

杨辉 著

市政债券发行 规则与制度研究

SHIZHENG ZHAIQUAN FAXING

GUIZE YU ZHIDU YANJIU



经济科学出版社

市政债券发行规则与 制度研究

杨 辉 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

市政债券发行规则与制度研究 / 杨辉著. —北京: 经济科学出版社, 2007. 10

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6646 - 1

I. 市… II. 杨… III. 基础设施 - 债券 - 研究 - 中国
IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 154803 号

责任编辑：王东岗
责任校对：徐领弟
版式设计：代小卫
技术编辑：潘泽新

市政债券发行规则与制度研究

杨 辉 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

汉德鼎印刷厂印刷

华丰装订厂装订

880×1230 32 开 8 印张 210000 字

2007 年 10 月第一版 2007 年 10 月第一次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6646 - 1/F · 5907 定价：15.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

近年来,我国城市化进程不断加快,对区域性基础设施的需求越来越高,而目前的融资渠道远远不能满足基础设施投资的需要,因此探索新的融资渠道成为当务之急。美国等国家城市化进程的经验表明,市政债券是非常重要的融资工具。当前,不但日本等银行主导型金融体制国家加快了市政债券的发展步伐,在深受美国影响的新兴转轨国家以及其他一些发展中国家,发展市政债券也成为一种潮流,越来越多的国家正积极发展市政债券以为地方政府融资。

同时,理论上讲,地方政府是地方公共产品的主要提供者,随着分税制的不断完善,赋予地方政府适当的举债权也是必然的制度要求。然而,受到《预算法》的限制,我国尚不能发行真正意义上的市政债券。因此,研究我国是否应该以及如何发行市政债券,对于探索新的融资渠道,筹措庞大的城建资金;对于进一步深化财政体制改革,完善分税制,以及探讨地方政府债务管理方式,降低财政风险,都有很强的理论意义和现实意义。

本书主要遵循以下主线:首先,从财政和金融两个层面对发行市政债券的必要性、可行性以及制度支持与约束因素进行研究。其次,借鉴国际经验并结合我国的财政、金融发展以及制度建设情况,提出适合中国国情的市政债券发展战略、财政规则以及相应的制度框架。最后,对发展市政债券提出具体的政策建议。

在研究方法上,首先,采取跨学科的研究方法。从财政和金融两个层面,具体包括公共财政理论、财政联邦制理论、比较金融系统理论和金融生态理论等多角度对地方政府负债和发行市政债券的

必要性、可行性以及发行市政债券的制度支持与制约进行分析。其次,采取历史考察、现实分析相结合的方法。通过考察市政债券的发展历史,指出市政债券发行与城市化进程具有密切的关系;在一个国家金融体制演变不同阶段,地方政府的融资方式存在较为明显的区别。最后,采取比较研究的方法。对发达国家与发展中国家、不同政治体制以及不同金融体制下市政债券发展情况进行了多方面的比较研究,为我国市政债券市场建设提供更为全面的经验借鉴。

根据上述研究思路,本书在结构上共分为七章。第一章为导论部分。第二章为市政债券发行的经济学分析,主要以公共产品理论为基础,结合我国城市化进程加快和地方财政风险凸显这一重大背景,分析了市政债券发行的必要性和紧迫性。第三章和第四章分别从分税制改革、比较金融体系理论和金融生态理论等角度,从财政制度和金融制度两个层面论证了市政债券发行的制度支持与制约。第五章主要分析了发达国家市政债券市场发展状况、制度安排、成功经验以及发展中国家遇到的挑战,为我国发展市政债券提供了重要的经验借鉴。第六章进一步针对我国的具体情况,提出我国市政债券的发展战略、财政规则以及制度框架。第七章对我国市政债券发展提出了具体的政策建议。

本书的结论包括:

1. 根据公共产品理论以及财政受益模型,为资本项目进行负债融资有利于将融资期限与资产的使用期限匹配起来,从而解决代际公平问题。考察美国市政债券的发展历史,可以发现,市政债券的发展与城市化进程是同步的,市政债券大发展时期也是城市化加速时期,与其他融资工具相比,市政债券是一种非常具有吸引力的融资工具。

2. 尽管解决债务问题不是发行市政债券的主要理由,但是,通过发行市政债券,实现地方债务的债券化,有利于充分发挥债券市场操作规范、信息透明、监督有力的优势,对加强地方财政的约束和监督,提高地方政府债务管理将起到积极的促进作用,有利于

减轻和化解地方债务问题。

3. 通过对信贷、信托和准市政债券等融资渠道优缺点的深入剖析,发现上述融资方式都存在较为严重的潜在风险和缺陷,因此只能是我国现行经济环境和制度框架下的一种过渡性融资工具。从长远来看,应该正本清源,允许地方政府发行更容易监管、更为规范的市政债券,化解上述融资渠道存在的一些潜在问题。同时,市政债券的特点也决定了其风险更为可控,资金筹措和使用效率也更有保证。

4. 1994年的税制改革进一步建立了分税制的财政分权体制,因此赋予地方政府适当的举债权是必然的制度要求。但是由于市政债券发行需要的一系列制度条件和建立完善的地方政府约束机制尚需时日,市政债券尤其是一般责任债券发行的制度条件还不完全成熟。收入债券在逻辑上更具有公司债券的属性,其发行应遵循市场化的运作模式,发行程序较为宽松,往往无需经过严格的政治程序;同时,我国目前债券市场发展迅速,具有较好的金融生态,因此,收入债券发行条件基本成熟。

5. 对于我国市政债券发展思路,建议整体上以收入债券为突破口,大力发展收入债券。对于一般责任债券,由于各地金融生态发展水平不同,发行条件存在明显的差异,因此建议遵循先试点,由点到面的发展思路。可以选择具备发行条件的地区,探索一般责任债券发行的经验。此外,可积极利用资产证券化技术,进行资产证券化试点,丰富市政项目融资渠道。

6. 从市政债券发展的国际经验来看,成熟的市政债券市场应该具有以下特征:投资者对市场制度充分信任、具备活跃的二级市场、投资者可以自由进行投资、具有标准化的金融数据和信息服务结构等。

发展中国家市政债券的发展历程对我们的启示是:稳定的宏观环境和完善的法律制度对于市政债券发行非常重要;应该对市政债券发行进行额度控制,提高市政债券发行的门槛,减少中央政府对

市政债券的隐性担保；金融市场基础也就是说债券市场的金融生态对市政债券的发展非常重要；市政债券不一定必须通过免税来提高吸引力，如果是机构投资者为主要对象，免税对提高市政债券吸引力的意义不是非常明显。

7. 发债规模恶性膨胀是对市政债券发行存在争议的核心问题，因此市政债券发行必须遵循一定的财政原则和监管规则。通过对市政债券的发债主体资格、每年的发债申请、审查和批准程序、发债规模、市政债券适用范围以及偿债机制等作出严格的制度规定，明确和规范政府相关责任并加强风险管理。

8. 对发展我国市政债券的具体政策建议主要包括：首先，应进一步深化分税制改革，这是市政债券发行的重要的制度前提，同时转变地方政府职能，严格财政纪律，改革地方政府考核机制，加强地方政府信用建设。其次，修改和完善相关法律法规，制定关于市政债券的根本大法。同时建议通过进一步推进利率市场化进程、大力培育合格投资人、加快市场微观基础建设，强化债券市场功能等措施确保市政债券成功发行。最后，建议建立市政债券风险防范机制，包括建立可靠的偿债机制；建立地方政府破产和财政紧急控制机制；建立债券市场风险防范机制，避免微观风险容易演变成宏观金融风险，甚至金融危机。

9. 市政债券的发行可能会对宏观调控、资源配置以及区域经济产生一定的负面效应，因此在发展市政债券的过程中，应该通过对发行制度选择、额度控制、强化监管以及加强与国债协调、实行有针对性的转移支付在内的各项政策措施，尽量减少其负面影响。

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 问题的提出	(1)
第二节 市政债券相关概念及其界定	(2)
第三节 国内外研究文献综述	(7)
第四节 研究方法、思路与框架结构	(14)
第二章 市政债券发行的经济学分析	(15)
第一节 市政债券发行的理论基础	(15)
第二节 城市化进程加快：我国市政债券发行的 现实选择（一）	(28)
第三节 地方债务债券化：我国市政债券发行的 现实选择（二）	(40)
第四节 市政债券发行的宏观经济效应	(46)
第三章 市政债券发行的制度支持与制约	(53)
第一节 分税制改革：市政债券发行的制度前提	(53)
第二节 地方政府负债偏好的理论分析	(59)
第三节 我国市政债券发行的制度约束	(67)
第四章 市政债券发行的金融支持与制约	(77)
第一节 金融制度变迁与政府融资渠道选择	(77)

第二节	我国金融制度与政府融资渠道选择	(90)
第三节	金融生态建设与市政债券发行	(107)
第四节	市政债券发行的金融约束	(118)
第五章	发展市政债券的国际经验与借鉴	(122)
第一节	发达国家市政债券发展概况	(122)
第二节	市政债券的审批与监管制度	(131)
第三节	市政债券的承销与发行	(136)
第四节	市政债券的定价	(142)
第五节	美国市政债券运行的三大机制	(147)
第六节	发展中国家市政债券发展的挑战与经验	(154)
第六章	我国发展市政债券的战略与规则	(166)
第一节	我国市政债券发行的战略选择	(166)
第二节	市政债券发行的财政规则	(172)
第三节	市政债券市场的制度框架	(187)
第七章	完善我国市政债券秩序与规则的政策建议	(194)
第一节	进一步深化分税制改革	(194)
第二节	加强债券市场金融生态建设	(202)
第三节	建立市政债券风险防范机制	(212)
附录 1:	市政债券信用风险模型——改进的 KMV 模型	(219)
附录 2:	我国评级公司与标普对市政债券评级思路比较	(224)
附录 3:	费城和匹兹堡防治地方财政危机的个案分析	(227)
主要参考文献		(231)
后记		(244)

第一章 导 论

第一节 问题的提出

目前,美国、日本等发达国家已经形成了较为完善的市政债券市场,市政债券与国债、公司债券、股票等一起,共同构筑了完整统一的证券市场。市政债券也成为这些国家地方政府融资的重要途径,在地方基础设施建设中发挥着非常重要的作用。其中,美国是世界上市政债券最发达的国家。美国的市政债券起始于19世纪20年代,在第二次世界大战之后发展迅猛。目前,美国市政债券在整个政府债务体系中的比重大约为20%,长期市政债券的发行规模约占当年GDP的2%~4%,保持在当年财政收入的10%以上,市政债券余额与GDP的比重保持在15%左右(韩立岩等,2003)。其中,收入债券自20世纪70年代之后发展更为迅速,占全部市政债券的比重已经超过了50%^①。当前,不但日本等银行主导型金融体制国家加快了市政债券的发展步伐,在深受美国影响的新兴转轨国家以及其他一些发展中国家,发展市政债券已经成为一种潮流,越来越多的国家正积极发展市政债券来为地方政府融资。

从我国的实践来看,随着城市化进程加快,对交通、电讯等区域性基础设施的要求越来越高。据测算,城市化每增加1%,我国每年就要新增城市人口1400万人,按照人均城市建设费2.1

^① <http://www.ibmasters.com>,《中国准市政债券发展研究》,宋芳秀,北京大学经济学院。

万元计算,每年新增建设投资需 2900 亿元(刘涛涛等,2005)。但是目前已有的融资渠道远远不能满足城市基础设施建设的需要。

同时,理论上讲,地方政府是地方公共产品的主要提供者,随着分税制的不断完善,赋予地方政府适当的举债权也是必然的制度要求。然而,受到《预算法》的限制,我国尚不能发行真正意义上的市政债券。因此,研究我国是否应该以及如何发行市政债券,对于探索地方政府新的融资渠道,筹措庞大的城建资金;对于进一步深化财政体制改革,完善分税制,以及探讨地方政府债务管理,降低财政风险,都有很强的理论意义和现实意义。

第二节 市政债券相关概念及其界定

一、市政债券的概念

所谓市政债券(Municipal Bond),从理论上讲,就是由地方政府或其授权的代理机构从市场上筹集资金的长期债务性融资工具。在美国市政债券又称作州和地方政府债券,一般是由州和地方政府为筹措用于学校、道路和其他大项目的开支而发行的长期债务工具,有时为了满足日常预算需要,也会发行市政债券(法伯兹,2004)。

在美国,市政债券一般可分为两类:一类是直接由政府出面发行的,以政府一般征税能力为担保的债券,这种市政债券被称为一般责任债券(general obligation bond,简称 go bond);另一类是由地方政府特定的事业收入为担保来发行的债券,如桥梁收费收入、供水、煤气、电力收费收入等。这种债券称为收入债券^①(revenue

^① 也有人将其翻译为市政收益债券。

bond)。收入债券的发行人不一定是政府，政府的代理机构和授权机构也可发行。

一般责任债券发行的先决条件是，地方政府财政的自主权比较大，有独立的收入，能够为自己的经济行为负责；其法律地位明确，即地方政府也可以破产，所以其本质仍是一种财政资金的“预支”，属于政府债券范畴。

收入债券与特定的市政项目相联系，类似项目融资信用，其还本付息来自投资项目自身的收益，其风险的评价基于对未来收入可行性的研究和预测，收入债券的发行人、发行目的及其投资项目均具有特定性，故而呈现以下几个方面的特征：一是发行人必须是某级地方政府授权的代理机构（如市政建设公司）。二是所筹集的资金用于公用设施的建设，而不是用于发放工资、弥补行政经费和社会保障资金不足等。三是偿债资金来源于项目自身的收益（不排除政府给予一定限额的补助）。四是享有特殊的优惠待遇，一般免缴或减收利息税。五是采取市场化的运作方式。对投资者而言，其风险要高于一般责任债券。

一般责任债券与收入债券的根本区别在于，一般责任债券是以政府的信用和全部的税收作为偿还担保，在性质上更接近于税收，可以视为对未来税收的提前支取和使用，因此安全性较高。但是由于一般责任债券本质上是对税收的一种替代，因此发行比较严格，需要辖区内选民通过全民公决投票表决。

收入债券主要是由发债项目产生的现金流作为还债担保，在逻辑上更具有公司债券的属性（苗丽静，2005）。同时，收入债券与一般意义上的公司债券有所区别。公司债券是信誉良好的公司发行的，信用基础在于公司以往的经营业绩和当前的信用资历。收入债券往往由医院、大学、机场、修建收费公路的机构、公用事业机构等部门发行，以这些事业单位或它们推动的特定项目创造的营业收入来偿还利息，因此与公司债券相比，收入债券

更具有项目债券的特征。

收入债券作为逻辑上的公司债券，其发行主要遵循市场化的运作模式，发行程序较为宽松，往往无需经过严格的政治程序。同时，收入债券的特征决定了与一般责任债券相比，有较高的风险性并需要规范的市场操作模式。

二、市政债券的主要特征

与国债相比，市政债券具有以下特征^①。

1. 免征联邦所得税，这是市政债券非常突出的特征。在美国发行的部分市政债券，持有人可将利息收入从总收入中扣除，免征联邦所得税。

2. 市政债券通过金融担保以及保险公司的参与达到债信增级目的（齐普夫，1998）。

3. 市政债券具有“早赎”特征，即政府有权提前偿还其发行的债券。债券的“早赎”特征允许政府提前偿付全部或部分债券，发行人应通知债券持有者，他们的债券将被提前赎回，并说明赎回的详细条件。债券持有者收回本金，还可能收到一些额外付款，称为“早赎溢价”，同时收到的还有截至赎回日的应计利息。美国市政债券有三种主要的“早赎”条款：选择性早赎，强制性偿债基

^① 这里我们主要分析的是美国市政债券的特征。

金和特别早赎^①。

4. 市政债券具有跨地区债券性质。海曼认为大部分联邦债务为内债，而州政府和地方政府的大部分债务具有跨地区债券特征（海曼，2001）。这主要是由于市政债券在全国范围内交易，大量债务由辖区外投资者持有，这样就意味着债券发行时资金流入，而支付债券时资金将流出辖区，因此过度的债务融资会使未来收入的相当部分从本地区再分配出去。

三、市政债券的主要风险分析^②

（一）信用风险

与国债相比，海曼（2001）认为，中央政府（或者联邦政府）具有印钞权作为最后偿付手段，使得国债的违约风险实际上为零，

① 1. 选择性早赎：选择性早赎允许发行人按照债券合同的初始规定进行选择，在到期日之前偿还部分或全部原始借款。有关这种选择性条款，在契约、正式募资说明书和债券凭证（若债券有凭证）中会有说明。多数美国市政债券具有选择早赎权。由于具有选择性早赎，最初确定的债券到期日并不重要，只有早赎日期和价格须特别引起注意。

2. 强制性偿债基金：偿债基金，或称备抵偿付基金，是一系列安排后的用以在最后到期日前偿还部分或全部债券的预先支付。几乎所有的市政债券偿债基金都只有简单地为了清偿债务而提前赎回债券，因此被称为“因偿债基金而被提前赎回”，这些早赎几乎总是以面额进行。当偿债基金条款开始生效，基金开始实际用于提前赎回债券时，该债券被称作“活动性备抵偿付基金”。需要注意的是，如果债券有选择性早赎条款，发行人还可按照条款规定提前赎回更多的债券。有时会出现这种同步早赎的情况，特别是那些提前转期的债券。偿债基金也可以以提前早赎债券以外的方式运作。债券契约可能会允许发行人以购债的方式满足偿债基金条款的要求，即由发行人在公开市场上购回债券。当然，只有在债券交易价格低于早赎价格时发行人才愿意这么做，因为早赎价格通常等于面值。不过，在二级市场上买入债券会给市场提供支持而导致该债券价格上升，这种情况会增加债券回购成本。

3. 特别早赎：特别早赎发生在出现意外时，典型的意外情况有：一是国内税务局宣布将对债券利息收入征税，这种情况仅是当美国国内税务局，十分怀疑发行人是否符合债券的免税规定时才会出现。二是债券的担保财产被用于公共用途，并且没有以征用收入取代原财产的计划。征用收入将用于提前赎回债券。三是债券的担保财产受损失或破坏，且无补偿计划，则保险赔偿被用于提前赎回债券，当意外自然灾害（如地震、飓风等）损毁了财产，而管理者又不打算重建时，或是资金不能再用于企业发展时，这笔资金可以或者必须用于赎回债券（齐普夫，1998）。

② 市政债券的利率风险和流动性风险与一般债券相似，因此我们不做分析，这里主要对市政债券的特性作出分析。

但是州政府和地方政府没有铸币权，因此其债券存在违约风险。

在市政债券发行规模较大的美国，虽然市政债券曾经被认为是安全性仅次于国债的金融产品，但是现在对市政债券的信用风险已经引起了新的顾虑。这种顾虑来自两方面原因：一是1975年纽约市的亿元金融危机^①。而1979年10月生效的联邦破产法强化了这一事实，即该法案的通过使市政债券的法人破产更为容易。二是不断的金融创新增加了市政债券的风险，违约率有所上升，如表1-1所示。法伯兹（2000）指出，除了一般责任债券和收入债券，出现了更多的、未经法律检验的担保机制，这些机制可以无须选民同意就发行新债券。这些新债券与传统的一般责任债券和收入债券的显著区别在于没有能稳固地确定债券持有者权益和发行者义务的法院判决记录和其他的诉讼法。如果这些较新的金融机制在法庭上受到挑战的话，信用风险将凸显。华盛顿公共能源系统（WPPSS）的债券戏剧化地证明了这一点。在这一判例中，华盛顿州最高法院不支持债权人对某些收入的权利。

表 1-1 美国市政债券违约记录表

时期	发行违约次数	总发行次数	违约概率（%）
1940 ~ 1949	79	40907	0.2
1950 ~ 1959	112	74592	0.2
1960 ~ 1969	294	79941	0.4
1970 ~ 1979	202	77620	0.3
1980 ~ 1994	1333	130092	1
总计	2020	403152	0.5

数据来源：韩立岩等：《中国市政债券信用风险与发债规模研究》，载《金融研究》2003年第2期。

① 1975年2月25日纽约市城市发展公司对1亿美元的纽约市政债务违约，许多市场参与者曾经确信纽约州不会允许这笔债务违约。尽管纽约市政府通过银行信用额度避免违约。但是这次金融危机向市场参与者发出了响亮而清晰的警告——无论假设债券持有人有多么坚实的保护，当发行人出现严重财务困难时，公共雇员、卖方和社会组织的金融利害关系可能是平衡预算的决定力量。

（二）提前偿还风险

许多市政债券都附有提前赎回条款，发行人有权在债券到期前提前偿还全部或部分债券（即早赎特征）。从投资者的角度看，提前偿还条款有三个不利之处：一是可提前偿还债券的现金流量难以确定。二是当利率下降时发行人将提前偿还债券，投资者面临更大的再投资风险。三是债券的资本增值潜力减少，即具有负凸性特征。

（三）税务风险

对于投资者而言，市政债券具有税务风险。法伯兹（2000）认为，购买免税的市政债券的投资者面临两类税务风险：一是联邦所得税下降的税务风险，随着边际税率的下降，免税的市政债券的价格将下降。二是免税发行的市政债券可能最终被国内税务局（IRS）宣布为纳税债券，因此对于投资者而言面临税收风险。免税特征的丧失将导致市政债券价值下降，以提供与类似应税债券可比的收益率^①。

第三节 国内外研究文献综述

一、国外关于市政债券的理论综述

在美国，由于市政债券具有免税特征，因此，许多学者将研究重点放在对免税效应的分析上。

（一）免税与市政债券供求关系讨论

在半个多世纪前，美国经济学家亨利·西蒙斯（1938）认为对于市政债券利息收入的免税是一个重大的瑕疵。从此经济学家们

^① 一个例子是1980年6月，Battery Park 市政当局发售了97315万美元的票据，发行时免征联邦收入税。然而在1980年11月，IRS坚持这些债券利息不能免税。截至1981年9月该债券仍未结算，直到市政当局和IRS签署了债券利息免税的正式协议，这个问题才得以解决（法伯兹，2000）。