

The Fundamentals of Municipal Bonds

美国市政债券

作者: The Bond Market Association
& Judy Wesalo Temel



现代出版社
MODERN PRESS



The Fundamentals of Municipal Bonds

美国市政债券

常州大学图书馆
藏书章
作者: The Bond Market Association

& Judy Wesalo Temel



现代出版社
MODERN PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

美国市政债券 / (美) 泰米尔 (Temel, J.W.) 著; 蔡靖, 乔嘉译. -- 北京: 现代出版社, 2010.8

ISBN 978-7-80244-781-3

I. ①美… II. ①泰… ②蔡… ③乔… III. ①基础设施-债券-研究-美国 IV. ①F837.125

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第129173号

版权说明

书 名: 美国市政债券/The Fundamentals of Municipal Bonds

作 者: The Bond Market Association & Judy Wesalo Temel

译 者: 蔡 靖 乔 嘉

校 对: 俞佩莉 洪小焱

责任编辑: 陈世忠

出版发行: 现代出版社

地 址: 北京市安定门外安华里504号

邮政编码: 100011

电 话: 010-64267325

传 真: 010-64240483

电子邮箱: xiandai@cnpitc.com.cn

印 刷: 北京嘉恒彩色印刷有限责任公司

开 本: 16开本

印 张: 18

版 次: 2010年7月第1版 2010年7月第1次印刷

书 号: ISBN 978-7-80244-781-3

定 价: 40.00元

版权所有, 翻印必究; 未经许可, 不得转载

Copyright©1981,1982,1987,1989,1990,and 2001 by The Bond Market Association.All right reserved.

前 言

阿列克西·德·托克维尔在1835年出版的《论美国民主》中写道，“一个国家可能建立一个自由的政府，但没有市政机构的政府就不会有自由的精神”。他欣赏在那个阶段美国的城镇、城市、州所特有的独立优势和权力。现代的市政机构继续鼓励这种自由精神。这种精神体现在市政债券市场上，地方政府可以为他们的项目或需要从市场上融资。超过87500个市政单位有融资发债的能力，这是美国联邦政府体系的标志。

市政债券的市场是广阔的。在1999年超过2630亿美元的长期和短期市政债券被销售，涉及到美国每一个州。这些债券融资被用在教育、交通、健康保健、房屋建设、饮用水和污水处理以及政府办公、电力设施和其他很多目的。在1999年市场流通的市政债券超过1.5万亿美元，这充分证明了市政债券的生命力。这些市政债券被不同的人所持有，包括：家庭(直接或通过共同基金)、不动产和意外险保险公司、商业银行、以及其他要求按时还本付息的投资者。

科技的进步对市政债券的影响是多方面的，从操作阶段到销售、交易和文件的传递。例如：固定收益的电子交易系统快速地增长。在1997年秋天，发布的市场调查发现存在11家电子交易系统允许市场参与者进行债券电子交易。到了2000年秋天有70家的电子交易系统得到了债券市场协会的认证，几乎每周都有增加。这些电子交易系统的目录在www.bondmarkets.com有，读者可以了解最新的情况。

科技进步对市政债券的其他方面的影响，虽然没有那么戏剧性但一样也不断地影响和改变着市政债券市场。本书向读者讲述了当前市场的发展，也向读者描述了那些州和地方政府怎样从市场上获得融资。

可以有把握地说，无论你在美国还是在世界其他的地方，你都有可能接触到通过市政债券融资建设的项目。

本书一向被认为是关于市政债券市场的基础教材。第五版较1990年的第四版有了很大的更新。最初本书在美国投资银行协会的帮助下出版，然后在1973年，被证券行业协会通过公众金融信息和教育委员会的努力而重印过。在1976年，公众证券协会建立了，继续美国银行家协会的工作。在1981年，证券行业协会出版了本书的增订版。在1997年公众证券协会更名为债券市场协会。

协会非常感谢本书的作者Judy Wesalo Temel，感谢她把她的丰富的从业经历带到本书中。协会也非常感谢那些热忱的为本书提供建议和反馈的朋友和专业人士。团队协作精神和创新精神使得州和地方政府可以获得高效低成本的融资，同时满足投资者的需要。

Heather L. Ruth

债券市场协会总裁兼CEO

目 录

第一章	市政债券市场概述	1
	引言	2
	发行者	5
	市政债券承销商	8
	债券经纪人	12
	律师	12
	财务顾问、专家以及其他顾问	14
	评级机构	15
	信用增级机构	16
	信托机构和付款代理人	20
	投资者	21
	信息和技术	22
	管理者	22
	其他参与者	25
第二章	市政债券基础理论	27
	市政债券概论	28
	收益率和价格	31
	收益率的种类	33
	免税市政债券	35
	市政债券分类	42
	短期市政债券	43
	市政债券的其它特征	50
第三章	发行者	61
	引言	62
	权力机构和特区	63
	市政债券发行的概念:使用时付费制和现收现付制	64
	市政债券的用途	66
	市政债券种类	69
	融资过程	76

融资文件	79
评估债务的影响	85
州和地方政府会计	91
第四章 一级市场	97
一级市场的发行趋势	98
承销的基本知识	102
议价承销	106
竞价承销	109
下单及其过程	116
第五章 二级市场	121
引言	122
场外交易市场	123
电子商务、信息和技术	124
出售市政债券	125
市政债券交易基础	126
市政债券交易	128
如何达成交易	131
市政债券期货	134
市政债券市场的信息数据提供者	138
数据统计和指数	139
MSRB记录保持规则	144
第六章 债券投资	147
引言	148
投资债券的基本准则	148
收益率和回报的衡量方法	152
到期收益率和价格	154
投资目标	156
风险因素	158
投资者策略	159
市政债券的税收	162
其他投资因素	171

投资者种类	173
第七章 信用分析	185
引言	186
信用评级机构	189
评级过程	200
一般责任债券	202
收入债券	209
影响信用的其他因素	219
第八章 利率	223
引言	224
决定利率整体水平的因素	226
利率期限结构	229
市政债券利率	234
第九章 监管以及信息披露制度	239
引言	240
联邦免税概述	241
联邦税收法对市政债券的影响史	243
现行法定的免税条款	245
联邦议券法在市政债券中的应用	249
市政债券法规制订委员会	254
第十章 金融产品	261
引言	262
利率互换(Interest Rate Swap)	263
利率上限、下限、双限	267
资产管理	268
参考书目	269

第一章

市政债券市场概述

引言

市政债券，或者市政证券，是指州政府或者地方政府(称为发行者)或者其他合格的发行者向债权人(投资者)承诺偿还本金(Principal)并按时支付利息的债权债务凭证。市政债券的发行期限通常是1至40年。截至1999年末，流通中的市政债券总量已达1.5万亿美元，这个数字是多年来累计发债总额。这些债券为许多项目融资，以下仅介绍一小部分：

- 中小学校舍
- 道路
- 政府办公楼
- 高等学府大楼，实验室和宿舍
- 运输设施，包括桥梁，高速公路，道路，机场，港口，地面运输
- 水力发电和输电设施
- 地下水和污水处理厂
- 资源回收厂
- 医院，医疗保健和辅助生活设施，养老院
- 中低收入家庭住房

市政债券市场是由数以千计的美国资深专业人士组成，他们都有各种技能在资本市场中为美国州政府和地方政府募集资金。州政府和地方政府

官员、投资银行家、承销商、销售人员、交易员、分析师、律师、财务顾问、评级机构、开发商和供应商、媒体和监管机构都在这个市场中扮演了不同的角色，从而通过大家的共同努力为州政府和地方政府建立必要的公共项目和基础设施进行融资。

市政债券通常也称为免税债券(Tax-exempts)，因为投资者获得的利息免缴联邦所得税以及州政府或地方政府税收。关于免税问题，必须指出的是美国每个家庭和组织的税收情况都是不同的。本书描述的仅是市政债券的一般原则，因此投资者在考虑买卖市政债券时，应咨询自己的财务顾问。此外，某些市政债券利息仍需纳税，而且该市场也已经逐步发展起来。此市场发展的主要原因是由于美国税法对免税政策做了限制性规定，造成某些特定用途的市政债券不符合免税条件。除非明确指出，本书提到的市政债券都是指免税市政债券。

理解市政债券市场的关键之一是了解其每年新发行美元债券的销售数量。发行量的波动情况可以反映国家经济的发展趋势以及一些对市政债券市场有影响的独特事件。本书将详细解释市政债券发行量变化的原因和其产生的影响，也会详细讨论整体利率水平。表1.1介绍了1975—1999年，这25年间新发行的市政债券每年的发行量。

市政债券市场由一级市场(向投资者出售新发行证券的市场)和二级市场(已经发行的证券进行买卖，转让和流通的市场)组成。图1.1给出了一级市场资金流动图。

市政债券资金流动起始于债券发行者希望获得资金来进行设备改建或填补自身现金流的缺口。之后，发行者就会采取一系列的步骤，进入一级市场。在那里，市政债券承销商(可以是独立的证券公司、证券公司的分支机构或者银行)通过包销的方式购买发行者的债券。承销商再将债券转销给机构或个人投资者。承销商卖出债券获得的资金抵消了之前承销债券所支付的资金。如果承销商找不到买家，承销商将承担持债风险，直到他们最终将债券卖出。发行者通常通过银行作为付款代理人，在固定的时间

将本金和利息支付给投资者。

表1.1 1975—1999年所有长短期市政债券发行量
(单位: 10亿美元)

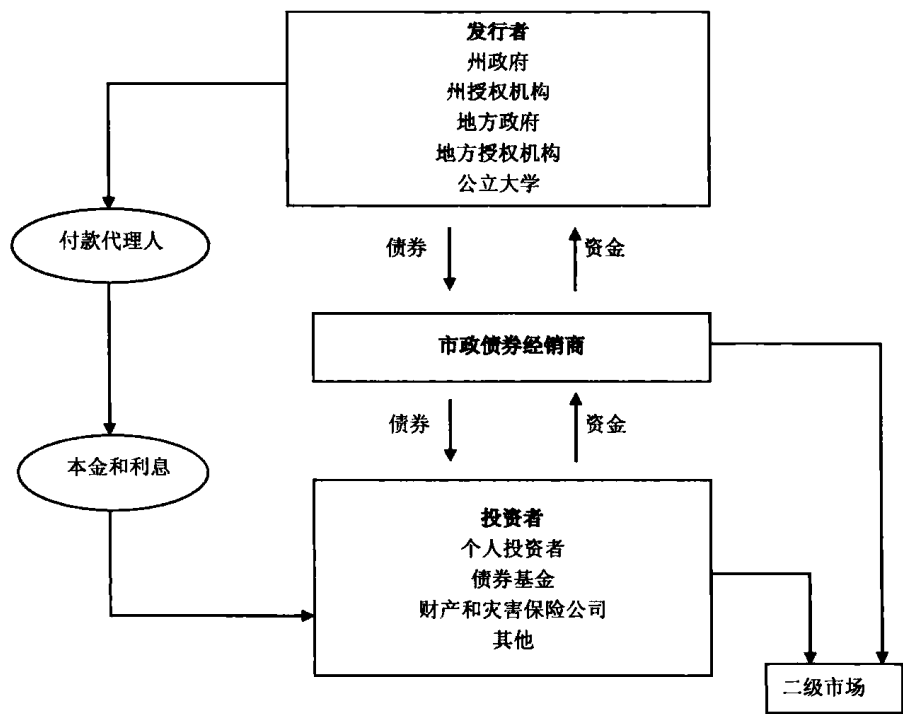
年	长期市政债券发行量	短期市政债券发行量	所有市政债券发行量
1975	25.3	0.6	26.0
1976	33.2	0.3	33.5
1977	42.3	0.3	42.6
1978	46.3	0.2	46.5
1979	41.2	0.1	41.3
1980	46.3	9.0	55.4
1981	45.6	14.2	59.8
1982	77.9	16.6	94.5
1983	85.5	19.3	104.8
1984	105.6	23.4	129.1
1985	206.9	22.4	229.3
1986	150.7	22.2	172.9
1987	105.1	20.8	125.8
1988	117.4	23.9	141.3
1989	125.0	30.0	155.0
1990	128.0	35.3	163.3
1991	172.8	44.7	217.5
1992	234.7	43.4	278.1
1993	292.5	47.8	340.3
1994	165.1	40.6	205.7
1995	160.0	38.5	198.5
1996	185.0	42.2	227.2
1997	220.6	46.3	266.9
1998	286.2	34.8	321.0
1999	226.8	37.1	263.8

资料来源: 汤姆森金融证券数据(Thomson Financial Securities Data)

二级市场是交易已发行证券的市场。二级市场的存在为一级市场的投资

者提供了流动性支持，如果投资者知道他们可以在债券到期日之前在二级市场以一个合理的市场价格将债券出售，那么投资者会更愿意购入一级市场债券。大多数市政债券承销商都有交易部，用未交易在二级市场流通的债券。

图1.1 一级市场资金流动图



资料来源：美国债券市场协会(The Bond Market Association)

发行者

根据1997年人口普查，美国有超过87,500单位的州政府和地方政府。美国是将政府单位分类为州(States)、县(Counties)、市(Municipalities)、乡镇(Towns and Townships)、学区(School Districts)和特别区(Special

Districts)。市政債券是由州政府和地方政府發行，既可以是以其本身名義直接發行也可以通過一個特殊授權機構(Special Authority)發行。授權機構是一個單獨的州政府或地方政府發行者，成立這個授權機構的目的是為了發行債券或者成立企業，或者兩者兼之。一些授權機構，例如運輸局和電力局可以以自身名義發債。另外一些授權機構可以以合格的非政府機構，例如非營利性醫院、民办高校以及從事污染控制工作的私營公司的名義發債。

市政債券的審定和發行必須依照州和地方法律，這些法律條款對市政債券的規模和債務的融資結構做了限制。此外，每一只新發行的債券都須獲得立法機構的批准，立法機構通常是通過法令或決議審批市政債券。發行債券主要是為了募集資金投入設備改建項目——例如為了購買基礎建設需要的磚和水泥。除了少數例外，發行債券的收入是不用於政府日常業務支出——例如員工的工資和福利。州政府和地方政府——如縣、市和學區，發行債券主要是用於道路、公園、法院、學校等的建設。發行的債券通常是一般責任債券(General Obligation Bonds(GOs))，是一種以發行者的徵稅能力作保證，未來稅收作為償債來源的債券。一般責任債券通常要通過公民投票批准發行。一般責任債券的收入投資於公共項目是為大眾提供福利，因此由所有納稅人繳納的稅收來償還。有些時候，地方政府無法發行一般責任債券，因此有了其他形式的稅收支持型債券(Tax-backed or Tax-supported Bonds)的出現。本書將對稅收支持型債券做更深入討論。

有一類市政債券，州政府和地方政府償債不是以發行者的徵稅能力作保證，其償債資金來源於特定收入。這類債券叫做收入債券(Revenue Bonds)。收入債券的發行者可以是政府本身或者一個特殊授權機構。發行這類債券所籌措的資金，多用於修建電廠、自來水廠、污水處理廠、資源回收站和運輸設施。政府收取的使用費——電費、水費、排放污水費、廢物處置費、通行費和著陸費等都是還債能力的保證。

表1.2 顯示了1989年至1999年這10年間，市政債券根據發行者分類，

不同发行者平均每年发行量占有所有新发的美国市政债券发行量的百分比。地方政府包括城市、城镇、村庄、县、牧区和地区(Districts)的发行量最大，之后依次是州授权机构、地方授权机构、州政府和公立大学。

表1.2 1989—1999年长期市政债券的发行者

发行者	发行量 (%)
地方政府	39.5
州授权机构	30.5
地方授权机构	18.6
州政府	9.7
公立大学	1.7
合计	100

资料来源：汤姆森金融证券数据(Thomson Financial Securities Data)

注：各个发行者平均每年发行量占新发美元市政债总量百分比

虽然市政债券是为数以百计不同的项目融资，但是它们大致可以分为几大类。分析市政债券市场发展过程的一个方法是比较1979年发行的市政债券募集资金用途和1999年该类债券募集资金的用途(见表1.3)。1979年，发债资金主要用于“政府一般用途(General Purpose/Public Improvement)”和“教育”，此两项合计占31%。1999年，为这两个项目融资而发行的债券的比例增加到了47%。虽然市政债券募集的资金无法满足基础设施项目需要的资金，但是这20年间市政债券收入的用途清楚地表明政府在一般用途开支和教育投入的资金是最大的。但是，这并不意味着这些债券只能以传统的一般责任债券的形式发行。税收支持型债券(Tax Backed Bond)的发展为用于政府一般用途开支而发行的市政债券创造了一个新的偿债保证结构，不再是通过一般责任保证。

表1.3 1979年和1999年市政債券募集資金的主要用途

債券收入用途	1979 (%)	1999 (%)
政府一般用途	19	26
教育	12	21
醫療保健	8	10
公共權力	8	2
水、污水、煤氣	8	7
環境治理	6	4
其他	39	30
合計	100	100

資料來源：湯姆森金融證券數據(Thomson Financial Securities Data)

市政債券承銷商

為了在市場上募集資金，市政債券發行者需要與承銷商合作。市政債券承銷商通常是證券公司或銀行的一個部門，它們提供其它金融服務。證券公司和銀行的市政債券部的工作是承擔投資銀行業務，承銷、營銷、交易市政債券。一些機構的市政債券部門可以組織完成所有這些職能。在有些機構中，這些工作是劃分給固定收益部和投資銀行部。一些部門也有可能和很多其他組織一起合作完成。由於這是一項即廣泛又帶有區域性質的業務，一些只負責市政債券市場的承銷商，有時集中負責一個市場。其他公司大多數做零售業務，主要與個人和家庭投資者接觸。還有一些公司只做承銷商業務；他們被稱為市政債券經紀人或者“經紀人的經紀人(Brokers' Brokers)”。

公共金融(Public Finance)

市政債券業務中的投資銀行部門被稱為公共金融。投資銀行家要與現有客戶打交道，並且要與其他發行者接觸以開發新業務。公共財政專

家通过在承销和交易过程中所获得信息，来应对发行者的需求以及在传统和创新的融资结构条件下投资者的需求。投资银行家负责协调和回应许多发行者发给他们的书面和口头的“征求意见书(Requests for Proposals, RFPs)”。这些征求意见书，包括了详细的项目计划和发行者的财务分析，这是发行者直接与承销商议定承销细则的基础(在承销部分详细讨论)。发行者若选择和承销商之间用(Negotiated Sale)议价销售的方法议定承销价格和公开发行的价格，那么承销商之间的竞争是很激烈的，因为有很多企业争夺这项业务。

公共财政部门可以依照地区、市场板块、生产线等分类组织起来。有时公共财政部门还能从事财务咨询工作。

承销

承销商决定新债的价格和收益率。承销商从发行者那里购得债券主要是通过竞价销售(Competitive Sale)或议价(Negotiated Sale)销售。若采取竞价销售方法，承销商会把密封的投标书在限定时间内递交给发行者。通常会有一个以上的承销商递交投标书。出价最高(即发行者须支付的利息最低)的承销商将获得债券承销资格。承销商往往会选择联合投标，即两个或两个以上的承销商组成一个联合体，以一个投标人的身份共同投标。竞价销售，也称为公布销售(Advertised Sales)或密封投标销售(Scaled Bid Sales)。

在议价销售中，发行者在公开销售日前，选择主承销商或高级管理人员，他们的主要工作是在债券发行和上市的每个阶段协调和管理融资问题。选择主承销商(有时负责一个债券，有时负责好几个债券)的过程，通常包括完成书面征求意见书，投资银行家、承销商以及公司其他重要成员口头表述他们拟议的融资战略、对发行者的提问做出答辩。发行者往往还选择在承销竞争中的对手公司的管理人员作为联合负责人。承销商或联合承销商提出购买方案，以发行者承担的最低利息成本对应的价格购买债