

美国市政债券市场发展情况及对我国地方债的借鉴意义

宋伟健 | 霍志辉

美国市政债券发展历史较长，在品质设置、发行期限、风险控制等方面均较为成熟，可为我国地方政府发债提供借鉴意义。

美国市政债券

市政债券是指一国的地方政府或者其他合格的发行者向债权人承诺偿还本金并按时支付利息的债权债务凭证。市政债券最早起源于美国，1812年，纽约市政府需要筹资建立一条运河，发行了第一支市政债券，其后，美国州政府和地方政府不断以发行债券的方式为地方经济发展及基础设施建设筹集资金，市政债券逐渐成为美国债券市场的重要品种之一。

从发行主体看，美国市政债的发行主体广泛，主要为地方政府及其相关实体，包括州政府、城市、乡镇、学区、住房中心、公共医疗、机场、港口等。目前，全美共有5万余个市政债券发行主体，绝大多数是发债规模较小的主体。

从发行规模看，2003—2014年，美国市政债券发行量每年在3000—5000亿美元之间。其中，2014年，美国共发行市政债券3320.84亿美元，占美国全部债券品种发行总量的5.65%。截至2014年底，美国市政债券余额为3.63万亿美元，占GDP总量的21%。

从债券品种看，美国市政债券通常分为三类：一般责任债券、收益债券和其他类市政债券，其中以收益债券为主、一般责任债券为辅，2003—2014年收益债券占比一直维持在60%—70%之

间，一般责任债券维持在25%—40%之间，其他类市政债券维持在1%左右。一般责任债券主要由发债主体的税收收入及其他全部收入来支撑；收益债券主要以对应项目的收益来支撑，如收费公路、港口、机场等。

从募集资金项目用途看，美国市政债券筹集资金的用途主要为建设国家基础设施，州政府和地方政府发行市政债券用于公用领域工程、提供现金流保障或其他用途，还有就是引导非政府私人投资项目。具体分类看，主要包括一般用途（不规定投向）、教育、交通运输、公共事业、公共设施、住房等几类。

从美国市政债券的投资者结构看，主要包括个人、保险公司、银行、基金等实体，其中个人和基金是主要的两大类投资者，截至2014年9月底，两者占比分别为42.9%、28.14%。美国市政债券的突出特点是风险很低，同时收益比国债高，还可以享受税收优惠，使得个人投资者占比较大。基金是美国市政债券的第二大持有者，但基金背后的主要投资者仍主要为个人，这进一步加大了个人持有美国市政债券的比重。从发行期限看，美国市政债券发行期限很长，截至2014年底，美国市政债券平均到期期限为16年。

美国市政债券市场形成了以信息披露为核心，包括信用评级、债券保险、风险处理在内的成熟运行体系，还形成了由自律组织和相关部门共同组成的多层次市场监管体系。由于美国是联邦制

国家，且市政债券的地域性强，在全国范围内建立行政监管体系的方式未必能取得好的监管效果，因而在联邦层面上没有市政债监管当局。美国市政债券市场主要是由美国市政债券规则制定委员会和美国金融业监管局等自律组织以制定自律规则、强化经纪交易商队伍等方式实施自律管理。

信息披露方面，1981年，美国的证券交易委员会首次正式确定了市政债券的信息披露制度，此后越来越规范和严格。1989年市政债券披露法规被批准，适用对象为100万美元或以上的新发行市政债券。各州宪法或法律大多设定地方政府一般责任债券的举债上限，对负债率、债务率或资产负债率有着专门的规定，从规模上控制市政债券的发行。同时，一些行业自律组织制定了很多指导信息披露的规范性文件，如美国政府财务官员协会和全国市政分析师协会制定了有关自愿披露的规则。这些规则事实上已成为发行市政债券信息披露所应遵守的准则。

美国市政债在发行过程中的风险识别主要通过信用评级实现，为投资者提供可靠的信息，降低投资者的投资风险。在美国有穆迪、标普、惠誉等三家主要评级公司对联邦政府、州、地方政府等市政债发行机构进行评级。市政债的信用评级在识别市政债信用风险方面起到了重要作用，是形成债券利率的主要依据。从美国评级公司标普对美国市政债的评级分布来看，截至2014年9

月底,评级个数共11403个,评级结果呈现标准正态分布,级别中枢为AA—A,其中AA占比为39.85%,A占比为47.37%。不同债券品种所表现出来的信用级别呈现一定差异,其中,医疗、高等教育和交通三个行业信用等级在BBB及以下的占比明显高于其他行业。

历史上,美国市政债券的违约率要远低于公司债券。根据穆迪的1970—2011年公司债券评级和市政债券评级违约率对比数据,美国市政债券的违约率要比公司债券违约率低很多。而且,研究显示,历史上最终未完全兑付的美国市政债券占美国存续市政债券和违约市政债券的比重很低。

我国地方政府债券的发展

与美国相比,我国地方政府债券起步较晚。2009年以前,按照法律规定,地方政府不能发行地方政府债券。2009年,中央政府开始代替地方政府发行债券,也就是“代发代还”,当年共发行2000亿元。2011年10月,部分地方政府开始“自发代还”地方政府债。上海市、浙江省、广东省和深圳市在中央确定的地方政府债券年度发行总规模内率先试点自行发债,2013年新增了江苏和山东两个试点省。2014年,上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛等10个地方政府开始试点“自发自还”地方政府债。2014年,财政部印发《2014年地方政府债券自发自还试点办法》,地方政府债券自发自还拉开大幕。在2014年4000亿元地方债发行规模内,10个地区试点地方政府债券自发自还,自发自还债券总规模为1092亿元。

2015年,地方政府债券发行范围扩大至36个省市,全部为自发自还,截至2015年8月底,我国政府共批准了总计3.8万亿元的地方政府债券,其中3.2万亿元为置换债券,0.6万亿元为新增债券。地方政府债券从2015年开始大规模、爆发式增长。据统计,截至8月24日,地方政府债券发行额度达到约1.77万亿元,其中公开发行业额达到约1.35万亿元,定向置换规模为4200亿元。

未来看,根据新预算法和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》,地方政府债券是未来我国地方政府债务的唯一融资方式,地方政府债券发行将进入常态化。从置换债券来看,根据2015年地方政府债务甄别结果,未来每年将通过发行一定规模的置换债券来置换存量债务,预计将用5年左右时间把所有非地方政府债券方式举借的存量债务全部置换为地方政府债券。从新增债券来看,考虑到地方政府公益性项目投资需求很大,积极财政政策将继续维持,财政赤字将有所提高,在今年6000亿元基础上,未来新增政府债券规模将不断扩大。

未来看,根据新预算法和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》,地方政府债券是未来我国地方政府债务的唯一融资方式,地方政府债券发行将进入常态化。从置换债券来看,根据2015年地方政府债务甄别结果,未来每年将通过发行一定规模的置换债券来置换存量债务,预计将用5年左右时间把所有非地方政府债券方式举借的存量债务全部置换为地方政府债券。从新增债券来看,考虑到地方政府公益性项目投资需求很大,积极财政政策将继续维持,财政赤字将有所提高,在今年6000亿元基础上,未来新增政府债券规模将不断扩大。

对我国地方政府债券发展的建议

借鉴美国市政债券的发展经验,结合我国地方政府债务基本情况,建议从以下几个方面努力,促进地方政府债券的进一步发展。

第一,进一步建立我国地方政府债券发行利率的市场化机制。目前我国地方政府债券发行利率市场化程度较低,地方政府债券发行利率和国债较为接近,没有体现地方政府债券应有的流动性溢价、信用溢价等利差,对投资者吸引力有限。未来看,地方政府债券的大规模发行需不断提高发行利率的市场化程度,需要建立符合我国行政和财政体制的地方债发行定价体系。建议建立综合考虑无风险利率、流动性溢价、信用溢价和资金面等因素的市场化利率形成机制,以提高对于投资者的吸引力,并且不断提高地方债二级市场流动性,完善做市商制度,打通银行间和交易所市场,鼓励更多投资者进行二级市场交易。

第二,进一步完善地方政府债券完整的监管体系和制度。目前我国地方政

府债券整体处于发展初期,监管体系需进一步完善。从发行人监督方面,建立起中央政府负责全国地方政府发债限额管理,会计和审计等标准制定和监督,地方人大负责对地方政府发债行为的规范性进行约束的管理制度。市场主体监督方面,发挥市场化自律组织比如中国银行间市场交易商协会对中介机构、承销商和投资者的监督作用。同时,进一步发挥媒体等外部社会舆论的监督作用,全方位加强地方债发行、交易等环节的监督。

第三,进一步完善地方政府发债信息披露制度。从国际经验来看,建立一套规范的信息披露制度是增强政府风险控制能力的有效措施,在地方财政公开透明的基础上,美国市政债券监管的重点就转向强化市政债券的信息披露。目前我国地方政府债务数据、财政预决算报告披露的及时性、透明度相对较差,且地方政府资产负债表编制处于试运行阶段,用于评估地方政府信用实力的信息较为有限。建议建立更加完善的地方政府发债信息披露制度,披露历年的统计公报、财政预决算报告、财政审计报告、地方政府债务报表、国有资产数据、土地资源信息等,并提高信息披露的及时性、连贯性和完整性。

第四,健全地方政府债券相关中介机构的管理制度。不断完善承销商、评级机构等招标、遴选制度,避免出现企业发债过程中出现的过度价格竞争和信用评级竞争等不合理现象。引入政府财政审计制度,尤其是每年综合财务报告的审计制度。信用评级机构应加强信用评级的透明性和专业程度,建议评级机构应该公开各自地方政府评级方法和评级标准,接受市场的检验;同时对参与地方政府评级的评级人员的执业年限和知识储备做一些限制要求。

(作者单位:中债资信评估有限责任公司)

责任编辑 韩璐