

中国地方财政和地方债市场未来的发展方向

—从五个发达国家案例中得到的启示—

二〇〇九年七月

野村资本市场研究所

北京代表处 首席代表	神宫 健
主任研究员	关根 荣一
研究员	三宅 裕树

目录

I. 序言.....	4
1. 中国地方财政现状.....	4
1) 中国地方财政存在的问题	
2) 导致地区差距和地方财政困难的原因	
2. 中国的地方债.....	5
1) 中国的地方债发行	
2) 相关法律法规的制定	
3) 筹措资金的用途	
4) 地方债发行情况	
3. 本文的目的和内容.....	7
II. 各发达国家地方债市场现状.....	8
1. 各发达国家的的地方债发行余额.....	8
2. 各发达国家地方债市场的特点及多样性.....	9
1) 美国：以发行债券为原则	
2) 法国：以银行融资为原则	
3) 德国：向发行债券转变	
4) 日本：从政府资金转向民间资金	
5) 瑞典：地方政府的共同筹资机构发挥积极作用	
III. 各发达国家的的地方财政制度：保障“财政收入自治”.....	12
1. 地方税收的规模和征税自主权的内容.....	12
1) 地方政府自主财源的充足性	
2) “财政收入自治”之根基——地方政府的征税自主权	
2. 转移支付制度的作用.....	13
1) 转移支付制度的收入是地方税收的补充	
2) 转移支付制度为缩小地区差距作出贡献	
3) 在设计转移支付制度时应考虑道德风险的可能性	
3. 对于财政情况恶化的地方政府的对策.....	16
1) 中央政府提供财政支援的可能性	
2) 日本：完善相关举措，预防地方政府财政恶化	
3) 法国：曾拒绝向地方政府提供支援	
4) 美国：唯一建立债务调节制度的国家	

IV. 地方债制度的确立.....	18
1. 维护财政秩序的发债制度.....	18
1) 黄金法则思路	
2) 各发达国家实际的地方财政框架	
2. 获得广泛保障的发债自主权.....	20
1) 原则上可以自由发行地方债	
2) 运用发债自主权之际需进行风险管理	
V. 地方债市场的制度基础.....	21
1. 完善基础信息.....	21
1) 日本的政府会计制度所要具备的要素	
2) 发行债券之基础工作——募集说明书的编制	
3) 信用信息基础的完善	
2. 共同筹资体系.....	23
1) 在瑞典地方债市场获得了很高地位的 Kommuninvest	
2) 日本围绕共同筹资机构所做的近期改革	
3) 美国的共同筹集机构	
4) 地方政府共同发行债券的举措	
5) 共同筹资的三个好处	
6) 共同筹资所面临的课题	
7) 地方债基金、资产担保债券(Covered Bond)	
VI. 中国地方债的未来展望与课题.....	27
1. 地方财政和地方债制度的改革方向.....	27
1) 明确中央政府和地方政府的职能	
2) 确立地方税源	
3) 扩充转移支付制度的内容	
4) 地方债的偿还责任	
2. 关于完善地方债市场基础的建议.....	29

摘要和结论

1. 中国于 2008 年 11 月份推出了规模达 4 万亿元的经济刺激计划。为了筹措资金，中央政府允许地方政府发行债券。由于中国一直以来禁止发行地方债，因此这次的决定在中国债券市场发展史上具有划时代的意义。
2. 今后，如果中国将地方债作为地方政府筹集资金的重要手段，那么就需要实施包括地方财政制度改革在内的各项改革。发达国家的地方财政和地方债制度以及地方债市场的发展历程可以给我们很多启示。尽管发达国家的地方债市场具有多样性，但在某些方面也具有共性，而这些共性正是促进地方债市场发展的关键性因素。
3. 目前，中国的地方财政和地方债制度面临以下几个课题：①确保作为地方政府财政基础的税源分配的中长期稳定性和收入的充足性；②照顾到地区差距和下级地方政府的困境，开展转移支付制度的改革，扩大财政调节功能；③事先明确财源负担责任。
4. 在此基础上，为保障地方债市场的顺利发展，完善基础信息建设是必不可少的一项工作。从地方政府财政运营的角度来讲，政府会计制度的准确性和信息披露的及时性是非常重要的，它是向投资者提供信息的基础。今后还应推进募集说明书的编制、评级以及第三方信用风险分析等。
5. 此外，创设地方政府共同筹资机构的做法也是值得探讨的。其益处有以下几点：①提高发行债券的流动性；②提高发行效率，控制成本；③积累专业知识；④为扩大和发展国内债券市场作出贡献等。

I. 序言

1. 中国地方财政现状

1) 中国地方财政存在的问题

中国目前正在努力转变经济增长方式。当初全国上下唯 GDP 至上主义虽然在经济发展初期发挥了一定作用，但现如今环境恶化和收入差距扩大等弊端已经不容忽视。目前中国在全国“主体功能区”的设想下，划分出了从优化开发区域到禁止开发区域的 4 类地区，同时，地方政府的任务从单纯提高 GDP 向提供公共服务转变。具体来讲，就是均等地向每个公民提供饮水、义务教育、医疗等服务。

地方财政本来应该在转变经济增长方式和实现公共服务均等化方面发挥巨大作用，但实际上却遇到很多问题，没有很好地发挥作用。在 1994 年引进分税制¹以后，中央财政力量不断得到加强，而地方财政却普遍面临困境。

首先，地区差距非常悬殊。从各省人均财政支出（2007 年）来看，最高的上海市达到 11,879.54 元，而最低的河南省只有 1,998.31 元，相差 5.9 倍。此外，同一省内在县与县、乡镇与乡镇之间也存在差距。

其次，除存在横向地区差距以外，纵向差距问题也很突出，存在着地方政府级别越低财政就越困难的问题。由于预算法（第二十八条）原则上要求收支平衡，因此从统计上看地方财政的收支是平衡的。但是，一部分地方政府实际上处于财政赤字状态、举债度日。特别是作为底层政府的乡镇政府和村级财政非常困难，背负着相对较高的债务，一旦上级政府不提供帮助，单靠自身力量很难还清债务。

2) 导致地区差距和地方财政困难的原因

在上述地区差距和下级政府财政困难的背后，存在以下几个原因。

首先，在地区差距方面，转移支付制度没有发挥应有的作用。具体来讲，第一，各级地方政府之间“事权”和“财权”划分不清。也就是说，现行制度是在没有明确转移支付计算依据（即必要的支出有多少，若要实现这些支出、不足的部分有多少等）的情况下运行的。第二，在转移支付过程中，未按均等化原则进行设计的“税收返还”和“专项转移支付”，占中央政府向地方政府转移支付的六成以上（2008 年），相比之下，旨在缩小地区间差距、谋求公共服务提供能力均等化的“财力性转移支付”则很少²。第三，“专项转移支付”方面也存在问题，对于中央政府的转移支付，由于地方政府必须拿出配套资金，结果使得那些容易拿出配套资金的富裕省份更容易获得专项转移支付。此外，专项转移支付不但项目多，而且涉及的部门多，重复也多。在中央政府资助的地方投资项目中，一部分项目金额小，投资效率低。第四，①仍然存在不编入预算也不接受地方人民代表大会（相当于地方议会）监督的资金；②这类预算外资金一般来说越是富裕的地方其规模越大，拉大了地区差距；③政府层级在地方有 4 层之多，管理困难，由此带来了财政资金方面的问题，比

¹ 分税制是指在中央与地方政府之间明确划分事权及支出范围的基础上，按照事权和财权相统一的原则，结合税种的特性，划分中央与地方的税收管理权限和税收收入的财政管理体制模式。

² 中国的转移支付有几种分类方法，这里采用的是税收返还、财力性转移支付、专项转移支付的分类法。属于财力性转移支付之一的普通转移支付，就是旨在缩小地区差距、实现公共服务提供能力均等化。

如来自中央政府的资金不能顺利到达下级政府，出现中途挪用等问题。

其次，从省级以下地方政府之间存在的纵向问题来看，这里也有地方各级政府的事权和财权划分不清的问题。自 1994 年引进分税制以后，随着地方政府在财政支出中所占比例增大，地方各级政府为减轻自身支付责任，将其强加给了下一级地方政府，特别是义务教育等方面的负担更是如此。退一步讲，即使支付责任依次被强加给下级政府，只要能够分到相应的收入也没有问题，但现实并非如此。在分税制的制度下，税收和转移支付的分配方法在省以下地方政府当中依然不明确。2007 年，县政府以及乡镇政府占财政收入的比例是 40.9%，与此相应的财政支出所占比例为 48.2%。

结果是，有的下级政府为了增加财政收入，独自开展经济活动。有的经营企业，有的热心经济开发，有的还为此背上了债务。在部分下级政府脱离主业的同时，上级地方政府为显示自己的“政绩”，将资金用到成本意识薄弱的经济开发、建设豪华市政府大楼、标志性建筑等上面。

2. 中国的地方债

1) 中国的地方债发行

如上所述，中国的地方政府虽然受到结构性问题的困扰，但在中央政府为应对世界金融危机对实体经济的冲击而推出的 4 万亿经济刺激计划中，地方政府负担部分财源，担负起了提振经济的部分任务。刺激经济政策财源由中央政府、地方政府、企业和银行分担。在 2009 年 3 月份召开的第十一届人民代表大会第二次会议（相当于国会，以下简称“全国人大”）上，政府工作报告获得通过，决定由中央政府负担 4 万亿元经济刺激计划中的 11,800 亿元（属于完全新增投资）。为了在 2009 年实施积极的财政政策，经过中央政府批准，决定由财政部代替地方政府统一发行 2,000 亿元的地方债，并编入省级财政预算管理。

中国在 1994 年公布的《中华人民共和国预算法》的第二十八条中规定：①确保地方财政的收支平衡、②禁止地方财政制定赤字预算、③原则上禁止发行地方债。而在 2009 年，中国通过法律和国务院另行规定的方式发行了地方债，使得这一年成为地方债市场划时代的一年。

2) 相关法律的制定

2009 年 2 月 18 日财政部公布了《2009 年地方政府债券预算管理办法》（以下简称“管理办法”），并于当日施行。

上述管理办法的第一条中规定了制定该管理办法的目的：“政府为了实施积极的财政政策，加强中央政府向地方政府的资金分配，扩大中央以及地方政府的投资能力。”

此外，该办法第二条对地方债的定义是：①经过国务院批准同意、②以省级政府（包括自治区、直辖市、计划单列市）作为发行和偿还主体、③由财政部代理发行并代办还本付息和支付发行费。由财政部统一代理发行的最大目的是，财政部通过代替地方政府进行发行条件的交涉，避免地方政府间存在的信用级别差距表面化，从而依托中央政府的信用能力，以与国债相同的发行成本筹集资金。

与地方债发行有关的收入和支出作为政府预算进行管理（管理办法第四条），筹集的资金全部由省级政府管理。此外，发行资金既可以由省级政府直接使用，也可以由省级政府转

贷市、县政府使用（管理办法第三条），这种情况下，各级政府也要对资金进行管理。

3) 筹措资金的用途

关于地方债所筹得资金在使用方面的基本思路，管理办法第五条规定，地方政府债券预算支出，要充分体现科学发展观的要求，积极促进经济结构调整和发展方式转变。

在资金使用用途方面，管理办法提出资金将主要用于：①中央投资地方配套的公益性建设项目；②其他难以吸引社会投资的公益性建设项目支出。同时提出严格控制安排用于能够通过市场化行为筹资的投资项目，不得安排用于经常性支出。资金使用范围主要包括：①保障性安居工程；②农村民生工程 and 农村基础设施；③医疗卫生、教育文化等社会事业基础设施；④生态建设工程；⑤地震灾后恢复重建；⑥其他涉及民生的项目。

地方政府债券收入根据省级政府报请国务院批准同意的额度编制（管理办法第五条）。2009 年度的 2,000 亿元地方债，要考虑①中央投资地方配套的公益性建设项目中地方配套规模；②项目建设资金的地方负担比例；③偿还能力等因素，按照一定的公式合理决定各地区的地方债发行规模。上述因素包括中央政府与地方政府共同进行的项目数量、综合财政能力、债务比例、财政能力增长率、财政困难程度等，尤其重视地方政府的配套资金。此外，从此次经济刺激计划的宗旨出发，债券发行要重点分配给中西部地区。伴随地方债发行，地方预算需要接受地方人民代表大会的批准和监督。

4) 地方债发行情况

地方债由财政部统一代理、地方政府按照记帐式国债的方式发行。除发行利率外，发行条件是预先决定好的。承销人是记帐式国债承销团（甲类），自 2009 年 3 月至同年 5 月底已经发行了 26 期，总额是 1,118 亿元。按照财政部的方针，地方债的发行最初主要以内陆地区以及少数民族地区等中西部地区为主，此后也在沿海地区发行。中标时的发行利率水平是在三年期记帐式国债的流通市场收益率的基础上最多加上 9 个基点（=0.09%）³。

上述所有债券其发行期限均为三年。中国的银行间债券市场自 2009 年起停止了三年期中央银行票据的发行，所以这一次地方债的发行也有向市场供应类似于三年期中央银行票据的商品的用意。财政部也表示，发行期限为 3 年的商品设计同样适合于商业银行的 ALM（资产负债管理）⁴。

根据审计署对经济刺激计划执行情况的审查⁵，截至 2009 年 3 月底，该署对 18 个省（包括直辖市、自治区）的 335 个新建项目的预算执行情况进行了审查，发现中央政府负担部分的资金已经执行了 94%，而地方政府负担部分的资金执行率只有 48%。这 335 项投资计划共计 248.59 亿元，其中中央政府负担 86.69 亿元，地方政府负担 68.94 亿元，银行融资和企业自筹资金 92.96 亿元⁶。

2008 年第 4 季度（10~12 月份）和 2009 年度第 1 季度（1~3 月份）中央政府预算分配资金分别为 1,000 亿元和 1,300 亿元，共计 2,300 亿元；而据中央政府预计，相应的地方政府负担部分将达到 1,700 亿元。可见自 2009 年 3 月底开始陆续发行的地方债正在对地

³ 2009 年 5 月 27 日财政部新闻办公室。

⁴ 注 1 参考资料。

⁵ 2009 年 5 月 18 日审计署发布。

⁶ 在 2009 年 5 月 27 日国务院记者招待会上审计署发布。

方政府筹集自身负担资金作出贡献。

3. 本文的目的和内容

本文的目的在于，通过对法国、德国、瑞典、美国、日本五个发达国家的财政以及地方债制度、市场等进行比较和考察，从而帮助解决处于转型期的中国地方政府所面临的课题，并获得有助于未来发展的启示。

在考察对象国中，法国、瑞典、日本与中国都是由中央政府来决定地方财政制度框架的单一制国家。这三个国家的地方分权改革在 20 世纪 80 年代（法国）到 90 年代（瑞典、日本）期间取得了进展，如今地方政府都获得了较为广泛的权限。地方债的发行原则上根据地方政府的判断进行。其中日本，其政府债务占 GDP 的比例大大高于其他国家，地方政府对这一问题也苦于应对，相信从中我们也能获得很多启示。

德国和美国属于中央政府与州政府分权的联邦制国家，不只中央政府、国内众多的州政府也都有各自的宪法，与中国在地方财政的基本机制上是不同的。然而，由于采用了联邦制，地方财政和地方债市场的规模很大，有很多值得借鉴的地方，所以也被纳入了本文的考察对象中。

本文的构成如下：

首先，在第 II 章概论上述五个发达国家地方债市场的情况及特点，阐述其多样性。

在接下来的三个章节中，我们将存异求同，对各国在地方财政、地方债制度中共同的地方以及各国地方债市场中值得借鉴的事例，进行分析和探讨。

在第 III 章中，探讨各发达国家地方财政制度的内容。毫无疑问，地方债的发行与地方财政制度有密切的关系。在五个发达国家中，地方税是地方政府的主要财源，地方政府有权根据需要增加税收，这是地方政府基于自身判断和责任确保地方债偿还的必要条件。同时，转移支付制度是从一定程度上纠正地方政府间差距的制度，通过该制度能够确保所有的地方政府在财政运营上享受平等的机会，避免中小地方政府因迫不得已的原因背上过多的债务。但是，另一方面，有些制度从其内容上讲，也有可能引起中央政府和地方政府的道德风险（滥用制度），导致地方债的过度发行。因此，先做好地方税收和补贴制度等方面的准备，再来考虑地方债问题是很重要的，也是最基本的做法。如果事权和财权分配不清、管理体制不完善等地方财政的基本体制问题得不到解决的话，地方债的发行有可能会引起更多的问题。从这个意义上讲，我们认为整个地方财政制度的完善和地方债的发行是不能分开来考虑的。

在第 IV 章中，我们对各发达国家的财政制度进行了比较。在很多国家，地方政府的经常性项目采用的是收支平衡的原则，地方债的发行仅限于筹集基础设施建设等从中长期的角度进行的投资性项目的经费（黄金法则）。欧美各国通过遵守这一原则来保证地方政府财务健康。而日本的情况则与此相反，日本在推出基于黄金法则的财政制度的同时，实际上却在 20 世纪 90 年代长期经济不景气的过程中，违反平衡预算的原则，发行了赤字地方债，由此背上了巨额的地方债务。

在这种基本框架下，地方政府可以行使得到广泛认可的发债自主权，并根据财政需要，为在控制发行成本的同时筹集资金，自行设定发行条件。在这种情况下，由各地方政府制定发债方针，并为掌握发债带来的风险、进行正确的管理而作出努力。

地方政府为了将民间投资者的资金引向其发行的地方债，或者为了实现对自己有利的发行

条件，普遍采取了完善地方债信息基础设施、多个地方政府共同筹集资金等措施。第V章将介绍这些措施。

政府会计制度不只是投资者获取信息的基础，也是地方政府确切把握自身财政情况、作出发债判断必不可少的信息手段。此外，民间企业等主体也在一般的债券发行过程中普遍根据政府会计制度编制募集说明书，取得信用评级，这将有利于投资者在进行投资判断时进行必要的风险分析。

此外，共同筹集资金的方式有以下益处：①提高发行债券的流动性；②提高发债程序的效率、控制成本；③积累专业知识。尤其对于缺少筹资经验的地方政府和发债规模较小的中小地方政府，是有很大好处的。而发达国家普遍的做法是，在避免地方政府道德风险的同时，共同进行资金筹集。

基于以上内容，最后在第VI章中，我们将参考先进各国的经验，针对身处转型期的中国地方财政、地方债制度所面临的问题，尝试着提出我们的改革建议⁷。

II. 各发达国家地方债市场现状

1. 各发达国家的发债余额

首先，我们来看一下五个发达国家的发债规模。

从各主要发达国家（G7 及瑞典）最新的地方债发行余额来看，美国最高，为 26,186 亿美元（293.3 万亿日元），第二位是日本，为 198.7 万亿日元⁸（图表 1）。其他欧美各国均大大低于以上两国，第三位的德国为 5,962 亿欧元（99.1 万亿日元），只有日本的一半左右。再往下是加拿大 4,289 亿加元（48.9 万亿日元），法国 1,273 亿欧元（19.9 万亿日元）。

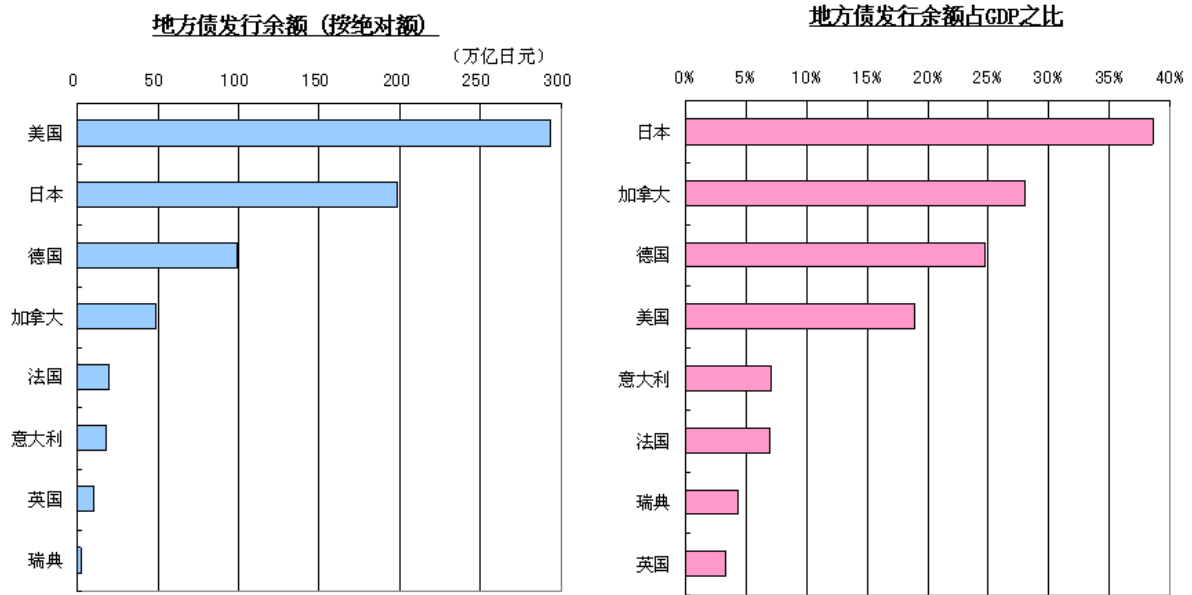
从各国的地方债发行余额占 GDP 的比例来看，日本为 38.5%，比欧美各国高出 10 个百分点以上，名列第一。绝对额排在第一位的美国（18.9%）按这一比例排到第四，而 20 世纪 90 年代前期曾经历地方财政恶化问题的加拿大（27.9%）以及德国（24.7%）的排名则分别前进了一位，排到美国之上。法国、瑞典及英国等欧洲单一制国家的比例则停留在 5% 左右的水平。

一般来说，在联邦制国家，州政府的独立性较强，地方财政规模比单一制国家要大。至少从欧美各国的地方债发行余额来看，这一点是可以得到证实的。而日本的情况属于例外，债务余额远远高于联邦制国家。其原因在于日本积极发行了以筹集经常性经费为目的的赤字地方债，这属于在第IV章要讨论的平衡预算原则的特例情况。

⁷ 本文中法国、瑞典、日本等单一制国家的地方自治体和中国的地方政府、德国和美国等联邦制国家中的州、地方政府，作为统称使用“地方政府”这一术语。在联邦制国家中位于州以下级别的政府，为了避免混淆，称为“（狭义）地方政府”。

⁸ 日元换算根据该时点的汇率进行计算。下同。

图表 1 各发达国家地方债市场规模比较



(注) 1. 发行余额除日本 (截至 2007 年 3 月底)、法国 (2006 年底)、英国 (2007 年 3 月底)、意大利 (2008 年 6 月底)、美国 (2008 年底) 外, 其余均为截至 2007 年底的数据。
 2. 发行余额占 GDP 之比, 除法国 (2006 年) 外, 其余均以 2007 年名义 GDP 计算。
 (出处) 野村资本市场研究所根据各种资料编制

2. 各发达国家地方债市场的特点及多样性

1) 美国: 以发行债券为原则

从地方债的发行形式和持有者结构来看, 五个发达国家呈现出多样化的特点 (图表 2)。美国是一个以债券形式为原则的国家。该国的州和地方政府一直以来都从资本市场直接

图表 2 五个发达国家地方债市场样态

	法国	瑞典	德国	美国	日本																																																																		
发行额与发行形式、认购资金																																																																							
持有者结构	<table border="1"> <tr><td>德意志</td><td>38.1%</td></tr> <tr><td>法国信托局</td><td>15.0%</td></tr> <tr><td>法国农业信贷银行</td><td>9.4%</td></tr> <tr><td>储蓄金库</td><td>9.9%</td></tr> <tr><td>市场公募债券</td><td>4.5%</td></tr> <tr><td>其他</td><td>23.1%</td></tr> <tr><td>合计</td><td>100.0%</td></tr> </table>	德意志	38.1%	法国信托局	15.0%	法国农业信贷银行	9.4%	储蓄金库	9.9%	市场公募债券	4.5%	其他	23.1%	合计	100.0%	<table border="1"> <tr><td>Kommuninvest</td><td>23.2%</td></tr> <tr><td>国内四家银行</td><td>17.8%</td></tr> <tr><td>其他国内</td><td>33.5%</td></tr> <tr><td>国外</td><td>8.0%</td></tr> <tr><td>债券形式</td><td>17.4%</td></tr> <tr><td>合计</td><td>100.0%</td></tr> </table>	Kommuninvest	23.2%	国内四家银行	17.8%	其他国内	33.5%	国外	8.0%	债券形式	17.4%	合计	100.0%	<table border="1"> <tr><td>国内银行</td><td>44.8%</td></tr> <tr><td>国内保险公司</td><td>9.6%</td></tr> <tr><td>其他国内</td><td>1.6%</td></tr> <tr><td>国外</td><td>3.1%</td></tr> <tr><td>债券形式</td><td>40.9%</td></tr> <tr><td>合计</td><td>100.0%</td></tr> </table>	国内银行	44.8%	国内保险公司	9.6%	其他国内	1.6%	国外	3.1%	债券形式	40.9%	合计	100.0%	<table border="1"> <tr><td>个人投资者</td><td>35.6%</td></tr> <tr><td>Mutual Funds</td><td>18.3%</td></tr> <tr><td>投资信托 (MMF除外)</td><td>17.3%</td></tr> <tr><td>财产保险公司</td><td>13.7%</td></tr> <tr><td>商业银行</td><td>8.0%</td></tr> <tr><td>其他</td><td>7.1%</td></tr> <tr><td>合计</td><td>100.0%</td></tr> </table>	个人投资者	35.6%	Mutual Funds	18.3%	投资信托 (MMF除外)	17.3%	财产保险公司	13.7%	商业银行	8.0%	其他	7.1%	合计	100.0%	<table border="1"> <tr><td>银行等</td><td>38.9%</td></tr> <tr><td>互助保险</td><td>13.8%</td></tr> <tr><td>民间人寿保险</td><td>13.6%</td></tr> <tr><td>对家计民间非营利组织</td><td>12.9%</td></tr> <tr><td>社会保障基金</td><td>8.3%</td></tr> <tr><td>其他</td><td>12.5%</td></tr> <tr><td>合计</td><td>100.0%</td></tr> </table>	银行等	38.9%	互助保险	13.8%	民间人寿保险	13.6%	对家计民间非营利组织	12.9%	社会保障基金	8.3%	其他	12.5%	合计	100.0%
德意志	38.1%																																																																						
法国信托局	15.0%																																																																						
法国农业信贷银行	9.4%																																																																						
储蓄金库	9.9%																																																																						
市场公募债券	4.5%																																																																						
其他	23.1%																																																																						
合计	100.0%																																																																						
Kommuninvest	23.2%																																																																						
国内四家银行	17.8%																																																																						
其他国内	33.5%																																																																						
国外	8.0%																																																																						
债券形式	17.4%																																																																						
合计	100.0%																																																																						
国内银行	44.8%																																																																						
国内保险公司	9.6%																																																																						
其他国内	1.6%																																																																						
国外	3.1%																																																																						
债券形式	40.9%																																																																						
合计	100.0%																																																																						
个人投资者	35.6%																																																																						
Mutual Funds	18.3%																																																																						
投资信托 (MMF除外)	17.3%																																																																						
财产保险公司	13.7%																																																																						
商业银行	8.0%																																																																						
其他	7.1%																																																																						
合计	100.0%																																																																						
银行等	38.9%																																																																						
互助保险	13.8%																																																																						
民间人寿保险	13.6%																																																																						
对家计民间非营利组织	12.9%																																																																						
社会保障基金	8.3%																																																																						
其他	12.5%																																																																						
合计	100.0%																																																																						

(注) 1. “发行额与发行形式、认购资金”当中, “银行等融资”包括其他。单位是亿欧元 (法国、德国)、亿 SEK (瑞典)、亿美元 (美国)、万亿日元 (日本)。
 2. “持有者结构”是新近公布的内容。但法国的数据是根据新近公布数据 (1996 年、2000 年) 推算的内容。
 (出处) 野村资本市场研究所根据资料编制

筹集资金。发行余额呈一路增加趋势，尤其是 20 世纪 90 年代后期增长迅速，到 2008 年底已达到 2.6 万亿美元。

持有者结构中个人投资者的比例较大，也是该国的特点之一⁹。各类投资者当中，个人投资者直接持有比例为 35.6%，投资信托持有比例为 35.6%（截至 2008 年底）。考虑到投资信托的商品一般都是以个人投资者为对象的金融商品，那么个人投资者的实际份额将达到七成左右。与此同时，商业银行持有比例过去曾超过 50%，但受 20 世纪 80 年代利率自由化的影响，重视 ALM（Asset Liability Management）的趋势得到增强，目前份额不足一成。

2) 法国：以银行融资为原则

与美国形成鲜明对比的是，法国的地方政府是以金融机构融资为原则来进行资金筹措的¹⁰。该国以公募形式发行的地方债（市场公募债）余额仅占 4.5%，其余约九成均来自金融机构融资¹¹。

从持有情况来看，法国德夏银行（Dexia Crédit Local）的份额为 38.1%，占压倒多数，此外原来的政府性金融机构的份额也较大¹²。这大概是因为一些历史原因：直到 20 世纪 80 年代，地方政府的资金筹措都要取得中央政府的许可，如果项目资金的用途得到中央政府认可，则该项目可获得政府性金融机构的低息融资。后来，虽然债券发行权分立、民间金融机构进入地方债市场的壁垒被解除，但原来的政府性金融机构早已在地方债市场保有一定份额，其优势地位至今没有太大变化。

3) 德国：向发行债券转变

美国以发行债券为主，法国以借款为主，而德国、瑞典和日本则处于这两极的中间。这三个国家都曾以借款为主（尽管程度不同），但近年正逐步向发行债券转变。

转变最为明显的是德国。在该国的地方债市场，直到 20 世纪 90 年代，来自国内银行的借款（loan）约占总体的八成，进入 21 世纪以后，债券形式的比例迅速上升，目前已达 38.9%¹³。

在德国，一直以来债券市场在州及地方政府的资金筹措中发挥着重大作用。即使在以借款（loan）为主的时期，对州和地方政府进行融资的金融机构实际上是以这些贷款债权作为担保，发行一种名为资产担保债券（Covered Bond）的债券来筹集资金。这实质上可以视

⁹ 关于美国地方债市场持有者结构的详情，请参看井瀨正彦、沼田优子、三宅裕树“日本从美国地方债市场获得的启示——掌握发展关键的家计与投资信托——”野村资本市场研究所《资本市场季刊》（日文）2007 年冬季刊。

¹⁰ 关于法国地方债市场的详情，请参看林宏美“法国地方自治体融资实情——自 20 世纪 80 年代起取得进展的地方分权改革——”《资本市场季刊》（日文）2008 年夏季刊。

¹¹ 关于法国地方债市场的投资者结构，根据能够获得的最新信息（1996 年底（市镇）以及 2000 年底（行政区、区域））作为持债比例进行采纳，同时将 2006 年底的市镇、行政区、区域各自的地方债余额进行加权平均来推算各级投资者现有持债比例。

¹² 关于德夏集团的详情，请参看林宏美“全球性地开展面向自治体的融资业务的德夏”《资本市场季刊》（日文）2007 年春季刊。鉴于 2007 年后半年开始的世界金融市场动荡的局势，2008 年 9、10 月，法国等三国政府决定对德夏采取注入公共资金等救济措施。

¹³ 根据 Statistisches Bundesamt Deutschland, *Statistical Yearbook 2007* 计算。关于德国地方债市场，请参看三宅裕树“日本从德国地方债市场获得的启示”《资本市场季刊》（日文）2008 年夏季刊。

作州和地方政府通过金融机构来向债券市场筹措资金。近几年来，州政府更是发行债券形式的地方债，直接从资本市场筹措资金，债券市场作为州和地方政府的筹资来源，其地位愈加重要。

4) 日本：从政府资金转向民间资金

虽然日本的债券发行规模不如德国，但近年来其债券发行比例也在飞快地上升。在日本的地方债市场，财政投融资制度发挥了重大作用，该制度是中央政府出于政策目的而在金融层面开展支援的制度。在地方债融资中通过国债（财投债）、邮政储蓄、简易保险筹集到的资金（政府资金）占到一多半，这种情况持续了很长时间。由于 2001 年进行了财政投融资制度改革，今后这类融资的规模将逐步缩小。而且，由于邮政民营化以及一直以来担负财政投融资制度的部分任务的政府性金融机构的整合，预计今后政府资金所占比例还将继续下降，因此可以说，今后日本地方政府比以往任何时候都更需要摆脱对中央政府信用能力的依赖，进一步设法自行向民间投资者筹措资金。

在这种形势下，近几年市场公募债的发行规模在迅速扩大。从近年地方债发行额的认购资金明细来看，来自民间投资者的资金比例在进入 21 世纪后直线上升，到 2006 年度已经达到 73.7%，其中新增部分绝大多数来自市场公募债。市场公募债占地方债发行总额的比例，从 2000 年度的 14.0% 上升到 2006 年度的 35.5%，增加了 20 多个百分点。按发行余额来看，其比例也由 7.9% 上升到 16.1%。

5) 瑞典：地方政府的共同筹资机构发挥积极作用

在瑞典，近几年以债券形式发行的地方债也在不断增加，到 2007 年底在总发行余额中所占比例已经达到 17.4%¹⁴。

不过，在瑞典地方债市场上最引人注目的大概要数投资者结构了。该市场的第一投资者，就是地方政府的共同筹资机构——Kommuninvest（Kommuninvest I Sverige AB，瑞典地方金融公社）。该机构是地方政府自发出资设立和运营的共同筹资金融机构（详见第 V 章），凭借自身信用来发债筹集资金，并仅向国内的地方公共部门进行融资。自 1993 年创立以来，Kommuninvest 在瑞典地方债市场中所占份额不断增长，到 2007 年底已经达到 23.2%，超过了国内四大银行（Nordea、Handelsbanken、SEB、Swedbank）的总和。

¹⁴ 瑞典地方债市场及后述的 Kommuninvest 的详情请参看三宅裕树、林宏美“日本从瑞典地方债市场获得的启示——致力于有效运营的瑞典地方金融公社——”《资本市场季刊》（日文）2008 年春季刊。

III. 各发达国家的财政制度：保障“财政收入自治”

1. 地方税收的规模和征税自主权的内容

1) 地方政府自主财源的充足性

如上所述，五个发达国家的财政制度在发行形式及投资者结构方面呈现各自不同的特点。但事实上，在这些多样性当中，在地方财政、地方债制度或地方债市场所采取的措施方面，还有着广泛的共性。

首先，在地方财政制度方面，特别是从财政收入的角度来看，有三个共同点（图表3）：①来自地方税收的收入是这些国家的第一财政收入源；②关于地方税，地方政府的税源明确，且征税权限（征税自主权）有着比较广泛的保障；③用于在一定程度上缩小地区间财政能力差距的转移支付制度比较完善，具有一定的地位。

图表3 五个发达国家的财政制度

财政收入明细		法国	瑞典	德国	美国	日本
地方税						
地方税	税种	固定资产税、居民税等	仅限所得税	销售收入税、所得税、财产税等	销售收入税、财产税、所得税等	对所有收入、消费、资产征税
	税率决定权	有 (由中央政府设定上限)	有	州政府基本无 (联邦政府决策时需联邦上议院同意)	州政府有 地方政府的权限由州宪法、州法进行规定	有 (存在标准税率、限制税率等)
	税种新设权	无	实质上无	州政府基本无 (联邦政府决策时需联邦上议院同意)	州政府有 地方政府的权限由州宪法、州法进行规定	有 (需征得同意的协商制度)
	一般补贴 定向补贴	存在各种补贴 多为一般补贴金(垂直性)	多为一般补贴 实质上存在横向财政调节制度	多为一般补贴 州政府之间存在横向财政调节制度	定向补贴作用大 州政府层面无一一般补贴 (1986年废止一般财政收入分与制度)	依存度高 三位一体改革进展

(注) 财政收入的明细，法国和美国为2004年度，其他国家为2006年度决算数据。

(出处) 野村资本市场研究所根据各种资料编制

2) “财政收入自治”之根基——地方政府的征税自主权

从各发达国家地方财政收入明细来看，分配给各地方政府的税源收入，是其财政收入的首要来源。

其中，瑞典是地方税收占地方财政收入比例最大的国家，2006年度该比例达到69.7%。瑞典与其它国家不同的一点是，该国的地方税仅有一个税种，既对劳动所得征收的所得税。在地方政府征收了劳动所得税后，中央政府不再征收，国税中的所得税是资本所得税。正是这一特点决定了瑞典地方税收的规模。

除瑞典外，法国、德国等欧洲各国的地方税收所占比例基本都超过五成。在法国，既有

建筑固定资产税、未建筑地固定资产税、住宅税、职业税等具有资产税性质的税种（地方直接四税）构成地方税的主要内容。2004年度地方总税收所占比例达到50.5%。

德国的地方税制中，联邦政府与州、地方政府共享同一税源，称为共享税。该制度规定，在所得税、法人税、营业税等税种中，对预计会有较高税收的税源收入，按照事先规定的标准在政府间进行分配。在分配比例方面，除营业税最高以25%的比例，根据各州和地方政府的财政能力进行分配外，其他皆有事先规定好的比例。除共享税外，地方税当中还有各州和地方政府单独征收的税，但这些税收仅占总财政收入的17.2%，而共享税收入则占到41.3%，比例较大。

与欧洲各国相比，日本和美国的地方税收相对较少。但从征税自主权的制度内容来看，日美地方政府的权限其实比欧洲各国还要大。

从日本来看，地方税收在地方财政收入中所占比例为39.9%，接近四成。地方税源包括所得税、消费税、资产税的所有税目，地方政府可从多种税源获得收入。

由于近年地方分权改革中进行了分税改革，实际上日本地方税收的比例是在上升的。以前所占比例只有三成左右，而近年来随着分权改革，国税向地方税进行了移让。对于个人所得，由以前中央政府和地方政府双方适用累进税率的方式，更改为将累进征税这部分计入国税、按一定税率征收的部分计入地方税的方式。如此一来，不但增加了地方税收，而且缩小了地区差距。近来也有意见认为，应当将中央政府拥有的消费税和地方政府拥有的法人税进行部分互换。

此外，从征税自主权来看，在欧洲各国，地方政府基本上只有设定地方税税率的权限，征收新的税种基本上是不可能的。相反，在日本，根据地方分权一揽子法（2000年度），如果地方政府经与中央政府协商后取得同意，就可以征收新的税种。因此，日本的地方政府不仅有权决定税率，还有权决定税种。

美国与日本一样，州政府的税率设定权及税种新设权也得到广泛承认。这是因为该国原本采用的就是联邦制。但美国地方税收所占比例仅为41.4%，与日本处于同等水平，其中一个原因，就是州和地方政府比较倾向于收取使用费、手续费作为公共服务的财源筹措手段。在美国，以《加利福尼亚第13条建议》（州政府制定的条例，规定将固定资产税税率控制在1%之内）为代表，国民的“小政府”倾向较强，对增税多有抵触情绪。为此，州和地方政府在计划新增公共服务时，往往不会增加税收，而更喜欢收取使用费和手续费，作为公共服务的直接报酬。这样一来，在欧洲各国及日本仅占几个百分点的使用费和手续费，在美国却达到了16.5%。

因此，在对美国的“财政收入自治”进行评价时，从地方政府基于自身权限和责任进行财源筹措的角度来看，除地方税外，还需留意使用费和手续费收入的规模。

2. 转移支付制度的作用

1) 转移支付制度的收入是地方税收的补充

在各发达国家，还设立了从中央政府到地方政府、或地方政府间的转移支付制度，来对地方税收进行补充。这一制度为缩小地方政府间的财政能力差距作出了一定贡献。转移支付制度收入占地方财政收入比例最大的是日本，为33.8%，其次是法国32.9%，德国22.5%，瑞典和美国各为17%。

转移支付制度包括资金用途不受限制的一般补贴和有限制的定向补贴。自 20 世纪 80 年代后期以来，欧洲各国的主流倾向是从定向补贴转向一般补贴。比如瑞典，曾经基本上所有的转移支付皆为定向补贴，此后通过 20 世纪 90 年代的改革，逐步转变为一般补贴，到现在，一般补贴占比为 9%，超过了定向补贴的 8%。此外，法国和德国的一般补贴规模也要大于定向补贴。

而美国则恰好相反，至少联邦政府向州政府进行的转移支付就全部为定向补贴。尽管美国普及的一揽子补贴（Block Grants）制度略微减轻了“定向”程度，只限定项目的领域、而非项目本身，但用途完全不受限制的补贴，自一般财政收入分与税制度在 1986 年废止以来，未再创设。

日本还谈不上已经有了明显的从定向补贴转向一般补贴的趋势。在日本，一般补贴支持论在一定程度上为人们所接受。该观点认为，比起一刀切地规定资金用途，交由地方政府判断的做法更加符合各地实际。但另一方面，也有人担心地方政府对转移支付的使用可能不够有效，或者转移方法不够公平。总体来讲，改革的方向尚不明朗。

如上所述，关于转移支付的方法，欧洲各国、日本及美国之间存在差异。但无论如何，转移支付制度已取得一定的地位，这是毋庸置疑的。

2) 转移支付制度为缩小地区差距作出贡献

这样的财源转移在一定程度上缩小了地方政府间的财政能力差距。关于这一点，我们来看一下日本地方交付税制度的例子。

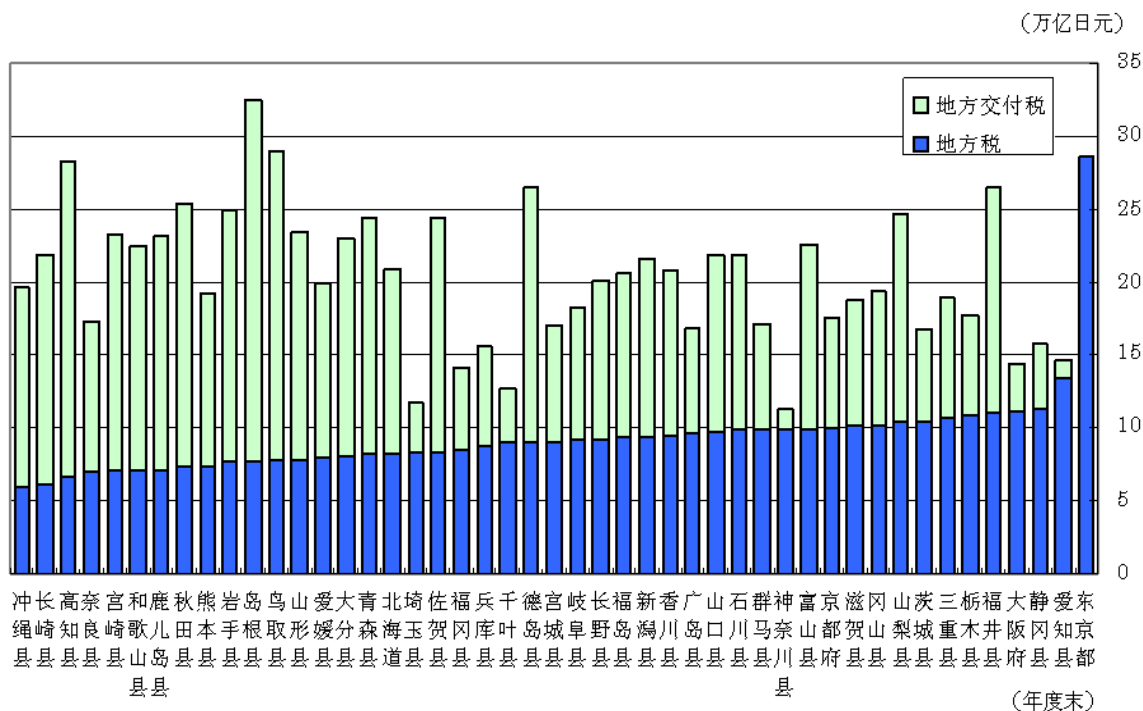
地方交付税制度是日本一般补贴的主流制度。其基本内容是：各地方政府征收标准的房产税、提供标准的公共服务时，仅靠地方税收无法负担的那部分收入，由该制度进行补贴。

具体内容如下。首先，第一步：对地方税法规定的基本税种按一般税率征税的预计所得税收进行计算，将其 75% 到 80% 作为“基准财政收入额”。其次，第二步：对地方政府提供所有应提供的公共服务（国家最低生活保障标准）时所需费用进行计算（“基准财政需求额”）。具体计算过程如下：按每个项目的规模大小（测定单位）乘以每个单位所需经费中地方政府负担部分（单位费用），并结合各地区的情况进行调整（修正系数），从而得出单个项目经费总额，最后将所有项目的经费总额相加，得出总经费。在此基础上，第三步：①和②的差额为各地方政府财政能力，①低于②的地方政府需要财源补贴。所有约 1,800 个地方政府都通过以上程序来计算财政能力。

地方交付税制度规定，财源不足的地方政府将获得中央政府的转移支付补贴，且转移支付的资金来源按国税的一定比例设定上限。国税收入和财源不足的地方政府所需补贴额未必一致，有时前者可能少于后者。如果出现这种情况，就会对两者进行协调，视必要可能减低原来算出的交付额。通过这一系列程序，确定最终交付额，向各地方政府实行转移支付。

通过地方交付税制度，在一定程度上缩小了日本各地方政府的财政能力差距。从日本的广义政府——都道府县这一级别来看，比较各地方政府的人均财政收入，仅税收一项，东京都为 28.5 万日元，高居首位。其他 46 个都道府县为 5.9~13.4 万日元（图表 4）。但如果再加上地方交付税的交付额，由于人均税收较少的地方政府得到交付额较多，因此合并收入最高的是岛根县，为 32.5 万日元，而不能享受地方交付税的东京都则退居第三位。同时，合并收入最小的神奈川县其税收收入也达到 11.3 万日元，可以说差距大大缩小。

图表 4 日本各都道府县人均地方收入（地方税、地方交付税）



(注) 2006 年度决算统计。

(出处) 根据总务省《地方财政白皮书》，由野村资本市场研究所编制。

3) 在设计转移支付制度时应考虑道德风险的可能性

对于各发达国家的转移支付制度，有评价认为，正如上述地方交付税制度所示，通过缩小财政能力差距，在一定程度上保证了地方政府之间的机会平等，有利于“财政收入自治”。

然而，另一方面，我们也不能忘记，“财政收入自治”也意味着地方政府的责任。也就是说，地方政府在获得财政运营权的同时，对于因自身提供公共服务而产生的财政负担，原则上应通过自身财源来解决，极力避免依赖其他地方政府的财政支援。就地方债而言，用来还本付息的财源原则上也应通过地方税收来解决，不能因转移支付制度而模糊了地方债的偿还责任。假如能够通过转移支付制度来保障偿还资金，那么发债的地方政府对于承担还本付息责任的认识可能会有所减弱。同时，还可能导致实施转移支付的中央政府为实现自身的政策目的，将转移支付当作诱导地方政府的手段，使其发行地方债。

对于这一点，至少欧美各发达国家的主要的转移支付制度是作了相应规定的。换言之，多数制度在确定补贴额的过程中对各地地方政府的必要财政支出额进行计算时，对该地方政府所背债务的还本付息费用并未加以特殊考虑。

上一节提到的日本地方交付税制度，在计算基准财政需求额时考虑了地方债的还本付息费用。具体而言，就是中央政府在计划让地方政府实施特定项目时，允许该项目费用中地方应负担的部分通过发行地方债来筹措，同时，将以后年度的还本付息的部分款项列入应支付年度的基准财政需求额。这样一来，即使该地方政府的还本付息经费不能通过地方税收来解决，也可以由中央政府通过地方交付税的形式进行支付，有这样一种机制在起作用。有观点

指出，正是这种机制在日本引发了政府的道德风险，导致地方债发行余额像滚雪球般越滚越大。

且不论这一观点的对与错，在设计转移支付制度时，对这些道德风险的应对机制进行完善，是明确地方债偿还责任时极为重要的因素。

3. 对于财政情况恶化的地方政府的对策

1) 中央政府提供财政支援的可能性

与地方债制度相关联的地方财政制度，包括“财政收入自治”（发债自主权的后盾）的支柱——地方税和转移支付制度、以及对财政情况恶化的地方政府所采取的对策。原则上地方政府应以自身财源偿还地方债的本息，但对于那些最终背负过多债务的地方政府，还是应该采取必要措施。对此，有两种观点：一种认为，即使地方政府“破产”，仍要向全体国民继续提供最低限度的公共服务；另一种则认为，当地方政府背负过多债务对其提供支援时可能会发生道德风险，而为了规避风险，需要采取必要的措施。我们需要在这两种观点之间取得平衡。具体方法包括：①中央政府等实施财政支援的方法；②进行债务调节的方法。

对于这个问题，从五个发达国家的实际制度内容来看，从制度上能够采用方法①的国家是瑞典和德国（图表 5）。瑞典为应对地方政府财政恶化的情况提取了准备金，一旦认为有必要，就会以这笔准备金为资金来源开展财政支援¹⁵。而德国虽然没有恒久性财政支援制度，但该国制度允许州政府在财政情况极其严峻时请求联邦政府及其他州政府的支援。实际上，1994 年不来梅州、萨尔州就行使了这项权力，德国政府为这两个州建立了财政支援制度。该制度一直存续到 2004 年，每个年度两个州都获得了相当于各州财政收入一至二成左右的补贴。

不断有人指出，虽然中央政府并没有对地方债作出明确的保证，但如果当地方财政情况恶化时可获得财政支援，那么地方政府及投资者就会对这种“默认政府保证”产生依赖心理，从而发生道德风险。有观点认为瑞典和德国的地方债存在“默认政府保证”。在瑞典，Kommuninvest 就持这种见解¹⁶。在德国，也有研究显示，投资者对于中央政府向财

图表 5 五个发达国家的财政支援制度及债务调节制度

	法国	瑞典	德国	美国	日本
来自当于遇上到支级到援政政府危的机时财政	特殊扶持费制度（但规模并不大） 20世纪90年代，当昂古莱姆市陷入财政困难时，中央政府明确表示没有义务进行财政支援。	没有明文规定的支援措施，但有观点认为有默认政府保证。 中央政府为对财政情况严峻的地方政府进行财政支援，提取了准备金。	当联邦政府认为有必要时，根据联邦法以及联邦预算法实施财政支援。 从1994年到2004年，对不来梅州、萨尔州发放了财政重建特殊补贴。 评级机构惠誉国际对州政府的评级全部为AAA级。	没有明文规定的支援措施 通过制定特别法等，有时上级政府（联邦政府、州政府）会提供财政支援。 存在道德义务债券（moral obligation bond）	没有明文规定的支援措施 地方财政健全化法出台，从2009年度开始全面施行。
破产制度	无	无	无	联邦破产法第九章（州政府不在对象范围内）	无

（出处）野村资本市场研究所根据各种资料编制

¹⁵ 参看 The Ministry of Finance, Kommuninvest, Swedish Association of Local Authorities and Regions, “The Creditworthiness of Swedish local governments”。

¹⁶ 参看 Kommuninvest 提供资料。

政情况严峻的州政府提供财政支援的可能性有一定的信心¹⁷。然而，由此马上得出两国地方债市场正在发生道德风险也未必正确。因为我们在前面也提到，瑞典地方债发行余额占 GDP 之比为 18%，远低于其他国家。而德国则为 24%，比率较高。因此我们认为，财政支援制度的存在与道德风险之间的关系，还需继续探讨。

2) 日本：完善相关举措，预防地方政府财政恶化

为应对地方政府财政恶化这一问题，日本于 2006 年颁布地方财政健全化法，建立了一整套体系，以便在地方政府通过自身财源难以偿还债务之前掌握情况，敦促地方政府进行财政重建。

地方财政健全化法通过基于客观的计算方法得出的四个财政指标，将各地方政府分为“健全阶段”、“早期健全化阶段”和“再生阶段”三大类。在地方财政运营困难时，首先评估该地方政府处于早期健全化阶段，并要求其设法进行改善。不过，在此阶段，虽然地方政府必须制定早期健全化计划等，但仍允许其有一定的裁量权，财政改革基本交由地方政府自主实施。

如果财政情况进一步恶化，就要进入再生阶段。在这一阶段，地方政府必须制定比早期健全化计划更为详细的财政再生计划，计划内容须得到总务大臣的同意。该阶段地方政府的裁量权受到大幅制约，中央政府的干预力度较大，以保证重建工作切实开展。

从上述两阶段对策来看，可以说，日本已经建立了能够更迅速、更妥善地实现地方财政健全化的体系。

3) 法国：曾拒绝向地方政府提供支援

在法国，中央政府曾拒绝向财政情况恶化的地方政府提供支援，例如 1990 年昂古莱姆市案例就是如此。该市为振兴经济而扩大财政支出，结果导致财政情况恶化，被迫宣布停止偿还地方债本息。当时，中央政府认为，20 世纪 80 年代地方分权改革后中央政府和地方政府已实现财政相互独立，因而拒绝替该市偿还本息。其结果是，持有该市地方债的金融机构最终不得不同意减免部分债务¹⁸。

不过，该国发生的地方债违约案例仅此一例，此外几乎不存在。因此，投资者们虽然也认识到地方债存在信用风险，但一般来说都认为风险水平相当低¹⁹。

4) 美国：唯一建立债务调节制度的国家

与以上四国相反，美国并没有制定联邦政府对州政府、或者州政府对（狭义）地方政府的常态性财政支援制度，而是建立了（狭义）地方政府破产制度（联邦破产法第九章）。并且有实际适用案例，比如 1994 年加利福尼亚州桔郡案例。

不过，美国实际发生的地方债违约案例并不多。据穆迪（Moody's）公司称，该公司自 1970 年至 2006 年间进行信用评级的美国地方债的违约案例仅 41 例，评级后 10 年间累计

¹⁷ Kirsten H. Heppke-Falk and Guntram B. Wolff, “Moral hazard and bail-out in fiscal federations; evidence for the German Länder,” 2007 年。

¹⁸ 参看 Alain SCHEBATH “法国地方债——地方债自由化后发生了什么？”日本地方财政学会编著《财政危机与地方债制度》（日文）劲草书房、2002 年。

¹⁹ 根据 2007 年 9 月的访谈调查。

违约率为 0.10%，其水平要远远低于企业债的 9.69%²⁰。此外，有的公司即使因未能按发债时约定的期限偿还本金或利息而违约，但最终还是完成了向投资者的全额偿清。

美国地方债的信用风险之所以比普通债券低，是因为上级政府能够在地方财政恶化之前掌握情况，视情况采取提供财政运营意见等措施。此外，还有重要的一点是，即使地方政府财政情况恶化，也不一定即刻适用联邦破产法第九条。因为该条款仅适用于（狭义）地方政府对象，并不允许州政府破产。所以，如果（狭义）地方政府想申请破产，必须由（狭义）地方政府自愿提出申请并得到州政府的许可。而且据了解，很多情况下，州政府考虑到地方政府的公共性等原因不允许其提交申请，而代之以提供财政支援。在过去约 70 年的时间里，适用该法的案例不过 500 件左右²¹。

IV. 地方债制度的确立

1. 维护财政秩序的发债制度

1) 黄金法则思路

有了上述“财政收入自治”的支持，五个发达国家都准许地方政府拥有发债自主权，地方政府可以自行判断自负其责地发行地方债。在本章中，我们就来探讨一下各发达国家的发债制度。

首先，从规定发债制度的地方财政管理基本框架来看，各发达国家都认同被称之为“黄金法则（The Golden Rule）”的原则。所谓“黄金法则”是指，当把地方财政支出分成两大项费用，即：①每个财政年度都要发生的一定额度的费用（经常性经费，如劳务费等）；②提供长期便民公共服务所需的费用（投资性经费、资本性经费，如社会基础设施建设等）时，关于①的费用，主要依靠每个财政年度的地方财政收入（其来源是地方税）来解决，而地方债的发行，原则上仅限于筹措②所需的费用。这种想法的形成，是出于维护几代人之间的公平性的考虑。比如投资性工程，不仅惠及眼下的纳税人，而且也将惠及子孙后代，因此，通过地方债本息偿还的方式来负担一部分费用也是合理的。为了筹措②的费用而发行的地方债，称之为“建设地方债”。

不过，也有人主张，即便是①所需的费用，当发生自然灾害或经济迅速恶化，导致经常性收入不足时，作为一时性的救济措施，也可以允许通过发债来筹措资金。为这一目的而发行的地方债称之为“赤字地方债”。而且，在发行赤字地方债时，为了维护财政秩序，以多个会计年度来管理财政收支尤为必要，因此，建议采用以多个会计年度来管理经常收支的方式。具体而言，若假定景气循环周期为三年，虽然要以实现单年度经常收支黑字为基本原则，但当不得已发生赤字时，最低限度要力争在 3 个会计年度内实现财政平衡。

²⁰ 参看 Moody's Investors Service, "The U.S. Municipal Bond Rating Scale," March 2007。但取得评级的地方债的信用风险比普通地方债要低。换言之就是信用风险高的地方债具有回避评级的倾向，这一点需引起注意。

²¹ 参看自治体国际化协会“美国地方公共团体的财政重建制度 ～与维护财政秩序相关的制度与运用～”（日文）CLAIR REPORT 321、2008 年。另外，该国的地方政府数量在 2002 年时为 87,525 个。

图表 6 五个发达国家的地方债发行框架

	法国	瑞典	德国	美国	日本
基本财政运营方针	在经常账户、资本账户中采用平衡预算原则	采用平衡预算原则（不区分经常账户与资本账户）	州政府将地方债券的发行原则上限定在投资性经费的筹措上	很多州在经常账户中采用平衡预算原则	采用平衡预算原则（不区分经常项目与资本项目）
		如果决算结果出现赤字，需在3年内予以消除。		很多州政府以多个会计年度来进行财政收支管理	
地方债发行目的	限定在投资性经费的筹措上	没有特别限定用途	原则上限定在投资性经费的筹措上	原则上限定在投资性经费的筹措上	有限定在投资性经费筹措上的规定（地方财政法第5条）
	不允许发行赤字地方债	从制度上允许发行赤字地方债	在必要时（如为提振经济等），州政府可以特例性地发行地方债。	有些地区允许特例性地发行赤字地方债。	可基于特例法发行赤字地方债
发债自主权	原则上可以自由发行	原则上可以自由发行	原则上可以自由发行	原则上可以自由发行	原则上可以自由发行
	中央政府实施事后监督		但视需要可由联邦政府设定发债额度上限（需联邦上议院同意）	但作为免税债券发行的情况下，需遵从《国内税法》的规定。	但实质公债费率超过18%的情况下，需取得中央政府的发债许可。
			关于地方政府发债，由州政府制定发债制度。有发债许可制度	关于地方政府发债，由州政府制定发债制度。有发债许可制度	

（出处）野村资本市场研究所根据各种资料编制

2) 各发达国家实际的地方财政框架

从实际的财政框架来看，除瑞典和日本外其他三个发达国家，实际上对经常性经费和投资性经费都是分开管理的（经常账户、资本账户）。这些国家不但采用了经常账户的（多个会计年度的）收支平衡管理，而且原则上将地方债发行限定在建设地方债上（图表 6）。

在这三个发达国家中，最为严格遵循黄金法则来定规建制的是法国。法国不允许发行赤字地方债，规定所发行的地方债应全部为建设地方债。因此，通过发债筹措到的资金全部划入资本账户的收入。另外，关于地方债本息偿还，规定将本金部分划入资本账户支出项目，另将利息部分划入经常账户支出项目，要求每年度都能保持包括这些内容在内的经常收支的平衡。

与之相对，美国和德国的制度则略有缓和。在美国，各州规定的财政制度，除了佛蒙特州以外的 49 个州，都要求保持经常账户的收支平衡²²。而且，美国又进一步引进了以多个会计年度来保持经常收支平衡的思路。州宪法及州法规定，当经常赤字发生时，要在下一年度乃至两个年度内予以消除。根据这一法律规定，发行赤字地方债成为可能，州和地方政府的财政运营相对而言也就灵活多了。

另外，德国也拥有与美国大体相近的制度内容。从州政府这一层级来看，虽然原则上禁止发行赤字地方债，但也有很多地方规定，当出于提振经济等需要时允许特例性地发债。然而，在德国不存在多个会计年度内实现经常收支平衡的规定，这点与美国不同。而且，州政府下属的（狭义）地方政府是不被允许发行赤字地方债的，即便是特例性发债也是如此。

与上述三个国家不同，在瑞典和日本，经常账户与资本账户没有被分开管理。其中，瑞典不仅没有进行会计上的区分，而且关于发行地方债筹措资金的目的，至少在国家层面也未进行特别规定。因此，赤字地方债是可以发行的。不过，随着 2000 年在地方自治法中纳入预算平衡原则，以多个会计年度来管理财政收支的思路以制度化的形式得到了认可。该原则

²² Advisory Commission on Intergovernmental Relations, "Fiscal Discipline In The Federal System: National Reform And The Experience Of The States," 1987 年参阅。

禁止编制赤字预算，同时还要求，如果在决算阶段发生了财政赤字，则必须在 3 年以内予以消除。政府希望通过这种方式，维持地方政府的财政秩序。

而在日本，地方财政法对地方财政基本框架进行了制度性的规定，该法的第五条规定了发行建设地方债和限定性地发行赤字地方债的方针，可以说日本实质上也是采纳了德国和美国将经常账户与资本账户分开进行财政管理的地方财政体系。不过，在实际的制度运作过程中，日本在 20 世纪 90 年代积极地采取了违反原则的“特例性”措施。即、当经济长期不景气时，中央政府通过制定特别法，让地方政府也加入到动用财政政策的行列中来，促使其积极地发行赤字地方债。而且，日本与美国和瑞典等国家不同，以多个会计年度来管理地方财政收支的制度并不完善，因此，赤字地方债的发行一发而不可收拾。结果导致地方债余额如在第 II 章所介绍的那样，达到了史无前例的水平。

2. 获得广泛保障的发债自主权

1) 原则上可以自由发行地方债

如上所述，在各发达国家，为了在确保地方财政健康的同时又能进行灵活的财政运营，各国都制定了经常账户的平衡财政原则，或者建立了以多个会计年度进行收支管理的框架，还提出了将发行地方债的目的限定于筹措投资性经费的方针。至少在制度层面上，包括日本在内的各发达国家均是如此。而且，在这个基本框架下，地方政府拥有诸如决定筹措资金总额和设定条件等发行地方债方面的广泛权限。

在单一制国家的法国、瑞典和日本，如今，地方政府已经无需经中央政府的许可，便可自由发行地方债了。其中在法国，曾经实施了一段时间的发债许可制度，后来，由于法国社会党密特朗政权进行的地方分权改革，1980 年，包括发债自主权在内，地方政府的权限得到了大幅扩充。如今，关于发行条件的设定和承销金融机构的选择等，地方政府基本上可以自由进行判断。另外，2006 年日本也对地方债制度实施了彻底的改革，实现了从发债许可制度向事前协商制度的过渡，财政情况良好的地方政府，无需经中央政府许可，即可基于自行判断发行地方债。而且，在以民间投资者为对象发行的地方债方面，地方政府可以与金融机构进行个别交涉，从而自由设定发行条件。

与此同时，在联邦制国家的德国和美国，州政府原本就拥有发债自主权，联邦政府基本无权干涉其发行地方债。在美国，虽然在发行免税债（对利息所得免征联邦所得税）时，需要遵守联邦级别的税法《国内税收法》（Internal Revenue Code），但是，除此之外并无其他特殊规定。另外，在德国，由于已经签署了旨在制约政府总体的财政赤字和债务余额的欧洲联盟条约（马斯特里赫特条约），所以为了遵守该条约，有时联邦政府也会对州政府发债进行一些限制，但是，原则上州政府基本上是可以自由地发行地方债的。不过，（狭义）地方政府在发行地方债时，还需遵守州政府的规定。

2) 运用发债自主权之际需进行风险管理

如上所述，在基于黄金法则思路的地方财政框架下，各发达国家的地方政府原则上可以自由地发行地方债。但是，在实际发债时，地方政府必须充分把握因发行条件的设定带来的好处与风险，并结合自己的筹资需求和财政情况进行恰当的判断。因此，在各发达国家的地方政府中，有很多地方政府都会事先制定一个风险管理方针。

在这方面，美国的做法特别值得关注。在美国，州和地方政府发债时，为了尽量降低发债成本，会通过金融衍生品交易来将地方债的发行条件复杂化，美国政府财政官员协会（Government Finance Officers Association, GFOA）针对这种情况，提出了一个进行该类操作时所应遵循的一般性指南²³。在该指南中，美国政府财政官员协会对州和地方政府提出了如下三点要求：①要充分把握好自主发债的好处和潜在的风险；②为了建立评价、估算、管理风险以及选择金融衍生商品的方法，充分披露信息，完善政府的内部管理体制，要努力确保人才并获得专家的协助；③要制定关于金融衍生商品交易的纲领性方针。同时，作为③的具体内容，还列举了如下几点：明确交易时政府内部权限；对有望成为交易对象的金融衍生商品予以具体化；设定交易条件和交易上限；制定交易对象的选择标准等。

另外，在美国的州和地方政府中，也有个别的政府在参照这一标准的基础上，独自制定了关于发债条件的设定及金融衍生商品交易的基本方针。例如，洛杉矶市在其制定的基本方针中就规定，为了控制该市所持有的资产和负债双方面的利率风险、以及因平均偿还年限的差异而产生的风险，准许发行浮动利率债券。与此同时，为避免因设定浮动利率而过度承担利率风险，规定发债额度最高限定在债务总余额的 20~25% 以内，也就是设定了发债额度上限。

如上所述，在承认地方政府拥有广泛的发债自主权的同时，为使地方政府尽到偿还本息的责任，各国也在逐步完善相关体系，以促使地方政府管理自身财政情况及其所承担风险，这一举措也是值得关注的。

V. 地方债市场的制度基础

1. 基础信息的完善

1) 日本的政府会计制度所要具备的要素

为了能够以低成本且持续、稳定地从民间获得必要和充分的资金，完善地方债市场基础也是一项重要的工作。关于这个问题，在本章中主要谈两点：一是对投资者的信息提供；二是多个地方政府共同筹资的体系。

首先，在完善基础信息方面，最根本的前提是，政府会计制度能够定期地、准确地掌握地方政府的财政情况。在各发达国家，虽然在具体的会计标准和披露方法多有不同，但是，对政府会计制度所要具备的基本要素，还是有共同之处的。关于该问题，本节以近年在改革上取得进展的日本为例进行探讨。

在日本，明治时代（1868~1912 年）已出现近代国家体制，也是在同一时期，日本制定了地方政府会计制度，此后其基本内容几乎未做任何变动，一直沿用了 100 余年。但是，随着社会的发展、地方政府作用的变化和扩大，依靠传统制度已难以充分、准确地把握地方政府的财务情况，因此，过去就曾有人指出过如下两个问题：

第一点，旧会计制度无法整体地把握地方政府的财政情况，这是其不完善之处。在地方政府提供的公共服务中，不仅有地方政府自身以税收等作为财源来提供的基本服务（普通会

²³ GFOA, "Use of Debt-Related Derivatives Products and the Development of a Derivatives Policy," 2005 年。GFOA 是为了提高美国和加拿大的州及地方政府的财务官员的专业能力而于 1906 年创设的团体。

计事务），而且还有诸如自来水事业等根据公共服务的使用情况支付手续费的服务（特别会计事务），以及通过地方国营企业提供的服务（国营企业会计事务）。而依靠旧的会计制度，欲统一掌握这些情况，获得地方政府整体财政情况及风险承担的信息，是很困难的。

第二点，在旧会计制度下，并未编制按照经济资产的存量来反映各地方政府财政情况的资产负债表。因此，欲掌握地方政府所背负的债务余额，以及将其与财政规模和资产规模进行比较评价，都是很困难的。

为解决这些课题，日本的中央政府近年来正在推动政府及自治体的会计制度改革。具体而言，除编制仅以普通会计事务为对象的财务报告外，还制定了包括普通会计事务、特别会计事务及国营企业会计事务在内的、地方政府合并报表的政府会计制度标准。另外，还探讨了如何编制按照经济资产存量来反映财务情况的地方版资产负债表的标准。在此基础上，2007年日本出台了两个标准，一个是比较接近企业会计标准的“标准模式”，一个是为了照顾中小地方政府实际情况而制定的便于其遵守的“总务省修订模式”，日本的中央政府要求所有的地方政府从2011年度决算开始任选其一编写财务报告。

2) 发行债券之基础工作——募集说明书的编制

在准确地掌握了地方财政的基本信息后，当发债时，就需要以简明易懂的形式，向投资者提供其进行投资判断时可能需要的关于地方债的信息。特别是通过债券形式发债时，完善向投资者提供基础信息就变得尤为重要。关于这一点，我们来看一下美国在编制募集说明书和获取信用评级方面的一些做法。

首先是关于募集说明书。在美国发行地方债时，当由金融机构承销时，按规定，必须确认州和地方政府已经编制了募集说明书，这实际上是一个强制性的要求。同时，要求地方政府不仅在发债时披露信息，而且在已经发行的地方债迎来偿还期之前，按规定①要定期地、持续地披露关于发行方财务情况的信息（持续披露）；②当发生违约或者债务人财务状况恶化、评级变更等对投资者而言较为重要的事实时，要及时披露信息（适时披露）。

募集说明书中记载的内容包括：①发行额及利率水平、偿还年限、有无中途偿还等有关地方债发行条件的具体内容；②本息偿还的资金来源与债务负担者；③违约时的应对措施；④发债的法律依据等。对募集说明书中应记载哪些项目，虽然在法律上并没有明文规定，但实际上大体内容都是相同的。

3) 信用信息基础的完善

政府会计信息和募集说明书是由地方债发行方自身提供的信息，投资者拥有了这些信息，再加上由金融专家提供的第三方评价，就可以比较容易地进行风险分析了。在这方面，评级机构进行的信用风险分析——信用等级评定，被视为是一个有效的手段。级别评定结果会通过拉丁字母等、与其他地方债以及一般债券进行简单比较的形式，来进行显示。对投资者而言，虽然这只不过是民间公司的一种见解而已，但由于可用信息增加了，所以进行投资判断就会更容易或者效率更高一些。

美国地方债市场的评级情况大体如下：在美国的50个州政府中，从标准普尔（Standard & Poor's）、穆迪、惠誉国际（Fitch）这三大权威评级机构中，获得一家以上机构评级的有44个州，其中从三家评级机构均获得评级的则达到了35个州（截至2008年

2 月底)。从评级结果来看,既有像马里兰州那样从三家评级机构都获得最高级别(AAA / Aaa)评价的州政府,也有像加利福尼亚州(A+ / A1 / A+)等那样只获得单 A 评价的州,彼此间还是有差距的。

评级动向在欧洲各国和日本也存在。在债券形式发债量日益增加的德国,自 1990 年后半年起,州政府开始积极获取评级。截至 2009 年 1 月底,16 个州政府中,就有 8 个州政府从 S&P 获得了评级,比 1997 年底的 4 个州翻了一番。与美国不同,德国州政府的评级结果差距不是很大,一般都在 AA~AAA 之间。

另外,在日本,随着发行市场公募债的地方政府数量增加,自 2006 年起,获取评级的情况日益普遍。在那以前,一般认为地方债都是以中央政府默认由政府保证为后盾的,信用风险几乎没有差别,加之地方政府直接从民间投资者那里筹措资金的必要性也不是很大,所以,地方政府根本没有获取信用评级的动力。但是,随着市场公募债发行量的增加,投资者关于地方债风险信息的需求不断提高,在规模较大的地方政府的带动下,级别评定得到了推进。迄今为止,已经有 23 个地方政府获得了评级,大体相当于发行市场公募债的地方政府的一半。日本也和德国同样,评级结果的差距不大。

2. 共同筹资体系

1) 在瑞典地方债市场获得了很高地位的 **Kommuninvest**

作为地方债市场的基础,多个地方政府共同从资本市场筹措资金的体系也很重要。地方政府共同筹资主要有如下两种方式:①创建从事共同筹资的专业机构;②共同发行债券形式的地方债。

作为①的事例受到关注的,是瑞典的 **Kommuninvest**。**Kommuninvest** 是政府性金融机构,它把希望从该机构进行贷款的地方政府作为实质上的出资者,自行发行债券筹措资金,并以此为资金来源,向国内的地方政府、地方公营企业,提供低息贷款和财务顾问服务。**Kommuninvest** 的运营是非营利性质的,它的首要目的是为其出资者——地方政府提供稳定高效的筹资支援。

Kommuninvest 筹措资金,主要通过上限为 150 亿欧元的 EMTN 计划和 30 亿欧元的欧元 CP 计划来进行。为了拓展投资者范围,分散风险,确保筹措资金的灵活性,发债时,非常注重地域的分散。最近,不仅面向包括瑞典在内的北欧市场,还面向北欧以外的欧洲地区和日本,从 2005 年起还面向日本以外的亚洲市场发行债券。2007 年的债券发行对象地区分布情况大体是:瑞典国内占 36.6%;其他欧洲地区为 35.9%;日本为 15.4%;其他亚洲地区为 6.7%²⁴。

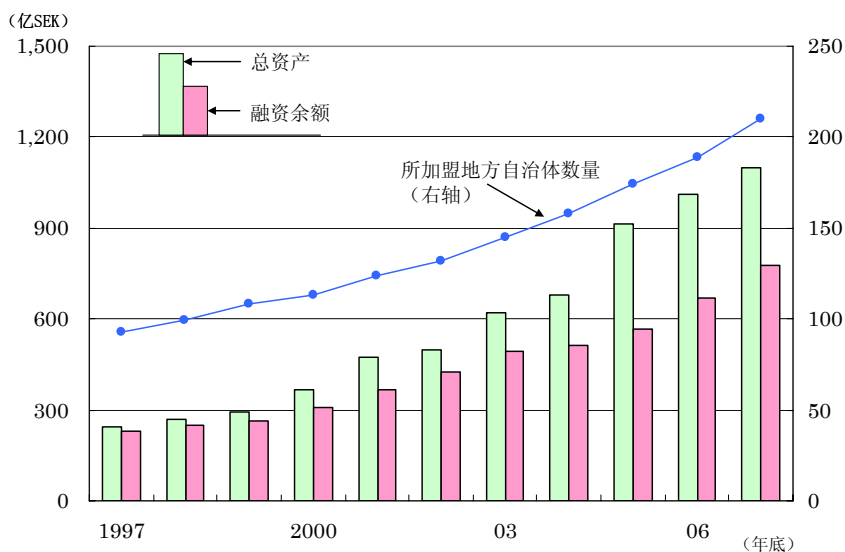
Kommuninvest 就这样依托从债券市场筹措到的资金,主要面向中小规模的地方政府进行融资。贷款利率设有固定利率和浮动利率两种,在地方政府之间基本上不设利率差。即便是因融资方的财政情况等原因而不得不抬高时,其差距也要控制在 5~6bp²⁵。

另外,**Kommuninvest** 还无偿提供财务顾问服务。例如,通过发送新闻简报等方式提供经济金融信息,召集财务官员等举办研讨会,还对地方政府进行个别访问。此外,在各地区都安排了常驻人员,向当地政府就资本市场的走向及具体的资金筹措方法、财政运营战略

²⁴ 参阅 **Kommuninvest** 年度报告。

²⁵ 根据 2007 年 9 月的访谈调查。

图表 7 地方金融公社规模变化



(出处) 野村资本市场研究所根据 Kommuninvest 资料编制

等建言献策。而且，自 2002 年起，作为在线服务，开始提供“财务支援服务（Financial Support Membership Service）”。

对于 Kommuninvest 的上述业务内容，目前，从接受融资的地方政府和提供资金的投资者双方，都获得了很高的评价。从 Kommuninvest 接受融资的地方政府在稳步增加，自 1993 年 Kommuninvest 创建当初的 22 个团体（图表 7），截至到 2008 年 6 月底，已增至 218 个团体，相当于瑞典所有地方政府（310 个团体）的 70.3%。与此同时，融资余额也在最近 10 年间增加 3.3 倍。另外，从资本市场的评价来看，其从 S&P 和穆迪两家机构都获得了最高评级（AAA / Aaa）（2008 年年底）。这个评级结果与瑞典政府处于同一水平，比该国四大银行还要高。

2) 日本围绕共同筹资机构所做的近期改革

地方政府为共同筹资而设立的专业机构，在瑞典以外的国家也存在。

日本的这一机构叫作地方公共团体金融机构。自 2008 年下半年世界金融危机爆发以来，人们开始讨论地方公共团体金融机构的定位问题，目前正在进行制度改革。

地方公共团体金融机构的前身是 1952 年由中央政府成立的公营企业金融公库。公营企业金融公库一直是公共服务中的地方公营企业为基本融资对象的。但在 2000 年上半年进行的政府性金融机构的整合过程中，认为地方政府不应依赖于中央政府的援助而应独立发债的意见占了上峰，于是，2006 年该机构被改组为地方公营企业等金融机构，并出台了融资项目重点化、分阶段缩减的方针。

但是，金融危机的影响也波及到了日本的地方债市场，越来越多的地方政府出现了筹资困难的情况。于是，围绕地方公营企业等金融机构的讨论也发生了变化。在 2008 年底举办的“关于地方共同金融机构应走向何方的研讨会”上，提出了如下建议：地方公营企业等金融机构的融资范围，应该包括地方政府自身所提供的基本公共服务。于是，2009 年 6

月，地方国营企业等金融机构更名为现在的地方公共团体金融机构，融资对象也依照报告的主旨得到了拓展。

3) 美国的共同筹资机构

在美国，州政府创建了地方债银行（Municipal Bond Bank）。这是一个当州内的（狭义）地方政府欲实施某一特定项目时，为对其进行筹资方面的支援而组织起来的机构。（狭义）地方政府向地方债银行发行地方债进行融资；地方债银行则发行以所承接的地方债为偿还来源的债券，以此来从债券市场筹措财源。

例如在纽约州，当州内的地方政府因过度征收固定资产税而需退还时以及需确保对地区居民提供教育服务的学校运营财源时，纽约州地方债银行机构（New York State's Municipal Bond Bank Agency, MBBA）就会为其提供一部分资金。

4) 地方政府共同发行债券的举措

共同筹资的方式中，有一种是通过共同发行债券形式的地方债来实现的。

这种方式得到普及的国家是德国。在德国，从 1996 年起，州政府就开始共同发行地方债（JUMBO 债），至今至少发行了 33 个品种的地方债。每年的发行额，自 2001 年以来，一直维持在 40 亿欧元左右的水平，其规模约占以债券形式发行的地方债的一成左右。因发债的种类不同，参加 JUMBO 债发行的州政府也不同，但是通常总会有 5~7 个财政规模较小的州政府参加，经常参加的成员基本已固定。例如，参加 2006 年发行的第 25 次 JUMBO 债的 7 个州，它们的 2006 年度税收排名，在德国 16 个州中均排在第 7 名以下²⁶。

另外，在日本，如上所述，虽然也存在地方公共团体金融机构，但同时日本也在开展发行共同债券的举措。共同发行市场公募债是从 2003 年度开始发行的。现在，其发行规模已高达 13,240 亿日元，大大超过了在独立发债主体当中排名第一的东京都市场公募债发行额（7,899 亿日元），占市场公募债发行总额的比例也达到了 23.8%。

5) 共同筹资的三个好处

由地方政府来进行共同筹资，有三个好处：①可以提高发行债券的流动性；②可以提高发行效率，控制成本；当创建专业机构时则③可积累专业知识。

共同筹资机构发行的债券及共同发行地方债的发行规模，一般来说要比地方政府单独发债的规模要大。例如，在瑞典，截至 2007 年底，首都斯德哥尔摩市的长期债务余额为 121.1 亿美元，与之相对，Kommuninvest 发行的债券的余额则为 935.6 亿美元，两者之差将近 8 倍。这样一来，不仅提高了发行债券的流动性，同时又可以降低收益率。

加之，从与承销金融机构的交涉开始，到债券的出售、发债管理等一系列与债券发行相关的手续都可以一揽子解决，所以也就可以避免办公作业的重复，有助于削减成本。

再者，当创建专业的共同筹资机构时，在那里工作的人材可以专门从事与发债相关的业务，可以更有效、更深入地学习掌握专业知识。甚至，因成本效率得到改善而节省的费用可以用来支付更高的工资来聘请经济、金融专家。这样一来，不仅提高了地方债发行方的专业性，而且在筹措资金时也可以更有效地利用市场。

²⁶ 根据“Bundeslander planen neue Milliardenanleihe,” *Handelsblatt.com*, 09/21/2006 等计算。

6) 共同筹资所面临的课题

另一方面，由多个地方政府共同进行筹资时，也存在着地方政府道德风险可能性。

财政情况相对比较紧张的地方政府，如果其单独发债的话，由于对其信用风险的溢价，通常发行收益率也会随之升高。但是，如果是与其他地方政府共同筹资，那么即使是它自身无法偿还本息，也可能会由别的地方政府为其进行填补，或者说投资者期待这种可能出现。这样一来，风险溢价就降低了，筹资成本也就得到了控制。另一方面，对于财政情况较为良好的地方政府而言，与单独发债相比，至少可能要背负上其他地方政府的一部分信用风险。因此，对于共同筹资方式，可能会出现这样一种情况，即财政情况紧张的地方政府可能更愿意积极利用这一方式，而财政情况良好的地方政府则有可能对会这种做法敬而远之。

为避免出现这种道德风险，可以考虑如下两种方法：①在共同筹资时在本息偿还责任的分割上多下点功夫；②引入担保参加共同筹资的地方政府财政健康的体系。

①的方法，是德国在发行 JUMBO 债时所采用的方法。参加共同筹资的州政府，根据筹措的资金额度分担偿还本息的义务。即便有的州政府不能尽其义务，别的州政府也无须为其承担那部分本息的代理返还责任，即不负连带责任。但是，当采用了这个方法时，发行债券的信用风险，就很可能被按照参加共同筹资的地方政府中被公认为信用风险最高的地方政府的水准来核定。

②的方法，是瑞典的 Kommuninvest 采取的方法。Kommuninvest 在筹资时并不依靠中央政府的保障和支援，而是基本上与民间的金融机构在同等条件下进行竞争。因此，为了尽可能控制融资业务的风险，在新加盟时以及加盟后，都要对成员等的财政情况进行定期的审查，必要时会指出其存在的问题，并提供改进建议，有时还可能会拒绝其加盟申请或者续期。目前，主要是通过这些举措，来应对财政情况紧张的地方政府过度利用该制度的道德风险问题。

7) 地方债基金、资产担保债券(Covered Bond)

与此相关的还有两种方式值得我们关注。一个是在美国地方债市场上通过个人投资者持有金融商品的形式得到普及的投资信托（地方债基金）；另一个是资产担保债券，在德国，经常会把它作为银行面向州和地方政府进行融资的手段。之所以要关注这两种方式，是因为这些金融商品通常会将多个地方债进行组合或编入本息偿还财源，因此对投资者来讲，它与上述的共同筹资机构发行的债券及地方政府共同发行的地方债具有类似的性质。投资者向地方债基金以及资产担保债券进行投资有以下好处：①易于进行地方债的分散投资；②通过基金和银行来选择作为投资对象的地方债，可以享受专家理财带来的好处；③选择地方债基金，可以进行小额投资。因此，从地方政府的角度来看，如果这种金融商品能够在地方债市场上得到普及，那么就可以吸收更多的民间资金，最终也能达到降低筹资成本的目的。

VI. 中国地方债的未来展望与课题

以上就法国、德国、瑞典、美国、日本这五个发达国家的财政、地方债制度以及地方债市场进行了比较和探讨。本章将针对从上述内容而引发的有关中国地方财政今后应致力的课题进行梳理。

1. 地方财政和地方债制度的改革方向

1) 明确中央政府和地方政府的职能

首先，中国的财政制度本应明确，在中央政府与地方政府，或上下级地方政府之间，由哪级政府提供何种公共服务（“事权”）以及上下级地方政府之间收入上的权限（“财权”）。

其中，有关事权，目前在欧洲获得支持的观点是“互补性原理”，就是在整个社会所需提供的社会服务中，从讲求效率的角度出发，尽可能由下级政府提供。下级政府难以提供的，由上一级政府提供，如果仍有困难，再由更上一级的政府提供，通过这种方式，确定政府内的职能分工。按照这一思路，教育事业和社会福利等提供实物的公共服务由地方政府特别是下级政府承担，而失业保险和养老金等提供现金的公共服务则由中央政府承担，明确分工，各负其责。

在中国，这一观点能够落实到何种程度，尚有探讨的余地。在各发达国家，例如日本，也没有完全根据这一思路进行政府间的职能分工。虽说如此，不管遵循何种原则，明确分配事权，尤其是在地方政府内明确分配事权，都将成为地方财政的基本课题。

2) 确立地方税源

其次，要通过地方税和转移支付制度对提供相关公共服务所需的财源进行分配，即确立财权。

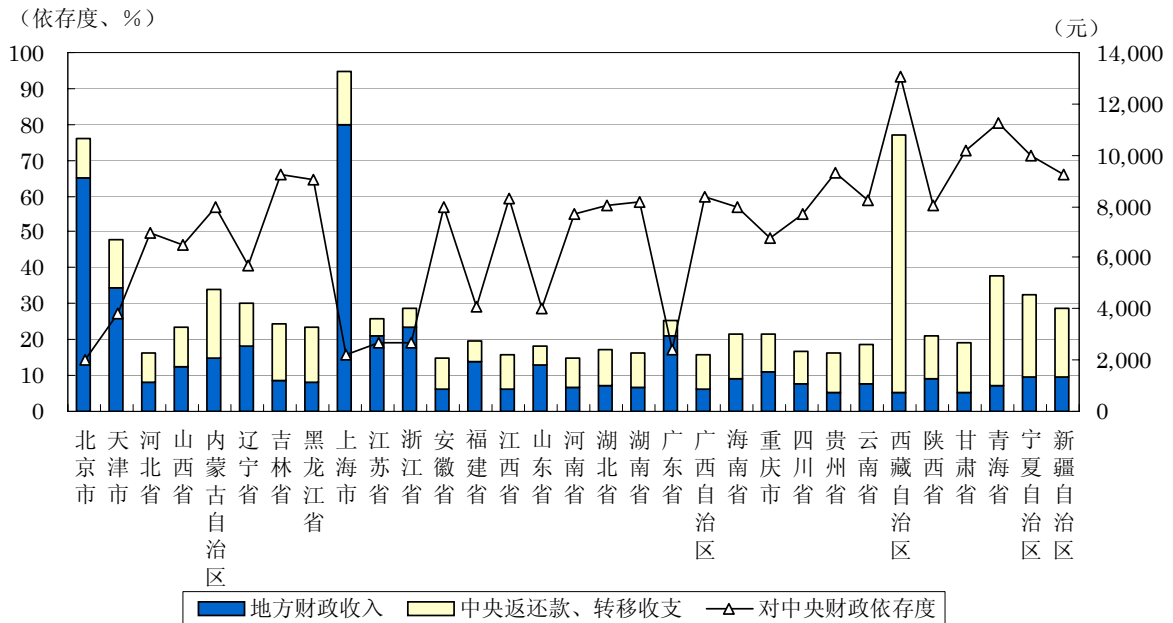
在各发达国家，正如上面介绍，作为发行地方债的前提，充分赋予了地方财政的财政基础、地方税财源，并且在税率和税种（税种只有日本和美国的地方政府有此权限）的设置方面，也给予地方政府一定的决定权限。而在中国，一开始各级政府税收来源就不是很明确，因此，地方政府有效利用地方债，制定和执行中长期的财政计划就有困难。如果希望地方政府在提供公共服务方面发挥一定的作用，则应确立地方政府的“财政收入自治”，为此应使作为主要财源的地方税源实现向整个地方政府、各级政府、每个地方政府的长期稳定分配。对于地区差距问题，应将不易受景气变化左右的财源分配给地方税，即越是下级政府越依赖于以消费税和资产税为主的体系。

3) 扩充转移支付制度的内容

再有，照顾地区差距及下级地方政府的困境、扩充转移支付制度内容也将成为重要的讨论内容。地方税收入方面，由于目前的确存在地区差距，所以，为了全国的均衡发展，来自中央政府的转移支付是必不可少的。在执行此次经济刺激计划的过程中，如何通过转移支付筹集到地方负担部分的资金，可以说是关键所在。

从各省份的人均地方税收入和来自中央的返还款、转移支付来看，除了北京、天津、上海等沿海地区的直辖市外，总的来说，可以看出对中西部和东北地区的转移支付趋于优厚、

图表 8 人均地方财政收入 (2007 年)



(出处) 野村资本市场研究所根据《中国财政年鉴》、《中国统计摘要》编制

沿海地区相对薄弱的趋势 (图表 8)。其中,对西藏自治区的转移支付尤为突出。在中国,稳定以西藏自治区为代表的少数民族自治地区及各省内少数民族聚居的自治州、自治县的经济是极为重要的政策课题,但另一方面,这些少数民族自治地区又主要集中于内陆以及交通不便的地区。

转移支付制度的改革方向大致如下。

第一,整个转移支付体系需要改革。改革需对部门间资金分散、效率低下等问题进行考虑,在此基础上必须对现行繁杂的转移支付制度进行整合。至于税收返还 (及原体制下补贴部分的转移支付),也应变更为有利于均等化的计算方法。与此平行地还要完善省级以下地方政府的转移支付制度。必须贯彻根据规定和公式进行分配的方式。

第二,加强监督、管理。目前,中央政府虽然也实施审计,但对于是否照章行事还需加强核查。此外,必须对转移支付的效果进行评估和监督。在信息方面,目前中国的财政统计连中国专家都看不明白,应当提高财政报告的透明度,发挥地方人民代表大会和社会的核查功能,这一点也十分重要。

第三,减少政府层级。通过减少地方政府层级,可以提高资金使用效率,防止出现资金挪用等不当行为。具体来讲,中国正在通过“省直管县”和“乡财县管”的方式,从 4 级体制向 2 级体制进行转变。

4) 地方债的偿还责任

虽然中国允许以筹集投资性经费为目的发行地方债,但从规避政府道德风险的角度出发,明确债务的偿还责任是极为重要的一项内容。

距今十多年前,当 1997 年亚洲金融危机爆发后,中国政府从 1998 年到 2004 年采取

积极的财政政策，由中央政府发行建设国债，将发行资金贷给地方，用于扩大内需的国家项目。然而，该建设国债的发行资金，尽管由中央政府负担本息，却既未编入中央政府的预算也未编入地方政府的预算，从而未被列入中央政府的财政赤字。对此，财政部认为这种做法存在问题，即发行方与资金使用主体分离，且两者之间的责任关系不明确，最终导致中央财政的负担和风险增加。

经过反省，对于此次发行的地方债财政部规定，在明确地方债发行的批准程序并编入预算的基础上，虽由财政部统一代理发行，但接受全国和地方人民代表大会的审批和监督。然而，地方债的偿还工作到底是只由地方政府完成，还是中央政府也可能承担一部分，依然不甚明确。特别是省级政府对下一级地方政府，由于采取转贷方式交付资金，因此还会出现公益性建设项目的利息负担问题。作为投资者，考虑到此次的地方债由财政部统一代理发行，也许会有对“默认政府保证”的期待心理，而一旦偿还工作遇到什么障碍，市场相关方要求明确偿还责任所在的声音可能会高涨起来。假如出现无力偿还的局面，可能会引起国内政治风险，如果购买者中如有海外投资者，甚至还有可能引发类似 90 年代 GITIC 的问题。

考虑到以上因素，也许收益债（指定偿还财源来发行的地方债）可能更容易引进一些，它的收入偿还体系非常清楚。这种债的思路与三峡债等企业债相同，与企业债类似。

2. 关于完善地方债市场基础的建议

2009 年度的地方债虽作为临时措施而得到批准，但考虑到资金用途中所包括的公益性建设项目的建设期间，最终期限超过 3 年也是充分有可能的。由此看来，此次地方债出现滚动发行恐怕是不可避免的，所以完善地方债制度可以说是紧迫课题。

首要课题应该是基础信息建设的完善。对于①发行条件；②用以偿还的财源；③针对地方政府自身无法偿还的情况如何应对等情况，建立准确、及时、易懂的信息体系，并扩充上述工作所需的前提——政府会计制度，这些都是不可欠缺的政策课题。通过这些工作，应该能将在现有会计信息体系下无法完全掌握的隐蔽债务进行明示和公开，从而取得信用评级也会有所裨益。

今后，在持续发行地方债方面，如果允许地方政府独立发债，那么地方政府的财政能力差距将反映在发行收益率上，从而妨碍提振经济措施的执行，也无法实现纠正地区差距的政策目标。为此，至少在眼下，地方政府在发行地方债时，以和中央政府相同的信用能力从市场筹措资金的做法是具有合理性的。在这种情况下，各发达国家所采取的由多个地方政府创建共同筹资机构的方式也不失为一个选择。

专业机构的主要优势如上所述，①提高发行债券的流动性；②提高发行效率，控制成本；③积累专业知识。此外，在中国，④通过专业机构发行债券，将有助于扩大和发展资本市场，这也是不容忽视的因素。因此，①建立由政府监督部门和民间专家共同监督的专业机构运营体系，确保专业机构的治理；②在注意确保精通资本市场实际业务的专家的同时，借鉴发达国家的做法，设立专业机构，我们认为这是在中国地方债市场未来发展问题上值得充分探讨的建议。

希望本文所涉及的关于外国发行地方债的制度设计和体系以及连接政府和市场的外国专业机构的经验，能对中国从事地方财政和地方债工作的相关人士有所借鉴和帮助。