

国外市政债券融资的经验及启示

邓靖



2013年,我国城镇化率约为53.73%,远低于发达国家90%的平均水平,新型城镇化是我国未来一段时期主要的经济增长点,推进新型城镇建设要求大规模的公共基础设施投资,然而,在我国现行财税体制条件下,地方政府财力十分有限,公共基础设施建设的资金缺口较大。国际经验表明,允许地方政府发行市政债券融资,虽然存在不确定性市场风险,但是,有助于缓解地方政府公共基础设施建设的资金压力,维持经济和社会的稳定发展。

市政债券融资的国际比较分析

(一) 财税分权国家的市政债券融资制度。美国实行财税分权体制,具有

较为完善的市政债券融资体系。1996—2013年,美国城镇化率与市政债券发行额的相关系数约为0.8,说明市政债券融资推动城镇建设的作用显著。从结构看,主要包括一般责任债券和收入债券。一般责任债券以政府征税权力和信用为担保,还款来源为税收收入;收入债券以项目本身做担保,还款来源为项目运营收入。根据SIMFA统计,截至2013年末,美国市政债券发行规模超过1900亿美元,约占债券市场发行总额的6%。从投资主体看,结构多元,有助于降低市场风险。根据美国证券业及金融市场协会统计显示,2013年,个人、共同基金、保险公司是持有市政债券比例最大的投资主体,持有比例分别为46%、25%、15%。

美国为了维持市政债券融资体系的稳健运行,一是成立了独立的、非党派和准司法性质的管理机构——市政债券规则委员会(MSRB),对市政债券的发行种类、发行期限、资金使用等情况进行监管,并硬性规定市政债券要进行金融再保险。二是加快完善各州市政债券融资的立法程序,截至目前,颁布实施了6个证券法案:《证券法》、《证券交易法》、《公共事业控股公司法》、《信托债权法》、《投资公司法》、《投资顾问法》,明确规定市政债券筹集的资金不能用于非公共项目的建设;市政债券发行必须经由穆迪、标普、惠誉等两个联合评级机构进行信用评级;为了鼓励市场购买市政债券,对市政债券的部分或者全部收益实

行税收减免。为了配合地方政府发行市政债券,美国建立了相适应的财税制度,各州和地方政府都具有固定税收收入,州政府主要依赖销售税和个人所得税,地方政府以财产税为主,当州政府和地方政府财政收入不足时,可以得到联邦政府的财政转移支付。

(二)财税集权国家的市政债券融资制度。韩国属于财税集权国家,国内《地方自治法》和《地方财政法》明确规定,发行的市政债券只能用于基础设施建设、环保、教育、医疗以及居民安置、灾难防范等公共项目。地方政府发行的市政债券主要依靠地方的财税收入进行偿还,地方政府可以向中央政府借出一定的资助金,但一般要支付5%—10%的利息。韩国对市政债券融资采取较为严格的监管措施。为了防范市政债券发生违约事件,成立了专门机构MOGAHA (Ministry of Government Administration and Home Affairs),对市政债券的运作环节进行严密管控,并规定了一系列参考指标。比如,过去4年的债务资金偿还率低于20%;预算赤字和经常性收入比例低于10%;下一年财税预算收入超过上一年的90%;民众的养老金不得挪用还债;同一项目不得重复发债等。

(三)财税集权与分权相结合国家的市政债券融资制度。大多数国家均采取财税集权与分权相结合的制度,比如日本、德国等,但是,在制定市政债券制度的过程中,都较好地结合了本国的实际特点。日本为了推动城市建设,发行了大量的地方公债,公债资金的90%主要用于市政基础设施建设。从1970年到2013年日本的城镇化率与公债发行规模来看,两者存在高度正相关,即城镇建设速度越快,地方公债余额也越大,两者的相关系数约为0.85。地方政府如果要发行地方公债,需要得到中央政府的批准,中央政府事务部会对地方政府下一年财税收支做出估计,以此为依据将地方公债纳入

到地方政府财政支持计划,并结合各地的经济和社会发展实际,审批每个地方每年或者每个项目的地方公债发行规模。比如,东京都的公债发行必须有内阁公共事务部的批准,乡镇县市的公债发行必须得到东京都首长的批准,地方政府的公债发行数额一般限定在20%—30%之间,地方财政的经常性赤字率不得超过20%。德国地方政府主要发行大规模基础设施建设债券,小规模基础设施建设债券主要由抵押银行来完成。德国法律规定,地方债券除了强制进行保险外,还必须以地方财税收入为担保,保证债券本金和利息的按时偿还;政府为了鼓励市场对公债进行投资,对购买市政债券免征交易税。市政债券发行不仅受到联邦立法机构、地方立法机构的监督,同时也受到银行相关法律的限制。

(四)不能发行市政债券融资的国家。虽然荷兰、比利时、卢森堡、瑞典等国家的债券市场比较成熟,但是,由于其城镇建设规模基本稳定,加上国内严重的财政问题,故发行市政债券融资成本较高,市政债券规模在债券市场中的比例较低。为了支持地方政府公共基础设施建设,中央政府每年会进行专项财政转移支付,其它缺口资金主要采用政府基金、资产抵押、发行国有企业债券、商业银行贷款等方式筹集。

综合来看,大多数国家为了建设地方公共服务项目,都允许地方政府发行市政债券,但是都有严格的法律法规以及相应的监管部门对市政债券的发行、资金使用以及风险风范等环节进行严格规划;均采用市场公开或者协议方式发行,及时披露资金使用信息;在发行市政债券融资的同时,极为注重引入其它融资渠道,实行多元化融资策略,以降低市场风险的发生概率。

国外市政债券融资对我国的启示

通过市政债券融资,增加地方政

府的公共建设资金,有利于城市基础设施建设的顺利推进,缓解地方政府收支矛盾。但在构建地方政府市政债券融资模式过程中,首先要充分考虑我国的制度安排。法国、比利时等欧洲国家由于国土面积小、人口少、政府层级少等原因,放开地方政府对市政债券融资的监管,有利于缓解地方政府财税收支失衡矛盾。我国目前由于资本市场尚未完全放开、市场监管体制机制不完善、财税体制改革滞后等因素的存在,完全放开对地方政府和国有企业发行债券的监管,也许可以在短期内缓解地方政府财税收支矛盾,但从长期看会产生规模巨大的债务赤字,增加债务风险,不利于经济和社会的稳定运行。因此,我国地方政府市政债券融资模式既应有别于英、美等国的自由模式,也应区别于欧洲一些国家的完全限制模式。总的来看,应该建立以市政债券为基础,多元融资渠道共存,具备完善约束机制的地方政府市政债券融资体制。

(一)允许发行规模适度的市政债券。从全球范围看,发行市政债券融资既有成功的经验,比如英、美等国的地方政府采取市政债券融资,促进了地方公共社会事业的建设;也有失败的教训,比如巴西、阿根廷等国由于准许发行市政债券,导致地方政府债务问题突出,危及国家经济和社会稳定。其实,单就市政债券本身来讲,只是一种融资工具,对国家经济运行的稳定性并不会形成冲击,关键是如何对市政债券进行科学合理的规划。具体来看,在发行市政债券初期,可以由财政部对地方政府的财政收支比例、债券余额、利息占经常性收入比例等进行分析,确定十几个试点城市,根据地方实际情况,选择发行财政收入支持债券或者项目收益支持债券。同时,给予市政债券交易一定额度的税收减免。

(二)完善市政债券融资监管体系。

主要从三个方面健全我国市政债券融资监管体系：发行方式选择、筹集资金使用、风险防范。

从发行方式看，可以采取“申请、审核、公开”的制度，增强中央政府对地方政府市政债券融资的控制能力。地方政府如果要发行市政债券，必须向中央政府提交整套融资文件、财务预测表、审计报告以及发债申请等资料，中央政府根据地方的实际情况，对地方的建设项目、财税收入等方面予以评估，最后确定发行市政债券的规模、价格、期限等。提高市政债券的评级信用，引入独立性评级机构，公布评级流程，健全评级机构信息披露制度。

从资金运用看，中央政府应该确定市政债券的上限，比如，市政债券比例不得超过地方政府GDP的40%；利息支出不得超过经常性收入一定比例等。充分发挥证监会、保监会、银监会等职能部门对市政债券的联合监管作用，对资金的使用进行定期和不定期审计，确保资金都用在交通、环保、教育、医疗卫

生等公共社会事业建设方面。建立健全社会监督机制，发挥公众舆论对公共项目资金运营的监督作用。逐渐深化财税制度改革，硬化财政预算约束，将市政债券融资纳入到财税体制监管范围，对于资金支出进行严格的财务控制。

从风险防范看，应该建立全面风控体系。建立中央与地方两级政府共同担保的信用制度，以维护市政债券的长期稳定。同时，逐渐完善市政债券再保险制度，要求地方政府对市政债券投保，明确规定中央政府对市政债券偿还不承担责任，允许不存在系统性风险的市政债券违约，以硬化预算约束，消除“隐形担保”预期，促使市政债券利率准确地反映市场风险。加快人大的立法进程，从法律上严格规定市政债券的收入用途、发行规模、发行期限、发行方式、认筹主体以及债券利率等，从根本上降低潜在市场风险发生的可能。参考美国俄亥俄州建立地方政府市政债券预警体系，将地方政府的负债规模、负债率、财政赤字率等纳入预警指标体系，对市政债券风险进

行动态监测。制定专门的市政债券融资审查机制，开设市政债券独立资金账户，对政府资产负债进行全面审计。

（三）多元化地方政府融资渠道。市政债券融资是地方政府解决建设资金不足的方式之一，引入多种融资模式，有助于增强地方政府资金流的稳定性。一是借鉴欧洲国家的经验，由地方政府向中央政府申请，设立公共交通、环保工程、污水处理等专项基金，不同基金对应不同的市政公共设施建设项目的，达到专款专用的目的。二是逐渐放开对国有企业发行债券的管制，成立专门债券运作企业，通过国有企业在金融市场上发行企业债券进行融资。此外，在完善地方政府市政债券融资制度的基础之上，应该增加地方政府的税收权限，建立比较明确的一般转移支付制度，确保地方政府财税收入的稳定性，减少随意性较大的专项转移支付，使地方政府在披露和预算财税收入时制定正确的预期安排。

（作者单位：重庆社会科学院）

责任编辑 张敏

图片新闻



云南富源： 70余万居民有了电子健康档案

张怀能 | 摄影报道

2014年，云南省富源县财政、卫生部门积极落实资金，支持免费向城乡居民开展基本公共卫生服务及培训等工作，并为70余万城乡居民建立规范化电子健康档案，建档率达97%。

