



浙大财税中心、中科天翔研究系列报告

美国市政债券 管理体制

市场监管、风险防控和
破产案例分析



**MUNICIPAL BOND MANAGEMENT SYSTEM
IN THE UNITED STATES**

MARKET REGULATION, RISK PREVENTION,
AND BANKRUPTCY CASE STUDIES

赵志荣 李金珊 王倩倩◎著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

美国市政债券管理体制：市场监管、 风险防控和破产案例分析

赵志荣 李金珊 王倩倩 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

美国市政债券管理体制: 市场监管、风险防控和破产案例分析 / 赵志荣, 李金珊, 王倩倩著. -- 杭州: 浙江大学出版社, 2020.7

ISBN 978-7-308-20173-5

I. ①美… II. ①赵… ②李… ③王… III. ①债券市场-管理体制-研究-美国 IV. ①F837.125

中国版本图书馆CIP数据核字 (2020) 第068747号

美国市政债券管理体制：市场监管、风险防控和破产案例分析

赵志荣 李金珊 王倩倩 著

责任编辑 冯社宁 赵 静

责任校对 严 莹

封面设计 续设计

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路148号 邮政编码310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 杭州兴邦电子印务有限公司

印 刷 虎彩印艺股份有限公司

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 6.75

字 数 120千

版 次 2020年7月第1版 2020年7月第1次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-20173-5

定 价 28.00元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社市场运营中心联系方式: (0571) 88925591; <http://zjdxcb.tmall.com>

目 录 Contents

第一章 美国市政债券情况概述	1
第一节 市政债券的起源与回顾 / 3	
一、市政债券的早期历史 / 3	
二、免税市政债券相关联邦法律的发展 / 4	
第二节 市政债券发展的现状 / 7	
一、市政债券的市场结构 / 7	
二、市政债券的市场化运作过程 / 13	
三、市政债券的发展规模 / 14	
第二章 美国市政债券的市场监管与风险控制	21
第一节 市政债券的市场监管体系 / 23	
一、证券市场监管的法律演变 / 23	
二、证券监管机构 / 26	
第二节 美国市政债券的风险控制 / 34	
一、信息披露和公开机制 / 34	
二、市政债券的程序和规模控制 / 36	
三、信用评级 / 41	
四、信用增强 (Credit Enhancement) / 46	

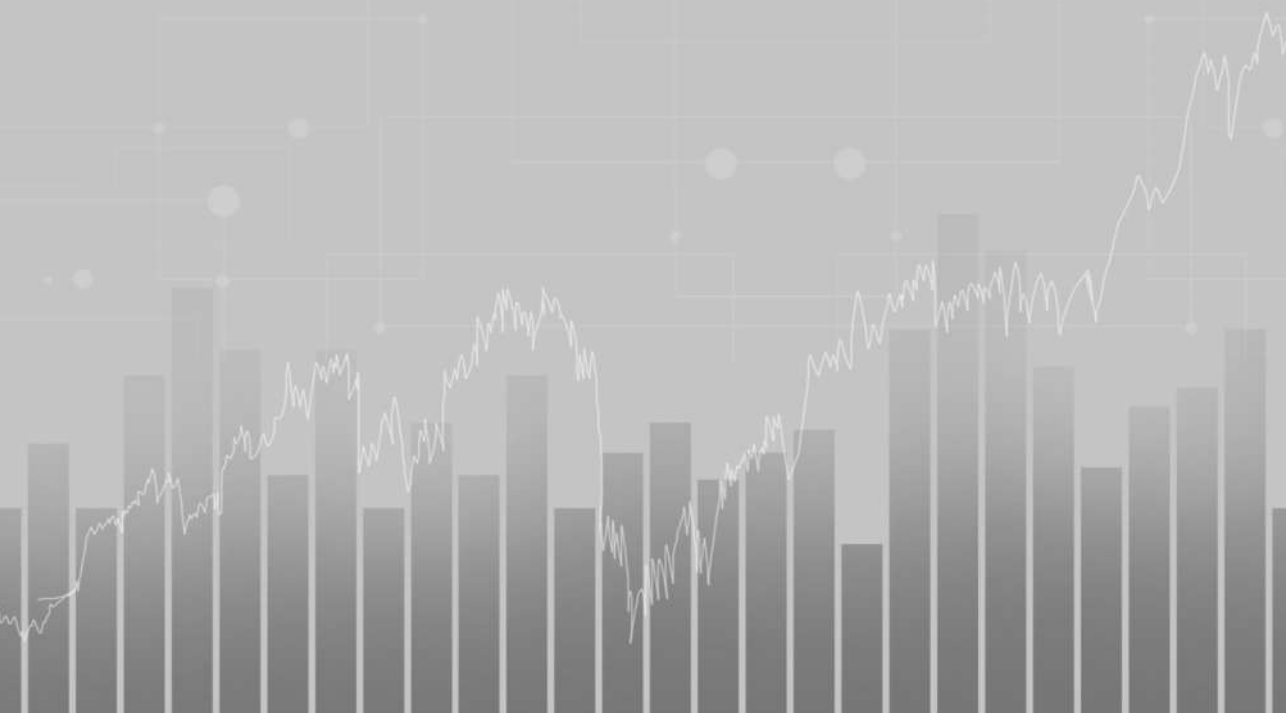
第三章 美国市政债务管理的教训与启示	51
第一节 美国地方政府破产概述 / 53	
一、美国地方政府破产保护法规 / 53	
二、美国地方政府破产和违约的历史回顾 / 55	
第二节 案例分析：2013年底特律市破产 / 63	
一、底特律市破产的简述 / 63	
二、底特律市破产原因分析 / 64	
三、底特律市破产清算、债务重组和破产重建 / 73	
四、底特律市破产的总结和启示 / 74	
参考文献	77
附录一 专用名词中英对照	84
附录二 美国市政债券发行 OS 封面和目录	89
附录三 2018年美国各州市政债务发行量	91
附录四 2008—2017年美国各州市政债券评级结果	92
附录五 美国各州债务限额类型及基本情况	95

图表目录

- 图 1.1 1996—2017 年美国市政债券发行状况（单位：%） / 10
- 图 1.2 1996—2017 年美国市政债券平均发行年限（单位：年） / 11
- 图 1.3 美国市政债券市场主体间关系 / 14
- 图 1.4 1986—2017 年美国市政债券发行规模（单位：10 亿美元） / 15
- 图 1.5 1980—2017 年美国债券市场存量结构（单位：%） / 16
- 图 1.6 1980—2017 年美国市政债券负债率（单位：%） / 17
- 图 1.7 1996—2017 年市政债券二级市场日均交易量（单位：10 亿美元）
/ 19
- 图 2.1 美国市政债券发行流程示意图 / 43
- 图 2.2 美国债券保险示意图 / 47
- 图 3.1 通用汽车公司的股价变化（2011—2019） / 66
- 图 3.2 底特律市的税收结构（1960; 2012） / 68
- 图 3.3 底特律市的债务结构（1960,2012） / 71
- 表 1.1 美国市政债券投资者结构（单位：%） / 12
- 表 1.2 1996—2017 年美国市政债券发行量占市场发行量的比重（单
位：%） / 18
- 表 2.1 针对经销商和市政顾问的核心 MSRB 规则 / 29
- 表 2.1 美国各州政府市政债券法定授权方式统计（单位：州） / 38

第一章

美国市政债券情况概述



第一节

市政债券的起源与回顾

本书的主题是美国州和地方政府所发行的市政债券的管理机制，包括其历史和现状，以及相关的经验与教训，旨在为建立和完善中国的地方债务管理机制提供参考。美国州和地方政府通常需要平衡年度日常预算，也就是说，不能发行长期债务用于日常运营，但他们可以通过资本预算发行市政债券。准确地说，市政债券（municipal securities municipal bond）是由州、市、县或其他地方政府通过市场发行的一种信用凭证，用于修路造桥、建校舍和兴建其他公益性设施。借债的主体是州、地方政府部门或具有相关发债资质的发行者（issuer）。投资方可能是个人或者机构。他们借出本金（principal），按约定分期收取利息（一般每年两次），并在规定的期限结束后一次性收回本金。市政债券是长期债务，其回本期限（maturity）短的有2~5年，长的可能达30年。本节简要回顾美国市政债券的发展历史，也提供现状描述，同时解释与之相关的一些概念。

一、市政债券的早期历史

市政债券的历史甚至早于公司债券。早在文艺复兴时期，意大利一些城邦向有钱家族借钱发展建设的历史，可以被看作市政债券的开端。美国有史可载的市政债券始于19世纪初。当时是美国经济发展的一个黄金时期，公债的大量投入主要应用于铁路、运河、州际公路等大型基础设施建设。最早

的记录据说是1812年，纽约市发行第一单公债，用于修建一条隧道。6年之后，纽约州政府发行了700万美元的债券，以修建伊利（Erie）运河。其他州和地方政府也纷纷仿效，发行债券建设供水系统、沿海步道和公立学校等设施（Hillhouse, 1936）。

州和地方政府之所以通过发行债券来进行资本性建设，是因为这符合公共财政的两个基本功能。首先，是平抑地方财政收支的年度差异。美国的地方政府原则上是以支定收，根据当年日常预算的需要来确定税收总额。如果用传统手段筹措大笔基建资金，就必须大幅度提高当期税率，这就给现有的纳税人增加很大负担，也带来财政年度之间极大的不均衡。其次，是维护代际平衡。基础设施重大工程的使用寿命通常有几十年，完全靠现有纳税人来承担是不公平的。债券的还本付息周期可以长达几十年，正好可以让实际受惠者来分担相应的财政责任（Mintz and Smart, 2006）。

截至1840年，美国市场上大约有总计2亿美元的市政债券，其中1.75亿美元为州政府发行，其余为市县一级政府发行。到1880年，待还的债券总量就激增到将近10亿美元（Malanga, 2010）。然而，1870年前后的经济萧条给这些债券的偿付带来了巨大影响。1873年到1879年，多达1/4的州和地方政府债券违约，主要原因是铁路、房地产开发和其他很多设施建设未能获得预期的盈利。针对这种情况，美国联邦和各州法院通过裁决很多案例，帮助债券投资者得到部分偿还，并强调通过立法来充分保护投资者的权益。此后的一个多世纪里，相关的法律规范一直在发展完善（Stoverglass, 2018）。

二、免税市政债券相关联邦法律的发展

美国市政债券之所以经常被称为免税债券（tax exempt bonds），是因为其利息享受免税待遇。从联邦政府1913年正式收取个人所得税开始，投资市政债券的利息就被排除在税基之外。当时的原因，是基于美国联邦宪法，

避免联邦对州和地方政府的借债行为征税。在客观上，免税条款成为间接补贴联邦政府对州和地方政府借债的一种保证。在美国的1930—1980年，个人所得税里最高的边际税率都高于60%，有时甚至超过90%。高收入阶层投资市政债券，就享受了巨大的税收优惠。因为个税减免的待遇大大降低了地方政府的利息成本，推动了市政债券的发展（Greenberg, 2016）。

到1950年，市政债券的发行总量就激增到240亿美元，大量用于兴建学校、公路和其他公共设施。到了20世纪七八十年代，市政债券的发行量更大，使用范围也扩展到了低收入住宅、污水处理系统、体育场馆、会议中心、公共水电设施以及非营利性医院等的建设。在名目繁多的市政债券里，甚至包括了一些私有用途的债。一方面，一些私营企业希望搭上免税公债的“便车”；另一方面，地方政府为了促进地方经济，增加财政收入，也乐于充当资本中间人，代为发行所谓“经济发展债券”（economic development bonds）。有的人认为这是一种成功的公私合营关系（Raineri, 2018），但持不同观点者则认为这些“假公济私”的做法导致了联邦国税资金的流失，也损害了那些未能搭上市政债券的便车而在竞争中处于不利地位的企业。在随后的几十年里，围绕着那些债券是否可以免税等问题，联邦国税和州与地方政府之间展开了旷日持久的争论。

1968年，美国联邦政府出台了第一部限制免税市政债券发行和使用范围的法案，《1968年收入和支出控制法案》（*Revenue and Expenditure Control Act of 1968*）。这部法案首次从市政债券里区分出了“工业发展债券”（industrial development bonds, IDB）（Mumford, 1969）。1968年法案取消了大部分为私营企业谋利的IDB，但保留了一些例外，如基于免税土地或设施等的IDB。

1969年，美国联邦出台了《1969年税收改革法案》（*The Tax Reform Act of 1969*），其中涉及所谓“差价债券”（arbitrage bonds）（Smith, 1983）。因为市政债券享受联邦政府免税待遇，在市场上的发行成本比较低。一些地方

政府发行债券，再把筹集来的资金通过资本市场发放，这种利用免税优惠所带来的利息差牟利的做法就被称为“差价债券”。从《1969年税务改革法案》开始，联邦和地方政府之间就差价债券展开了多次交锋。联邦多次出台新规定，但地方政府总能设计出新的金融工具进行规避。这种情况一直持续到1986年。

《1986年税收改革法案》(*The Tax Reform Act of 1986*)是迄今为止关于免税市政债券最全面也最严格的一部法案。这部法案重点区分了各种“私营性质市政债券”(private activities bonds, PAB)，以应对日趋泛滥的IDB、经济发展债券，以及用于其他边缘性政府行为的专项债券(Fortune, 2002)。例如，1986年法案还规定，在私营性质市政债券中，取消如下项目所发行的债券的免税待遇：体育设施、会议中心、空气和水净化设施、工业园区、私有交通设施等(王秋石, 2008)。此外，该法案对银行等机构购买债券的规则也做了调整，导致债券持有结构的变化。在1986年之后，商业银行(commercial bank)持有的市政证券份额明显下降，由基金所持有的个人理财工具(retail financial products)的比例急剧上升。

在这之后，美国国会还陆续出台了另外一些法律，如《1988年技术与其他收入法案》(*Technical and Miscellaneous Revenue Act of 1988*)等，但这些法律的出台对市政债券的影响远不及1986年法案。除了联邦法律，很多州和地方政府针对市政债券的使用也出台了一些法律和规定，尤其是债务限额和一些针对风险防控的措施。这些内容在下面的章节里还会有专门阐述。

第二节

市政债券发展的现状

一、市政债券的市场结构

(一) 发行主体

在美国，市政债券的发行主体可以是州、地方政府以及州或地方政府的附属单位，还可以是跨行政区划的地域组合。发行债券的单位除了 50 个州、华盛顿特区，还有一些美国属地 (territory)，例如波多黎各和关岛等。发行债券的地方政府可以分为两类：一是提供一揽子公共服务的所谓一般性地方政府，最典型的是县 (county) 和市 (city)，还有镇区 (township)、镇 (town) 和一些村 (village) 等；二是只提供某项特定公共服务的特别地方政府 (special district)，最常见的是独立学区 (independent school district)，其他还有医院特区 (hospital district)、图书馆特区 (library district)、消防特区 (fire district) 或水服务特区 (water district) 等。值得注意的是，美国的这些地方政府尽管大小不一，在空间上多有重叠，但在行政上都属于同一个级别，彼此没有隶属关系。这些地方政府各选各的民选官员，各收各的税。由于美国是邦联制国家，地方政府发行市政债券具有独立的自主权，在不违反联邦和州法律的前提下，不需要联邦政府和上级州的批准或同意，就可以独立发行市政债券，也独立承担偿还责任 (赵志荣，2009)。

与州和地方政府这些主体政府 (primary government) 相对应的，还有一

些半独立的附属单位（component unit）。附属单位是独立的法人单位，没有自己的民选官员，因此不能算主体政府。他们和特定主体政府有资金往来，但是在财政上独立核算。例如，美国的大多数公立大学都是州政府的附属单位。他们每年从州政府获得一些财政拨款，但有自己的其他经费来源和独立的财务报表。一些港口和高速公路委员会（port authority or highway authority）也是州政府的附属单位。在地方这一级，常见的附属单位包括市中心开发建设委员会等（downtown development authority）。这些附属单位都可以独立发行市政债券并承担偿还责任。除此之外，市政债券的发行主体还可能是跨行政区划的地理区域的组合。有时候他们只是为了一个特定项目而形成政府合作机构，且该项目也许并不限于一个县、市或州。

（二）市政债券类型

美国市政债券的分类主要遵循两个原则：一是债券的用途，二是给予投资者不同的信用特征（securities feature）。从用途上分，市政债券常用于一般性的基础设施改善（general purpose/public improvement）、教育设施、给排水和燃气等市政设施，或者地方公共健康设施等。在地方政府服务的主要类别里，道路交通所发行的地方债券并不多。交通设施的改善是经常性的支出，在美国更多地依赖于（联邦与州）专用税收和（地方政府）一般财税资金（赵志荣，2009）。从给予投资者的信用特征看，市政债券主要被划分为两个大类：一般责任债券（general obligation bonds, GO）和收益债券（revenue bonds）。

一般责任债券是以州或地方政府的全部声誉和信用为担保，以当地政府财政税收为支持的债券。具体而言，州政府的税收主要有营业税、财产税、个人所得税、企业所得税，以及具有各州特色的特殊税种等，而地方政府的主要税收是房地产税、地方销售税和营业税等（赵志荣，2009）。如果地方政府财税不足以偿还一般责任债券，它们还可能通过变卖地方政府资产等极端做法来还债。自从1929—1933年发生经济大萧条之后，美国发生的一般责任债券的违约案例是屈指可数的，其中比较著名的是1975年的纽约市和

1978年的克利夫兰市的破产案（Shalala and Bellamy, 1977; McConnell and Picker, 1993）。总体上看，一般责任债券的信用仅次于国债，安全性很强，但利息也比较低。

收益债券一般是与特定收费项目或者部分税收相联系，以项目建成后取得的收入为保证。例如，机场债券（airport bond）、大学债券（college and university bond）、医院债券（hospital bond）、收费公路和汽油税债券（toll road and gas tax bond）、自来水债券（water bond）等等（Griffith, 1976）。跟商业项目相比，多数公共建设项目的风险比较小，因此收益债券的信用级别较高。但因为受益债券的还款资金来源比较单一，如果特定项目的收益未能达到预期，拖欠甚至破产保护的情况就有可能发生。美国历史上绝大多数的市政债券破产案，都来自于收益债券。著名的案例是1983年华盛顿特区政府为兴建核电站而发行的债券破产（Zhao and Lason, 2011）。跟一般责任债券相比，收益债券的风险明显更高，发行的利息也就相应比较高。

除此之外，美国市政债券还有特别税债券（special tax bond）和道义责任债券（moral obligation bond）等（Griffith, 1976）。特别税债券的例子之一是特别征收债券（special assessment bond），担保资金来自于针对特定区域的一种特别征收（special assessment）（Zhao and Lason, 2011），通常用于支持受益范围比较集中的特定基础设施建设。道义责任债券是在收益债券的基础上，增加了政府口头上的担保，但没有严格的法律效力。例如，机场高速公路以收费为担保发行受益债券，同时，城市政府给予口头担保，如果高速公路收费不足以偿债，政府将通过财政拨款弥补资金不足。特别税债券和道义责任债券都可以看作收益债券的变种。

在美国市政债券的历史中，借债成本比较低的一般责任债券在早期占据主导地位，后来逐渐被收益债券所取代。与一般责任债券相比，收益债券更能体现“谁使用，谁付费”的原则，发行方式越来越灵活多样，而且避免了很多复杂的规定和限制。图 1.1 的数据来自美国证券产业和金融市场联合会

(Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA) 的网站。如图 1.1 所示, 1996—2017 年里, 在美国市政债券上, 一般责任债券通常占总发行量的 1/3 左右。收益债券在 1996 年占整个市场的 2/3, 近年来略有下降, 应该是新型债券品种的推出所致。

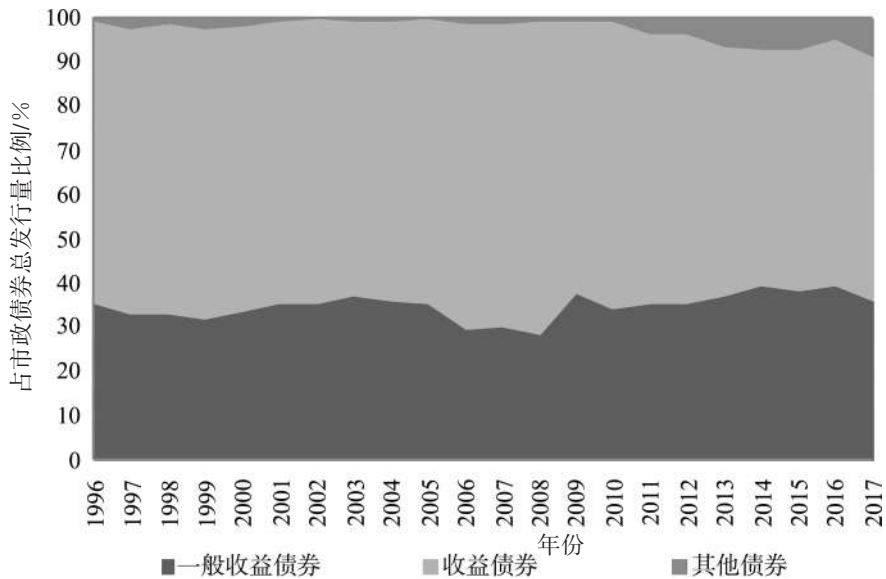


图 1.1 1996—2017 年美国市政债券发行状况

数据来源: SIFMA, US Municipal Issuance (<https://www.sifma.org/resources/research/us-municipal-issuance/>)。

(三) 期限结构

债券的本金有特定面值 (par value), 其到期日 (maturity date) 是指债券发行方一次性付清本金的日期。在此之前, 由发行方按特定利率 (coupon rate) 定期给投资方支付利息。根据期限长短, 可以有短期债券 (1~3 年)、中期债券 (3~10 年) 或者长期债券 (10~30 年)。有的债券是可召回的 (callable), 也就是说发行者可以在期限没到时提前付清本金。在绝大多数情况下, 州和地方政府发行的长期市政债券, 期限主要集中在 15~20 年。一般来说, 期限越长的市政债券利率越高, 因为有更大的不确定性。图 1.2

显示了1996—2017年美国市政债券的平均发行年限，2017年后略有下降。2017年，市政债券的平均发行期限约为17.5年。

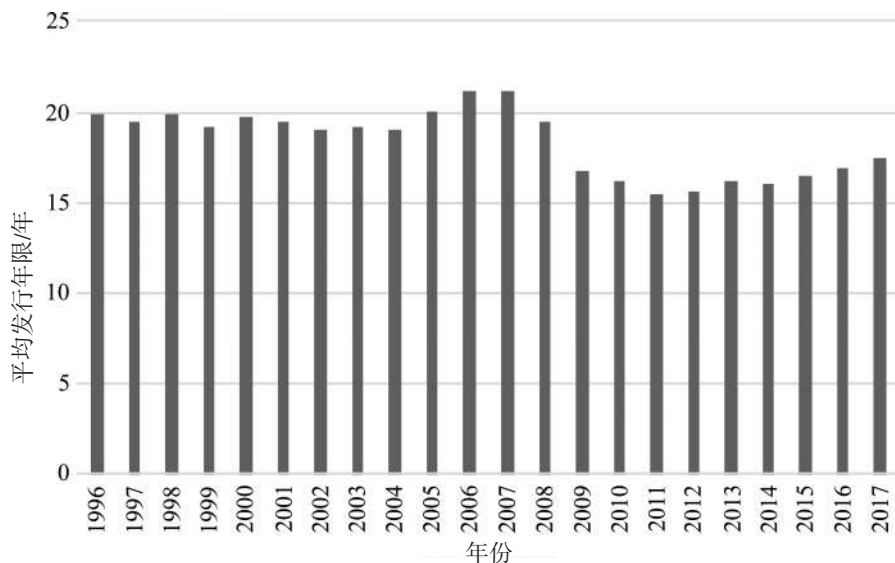


图 1.2 1996—2017 年美国市政债券平均发行年限

数据来源：SIFMA, US Municipal Issuance (<https://www.sifma.org/resources/research/us-municipal-issuance/>)

值得注意的是，美国不少州通过宪法或其他法律，对一般责任债券（或者所有地方债券）做出了发行期限的限制（Advisory Commission on Intergovernmental Relations, 1961）。有的州如康涅狄格州（Connecticut）和佛蒙特州（Vermont）规定一般不能超过20年，除了少数特例。有的州佛罗里达州（Florida）、纽约州（New York）、宾夕法尼亚州（Pennsylvania）和得克萨斯州（Texas）规定一般不能超过40年。一般规定债券期限要和所投项目的“合理使用年限”相对应（郑宇佳，2018）。

（四）投资者结构

美国市政债券的投资者主要分为以下三种类型：个人（household），个人代理（household proxy），或者投资机构（institution）。个人投资者主要通