券研究所宏观策略部主管牛播坤表示，积极财政政策仍是必须的政策选项。另外，关于普遍担忧的地方债务问题和中长期社保缺口问题，地方债务置换已经释放了政府再加杠杆的空间，而养老金和医保的中长期缺口不应束缚短期财政政策取向。

牛播坤认为，如果考虑全口径赤字率，中国财政政策不可谓不积极。然而，就实际效果而言，较高的财政收支增速差尚未迎来经济回暖，偏重基建投资的支出结构进一步抑制了财政的宽松效应，且宏观税负仍处于高位，似乎难言积极，因此积极财政亟待方向性调整。

值得注意的是，回顾上世纪 90 年代的积极财政政策，可以发现，积极财政不唯有基建。从 1996 年 5 月多次降息降准后，货币政策空间狭小且收效甚微，1998 年起财政政策转向积极，扩大财政举债规模和财政支出。梳理 1998-2003 年的财政政策，从支出投向看，不仅是在基础设施领域打破瓶颈，更加注重对人力、技术等长期资本和要素的投入，构建社会安全网，与改革形成合力。

对于改革语境下的政府杠杆应加在哪儿？牛播坤称，财税改革自身就是结构改革的重点，随着营改增重塑中央和地方财政关系，应尽快启动中央和地方事权

财权更大程度调整。积极财政政策应着眼于为当前的结构性改革创造条件，从需求管理更多转向长期供给要素投入。

适度需求管理在托底经济、以时间换空间中应关注效率改进，切实降低宏观税负，实际上，中央已出台一系列措施以降低实体经济企业成本，但从宏观税负来看依旧处于高位。目前减税政策主要限于营改增，预计年减税额 5000 亿，但在总量减税的同时还应注重结构化效应，避免部分企业、尤其是中小企业税负不减反增。更多分担户籍改革、国企改革的成本。加大教育科技关键要素的长期投入，提升全要素生产率。

#### **链接地址：**

[http://finance.ifeng.com/a/20161018/14944460\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20161018/14944460_0.shtml)

## **中国地方债怎么欠了 24 万亿？**

中国地方政府债台高筑，早已不是什么新鲜事。根据国家审计署和中国财政部，2012-2014 年，中国的地方政府性债务分别为 15.89 万亿、17.89 万亿和 24 万亿，地方债规模已经接近甚至超过了德国 GDP。媒体上常说的“地方债”，就是指这里提到的地方政府性债务，而不是狭义的地方政府发行的政府债券。

随着地方债规模不断膨胀，“中国将陷入债务危机”的声音开始不绝于耳，官方则屡次自信地拍胸脯，称“中国地方债总体风险可控”。中国地方债到底发生了什么，大多数中国人依旧是雾里看花，特别是由于专业术语过于晦涩艰深，恐怕没有多少普通读者了解中国地方债到底从何而来，地方债为何像滚雪球一样越滚越大，以及中国地方债高企是否有风险。

1.1994 年分税制改革，地方政府的收入变少了，但该干的活一点儿都没少，

## 催生借债欲望

这一切，都得从 20 世纪 90 年代初的“分税制”改革说起。在分税制改革前的 80 年代，中国主要采取“财政包干”模式，就是中央对地方放权让利，地方只要缴满中央规定的税收数额，剩下的财税收入都归地方自己，多挣多得，少挣少得。这么做调动了地方积极性，但是对中央可不是什么好事。国家财政收入占 GDP 的比重逐年下降，从 1980 年的 25.7% 下降到 1993 年的 12.6%；中央财政收入占国家财政收入的比重，更是从 1984 年的 40.5% 掉到 1993 年的 22.0%。穷到揭不开锅的中央，当时只能硬着头皮向地方借钱。

1994 年分税制改革所做的就是，把关税、消费税这种税源稳定、税基广、容易征收的税种上划给了中央，作为中央固定收入；把营业税、地方企业所得税以及其他税基小、征收难度大的税种划给地方；还有就是增值税收入由中央和地方共享，中央 75%，地方 25%。分税制改革成了中央的救星，中央财政收入占国家财政收入的比重从前一年的 22%，暴增至 1994 年的 55.7%，此后维持在 52% 左右的水平，再也不缺钱；相应地，地方财政收入所占比重较上一年骤降 32%。

本来在其他国家，哪一级政府钱多，哪一级政府干的活就多。可是中国的分税制改革却出了问题，中央拿走了地方的“财权”，却没有相应拿走地方的“事权”，也就是说，地方政府的钱变少了，需要干的活一点儿都没变少。地方政府不仅要承担基础设施、农林水利、交通运输、义务教育、社会治安、环境保护、行政管理等一系列职责，有时还得分担本该中央承担的责任。

地方财政收入和支出差距越来越大，从 1993 年的收支平衡（收入比支出多 60 亿），到 1994 年分税制改革缺口 1726.6 亿，再到 2000 年的 3960.6 亿，2005 年的 10053.5 亿，以及 2010 年的 33271.4 亿。拿 2010 年来说，这个 3 万多亿的

巨大收支差距占到了地方财政支出的 45% , 这 45% 都得通过其他方式来弥补 , 例如中央对地方的转移支付。而且 , 政府级别越低 , 财权和事权不对称的问题就越突出 , 曾芸援引数据称 , “县、乡政府承担了近 60% 的教育事业费 , 近 55% 的医疗卫生支出 , 以及大部分对农村的扶助支出。”分税制改革不彻底 , 地方政府缺钱花 , 是地方政府借债欲望旺盛的一个解释。

2. 《预算法》不准地方政府向银行借钱 , 地方就成立一个融资平台公司去借  
近年来 , 唯 GDP 论已经饱受诟病 , 但鲜为人知的是 , 唯 GDP 论是地方政府大规模举债的第二个重要推动因素。经济增长直到现在也是考核地方政府官员政  
绩的主要指标 , 在“十二五”(2011-2015)期间 , 中央将 GDP 增长率目标设定为 7% ,  
省一级的地方政府却都有更高的追求 , 增长率目标为 8%-13% 。对于中国这样经  
济发展水平比较低的国家来说 , 地方要想快速拉动经济增长 , 扩大基础设施投资  
水平、改善投资环境来吸引投资者就成了必然选择。

美国 MIT 财政与政策中心(MIT Center for Finance and Policy)分析称 , 中国地  
方政府官员为了有限的升迁机会 , 往往不惜一切代价进行 GDP 竞赛。短期内要  
想做出引人注目的政绩 , 官员必须突破已有的预算 , 并动用更多资源。2005-2014  
年 , 将所有省份的 GDP 相加 , 并与当年的全国 GDP 数据进行对比 , 每年的省份  
GDP 总和竟然都要比单一全国 GDP 数据高出 7% , 这种浮夸造假也从侧面反映  
了 GDP 竞赛有多严重。

地方财政窘迫缺钱搞经济建设 , 地方官员又有 GDP 指标 , 地方政府自然想  
方设法去借钱。可是 1995 年《预算法》明确规定 , 禁止地方政府发行地方债券 ,  
也不允许地方政府直接向金融机构借钱 , 所以这条路是走不通了。地方政府在这  
里耍了一点小聪明 , 既然自己不能向金融机构直接融资 , 那由地方政府成立一个

企业，总可以向金融机构融资了吧。这就是后来所谓的“融资平台公司”，例如城市建设投资公司、城建资产投资公司、城建开发投资公司，虽然名称五花八门，但他们首要目的都是帮地方政府融资。尽管地方债的借债主体很复杂，但融资平台公司是其中最主要的一种，比例达到 39%。

有了“融资平台公司”，就有了借债主体；有了地方政府，就有了抵押方式，比如拿财政收入和国有土地做抵押；借债用途也有了，可以是修路、修高架，也可以是旧城改造、新建园区；借债来源主要是商业银行和信托公司，还债来源则主要是地方政府土地出让的收入。地方政府原先预想，通过平台公司向银行贷款，进行基础设施建设，进而改善投资环境，增加外来资本的吸引力，使得土地升值，最终地方政府通过卖升值的土地还债，并赚取收益。融资平台公司另外一种借债方式是发行“城投债”，就是以城市基础设施建设为目的发行的债券。

但地方政府的如意算盘落空了。现在摆在我们面前的不是“无债一身轻”的地方政府，而是债台高筑的地方政府。1998 年以来，地方债规模以 20% 以上的速度高速增长，其中 1998 年和 2009 年分别比上年增长 48.20% 和 61.92%。这是为什么？

3. 地方政府拿土地去借钱，银行也乐意大笔大笔地借，可是卖地收入下降后，地方政府只能看着高企的地方债哭泣

审计署将地方债分为“政府负有偿还责任的债务”、“政府负有担保责任的债务”和“政府可能承担一定救助责任的债务”。截止 2013 年 6 月底，地方债有 57% 来自银行贷款，而在政府负有偿还责任的债务中，有 37% 都承诺以土地出让收入来还债，依赖度很高。时间再往前看，曾芸援引数据称，2002-2007 年间，土地转让收入由 283 亿元迅速上升到 1668 亿元，年均增长 42.6%。2006-2008 年，土

地出让净收益分别为 3070 亿元、5200 亿元和 3840 亿元，年均 4000 亿元。

土地收益的增加极大满足了地方政府经济建设需要，为其债务融资扩张奠定了基础。正如《金融时报》中文网的分析，中国地方政府垄断了城市建设用地供给，低价征地，高价卖地，产生巨大收益，地方政府下属的融资平台公司进行借债当然高枕无忧。而银行和评级机构长期看好融资平台公司（其实就是地方政府）的还债能力，扩大借债规模也不在话下。

特别是 2008 年，中国为应对金融危机，出台 4 万亿一揽子经济刺激计划（其中要求地方政府承担 2.82 万亿元）。与此同时，中国银行和银监会发布指导意见，支持发展地方融资平台，商业银行也开始大力拓展为政府放贷的业务。地方政府疯狂地通过融资平台公司等借债主体变相举债，根据审计署数据，从 2008 年上半年至 2009 年末，地方政府融资平台激增 5000 多家，贷款余额膨胀 5.68 万亿。要知道，2008 年前的地方债规模才 5.48 万亿元，到了 2010 年底，就猛增到 10.72 万亿元，几乎翻了一番。2010 年底到 2013 年 6 月，中国地方政府性债务又从 10.72 万亿飙升到了 17.89 万亿，地方债增长近 70%。

如果土地能够不断升值并产生收益，那它确实是地方融资平台的金字招牌，但这种依赖土地的发展模式终于还是让地方政府尝到了恶果。惠誉评级进一步指出，2013 年 6 月到 2014 年底，中国地方债又增加了 34%，增加原因之一就是 2014 年地方政府卖地收入下降，使得基础建设项目所需资金要靠借债来维持，地方债不仅没有还上，还越积越多。2014 年地方政府卖地收入仅增长 3.3%，而 2015 年前 7 个月卖地收入同比下降 38%。

地方融资平台公司的先天缺陷，随着地方债盲目扩张也开始显现。一些经济学家和政府官员曾信誓旦旦地表示，中国地方债与国外不一样，中国地方债大多

用于投资，主要是基础设施，长期有回报。但只要稍微翻阅 2010 年央行的调研报告就会发现，贡献了地方债大头的地方融资平台公司，其平均资产利润率不到 1.3%，县级平台几乎没有盈利。这是因为融资平台公司徒有公司之名，内部不透明，决策基本由地方政府掌握。

前文提到的财政窘迫和“唯 GDP 论”因素，促使融资平台公司不可避免地投向过于超前的基础设施投资，或者是加剧产能过剩的投资。一旦融资平台资不抵债，最终需要承担偿债责任的重担就会落在地方政府上。这也是为什么，2014 年中国开始允许地方政府直接发行债券，但同年标准普尔依然毫不客气地指出，中国大约一半（15 个）的地方政府可能应授予“垃圾级”信用评级。

#### **链接地址：**

<http://news.163.com/16/0331/05/BJFBQC5L00014JHT.html>

## **地方债发行有所降温 债券牛市行情水深火热**

全球经济增长任重道远，货币宽松仍然是主旋律。上周 IMF 公布了英国退欧后首次全球经济评估结果，第五次下调了全球经济增长的预期，今明两年的全球今明两年经济增速预期分别降至 3.1% 和 3.4%，将今年中国预期增速由 6.5% 升至 6.6%。我们认为，随着当前石油、金属以及农产品(000061,股吧)等大宗商品回落，通缩压力又重新显现。事实上，我们认为，由于全球人口老龄化的恶化，缺乏革命性的技术创新，全球经济未来仍将处于低迷状态，稳增长依然任重道远。在这种情况下，美联储加息仍然遥遥无期，英国、欧盟以及日本也将维持或出台大型财政货币刺激手段。

央行频繁出手确保流动性。上周受到商业银行缴税因素影响，资金市场利率

出现较大幅度波动。央行频繁展开公开市场操作，改变了前两周逆回购连续资金净回笼态势，央行维持中性货币政策态度不变，继续采用逆回购以及新型货币政策工具维持资金市场基本宽裕，央行释放流动性 3413 亿元。

超长期利率债受热捧。上周利率债收益率重归下行方向。首先，各关键期限国债收益率出现大幅下行；其次，市场出现了对超长期利率债的追逐，收益率下行幅度显著高于关键期限下行幅度，。我们认为，上周超长期利率债受热捧的理由，本质上属于“资产荒”逻辑，6 月以来关键期限国债收益率的出现大幅下行，但超长期限利率债下行幅度并不大，彰显出价值洼地的特征，并且超长期利率债票息率也较高，机构宁愿承受较低的流动性来换取更高的收益水平。

“水深火热”是债券市场当前的现状和未来趋势。全国南北同时经历罕见的洪水，影响局部地区粮食蔬菜供应。但根据历史经验，洪水不会对主粮生产造成大的影响，主粮价格稳定。今年国家取消最低保护价，也将压低粮食价格。我们一直认为三季度是全年 CPI 的低点，洪水不会改变价格走低的趋势，中国只有滞没有胀，此为“水深”。而“火热”的情况是，由于基本面的强力配合，债券市场正在实现我们之前的预期，即牛市变平。随着中国经济下行压力的凸显，和去产能去杠杆等维稳的需要，货币政策需要保持低利率环境。短期资金成本还有降低空间。外部环境也为降低资金成本提供了有利条件。下半年我们仍将乐观期待货币政策宽松的兑现，这将带来牛市变陡，期待 10 年国债迈向 2.5% 的目标。

### 全球稳增长任重道远

上周 IMF 公布了英国退欧后首次全球经济评估结果，第五次下调了全球经济增长的预期，全球今明两年经济增速预期分别降至 3.1% 和 3.4%，将今年中国预期增速由 6.5% 升至 6.6%。我们认为，随着当前石油、金属以及农产品等大宗

商品回落，通缩压力又重新显现。事实上，我们认为，由于全球人口老龄化的恶化，缺乏革命性的技术创新，全球经济未来仍将处于低迷状态，稳增长依然任重道远。

美国经济形势独好，加息依旧遥远。美国 6 月强劲的非农就业数据，房地产开工销售以及 7 月制造业 PMI 数据（初值），显示出美国经济继续呈现出强势复苏的趋势，此前收益率突破低位的美国国债转而下跌，美股则出现了连续四周的强劲反弹，三大股指已经到达历史高位，纳斯达克指数到达 5100 点。另一方面，随着美国经济形势向好，美元指数也随之水涨船高，带动了加息预期的回升。我们认为，尽管加息预期有所回升，但美联储 9 月加息概率依然不大。一方面，美联储依然受到英国退欧等因素掣肘，随着英央行大概率降息，欧盟未来扩大债券购买规模以及日本、中国扩大财政刺激的情况下，美联储加息无异于背道而驰，另一方面，当前美股持续上涨，也从事实上反映出投资者对未来美联储加息并不认同，在此情况下美联储意外加息可能严重打击国内股票市场，这也不是美联储所愿见到的。

退欧影响逐步显现，英国 PMI 显衰退征兆。7 月份的英国 PMI 指数急剧下降，从 6 月份的 52.4 暴跌到 47.7，为 2009 年全球金融危机以来的最低位。数据验证了退欧给英国带来的经济上的负面作用，企业正通过裁员和缩减产量来回应退欧公投带来的不确定性。此前英国央行决议按兵不动，上周 PMI 数据将加速推动英国央行采取积极行动，为避免陷入进一步的衰退，英国未来货币宽松前景可以说已经板上钉钉。7 月欧盟 PMI 数据也同时发布，初值 51.9，指数低于前值和预期，但下降幅度不大，总体保持平稳运行态势。另一方面，欧盟服务业增速下降，欧盟内部德法经济分化加大，英国经济下滑也将拖累欧盟的经济增长，上

述因素构成欧盟经济潜在隐患，欧盟量化宽松政策仍将持续。

安倍内阁扩大财政刺激计划。随着安倍成功连任，“直升机撒钱”的刺激政策呼之欲出，受此影响，日元改变此前强势，出现大幅贬值。尽管“直升机撒钱”最终被日本央行行长否认，但是日本采取货币宽松的态度并没有改变，市场对日本财政刺激规模不断提升，在 G20 财长和央行行长会议上，日本央行行长黑田东彦表示，如果需要尽早实现物价稳定目标，日本央行将审视经济和物价面临的风险并施加刺激。

### 水深火热的牛市行情

上周市场回顾央行频繁出手确保流动性。上周央行频繁展开公开市场操作，改变了前两周逆回购连续资金净回笼态势，央行维持中性货币政策态度不变，继续采用逆回购以及新型货币政策工具维持资金市场基本宽裕。上周央行开展 7 天逆回购操作投放资金 2850 亿元，回笼资金 1300 亿元，净投放 2653 亿元；上周一和上周周四分别有 MLF 到期，共计 2010 亿元，但同时央行于周一增量续作 MLF2270 亿元，高于本周到期量，并且期限进一步拉长，周四开展了 500 亿元国库现金定存操作；此外周一有 1103 亿元央票到期，进一步提高了流动性供给，整体来看，上周央行释放流动性 3413 亿元。本周央行逆回购到期 2850 亿元，此外还有 1010 亿元 MLF 到期。

上周银行间资金利率整体出现大幅上行，反映出资金面一度紧张，资金利率波动主要受商业银行半年度缴税因素影响。具体来看，上周隔夜质押回购利率上行 7.01BP；7 天质押回购利率大幅上行 14.00BP；14 天质押回购利率大幅上行 35.95BP，21 天质押回购利率上行 17.33BP；1 月质押回购利率上行 15.89BP；但长期来看，3 月质押回购利率有所下行，下行 21.13BP。

地方债发行有所降温。上周新发行 20 支利率债（不包括地方债），总计发行 1734.90 亿元。其中发行贴现国债 1 只，附息国债 2 只，其余为政策性银行债（国开债 5 只，非国开 12 只）。从发行结果来看，利率债一级市场发行继续延续火爆态势，除 16 国开 10(增 16)外，发行认购倍数均在 3 以上，大多数利率债品种发行利率较前一日市场到期收益率均出现了明显的下滑，其中 1 年期的 16 进出 08 以及 16 农发 14 下行幅度最大。上周超长期利率债受到市场追逐，利率大幅下行，也可以注意到一级市场发行的 16 国开 05(20 年期)、16 农发 09(15 年期) 和 16 农发 10(20 年期) 发行利率较前一日市场收益率均下行了 10BP 以上。周五发行了 30 年期的 16 附息国债 08 品种，参考收益率 3.4258%，可能受发行规模以及周内前几日二级市场收益率大幅下行影响，发行利率较市场利率上浮了 7.26BP（上周市场利率下行了 15.03BP），但认购倍数依然达到了 3.14，认购热情未有明显降低。

上周贵州、广东和上海三个省市共计发行了 17 只地方债，总计发行 1511.90 亿元，全部采用公开发行方式。贵州公开发行 2 只专项债券和 4 只一般债券，总计 400.00 亿元，全部为置换债券。广东公开发行 3 只专项债券和 4 只一般债券，总计 298.90 亿元，全部为新增债券。上海公开发行 4 只专项债券，总计 813.00 亿元，其中置换债券 539 亿元，新增债券 274 亿元。从发行规模来看，自 6 月地方债再次突破万亿规模之后，7 月是地方债发行再次迎来淡季，全月地方债发行月 3904.16 亿元。从发行认购情况来看，上海地方债发行利率贴投标曲线下限发行，展现出上海强大的经济实力，而贵州和广东地方债发行上浮在 10-20BP 左右（除 16 贵州 16 以外），处于中等水平，根据 2015 年底地方政府债务统计，贵州和广东省存量债务均在 9000 亿元以上，贵州负债率水平尤其高，但考虑到广

州为东部沿海发达省份，而贵州近几年 GDP 保持高速增长，上述因素对降低地方债发行利率起到了积极作用。从认购倍数来看，上周地方债认购热情明显有所下降，贵州仅有 2 只，广东仅有一只发行认购倍数超过 2，其余均低于 2，表明地方债发行热度有所降温。

超长期利率债受热捧。上周利率债收益率重归下行方向。首先，各关键期限国债收益率出现大幅下行，上周 1 年期国债下行 5.58BP，3 年期国债下行 4.16BP，5 年期国债下行 8.53BP，10 年期国债下行 3.64BP。其次，市场出现了对超长期利率债的追逐，收益率下行幅度显著高于关键期限下行幅度，上周 15 年、20 年、30 年和 50 年国债收益率分别下行了 12.99BP、10.71BP、9.44BP、10.98BP。我们认为，上周超长期利率债受热捧的理由，本质上属于“资产荒”逻辑，6 月以来关键期限国债收益率的出现大幅下行，但超长期限利率债下行幅度并不大，彰显出价值洼地的特征，并且超长期利率债票息率也较高，机构宁愿承受较低的流动性来换取更高的收益水平。

从期限利差来看，上周利率债市场重回牛市通道，随着收益率整体下行，特别是超长期利率债收益率大幅下行，期限利差呈现出继续走阔的趋势。具体来看，除 5-3 年期限利差环比收窄以外，其余关键期限国债期限利差均出现了不同程度的扩大，市场逐渐显示出从此前“牛平”走向“牛陡”的趋势。

上周政策性金融债走势与国债类似，关键期限政经债出现整体大幅下行，超长期限政经债利率下行幅度远超关键期限政经债下行幅度。上周，1 年期国开债下行 6.55BP，3 年期国开债上行 7.41BP，5 年期国开债下行 2.54BP；7 年期国开债下行 6.46BP，10 年期国开债下行 2.80BP；另一方面，上周 15 年期国开债收益率下行幅度达到 22.58BP，20 年期、30 年期和 50 年期国开债收益率下行

也在 15BP 左右，上周 15 年期、20 年期和 30 年期非国开债收益率下行分别达到 21.56BP、17.55BP 和 16.02BP，市场热度可见一斑。

水深火热的债券牛市行情上周利率债收益率重回到下行通道，我们上次一周报指出债券市场牛市根基没有也不会改变，任何收益率的调整只会是短期回调，对利率下行的大趋势不会造成影响，我们的观点得到了市场的验证。我们用“水深火热”形容债券市场当前的现状和未来趋势。

首先，“水深”的情况时，国际原油价格筑顶并呈现趋势性回落态势。供给的增加与需求的疲弱，共同决定了原油价格将长期处于低迷状态。这将不利于全球通胀预期的形成。事实上，我们认为，由于全球人口老龄化的恶化，缺乏革命性的技术创新，存量债务规模巨大以及一些结构性问题，全球经济未来仍将处于低迷状态，通缩魅影挥之不去。就中国而言，也部分具备这些特征。随着经济下行压力的凸显，中国的通缩压力大于通胀压力。如果去产能去杠杆加码，显然会加大价格和收入下行的压力。短期来看，虽然全国南北同时经历罕见的洪水，对蔬菜的生产和运输会造成影响，会抬升蔬菜的价格。但根据历史经验，洪水不会对主粮生产造成大的影响，主粮价格稳定。今年国家取消最低保护价，也将压低粮食价格。我们一直认为三季度是全年 CPI 的低点。洪水不会改变价格走低的趋势。中国只有滞没有胀。

其次，“火热”的情况是，由于基本面的强力配合，债券市场正在实现我们之前的预期，即牛市变平。随着中国经济下行压力的凸显，和去产能去杠杆等维稳的需要，货币政策需要保持低利率环境。短期资金成本还有降低空间。外部环境也为降低资金成本提供了有利条件。下半年我们仍将乐观期待货币政策宽松的兑现。这将带来牛市变陡。期待 10 年国债迈向 2.5% 的目标。

**链接地址：**

<http://news.hexun.com/2016-07-25/185141683.html>

## 王彩娜:发挥好地方债的支点作用

地方债发行提速的背后，除实施积极财政政策，扭转经济增速下滑外，更多的是新旧债置换高潮的推动。对于地方政府而言，发挥好地方债的“支点”作用，分散融资渠道，不失为一种缓解地方财政压力以及化解融资风险的良策。

### ■专栏

地方债再次成为关注的焦点。

日前，媒体报道称，今年前 8 个月，地方债发行规模约为 4 . 81 万亿元，已超过 2015 年全年 3 . 8 万亿元的总发行量，且逼近机构预测的今年全年额度上限 6 . 18 万亿元，其中增量额度已经基本用尽，仅剩余 1 万多亿元的置换债券额度。

盛夏暑气渐消，但地方债券市场却持续升温，火热发行。仅就本周而言，贵州、山东两省就有 10 只地方债券陆续在上交所竞价系统和固定收益证券综合电子平台上市，发行总额为 546 . 72 亿元。

9 月 6 日，宁波市财政局发布公告称，将于 9 月 13 日公开招标发行该市今年第二批一般债券和第二批专项债券，发行规模预计 99 . 1 亿元。

据不完全统计，今年上半年，浙江、山东、江苏、广东、四川、湖北等省份的地方债发行额度超过 1800 亿元，且在全国范围内有 16 个省市半年地方债发行量超去年全年。尤其是广东、湖北、山东、河北、天津比 2015 年全年发债量多增 481 亿元、 323 亿元、 323 亿元、 260 亿元和 243 亿元。

从数字层面来看，量速齐升，地方债压城城欲摧？但实际并非如此。地方债

发行提速的背后，除实施积极财政政策，扭转经济增速下滑外，更多的是新旧债置换高潮的推动。

纵使不能直接增加投资，置换债券却能够优化债务结构，在土地出让收入减少的情况下冲抵地方财政减收，为地方政府腾挪资金支持重点项目建设创造条件，更好地发挥地方债对基础设施建设的重要支撑作用，因此，近两年来，地方政府的置换热情激增。

据财政部部长楼继伟近日披露的数据显示，截至今年 7 月底，全国已发行地方债 3.97 万亿元，其中，新增债券 1.01 万亿元，置换债券 2.96 万亿元。由此可见，置换债券发行的比重比较高，超过七成。

各级地方政府发债也基本延续了全国的这一态势，置换债券出现的频率以及占比愈发高涨。以 9 月 13 日将发行的“宁波债”为例，99.1 亿元均为置换债券。

对于置换债券规模激增，事实上，并毋需过多担忧。早在今年 1 月份，财政部就已经发文对置换债券发行进行了“限速”，以避免巨额地方债集中发布，冲击债券市场。《关于做好 2016 年地方政府债券发行工作的通知》中明确规定，“截至第一季度末发行量不得超过 30%，截至第二季度末发行量不得超过 60%，截至第三季度末发行量不得超过 90%。”

解决沉重的债务问题，置换只能偶尔为之，重点解决短期的地方债风险问题，至于中长期仍需地方政府增强自身偿债能力，因此，财政增收才是治本之策。经济发展是地方增收的主力军，地方政府应该充分把握置换措施创造的时间和空间，加快转型升级，调整产业结构，培育新的经济增长引擎，有效缓解地方财政资金压力。

公开数据显示，今年上半年，东部发达省份，受益于提前布局转型升级，借

力金融、科技创新、互联网经济等行业，财政收入增长较快，比如上海、广东、北京。资源省份如内蒙古、陕西、山西、辽宁等，受重工业经济拖累以及煤炭、钢铁等产能过剩影响，财政收入增速普遍低于地方平均水平。

值得关注的是，财政收入的高低，不仅决定了地方政府的偿债能力，更是地方债受欢迎与否的明显指标。

“嫌贫爱富”在地方债券市场体现得淋漓尽致：财政收入增长越快的地方政府，越能够以偏低的利率发行地方债，以较低的成本从市场获得资金，比如浙江债；而财政收入增长缓慢甚至陷入负增长的地方政府，不仅发债成本较高，还乏人问津，甚至被大公国际资信评估和彭博等相关机构列入了债务问题高危省份名单，比如辽宁债。随着市场化程度的提升，地方债差异化定价日渐明显。

除了钱从哪里来，关于地方债的另一个焦点问题是：如何花？

继今年 4 月初发行 500 亿元地方债后，河南省于 5 月 30 日再发 640 亿元地方债，新一轮新募集资金拟用于重点扶贫、铁路建设、黄河滩区建设、棚户区改造、公路建设等重大公益性项目。

从资金用途上来看，大部分地方债募集的资金也是如“河南债”这样投入地方基建项目和重大公益性项目，不过，相较于举债谋求发展，借力 PPP 模式，撬动更多的社会资本进入基建和公共事业领域，“四两拨千斤”才是最优选择。

“好风凭借力，送我上青云。”对于地方政府而言，发挥好地方债的“支点”作用，分散融资渠道，也不失为一种缓解地方财政压力以及化解融资风险的良策。

#### 链接地址：

[http://www.p5w.net/news/xwpl/201609/t20160912\\_1582521.htm](http://www.p5w.net/news/xwpl/201609/t20160912_1582521.htm)

## 今年地方债规模或扩张过半 风险引发关注

当前经济下行背景下，地方政府收支压力陡增，近两年中国地方债又进入偿债高峰期，2015 年及 2016 年偿债金额均超过万亿元。在地方政府融资迫切与亟需缓解债务压力的背景下，2015 年地方政府发行地方债 3.8 万亿元，据估算，2016 年将发行约 6 万亿元，规模扩大过半。地方债中超过九成是置换债。今日，财政部发文强调切实加强地方政府置换债券资金置换工作。学者普遍认为，地方债置换可以缓解地方债务压力，然而，地方债置换也给银行、地方政府等带来一定风险，不容忽视。

### 地方债发债情绪升温 二季度将迎高峰

地方政府债券分为地方政府新增债券和地方政府置换债券。地方政府置换债券（地方债置换），简而言之，就是指地方政府在利率适度的条件下，通过借新债来还旧债，将所欠的债务顺利的延后的一种方式，用来缓解地方债务的压力。

存量债务中属于政府直接债务的部分，将从短期、高息中解脱出来，变成长期、低成本的政府直接债务。“置换债”的出现不仅降低了地方债务成本，更可以保证地方在建项目的顺利推进。

根据财政预算安排，2016 年将新增地方政府债务 1.18 万亿元，到期需要置换的地方政府债务约 5 万亿元，合计需要发行地方债超过 6 万亿元。近些年地方债发行额度逐年提高，2015 年飙升至 3.8 万亿元，2016 年约 6 万亿元，规模膨胀近半。

据统计，今年截至目前，已经有包括四川、青岛、宁波、湖南等在内的 29 个省市发行了地方债，大部分省市都集中在 4 月之后发行，5 月之后更加密集，至今总规模已经超过 2.2 万亿元，其中超过九成是置换债，其规模超过 2 万亿元。

为防止巨额地方债供给冲击债券市场，今年 1 月财政部发布的《关于做好 2016 年地方政府债券发行工作的通知》对置换债券发行节奏做出了规定：截至第一季度末发行量不得超过 30%，截至第二季度末发行量不得超过 60%，截至第三季度末发行量不得超过 90%。这将使得地方债供给各月发行规模更加均匀，避免出现去年个别月份地方债集中发行的情况。

业内专家指出，考虑到积极财政政策下，各地项目将密集开工，预计二季度地方债发行量将会是全年高峰期。

### 巨额地方债救急地方政府：对谁造成冲击

对于地方政府而言，发行地方政府置换债券，可以大大降低地方政府的债务成本，缓解地方政府支出压力。去年年底财政部官员表示，2015 年地方政府发行的置换债券额度实现了对当年到期债务的全覆盖，将被置换的存量债务成本从平均约 10% 降至 3.5% 左右，预计将为地方每年节省利息支出 2000 亿元。据财政部数据，2016 年一季度发行近 1 万亿元的置换债券将给地方政府节省债务利息支出约 500 亿元。

然而“乐”了地方政府，“苦”了银行。

对于持有大量政府信贷资产的银行而言，地方债置换相当于一大块短期高息的资产转换为长期低息的资产，本质上风险没有太大变化，收益却下降不少。

就地方政府债券而言，银行仍旧是主要的购买者和承销者。作为地方政府债务置换的重要利益攸关方，银行将面临利润的下降、资产结构的调整以及客户结构受到直接冲击，转型的压力更加显现。

去年年底，全国人民代表大会常务委员会预算工作委员发布地方债调研报告。报告显示，地方政府债券的市场化程度不高，实际执行中地方政府债券利率

与同期国债利率基本一致，难以反映真实信用评级，市场有效偿债约束机制尚未形成。

报告指出，按照国务院的计划，15.4 万亿元的存量债务将在未来三年内置换，规模大、时间紧，如果处理不当，会对债券市场、利率水平造成冲击，带来市场行为扭曲。此外，置换债券的持有人过度集中在银行系统，与过去融资平台负债主要是银行贷款所带来的风险本质上并无区别。

民生固收李奇霖认为，地方政府债务置换也会对市场化融资主体产生挤出效应。他表示，银行购买置换债占用银行现金头寸，必然会影响银行对其他融资主体信用投放的能力。因此，在万亿置换债供给冲击之下，非市场化融资主体会给市场化融资主体带来强挤出效应，这显然不利于经济内生性复苏和转型。

### 地方债扩张孕育巨大风险

地方债的发行规模过大，还会导致债务率上升，加大地方债风险的潜在隐患。

据今年年初各省公布的 2015 年债务率数据，贵州省和辽宁省的债务率分别达到 120.20%、197.47%，超过了全国人大常委会划定的 100% 债务率红线；此外，云南省与内蒙古自治区的债务率分别为 111.23%、104.70%，也略有越过红线。

另外，100 多个市级、400 多个县级政府债务率超过 100%。

此外，对于地方政府来说，地方债使得其偿还债务没有紧迫感。上述人大地方债调研发现，由于置换债务的期限大都在 5 年以上，一些地方对债务偿还问题尚没有紧迫感，只希望能够将全部存量债务进行置换，甚至出现了“地方债务已不是问题”的思想倾向。

此外，调研显示，除已经统计的融资平台等或有负债外，社会保险欠账、国有企业历史遗留问题等也可能转化为政府债务，调研中还发现个别地方甚至通过

举债来发放养老金。

**链接地址 :**

[http://finance.ifeng.com/a/20160523/14412526\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20160523/14412526_0.shtml)

## 地方债，风险大不大？

近日，省人大常委会审议通过了我省 2016 年地方政府债务限额及新增债务预算调整方案，决定批准浙江省 2016 年地方政府债务限额 9685.3 亿元。

浙江地方政府债务多不多？钱花到了哪里？风险怎么管控？带着这些问题，让我们一起来看看浙江的债务账本。

多不多？

债务有增长，债务率下降

2016 年，我国继续实施积极的财政政策，其中一个重要举措就是适度扩大财政赤字，主要用于减税降费，进一步减轻企业负担。为此，各省都在加快发行地方债，由政府阶段性加杠杆，来支持企业逐步“去杠杆”。省财政厅总预算局相关负责人表示，2016 年浙江地方政府债务限额 9685.3 亿元，与 2015 年 9188.3 亿元相比，规模有所增加，但债务率却从 92.9% 降为 90.9%，低于地方政府债务风险警戒线（100%）9.1 个百分点。

债务增长并不意味着坏事。地方政府债务不仅直接形成投资，带动经济增长，更重要的是，通过杠杆作用，可有效带动民间投资，激发市场活力，发挥四两拨千斤的乘数效应。上海财经大学公共政策与治理研究院院长胡怡建认为，各地通过加大发行地方债筹集资金，投向基础设施建设等领域，扩大政府支出，是应对经济下行压力的重要措施，有效发挥了积极财政政策的功能。

如何降低地方政府融资成本、化解债务风险？发行地方政府置换债券是一条有效途径。省财政厅相关负责人表示，我省通过发行地方政府债券置换存量债务，发行利率基本保持在 3% 左右，远远低于原有通过融资平台间接融资的利率水平，预计每年可节约利息支出 300 多亿元，大大降低了地方政府融资成本。同时，还优化了债务融资结构和期限结构，有效防范债务到期偿付风险。

用在哪？

投入建设和惠民生

一直以来，我省秉承财力下沉的财政思路，将债务资金的安排向市县政府倾斜，重点支持铁路、公路、城市轨道、市政基础设施等万亿交通综合工程建设，以及水库、防洪堤等水利设施建设和科技城、产业集聚区等各类园区建设。

以杭州市为例，通过债务资金弥补建设资金不足，快速推进东湖快速路、文一路地下通道等市区交通项目，建成开通秋石快速路三期四期、环城北路地下通道、吉鸿快速路等治堵重点工程；同时，从 2009 年起，杭州每年都安排新增债券专项用于城西科创产业集聚区建设，其中用于未来科技城的新增债券额度逾 10 亿元。

民生领域也是浙江债务资金的重点使用方向。“十二五”期间，我省 30% 左右的债务资金投入民生事业，用于支持办学、医疗、全民健身、文化场所等建设，促进教育、医疗、文化、体育等事业的发展；支持地下管网、饮水工程建设，缓解城乡居民用水、用电问题；支持国家级生态示范区、钱江源生态功能区建设，以及污水处理、污水管网等工程，推进“两富”“两美”浙江建设；支持保障性住房建设，提高居民住房保障水平。

以衢州市为例，截至 2015 年末，全市政府性债务资金投入社会事业 16.9 亿

元，有力地促进了教育、医疗卫生、文化等民生事业发展。近年来，衢州先后启动实施了衢州学院（筹）二期工程、衢州职业技术学院、开化中学迁建工程等一批重大项目。

怎么管？

用好一个公式，算好三本账

依法适度的政府负债，有利于弥补经济社会发展资金缺口，符合代际公平原则，但债务作用的发挥，离不开严格规范的管理。新预算法实施后，我省财政部门坚持“用好一个公式、算好三本账”，促进发展与风险防控两手抓、两手硬。

“一个公式，就是‘债务余额≤限额’。地方政府债务限额，通俗理解就是政府债务的天花板，地方政府当年实际债务余额不得突破批准的债务限额。”省财政厅相关负责人表示，地方政府要确保年末债务余额小于或等于债务限额，在存量债务置换工作结束之前，每年发行的地方政府新增债券规模，不得突破当年新增债务限额。

那么债券限额的度该怎么把握呢？这就要算好“三本账”。首先要算好政府可偿债财力账，实现可偿债财力与实际财政收支相符，债务规模与地方经济规模、经济结构相适应。一般来说，债务风险在警戒线以内，财力状况较好、偿债能力较强、债务空间大、管控水平高的地区，新增地方政府债务限额可适当增加；反之则要降低。

财力可承受了，地方债也不是想借就能借的，还必须算好法律账，建立债务管理的“负面清单”，明确地方政府及其所属部门不得违法违规举借政府债务、不得违法违规为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保等。

最后，还要算好风险账。我省市县之间政府债务规模和风险存在不平衡的情

况，少数市县债务规模过大，债务率超地方政府债务风险警戒线。对此，省财政厅制订了高风险地区 5 年化债计划，实行化债计划管理。通过控制项目规模、压缩公用经费、处置存量资产、引入社会资本等方式，多渠道筹集资金，消化存量债务。在未降到警戒线内之前，不予新增债券；对未完成年度化债任务的，进行财政扣罚，倒逼各地积极化解债务风险。

从 2016 年起，我省以地方政府债务率为风险指标，建立了地方政府债务风险预警体系，实行“红、黄、绿”三级预警。即地方政府债务率高于 100% 的，为高风险地区，进行红色预警；债务率处于 95%（含）至 100% 的，为中风险地区，进行黄色警示；低于 95% 的，为绿色安全的低风险地区。省财政厅相关负责人表示，我省对地方政府债务风险实施分类管理，进行差异化管控，建立与中低风险地区债务风险管理挂钩的财政奖惩机制，以期更有针对性地规范管理、降低风险、提高效益。

#### **链接地址：**

<http://news.sina.com.cn/o/2016-07-08/doc-ifxtwchx8243479.shtml>

## **央行：2 月发行 1.9 万亿债券 地方债发行 1667.5 亿**

3 月 23 日电 据央行网站消息，2 月份，债券市场共发行各类债券 1.9 万亿元，其中，国债发行 900 亿元，地方政府债券发行 1667.5 亿元。货币市场成交量共计 39 万亿元，同比增长 104.1%，环比下降 26.5%。

### **一、债券市场发行情况**

2016 年 2 月份，债券市场共发行各类债券 1.9 万亿元，其中，国债发行 900 亿元，地方政府债券发行 1667.5 亿元，金融债券发行 2485.5 亿元，公司信用类

债券发行 4016.6 亿元，信贷资产支持证券发行 77.1 亿元，同业存单发行 1 万亿元。

截至 2 月末，债券市场总托管余额为 49.7 万亿元。其中，国债托管余额为 10.1 万亿元，地方政府债券托管余额为 5 万亿元，金融债券托管余额为 13.6 万亿元，公司信用类债券托管余额为 14.8 万亿元，信贷资产支持证券托管余额为 5036.4 亿元，同业存单托管余额为 3.9 万亿元。银行间债券市场托管余额为 45.4 万亿元，占债券市场总托管余额的 91.4%。

与上年末相比，2 月末银行间债券市场公司信用类债券持有者中，商业银行持有债券占比为 33.6%，下降 0.5 个百分点，非银行金融机构占比为 12.3%，上升 0.2 个百分点，非法人机构投资者和其他类投资者的持有占比共为 54.1%，上升 0.3 个百分点。

从银行间债券市场全部债券持有者结构看，2 月末，商业银行、2 非银行金融机构、非法人机构投资者和其他类投资者的持有占比分别为 58.9%、9.5% 和 31.6%。

## 二、货币市场运行情况

2 月份，货币市场成交量共计 39 万亿元，同比增长 104.1%，环比下降 26.5%。其中，质押式回购成交 32.2 万亿元，同比增长 98.4%，环比下降 27.3%；买断式回购成交 1.9 万亿元，同比增长 109.1%，环比下降 36.1%；同业拆借成交 4.9 万亿元，同比增长 147.8%，环比下降 14.4%。

2 月份，同业拆借月加权平均利率为 2.09%，较上月下行 2 个基点；质押式回购月加权平均利率为 2.1%，与上月持平。

## 三、债券市场运行情况

2月份，银行间债券市场现券成交6万亿元，日均成交3357.8亿元，同比增长88.4%，环比下降27.9%。2月末，银行间债券总指数为172.19点，较上月末上升0.5点，升幅为0.29%。

#### 四、股票市场运行情况

2月末，上证综指收于2688点，较上月末下跌50点，跌幅为1.81%；深证成指收于9097.4点，较上月末下跌321点，跌幅为3.41%。2月份，沪市日均交易量为1934亿元，环比下降11.3%；深市日均交易量为2959.9亿元，环比下降8.6%。

#### 链接地址：

<http://www.chinanews.com/fortune/2016/03-23/7808955.shtml>

### 财政部：地方债实行限额管理 定期公开政府举债情况

财政部今日下达《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（以下简称意见），对地方政府债务余额实行限额管理。意见指出，地方各级政府要主动接受本级人大和社会监督，定期向社会公开政府债务限额、举借、使用、偿还等情况。

#### 根据经济形势确定地方债总限额 逐级下达分地区限额

财政部强调，要合理确定地方政府债务总限额。年度地方政府债务限额等于上年地方政府债务限额加上当年新增债务限额（或减去当年调减债务限额），具体分为一般债务限额和专项债务限额。

地方政府债务总限额由国务院根据国家宏观经济形势等因素确定，并报全国人民代表大会批准。年度预算执行中，如出现下列特殊情况需要调整地方政府债

务新增限额，由国务院提请全国人大常委会审批：当经济下行压力大、需要实施积极财政政策时，适当扩大当年新增债务限额；当经济形势好转、需要实施稳健财政政策或适度从紧财政政策时，适当削减当年新增债务限额或在上年债务限额基础上合理调减限额。

对于各省、自治区、直辖市人民政府债务限额，由财政部在全国人大或其常委会批准的总限额内，根据债务风险、财力状况等因素并统筹考虑国家宏观调控政策、各地区建设投资需求等提出方案，报国务院批准后下达各省级财政部门。对于省级财政部门依照财政部下达的限额，提出本地区政府债务安排建议，编制预算调整方案，经省级政府报本级人大常委会批准；根据债务风险、财力状况等因素并统筹本地区建设投资需求提出省本级及所属各市县当年政府债务限额，报省级政府批准后下达各市县级政府。市县级政府确需举借债务的，依照经批准的限额提出本地区当年政府债务举借和使用计划，列入预算调整方案，报本级人大常委会批准，报省级政府备案并由省级政府代为举借。

#### 建立债务风险防控机制 定期公开政府举债情况

根据意见要求，地方政府要全面评估和预警地方政府债务风险。抓紧建立债务风险化解和应急处置机制，对列入风险预警范围的地方各级政府要制订中长期债务风险化解规划和应急处置预案，在严格控制债务增量的同时，通过控制项目规模、减少支出、处置资产、引入社会资本等方式，多渠道筹集资金消化存量债务，逐步降低债务风险。市县级政府难以自行偿还债务时，要启动债务风险应急处置预案并及时上报；省级政府要加大对市县级政府债务风险应急处置的指导力度，并督促其切实化解债务风险，确保不发生区域性和系统性风险。

同时，要健全地方政府债务监督和考核问责机制。地方政府要主动接受

本级人大和社会监督 ,定期向社会公开政府债务限额、举借、使用、偿还等情况。地方政府主要负责人要作为第一责任人 ,切实抓好本级政府债务风险防控等各项工作。对地方政府防范化解政府债务风险不力的 ,要进行约谈、通报 ,必要时可以责令其减少或暂停举借新债。对地方政府违法举债或担保的 ,责令改正 ,并按照预算法规定追究相关人员责任。

#### 妥善处理存量债务 公益性债务可用预算资金偿还

财政部称 ,对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务 ,属于公益性项目债务的 ,由地方政府统筹安排包括债券资金在内的预算资金偿还 ,必要时可以处置政府资产 ;属于非公益性项目债务的 ,由举借债务的部门和单位通过压减预算支出等措施偿还 ,暂时难以压减的可用财政资金先行垫付 ,并在以后年度部门和单位预算中扣回。取消融资平台公司的政府融资职能 ,推动有经营收益和现金流的融资平台公司市场化转型改制 ,通过政府和社会资本合作 ( PPP ) 、政府购买服务等措施予以支持。

对地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借部分 ,通过三年左右的过渡期 ,由省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换。为避免地方竞相发债对市场产生冲击 ,财政部根据债务到期、债务风险等情况予以组织协调 ,并继续会同人民银行、银监会等有关部门做好定向承销发行置换债券等工作。

#### 链接地址 :

<http://finance.people.com.cn/n1/2016/0111/c1004-28038693.html>

## 地方债半年发行规模逾 3.5 万亿 接近去年全年水平

今年上半年以来地方债发行规模不断加大，发行规模已接近 2015 年全年水平。

### 半年发行量接近去年全年

据中债资信研报统计，2016 年上半年全国共有 30 个省级政府和 4 个计划单列市政府发债，发行规模达到 35755 亿元，接近 2015 年全年 3.8 万亿元的发行水平。其中，置换债成为发行主力，共计 26850.59 亿元；新增债为 8904.40 亿元。

根据预算安排，今年新增地方债规模为 1.18 万亿元，相比 2015 年增加近一倍。其中，一般债为 7800 亿元，专项债为 4000 亿元。按照财政部预算司副司长王克冰的公开说法，中国地方政府今年可能会进行 5 万亿元的债务置换。

“根据今年财政部对债券置换发行节奏的规定，可以推算，2016 年置换债上限约为 44750 亿元，低于 5 万亿元。下半年新增债最多发行约 2895 亿元，置换债按上半年达到上限计算则最多发行约 17900 亿元。”社科院财经战略研究院研究员杨志勇告诉记者。

针对上半年的发债势头，中央党校教授经济学部教授李旭章说，目前经济下行压力较大，地方债置换和发行应按既定计划推进，甚至必要时要适当加码。当然，不是地方债越多越好，但是我们是用地方政府债券置换让地方债显性化，并通过利率正常化降低地方政府负担。用地方政府债券可抵押，盘活银行资产，进一步支持实体经济。

## 市场化趋势初显

在大规模发行过程中，地方债的市场化趋势也日渐明朗。

李旭章说，尽管中央给了省级政府比较多的债务置换数量决定权，但不是想发多少就可以发多少。中央政府总量控制与市场压力正使地方债发行和管理走向进一步规范化。

“政府在政策层面推动地方债市场化是一个大趋势，这在我们的评级过程中也得到了一些印证。”中诚信国际信用评级有限公司政府与公共融资评级部副总监关飞表示，比如政府就希望将一些具备条件，也有意愿尝试的发达省份作为突破口，带头进行地方债市场化发行。

其中，发行利率是体现地方债市场化的一个重要标志。关飞告诉记者，不同地区、不同券种、不同期限债券的中标利率趋于分化，这将促使地方债定价进一步市场化。同时，公开发行的占比超过定向发行的比重，这也说明了市场投资者对于公开发行的认可程度较好。

以 5 月份的地方债发行为例，定向承销方式发行地方债的发行利率比发行利率区间下限平均（算术平均）上浮 42.3 个基点，比 4 月（40.4 个基点）提高 1.9 个基点；公开发行的地方债发行利率比投标区间利率下限平均（算术平均）上浮 20.2 个基点，与 4 月基本持平。

在关飞看来，地方债市场化进程中还需要解决一些问题。“目前二级市场流动性较差就是制约地方债市场化的一个因素。”

## 地方债务管理将加强

公开资料显示，审计署在审计 2015 年地方政府债务时发现主要有两个方面的问题。一是部分地方发债融资未有效使用。二是有的地区仍违规或变相举债。

事实上，2016 年以来，面对大规模的地方债发行，相关部门已经出台了一系列政策措施加强管理。

比如在债务置换方面，今年 1 月，财政部发布《关于做好 2016 年地方政府债券发行工作的通知》，对债券置换各季度发行节奏作出规定。5 月，财政部下发《关于采取有效措施进一步加强地方财政库款管理工作的通知》。明确要求对于已入库的公开发行置换债券，原则上要在一个月内完成置换。

“今年置换债需要注意资金的使用，及时安排债务清偿，避免出现 2015 年审计出现的问题。”杨志勇认为。

在新增债券方面，今年财政部在下达新增债券限额时规定债务率超 100% 的区县不能获得新增额度。

对地方政府债务管理问题，财政部部长楼继伟日前明确表示，将加强债务限额管理，所有地方政府债务都要纳入限额并严格按照限额举借债务，控制债务规模。强化地方政府债务监督，所有政府债务都要分类纳入预算，定期向社会公开债务限额、举借、使用、偿还等情况，进一步完善地方政府债券发行管理制度，提高债券流动性。

**链接地址：**

[http://news.xinhuanet.com/fortune/2016-07/06/c\\_129119524.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2016-07/06/c_129119524.htm)

## 地方债升速迅猛，保持其可控是关键

今天（9月7日）有媒体报道说，今年以来，地方政府债券发行规模加大，截至8月底，地方债发行规模约为4.8万亿元，其中置换债券36760亿元，新增债券11344.5亿元，这个发债规模已超过去年全年3.8万亿元的总发行量。据报导，今年全国人大批准新增地方政府债务限额为11800亿元，而财政部预算司相关官员称，今年地方政府置换债券额度为5万亿元。因此，置换债券仍将是未来几个月内地方债发行的主力。

地方政府通过加大发行地方债的方式来筹集资金，将其投向基础设施建设等领域，以此扩大政府支出，这是财政政策功能的体现，被认为是应对当前经济下行压力的重要措施之一。2016年以来，在经济下行的压力下，中央政府实行积极的财政政策，以适度扩大财政赤字和其他金融调节手段营造宽松的财政货币环境，以分解、分散压力，为经济结构调整换取时间和空间。

面对持续增加的地方债，风险管理的关键。财政部在1月份发布了《关于做好2016年地方政府债券发行工作的通知》，5月份又下发了《关于采取有效措施进一步加强地方财政库款管理工作的通知》，防止地方债发行中出现程序性差池带来的风险。地方债的规模大，发债增速上升迅猛，给管理和控制工作带来了不少的挑战。

中国地方债的规模究竟有多大，这个问题至今为止也未见权威性的说法。前些年，地方政府融资平台的多样性和隐蔽性，以及许多融资未被归入预算内管理

的做法，使得地方债的规模不能被较精确地统计。正是这部分地方债务，往往使有关地方债管理及风险控制的手段显得失位和滞后。相对而言，在中央政府规定额度范围内的地方债，其管理和控制要更容易一些。但是，地方债规模上升过快，同样也面临着偿还能力问题，以及由偿还能力所引发的债务风险问题。

有研究显示，中国地方债的投资者以商业银行为主。截至去年末，各商业银行持有约 72% 的地方债。偿债能力弱，其可替代的方式就是把已到期的地方政府债务置换成低利率、长期期的地方债，这肯定会给商业银行带来收益方面的损失，也将影响商业银行的资本构成进而对其业务造成不利影响。

从道理上讲，只有财政收入的增速超过地方债的增速，地方债的风险才能够被限制在可控范围内。而财政收入增加，则要求因债而生的资金投入必须聚焦于见效快、效益好的领域，而非回报时间长、效益差的基本建设领域。这个矛盾，无疑增加了地方债管理和风险控制的难度。最关键的问题更在于，此前许多地方融资平台融资的抵押资产都是地方政府掌控的土地，这就将地方政府偿债能力绑架至地方房地产市场的兴衰。因此，防止发行地方债而筹得的资金流向房地产，也是控制地方债风险的重要内容之一。

房地产泡沫破裂，地方债务出险的可能性将大增。今天也另有报道说，今年上半年房地产市场的火爆掩盖了部分市场风险。该报道称，房价泡沫膨胀的风险与高企的个人按揭杠杆风险正逐步累积，房地产市场泡沫萎缩或崩裂，将带来金融风险。据上市商业银行的上半年财报显示，建行、农行、招行等 10 家上市银行的房贷余额总额已经达到 8 万亿元，新增房贷达 1.13 万亿元，占同期新增贷款的 42% 左右，成为上半年银行贷款增长的主要驱动因素。

因此，地方债风险的管理和控制，还不止在管理和控制地方债本身，也还需要管理和控制其他方面的风险。

**链接地址：**

[http://news.ifeng.com/a/20160907/49929638\\_0.shtml](http://news.ifeng.com/a/20160907/49929638_0.shtml)

## 地方债存量清理框架初定 明年 1 月上报债务余额

### 地方债存量清理处置框架初定

要求明年 1 月 5 日前上报各地存量债务余额，2016 年起地方政府债券成唯一举债渠道，此办法正向基层财政部门征求意见

记者近日从基层财政部门获悉，国家财政部门日前初步拟定了对地方政府性存量债务的一揽子解决方案，数十万亿存量债务余额的清理处置有望进入具有可操作性的实质阶段。

这份名为《地方政府性存量债务清理处置办法(征求意见稿)》(以下简称《办法》)已于日前下发至地方财政部门。《办法》规定：截至 2014 年底的存量债务余额应在 2015 年 1 月 5 日前上报；将存量债务分类纳入预算管理；统筹财政资金优先偿还到期债务；2016 年起只能通过省级政府发行地方政府债券方式举借政府债务。

专家表示《办法》经过完善和修订，如能够真正落实到位，地方债将被关进预算的“铁笼”，彻底切断地方政府债务蔓延的后路。

10月2日，国务院下发《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(简称《意见》)，被看做地方债管理的纲领性文件。该《办法》旨在贯彻《意见》精神，做好地方政府性债务存量甄别工作，妥善处理存量债务，化解债务风险。《办法》要求地方政府和债务单位要根据项目建设进度及偿债能力等实际情况，滚动编制政府存量债务处置计划，明确偿债资金来源，合理确定分年度的债务偿还化解目标。

在确定存量债务余额方面《办法》规定，地方各级财政部门要汇总甄别2014年12月31日前未清偿的债务余额，省政府财政部门于2015年1月5日前上报财政部，经国务院批准后，锁定政府一般债务、专项债务及或有债务余额。

锁定后的政府债务及或有债务存量债务余额只减不增，除正常清偿外，债务数据不得调整。地方各级政府要将锁定后的政府债务及或有债务情况及时向同级人大或其常委会报告，并按照信息公开有关要求及时向社会公开。锁定债务余额后，地方各级政府、各部门、各债务单位要将政府存量债务分类纳入预算管理。其中，一般债务纳入一般公共预算管理，专项债务纳入基金预算管理。

中国社科院财经战略研究院研究员杨志勇告诉记者，将债务纳入预算管理是改革既定的思路，此前业界对如何将债务纳入预算管理有不少探讨，然而未有定论。“这次《办法》给出了具体的操作方式，要求对存量债务分门别类，分别纳入一般公共预算和政府性基金预算，比较有新意，是一大亮点。”杨志勇称。

中央财经大学地方财政融资研究所所长温来成表示：“把债务列为当年预算，通过预算来保证当年本息偿还，这是最有效的办法。压力再加大的话，也可以通过调节偿债周期来缓解压力。”

在将债务纳入预算管理后，对于偿还债务的资金来源，《办法》也给出了明确答案。新增地方政府公共财政预算、政府性基金预算、国有资本经营预算财力，清理整合财政专项资金，能够统筹安排的结余结转，超收收入资金，扣除按政策规定的各项计提后的土地出让收入等原则上要优先安排用于偿还到期政府债务，尚有剩余的方可用于其他支出。此外，《办法》还规定，各级财政部门应按照政府债务余额的一定比例建立偿债准备金。

对此，专家表示，将上述各项财政资金优先安排用于偿还到期政府债务，可见已经到期和即将到期的债务是政府关心的重点，也可以看到中央对清偿到期存量债务的决心和力度相当大。温来成认为，2008 年前后海量发债，导致最近两年债务集中到期，在偿债压力大的情况下，更要突出财政资金优先偿债这一理念。

值得关注的是，在安排财政资金偿还到期债务时，《办法》规定了明确的资金使用顺序。按照规定，财政部门要加大预算统筹力度，一般公共预算可偿债财力不足以偿还到期一般债务的，可调入政府性基金预算资金和国有资本经营预算资金偿还；政府性基金预算可偿债财力不足以偿还到期专项债务的，可调入国有资本经营预算资金偿债。

温来成称，“目前我国政府预算主要有四块，公共财政预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算。而社保基金这块关乎医疗养老等，是不允许动用的。从资金使用偿还顺序上来还债是合理的。”

另一方面，财政部门在大刀阔斧推进改革的同时，也注意确保新旧机制的平稳过渡。《办法》规定，2015 年 12 月 31 日前，对符合条件的在建项目后续融资，政府债券资金不能满足的，允许地方政府按照原渠道融资，推进项目建设。2015 年 12 月 31 日之后只能通过省级政府发行地方政府债券方式举借政府债务。专家称，这意味着，从 2016 年起，地方政府债券将成地方唯一举债方式。

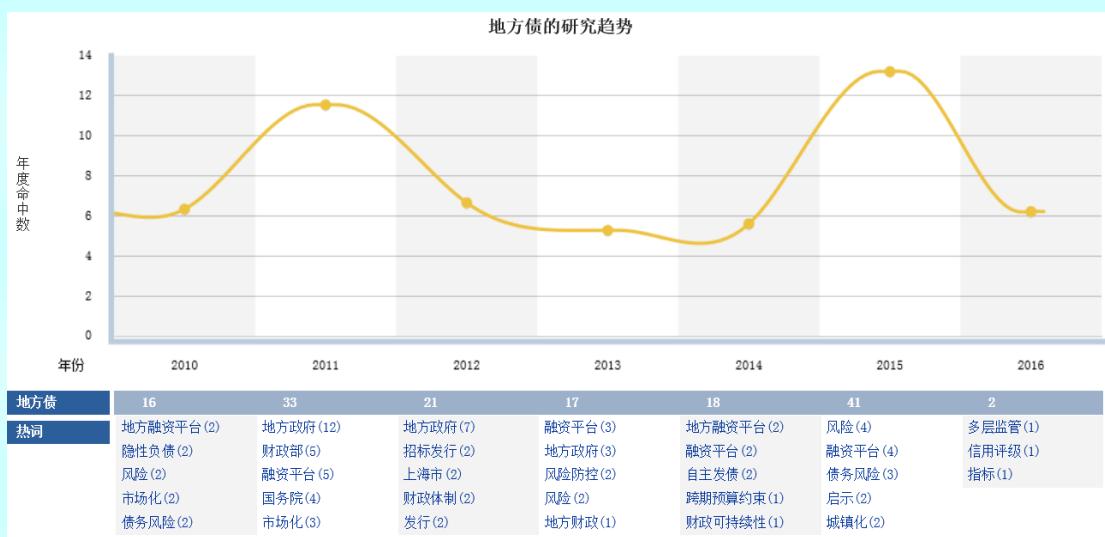
#### **链接地址：**

<http://finance.china.com.cn/news/gnjj/20141017/2732022.shtml>

## 【国内文献计量分析】

本分析基于万方数据库中的海量信息资源，以主题词为核心，统计分析所发表论文的知识点和知识点的共现分析，体现知识点在不同时间的关注度，显示知识点随时间变化的演化关系，发现知识点之间交叉、融合的演变关系及新的研究动向、趋势和热点。

### “地方债”知识脉络分析



由上可知，有关“地方债”问题的研究在近几年呈现“M型”的趋势，有关该问题的研究在2010年开始受到关注，热度呈上升的趋势，到2011年热度值达到第一个顶峰，之后几年呈现下滑趋势，到2015年达到第二个顶峰，该年的热词包括“融资平台”、“风险”、“债务风险”、“启示”和“城镇化”，之后研究关注度有所下降。

## “地方债”经典文献

序号	题名	作者	刊物	时间
1	2009 年地方债：制度博弈的分析视角	金永军 陈柳钦 万志宏	《财经科学》	2009, (10)
2	广东地方债风险研判——基于 2014 年地方债审计公告比较	赵剑锋	《开放导报》	2015, (1)
3	论地方债预算的制度逻辑与规范控制	华国庆 汪永福	《学术界》	2015, (2)
4	关于我国地方债制度设计的构想	龚仰树	《财经研究》	2001, 27(11)
5	中国地方债的宪政机理与法律控制	王世涛 汤喆峰	《华东政法大学学报》	2013, (2)
6	地方债：中国式的“次贷危机”——从穆迪调低中国地方政府信用谈起	周晓明	《财经科学》	2013, (9)
7	地方政府债务风险防控机制实证分析——基于 KMV 模型对四川省地方债风险评估	马德功 马敏捷	《西南民族大学学报(人文社科版)》	2015, (2)
8	地方资源禀赋、制度环境与地方债发行	余国满 罗党论 杨晓艳	《统计研究》	2015, 32(5)
9	论我国地方债产生的根源和新常态下的解决对策	李本松	《现代经济探讨》	2015, (5)
10	如何防范我国地方债风险	黄芳娜	《生产力研究》	2010, (12)

注：以上文章全文可在附件中进行下载

## “地方债”研究前沿文献

序号	题名	作者	刊物	时间
1	论地方债预算的制度逻辑与规范控制	华国庆 汪永福	《学术界》	2015, (2)
2	地方政府债务风险成因与化解	何义霞 辛本健	《人民论坛》	2014, (14)
3	地方政府债务风险防控机制实证分析--基于 KMV 模型对四川省地方债风险评估	马德功 马敏捷	《西南民族大学学报(人文社科版)》	2015, (2)
4	论地方债的预算约束机制	匡小平 蔡芳宏	《管理世界》	2014, (1)
5	城镇化中的土地财政与地方债	陈志勇	《经济经纬》	2014, 31 (2)
6	广东地方债风险研判--基于 2014 年地方债审计公告比较	赵剑锋	《开放导报》	2015, (1)
7	地方资源禀赋、制度环境与地方债发行	余国满 罗党论 杨晓艳	《统计研究》	2015, 32 (5)
8	我国地方债潜在风险化解	国世平 张智川	《开放导报》	2016, (4)
9	论我国地方债产生的根源和新常态下的解决对策	李本松	《现代经济探讨》	2015, (5)
10	地方债风险化解路径探析	李红霞 张世鹏	《经济研究参考》	2014, (45)

注：以上文章全文可在附件中自行下载

## “地方债”研究相关学者

序号	学者	发文	被引	H 指数
1	张海星	24	142	6
2	陈少强	43	58	4
3	黄芳娜	7	6	2
4	左小蕾	61	6	2
5	刘晓凤	44	19	2
6	盛硕	4	1	1
7	邓晓兰	47	89	6
8	王丽	8	14	2
9	李冬梅	19	43	4

---

主编：刘雁 周莉

编辑：杨于卜 陈辰 郝晓雪 张春玲 王凯艳 刘倩 王芳