

我国市政债券管理中的风险防范与控制研究

王 刚, 韩立岩

(北京航空航天大学 经济管理学院, 北京 100083)

摘 要:市政债券将成为我国城市基础设施融资的主要金融工具。在市政债券的管理过程中不可避免会遇到信用风险, 政府信用管理是市政债券信用管理的核心。本文从我国部分地方政府信用缺失的现状出发, 结合美国市政债券信用管理的成功经验, 对如何控制和防范市政债券管理中的政府信用风险提出了若干建议, 以期对我国市政债券管理的研究提供参考。

关键词:市政债券; 信用风险; 政府信用

中图分类号:F812.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2003)07-0016-06

2008 年奥运会将在北京举行, 据粗略估算, 北京市将在近 7 年的时间里直接投入 1 800 亿元人民币进行市政基础设施建设, 由此带动的相关投资额将在 3 000 亿元左右^①, 显然, 单靠中央政府的财政支持和北京市政府同期的财政收入不可能支撑如此巨大的资金流。

其实不单单是为了举办奥运会而进行的市政建设, 也不仅仅只有北京一个城市, 目前中国正处于城市化加速期的起点上, 资金需求巨大, 如何筹措每年数千亿元的城建资金, 是亟待解决的关键问题。目前, 我国城市基础设施建设资金的主要来源是中央和地方财政, 但是我国财政收入占国内生产总值(GDP)的比重较低, 大多是“吃饭财政”, 财政增加投入存在困难。从国债的发行来看, 国际公认的中央财政债务依存度的“安全线”为 25%~30%, 中国从 1994 年以来, 已经超过 50%, 国际上一般认为国债偿还率应控制在 10%左右, 而中国 1998 年已超过 24%^②, 因此依靠国债发行来增加地方政府市政建设投资的空间也十分有限。

欧美国家解决城市化进程中的资金缺口问题主要是通过发行地方政府债券来解决。以美国为例, 美国地方政府债券发行的目的主要是筹集修桥筑路、修筑港口、水坝、开凿隧道、建立水厂、电厂、治理环境等基础设施的资金, 以及学校、医院和租金住宅等公益设施的资金。因此在美国, 地方政府债券也称为市政债券。

由于中华人民共和国预算法明确规定地方政府不能发债, 目前我国还没有一个地方公债或市政债券的概念, 但是很多地方政府采取了一些变通的办法, 通过设立一些隶属于市政府或地方政府的投资公司, 在公司的平台上进行发债和融资的活动, 如上海浦东发展建设债券、重庆城建重点债券和广州地铁建设债券等。

目前看来, 要满足北京奥运会庞大的资金需求, 允许北京市政府在发行地方债方面有所突破是可能性相当大的政策发展趋势, 并且会适当地推广到部分条件具备的地方政府。市政债券未来将成为我国城市基础设施融资的主要金融工具, 通过市政债券来进行资本市场融资将成为城

收稿日期: 2003-04-11

基金项目: 北京市哲学社会科学“十五”规划项目“服务首都经济的资本市场拓展研究(市政债券部分)”(01BJJG011)资助。

作者简介: 王 刚(1974-), 男, 山东聊城人, 北京航空航天大学经济管理学院博士生;

韩立岩(1955-), 男, 北京人, 北京航空航天大学经济管理学院教授, 博士生导师。

市建设融资的主要方向。

一、我国市政债券管理中将面临的政府信用问题

市政债券与其他金融工具一样具有信用风险,市政债券违约在债券市场成熟的美国也依然存在。如1975年发生了22.5亿美元的市政债券违约——纽约市票据违约,是历史上最大的市政债券违约案之一。市政债券的信用风险就是指由于地方政府无法归还市政债券本息而对投资者造成损失的可能性和损失的大小。市政债券的信用问题就是作为发债主体的地方政府的信用问题,地方政府能否按时足额地返还所借债务本息是地方政府信用的核心。

然而,目前我国一些地方政府信用缺失的状况比较严重。一段时期以来,一些地方政府失信事件一再被曝光,南京的紫金山观景台工程爆破清除、武汉“外滩花园”灰飞烟灭等都是地方政府失信于民的明证。导致政府信用缺失的原因有很多,未来市政债券发行与管理中所要面临的政府信用问题会更加严峻,主要体现在:

1. 目前,一些地方的国民经济、社会发展的重要指标和统计数据失实,而且往往是被有意地拔高,必然影响市政债券发行主体的资格审查。

2. 我国城市政府资产和西方国家城市政府资产的意义不完全一样,政府职能也存在差异。西方国家的政府最主要的公共职能就是提供基础设施,包括教育、社会保障等,而我国的政府职能却比较多,政府参与投资办企业,还要解决国有企业面临的问题。地方财政多是“吃饭财政”,政府人员多,开支多,用于投入城市基础设施建设的钱却比较少。因此很难保证发行市政债券募集的资金能合理地使用到基础设施建设上而不会被挪用。

3. 一些地方政府只关心贷款、集资、摊派,想尽办法“圈钱”,城市建设资金运用效率很低,建了很多没有效益的样板工程,而真正的城市基础设施如医院、水厂、道路却建得很不够,结果是工程上马了,领导上调了,却没有人还债,出现风险也没有追究。如果这些地方政府发行市政债券,那么发债募集来的资金能否运营得当,产生效益,投资人能否得到回报是值得怀疑的。

4. 一些地方政府只管借钱,只顾眼前利益,在不考虑地方财力和科学论证的情况下,大量举债建“政绩工程”,基础设施重复建设或基础设施过度投资问题严重。如何防止地方政府过度举债是市政债券管理的关键问题。

5. 一些地方政府政务不公开、决策不民主,投资建设非市场化现象严重,城建产业的某些部门和一些建设企业的交易中存在暗箱操作。一些地方的土地转让采用易导致腐败的协议方式,而没有采取招标、拍卖方式,使土地本来可作为建设资金一个来源的收入大大减少;市政公用事业创造的价值没有全部进入财政,很大一部分被少数利益集团侵吞。因此,如何杜绝市政建设中的腐败现象,保证发债项目的收益,及时归还市政债券本息是市政债券管理中的重要问题。

6. 一些地方政府的政策没有连续性,朝令夕改,说变就变;一些地方政府的信用常常因有关领导(尤其是主要领导)的人事变动而出现“断链”,往往是一届政府一朝政策,影响了政府的形象。如何保证市政债券资金在使用和偿还上的连续性,保护广大投资者的利益也是市政债券管理中的重要问题。

二、美国市政债券信用管理的经验

美国在市政债券市场发展进程中将风险管理和严格监管作为市场发展的前提,对市政债券从筹集、使用到偿还的各个环节都建立了严密的监管制度,保证了市政债券的稳定性和安全性,同时制定了完备的市政债券法规,即使出现市政债券违约和政府失信问题也做到了有法可依。

美国有关法律对市政债券的举债权和举债规模做了严格限制。其一是举债权的限制。州和地方政府发行债券(特别是一般义务债券)要通过公众投票决定,政府机构举债要在法律规定或

特许范围之内,以确保债券合法发行。其二是举债规模的限制。为了遏制美国市政债券历史上的“地方政府无节制发债”现象,美国许多州的宪法都对市政债券规模加以限制,如加利福尼亚州的宪法规定,除非某机构事先获得辖区 2/3 选民的赞同,任何一个年度中县、市和学区举债的数额不得超过其年度收入。

美国国会组建有市政债券条例制定委员会(MSRB),负责全面监管市政债券市场。MSRB 负责提出监管方案,并征询市政债券行业及其他关联方的意见,但其没有审批权,其所提出的监管方案由证券交易委员会(SEC)最终批准。MSRB 和 SEC 都不参与监管方案的实施和控制,监管方案的实施和控制由全国证券交易商协会(NASD)中监管市政债券交易商的部门以及自营银行的有关监管机构负责。

美国市政债券的种类繁多,目前发行的有 150 多万种,发行单位有 4 万多个。美国的市政债券主要分为一般义务债券和收益债券,一般义务债券是以其发行单位、州或城市的全部信誉、信用和课税能力作保证。收益债券是地方政府为了兴建道路、桥梁、动力设备、医院和其他一些公用设施而发行的债券,这类债券的还本付息是靠项目建成后的收入。由于 20 世纪 70 年代以来,全美国的政府机构已经控制住了税收的规模,收益债券发行总量的比重上升并超过了一般义务债券的比重,由 1974 年的 44% 上升到 1998 年的 66.9%;收益债券的比重在 20 世纪 80 年代初期达到峰值 75% 左右。

1998 年的市政债券持有结构为:住户 30.5%,共同基金 16.6%,货币市场基金 13.2%,封闭式基金 4.3%,银行个人信托基金 7.2%,商业银行 7.2%,财产和灾害保险 13.4%,其他 7.6%。由此可见,住户个人和以零散投资者为基础的共同基金、货币市场基金、封闭式基金和银行个人信托持有的市政债券份额占了 71.8%。

美国市政债券的发行必须附有律师意见书,由具备有能力和声望的律师或律师事务所出具意见书,声明债券已合法发行并确实是有约束力的债务。律师或律师事务所代表着投资者。美国市政债券的发行有竞争发行(发行人邀请竞争性投标)和协议发行(发行人自行选择愿意合作的承销商)两种方式。发行机构在发行之前,必须经认可的信用评级公司对其债务偿还能力以及付息的意愿程度进行审核,并出具债券的信用评级。

标准普尔和穆迪是美国两家最大的信用评级机构。这些评级机构的收入来源于向发行者收取的评级费用,但是这些评级结构的评级过程是独立的,评级结构的分析师只专心于纯粹的分析而不必考虑财务预算。正如美国联邦储备银行的调查报告所述:“尽管现有的付费结构可能促使评级机构为了发行者满意而评定出较高的信用等级,然而这些评级机构有着压倒一切的要维持它们高质量、准确评级的声誉和压力,每次信用评级结果公布出来,这家评级机构的名称、诚信度及可靠度马上就处于整个投资人的监督之下。”所以“评级贿赂”行为在美国较为少见,评级结果基本上是公正的。由于违约率与信用等级是负相关,信用评级将债券收益与违约风险紧密联系起来。债券的风险越大,投资者购买时就会要求更高的收益。而且信用等级一经评定不是一成不变的,会随着发债项目的运营和收益的变化而变化。1970 年,美国有 17 个州的市政债券被评为 3A 级,到 1996 年只有 10 个州的市政债券仍然处于这一等级。由于成功地将方法、技术和文化组合在一起,评级机构可以为投资者提供一个有关信用风险的相对可靠的指南针。

美国市政债券发行规模受到地方政策预算的严格监督和约束。美国的财政体系实行联邦财政、州财政和地方财政三级管理体制。三级财政各有其相对独立的财政税收制度和专门法,各自编制、审批和执行本级预算,有相对独立的财政税收制度和法律,各级政府事权和支出范围的划分明确,事权与财权统一。1998 年,美国发行市政债券 3 208 亿美元,占美国各类债券发行总量的 3.1%,相当于当年国内生产总值的 3.77%;其中长期市政债券 2 797 亿美元,占国内生产总值的 3.29%。1998 年底,流通中的市政债券总量为 1.5 万亿美元,占流通中各类债券总量的

11.5%。20世纪90年代以来,市政债券余额与GDP的比重保持在15%左右。在美国,当年发行长期市政债券占GDP的2%至3%,如表1所示;市政债券余额与GDP的比重保持在15%左右,如表2所示。在这样的市政债券规模下,其违约未偿付的比率较低(低于2%)。

表1 美国各年长期市政债券发行额与当年GDP的比较 单位:10亿美元

项目 \ 年份	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
发行额	231.7	289.9	162.2	156.2	181.4	214.3	279.7
GDP	6244.4	6558.1	6947.0	7269.6	7661.6	8110.9	8511.0
发行额/GDP(%)	3.71	4.42	2.33	2.15	2.37	2.64	3.29

注:数据来源“Statistical Abstract of the United States”,1999.

表2 美国市政债券余额与当年GDP的比较 单位:10亿美元

年份	市政债券余额	GDP	市政债券/GDP(%)
1990	861	5743.8	14.99
1995	1115	7269.6	15.34
1996	1170	7661.6	15.27

注:数据来源“Statistical Abstract of the United States”,1999.

1990年和1995年市政债券余额在债务余额总量中分别占20.8%和18.2%。美国市政债券在政府债务中大约占20%的比例,联邦政府债务占80%左右的比例,市政债券的规模虽然已经十分庞大,但联邦政府债务在整个政府债务体系中还是占主要的地位。

已有的研究表明:地方财政收支也是影响国债发行规模的重要因素,表3列出了美国地方财政收支与市政债券规模之间的关系。

表3 美国长期市政债券的发行与财政收支比较 单位:10亿美元

年份	发债数量	债务余额	财政收入	财政支出
1990	125.9	861	1032	976
1995	156.2	1115	1518	1351
1996	181.4	1170	1514	1398

从表3可以看出,长期市政债券的发行数量保持在财政收入的10%以上,大约是各年财政收入的12%,是财政收支差额的2倍左右。各年市政债券余额占各年财政收入的比例分别为83.4%、78.6%和77.3%。由于市政债券余额涉及当年的还本付息额,美国州和地方政府目前承担的债务规模是财政收入的80%左右。

20世纪90年代以后,州政府的负债额在市政债券总额中所占的比例略高于38%,地方政府的负债额略低于62%,所以美国市政债券主要由地方政府负担。由于地方政府的财政收支低于州政府,而美国市政债券主要由地方政府负担,所以,地方政府各年市政债券余额占财政收入的比例还要高于市政债券余额占财政收入的整体水平——80%左右。地方政府市政债券负债额占财政收入的比例在1990年、1995年和1996年分别为93.5%、90.9%和89.2%。到目前为止,美国地方政府占到财政收入90%左右的债务规模还没有带来明显的政府信用问题。正因为如此,美国市政债券二级市场的交易量不大,多数投资者购买债券后,是将其持有到期满。

三、我国市政债券信用风险的管理

目前,我国居民储蓄高达10万多亿元,国债和三峡债券一两天即被抢购一空的火爆场面显示出居民蕴藏着巨大的投资需求。市政债券以其稳定的收益和仅次于国债的低风险,可以满足投资者的需要。但是低风险并不意味着没有风险,尤其是在一些地方政府信用堪忧的现状下,美国市政债券管

理和信用风险控制与防范的成功经验可以为我们提供以下借鉴:

1. 对市政债券发行的主体资格、发债方式等进行严格地动态审查和监测。防止某些地方政府为争取发债资格而进行“包装”,要对其财政收入、国民经济与社会发展的重要指标和统计数据进行严格审计;债券发行前由信用中介机构对其发债项目的收益、债务偿还能力以及付息的意愿程度进行严格审核,将其信用等级公之于众,使广大投资者认识到其可能的违约风险;在发债方式上严格要求采用竞争发行,杜绝债券发行中的暗箱操作;市政债券发行要求其出具法律文书,明确市政债券的法律地位,防止由于人事变动造成“新官不认旧债”,以保护广大投资者的利益;市政债券的发行以收益债券为主,减轻地方政府由于财政税收不足而带来的还债压力。

2. 严防地方政府通过发行地方债造成其财政支出的无度和失控,严防地方政府过度举债和“赤字债”现象的发生,实施良好的总量控制和协调分配。发债规模可以借鉴美国的经验:仍以国债的发行为主,当年发行长期市政债券占GDP的2%至3%,市政债券余额与GDP的比重保持在15%左右,发行初期为安全起见,还应当适当调低这一比例;长期市政债券的发行数量控制在地方财政收入的10%以内,市政债券余额控制在地方政府财政收入的80%以内。最新的研究表明,市政债券余额控制在地方财政收入的50%以内是安全的(违约率控制在0.5%以内)。

3. 对发债募集资金的使用和发债项目的建设要强制信息披露,一方面严防资金的挪用,保证市政债券资金用于基础设施建设,而不是用于弥补财政经常性收入的不足,用于“吃财政饭”;另一方面杜绝建设单位与政府的暗箱操作,保证发债项目的收益进入财政。

4. 全方位推进政务公开化和决策民主化,让市民真正享有知情权和发言权,地方政府发行市政债券和市政建设要充分听取社会各阶层的意见,要切实接受社会各方面的监督。

5. 完善市政债券管理法规,建立完善的市政债券信用监控体系和监管制度。应设立专门的市政债券管理机构作为监管主体,考虑到市政债券与财政体制、投融资体制高度相关,市政债券监管机构要从多元角度征询财政部门、计划管理部门和市政债券行为及其他关联方的意见。市政债券监管机构应具体负责建立监管体系、草拟监管提案、颁布监管法规、制定工作程序、加强信息披露管理等多方面的监管工作。

6. 转变政府职能,改革基础设施和公用事业的投资体制和经营机制,将盈利和半盈利性企业推向市场,进行公司化改造,提高其经营效率,制定合理的公用事业价格,使城市基础设施的投入得到补偿,培育合格的发债主体,使市政债券从发行到偿还实现良性循环。

7. 稳定各级政府间的财政关系和健全地方税收体系。改革和完善现有的财政体制,进一步完善分税制,明确中央与地方的事权和财权,特别是生产建设项目投资权的规定,建立能够支撑地方财力的主体税种,修改完善有关法规。

8. 培育和规范信用中介机构,使之建立起独立的债信评级制度和科学的评级体系,使债券评级成为投资者可信的参考。

四、结 语

当然,一些地方政府信用缺失问题只是在少数地方发生,更多的地方已经具备了发行市政债券的有利条件,如广东省自1979年至2001年,全省财政收入年均增长18.2%,连续21年实现收支平衡,上海、江苏、浙江等省市也都实现了财政收入的持续稳定增长。在具备发行条件的地区,同时借鉴其他国家市政债券管理的成功经验,加强政府信用风险控制与防范,相信市政债券一定可以成为城市建设融资的主渠道,为我国的城市化进程发挥其应有的作用。

注释:

①中国新闻网, <http://www.chinanews.com.cn/2001-07-13/26/104975.html>, 2001.7.13.

②王珺红、孙健:《试论发行地方公债对扩大中国内需的影响》,《经济与法律》,2001年第2期。

参考文献:

- [1]罗伯特·齐普夫·市政债券运作(叶翔,王琦译)[M].北京:清华大学出版社,1998.
- [2]John B. Caouette, Edward I. Altman, Paul Narayanan. (1998) *Managing Credit Risk: The Next Great Financial Challenge*[M]. John Wiley & Sons Corporation.
- [3]余传贵·论建立市政债券市场[J]. *经济问题探索*, 2000, (1).
- [4]林好常·论我国市政债券市场的建立和发展[J]. *财经研究*, 1999, (1).
- [5]William J. Growder, Mark E. Wohar. (1999) *The Changing Long-run Linkage between Yield on Treasury and Municipal Bonds and the 1986 Tax Act*[J]. *Review of Financial Economics*, 8.
- [6]The United States Statistics Bureau. (1999) *State and Local Government Finances and Employment*[M]. *Statistical Abstract of the United States*.
- [7]余池明·美国市政债券市场与我国该项发展前景探讨[J]. *城市发展与研究*, 1999, (8).
- [8]朱世武, 应惟伟·国债发行规模的实证研究[J]. *金融研究*, 2000, (11).
- [9]李猛, 白志勇·发展我国市政债券市场的必要性及可行性研究[J]. *商业研究*, 2002, (9).
- [10]王益·发展中国家市政债券市场的初步构想[J]. *世界经济*, 2002, (6).
- [11]范剑平·扩大内需政策效果评价与下一步对策[J]. *宏观经济研究*, 1999, (3).
- [12]Sean C. Keenan, Jorge Sobehart, David T. Hamilton. *Predicting Default Rates: A Forecasting Model for Moody's Issuer-Based Default Rates*[R]. Moody's Investors Service document.
- [13]Lipnick, Linda Hird. (1999) *The Determinants of Municipal Credit Quality*[J]. *Government Finance Review*, V. 15no. 6. Dec.
- [14]邓戡·关于西部大开发中发行地方政府公债的研究[J]. *财经研究*, 2003, (5).
- [15]龚仰树·关于我国地方债制度设计的构想[J]. *财经研究*, 2001, (11).
- [16]韩立岩, 郑承利, 罗雯, 等·中国市政债券信用风险与发债规模研究[J]. *金融研究*, 2003, (2).
- [17]北航课题组·服务首都经济的资本市场拓展研究(北京市哲学社会科学“十五”规划项目)[R]. 2002.

Research of Local Government Credit Risk Prevention and Control in Municipal Bonds Management in China

WANG Gang, HAN Li-yan

(School of Economics and Management, Beijing University of Aeronautics and Astronautics, Beijing 100083, China)

Abstract: Issuing municipal bonds will become a main financing manner of municipal infrastructure in China. It is unavoidable to encounter credit risk in municipal bonds management. Government credit management is the core of credit management of municipal bonds. Starting from the current situation that some local governments lack credit at present. This paper utilizes the successful experience of American's to put forward some advice of how to prevent and control government credit risk in municipal bonds management in order to provide some referenes to the study on municipal bonds management in China.

Key words: municipal bonds; credit risk; government credit