

发达国家市政债券的发展及启示

■ 才凤玲

市政债券亦称地方政府债券，是由有财政收入能力的地方政府或其他地方公共机构发行的债券，其发行的目的主要是为当地市政建设如教育、交通、通信、路桥等公共设施筹措资金，有时也会为弥补源自当期运营的短、长期预算赤字而融资。发行市政债券不仅可以弥补地方财政资金短缺，还可以将市政基础设施的运营最大限度的公开化。利用发行市政债券的方法为城市基础设施建设筹集资金是发达国家广泛采用的一种方法。借鉴发达国家的先进经验，尝试利用市政债券为城市基础设施融资，将是今后各国的主要发展方向之一。

市政债券在发达国家的发展

（一）美国的市政债券

美国是联邦制国家，实行联邦预算、州预算和地方政府预算三级预算管理制度，各级预算独立编制，上级预算不包含下级预算。因此，美国市政债券不仅包括州、市、镇等各级地方政府发行的债券，也包括州政府所属的机关或管理局发行的债券。由于投资美国市政债券的利息收入免除联邦所得税，有的地方甚至还免除州和市镇等地方所得税，所以又称为免税债券，其发行面额通常为5000美元和1000美元。

美国的市政债券发展到今天，种

类繁多。目前已发行的约有150多万种，发行单位有4万多个。投资者在债券的到期日、质量等级和收益率方面有广泛的选择余地。美国市政债券的期限种类也很多，短的1年，长的达30年，皆为付息债券，利息每年或每半年支付一次。市政债券的收益率一般是参照市场利率水平和发行人资信情况制定，由于市政债券利息收入通常免税，因此其收益率低于同质量的国债或公司债券收益率。但是，这种差异在整个周期过程中很不相同，在高利率和利率上升时期，差异趋于缩小；而在低利率和利率下降时期，差异通常趋于扩大。

美国市政债券一般采用公募发行方式，由投资公司、商业银行以及证券经营商组成承销团负责承购。承销团向发行者认购后，再转售给投资者。认购价格与转售价格的差额即是承销者的报酬，认购方出价多少基于他们对债券市场的判断。而判断是否准确决定了其今后能否将债券顺利售出来赚取一定的手续费，一旦判断失误则会产生亏损。

在美国，市政公共事业和资本市场的发展及繁荣与市政债券的大量成功发行和交易密不可分。美国成功的城市基础设施建设及其融资在很大程度上是依赖于发达的市政债券市场实现的。与此同时，市政债券也满足了数百万投资者的需要，成为其获得高收

益的投资工具。

1998年，全美国共发行市政债券3208亿美元，占各类债券发行总量的3.1%，相当于当年GDP的3.8%。其中长期的市政债券发行量为2862亿美元。1998年底，流通中的市政债券总量为1.5万亿美元，占各类流通债券的11.5%。

（二）英国的市政债券

英国的市政债券主要是由英国和北爱尔兰的地方当局为城市基础设施建设而发行的债券，同时有些地方性水利机构和房地产抵押机构也有发行。英国的市政债券以1年期和5年期以上的市政债券为主，它们有些是由发行者直接出售给贴现所及其他金融机构，有些则通过证券经纪商在证券交易所上市进行公开交易。在二级市场的交易中，已上市交易的市政债券和未上市交易的市政债券均可买卖，且其最低交易金额均为1000英镑。各贴现所通常是以交易主体的身份办理某种市政债券的买卖。英国地方当局发行市政债券的额度由英格兰银行统一负责控制，债券利率则主要是取决于举债当局的资深程度和知名度。

英国的市场债券发行在某些方面不同于其他国家，一般国家市政债券发行市场没有具体组织和具体集合同所，而伦敦证券交易所则在英国包括市政债券在内的新债券发行市场中担负着极为重要的任务，其经纪商不仅积极参加各种方式的新债券的发

行, 还在新债券发行的管理上负有重要责任。

英国市政债券的主要购买者包括各类金融机构、保险公司、养老基金等机构和个人。其中, 英国的银行体系是市政债券的主要购买者之一; 各大保险公司是市政债券发行市场上的另一个主要机构投资者, 即使对于以私人销售方式发行的市政债券也常常大量购买; 养老基金是购买市政债券数量增长最快的投资者, 而且其投资的市政债券多以长期为主。

英国的市政债券几乎全部采用说明书公开发行的方式发行, 即由发行人公开刊登广告, 宣布愿以某种条件发行债券。投资者可按条件进行申购, 若申购总额超过发行人计划发行的数额, 则按比例递减分配; 若申购额不及计划发行量, 则通常由承销商包销, 为补偿承销商因包销而面临损失的风险, 发行人一般要支付1%—4.5%的佣金。此外, 一些发行数量较小的市政债券也经常通过私募方式进行销售, 即由证券经纪商安排将债券售予某些有关系的团体投资者, 而非公开售予社会公众。

(三) 德国的市政债券

在德国, 市政债券可以由地方政府、地方性公共机构发行。当地方政府作为市政债券发行人时, 所融资金一般用于地区、市政基础设施的建设; 当地方性公共机构作为市政债券发行人时, 所融资金一般用于与该公共机构相关的市政基础设施建设和营运中。由地方政府和地方性公共机构发行的市政债券, 一般以地方政府的税收收入担保这些债券的利息支出和本金偿还。但同时, 市政债券的发行必须满足严格的保险规定, 即未清偿市政债券额必须由公共债务贷款所保险。立法机构对于用做保险的抵押贷款的长期价值有很严格的规定, 因而

使得市政债券成为同联邦政府公债一样安全的投资工具。

在德国, 抵押银行同地方政府信贷机构一样也可以发行市政债券, 并且是其再筹资活动中最重要的工具。抵押银行要为中小市政基础设施提供无担保贷款, 为给这些贷款进行再融资, 就必须发行市政债券。当抵押银行发行市政公债时, 抵押银行不仅要服从于银行界的一般监管程序, 而且还处于政府和抵押银行法有关条款的特别监督之下。德国的市政债券是由借款人在没有承销银团介入的情况下由某家银行代为进行浮动发行, 因此, 发行银行可以调整发行条件以适合当时资本市场的情况。大多数由银行发行的市政债券的偿还期从2年到15年不等。

在德国的债券交易市场上, 市政债券得到了政府的大力支持。大多数州政府发行的市政债券都是免缴证券交易税的, 这增大了市政债券的吸收力, 使得通过市政债券为城市基础设施建设融资更加便利。

我国发行市政债券的战略选择

根据我国预算法的规定, 地方政府不得搞赤字预算。所以禁止地方政府以政府名义发行公债, 这是为稳定我国金融市场和平衡供求, 防范金融风险 and 通货膨胀的需要。因为目前我国地方政府的公债主要是一些地方政府在实施一些大型建设过程中向国外政府或国际货币基金组织和其他国际金融机构借入的外债。但事实上, 不少地区在发展地方经济、建设地方公用事业的过程中已经有了相当规模的准地方公债, 其形式多种多样。治理这种非规范化的准地方公债, 可考虑借鉴国外经验, 由国家立法规定地方政府可以举借公债, 通过立法和管理, 规

范地方政府举借公债的条件、规模、利率水平、偿债期限、偿债基金的设立、担保等问题, 以保证地方政府的融资活动与国际整体金融市场的运行相衔接、相协调。

从我国目前的实际情况来看, 发行市政债券的时机也已成熟, 城市现代化发展中的资金缺口可以通过发行市政债券来解决。首先, 从市政债券投资者来看, 截止到2008年9月, 我国城乡储蓄存款余额已超过20万亿元, 而且还在不断增长, 这将是发行市政债券进行证券化融资的重要资金来源。银行利率的多次下调, 证券市场的扩容速度加快以及国家为促进城市基础设施建设采取的各种优惠政策, 也为城市基础设施的证券化融资创造了良好条件。日益发展的保险机构、养老基金、投资基金等形成对城市基础设施建设债券巨大的潜在投资需求。其次, 从发行主体来看, 地方政府通过发行市政债券, 可以筹集到进行基础设施建设所必需的资金, 而且其具有追索偿还权, 可以激励地方政府加强该地区基础设施建设的管理, 提高资金的使用效率。同时地方作为债务主体可以缓解中央政府债务依存度过高的被动状况, 使国家的财政扩张政策充分发挥作用, 最大限度抑制财政扩张的负面效应。第三, 国债发行和交易的实践为地方市政债券的发行和交易提供了成熟的模式。通过国债的实践, 我国已在发行方式、品种结构、期限结构、利率结构等方面积累了丰富的经验。另外, 由于我国已经具备股票与国债二级市场建设的经验, 可以有效组建市政债券的二级交易市场, 保持市政债券的流动性, 从而增强市政债券的吸引力。□

(作者单位: 黑龙江省哈尔滨金融高等专科学校)

责任编辑 周多多