

美国市政债券相关制度与现状研究

联合资信评估有限公司 祁志伟 阮 峥

一、美国州及地方自治制度

（一）美国州及地方政府概况

美国采取联邦制的国家结构形式，其行政体制采取联邦政府、州政府和地方政府三级分权的制度模式。

在美国联邦制下，州政府亦具有立法权、行政权和司法权，与联邦政府之间不存在上下级的隶属关系。地方政府与联邦政府无直接的法律关系，地方政府由州议会设立，在州宪法的框架内享有独立自治权利。

美国共有 50 个州和 1 个直辖特区。地方政府包括一般目的政府（主要为县、市、乡镇）和特殊目的政府（主要为学区和特别行政区）。根据美国商务部普查局的调查资料，截至 2012 年底，美国共有 89004 个地方政府。

（二）州及地方政府自治的相关法律规定

美国联邦宪法和各州宪法分别是州及地方自治的重要法律基础。

以联邦宪法为例，其赋予州政府独立于联邦政府的法人地位，联邦政府与州政府按照不同事务来划分责任。联邦宪法并未明确提及地方政府和地方自治的概念，各州的州宪法中授予地方政府法人地位和自治权利。州宪法规定，全州性事务由州政府管理，但与地方政府自身相关的事务上地方政府享有完全的自治权，该自治权在地方自治宪章中得到了较为充分的体现。

从三级政府事权划分情况看，联邦政府事权包括维护国家尊严与安全、处理外交和国际事务等；州政府主要进行收入再分配、提供基础设施和社会服务等；地方政府主要提供辖区内的公共服务。

从财权法律体系看，美国的州和地方政府有相对独立的税收立法和执法权，其中各州在联邦宪法和法律规定的范围内，可根据实际情况制定相关税法；地方政府在不违反联邦宪法、州宪法和州税法的前提下，可根据各地的经济发展水平以及职责制定地方税收法规。

综上所述，在分权制度下，美国州及地方政府均拥有立法权、行政权、司法权，其事权责任明确，并有相应税收立法和执法权，州及地方在联邦宪法和州宪法的框架下自治程度较高。

（三）美国州及地方财政制度及债务管理体系

与三级行政体制相对应，美国以联邦、州政府和地方政府的事权划分，实行三级财政体制。

从预算制度上看，美国已形成由一系列法案构成的预算法律制度体系¹，绝大多数州宪法或（和）法律均要求州及地方政府采取经常性预算平衡原则²，但资本性预算³的资金可通过州和地方政府举债获取。从美国州和地方政府的债务结构看，市政债券是地方政府债务的主要形式。根据《2008 年州预算流程》报告，美国 50 个州中，有 47 个州在其宪法或法

¹ 主要包括《1974 年预算和截留控制法》、《1985 年平衡预算和赤字控制法》、《1990 年预算执行法》、《1995 年未安排资金委托事权法》等。

² 美国州及地方政府预算一般分为经常性预算和资本性预算。经常性预算指保障政府部门或某一政府项目政策运转的预算。

³ 指取得或建设重要资本项目，包括土地、建筑物和大型设备等。

规中对州及地方政府举债规模上限进行了约束和限制，其中对于授权债务（包含一般责任债券⁴）除有金额限制外，通常还需要由立法机构或专业委员会及（或）公民投票决定其是否能够通过发行审批，但对于收入债券⁵则限制较少。

从财政收入制度看，各州和地方政府拥有独立的财政权，税收收入和转移支付是州和地方政府财政收入的主要来源。美国实行比较彻底的分税制，各州和地方政府都具有固定的税收来源：州政府财政主要依赖于销售税和州个人所得税；地方政府主要以财产税为主。对于同一税源，各级政府实行分征法⁶征收。

从财政支出制度看，各州和地方政府的财政支出反映了各自的职能：美国各州财政直接一般支出用于公共福利的比例最高，其次为教育，而各地方政府财政支出用于教育的比例最高，在其他公共物品和服务方面支出较为平均。

美国各级政府间财政收支是单向的，州政府和地方政府没有收入上缴义务，同时州政府和地方政府财政收入不足时，可以得到联邦政府和州政府的财政转移支付。

总体看，比较彻底的分税制使州和地方政府基本财政收入来源有法定保障。对举债上限以及对一般责任债券的发行审批限制使州及地方政府举债权及举债规模受到一定程度的制约。但对于地方政府担保的收入债券相对较少的限制使得在未达到举债上限的情况下，地方政府仍存在较大的债务扩张可能性，在财政收入增长乏力、财政赤字不断增加的情况下，不断加重的债务负担或将导致地方政府存在破产的可能。

（四）美国地方政府破产

1978年制定的《美国破产法典》明确规定了地方政府破产的处理办法。该法案适用对象为地方政府，并不包含州政府。

美国地方政府破产本身属于财政破产，仅是地方政府失去清偿债务的能力，并不等于政府职能破产。地方政府破产目的是在地方政府与其债权人协商解决债务问题的同时，为财政窘迫的地方政府提供保护，尽量避免破产对其和民众带来巨大冲击。

关于地方政府破产，须在州政府同意的情况下，由地方政府向法院提出申请，并需提交经债权人书面表决的债务调整方案。如果债务调整方案被债权人最终接受，同时被法院批准，法院将宣告地方政府破产，此时地方政府将脱离破产法的保护并严格按照该方案对债权人履行各项义务。

债务调整方案通常通过延长债务期限、降低本金或利息、再融资获得新的贷款等方式进行。地方政府一般会通过提高房地产税收、出卖公共建筑、关闭部分公共设施等措施增加财政收入和缩减开支以提升偿债能力。

总体看，美国地方政府破产制度实质是一种地方政府债务调整制度。

二、美国市政债的相关概念及风险控制框架体系

（一）相关概念

1. 美国市政债券的定义

美国市政债券是指州政府或者地方政府或者其他合格的发行人向债权人承诺偿还本金并按时支付利息的债权债务凭证。因此，市政债是相对联邦政府债券而言的，其发行主体既包含州政府也包含地方政府。

按偿债资金来源与担保方式的不同，美国市政债券分为一般责任债券和收入债券两大类。一般责任债券以政府征税权和完全信用为担保，还款来源为政府的税收收入，通常用

⁴ 关于一般责任债券的相关概念见第二章第一节中的“美国市政债券的定义”部分。

⁵ 关于收入债券的相关概念见第二章第一节中的“美国市政债券的定义”部分。

⁶ 即对同一税源，联邦、州和地方分别按不同的税率征收。

于没有收益的地方基础设施的建设项目；收入债券通常为某一特定项目融资而发行，如果没有第三方担保，则仅由该项目自身收入或部分特定税收作为偿还来源，多数用于有一定收入的准公共品的建设。由于项目投资收入的未来现金流存在不确定性，故收入债券风险相对高于一般责任债券。

根据美国全国州预算官员协会《2002 年州预算流程》报告，截至 2002 年底，美国 47 个州宪法或法规允许州发行一般责任债券。州及地方政府举债具有自主权，但联邦政府并不为举债提供担保。

除上述两种基本市政债券类型外，按是否征收联邦所得税，市政债可分为免税债券、另类最低税⁷债券和应税债券。

2. 美国市政债的免税特性

1913 年美国《联邦所得税法》中明确规定联邦政府不征收市政债券的利息联邦所得税。1986 年颁布的《税收改革法案》延续了市政债利息免税的基本概念。一般情况下，除一些私营活动债券外，其他市政证券利息免联邦所得税。从各州和地方政府层面看，绝大部分州内和州政府发行的市政债券免征所得税，同时大部分州对本州和本州内发行的市政债券免征地方所得税。根据《美国市政债信用报告》的数据，2012 年发行的美国长期市政债券中，免税债券金额合计占比为 87.79%。

3. 美国市政债的发行目的及资金用途

根据美国证监会 2012 年发布的《市政债券市场报告》的描述，美国市政债券发行目的主要用于公共产品的建设，同时也用于非政府的私人项目（私人部门利用市政债的免税特性，通过该渠道获得低成本资金）。

从实际情况看，美国地方政府发行市政债券所募集的资金主要用于教育、交通、住房、公共设施和社会福利等各方面，而用于基础设施的比例很小。

（二）美国市政债风险控制框架体系

美国市政债的监管机构包括美国证券交易委员会（以下简称 SEC）市场监管部的市政债券办公室（以下简称 OMS）和美国市政证券立法委员会（以下简称 MSRB）。OMS 根据反欺诈条款对市政债券发行进行事后监管，MSRB 负责市政债券规则的制定。

《1933 年证券法案》豁免市政债的相关发行注册要求，但市政债券的发行和交易仍受其中反欺诈条款的约束；《1975 年证券法修正案》将市政债券的经纪商、自营商和承销、交易市政债券的银行纳入监管，拓宽了对市政债券市场的监管范畴。

从信息披露制度情况看，在法律法规层面对市政债的监管，主要体现为 SEC 在《证券交易法》中规定，要求参与规模在 100 万美元以上的市政债承销商在发行前获取并审查发行人的官方陈述⁸，并及时向投资者发布；《多德—弗兰克法案》要求相关审计机构对市政债信息进行调研和审查。

行业自律性指导层面，包括美国市政债券分析师协会等行业自律组织也制定了很多指导信息披露的规范性文件，并已成为市政债信息披露的行业标准。

整体看，美国市政债券采取宽松的联邦政府准入机制；以 OMS、MSRB 和自律组织构成的市政债监管体系对于市政债参与各方的监管法规日趋完善，对于发行人信息披露要求日趋严格。

⁷ 另类最低税是和传统税制平行运行的一个更广义的税收系统，用来保证所有纳税人至少会缴纳最低金额的税收，纳税人需按两系统计算应纳税额的较高值缴纳税收。

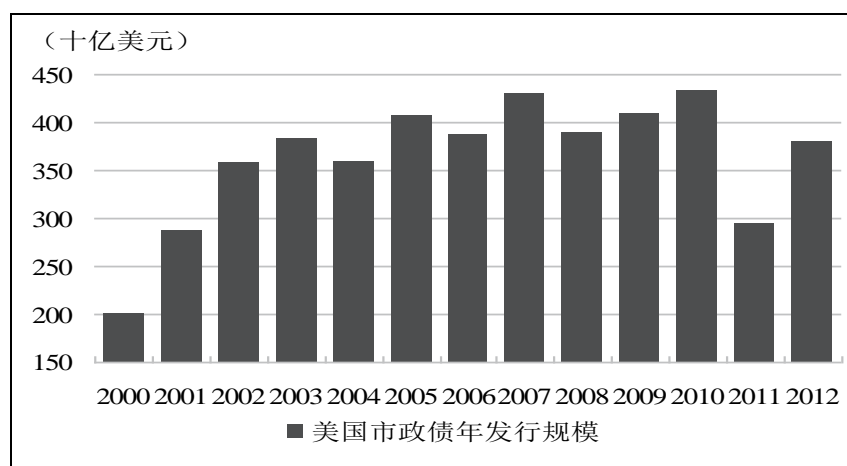
⁸ 该官方陈述包括发行价格、发行利率、出售补偿、总发行量、到期日、所有与竞标发行相关的条款、评级以及承销商的身份等要素。

三、美国市政债的发行情况

（一）发行规模有所波动，整体呈上行态势，发行规模占全部发行债券和存续债券的比重偏低，二级市场流动性较强

2000-2007 年，美国市政债券市场发展较快；受金融危机影响，2008 年美国市政债发行规模有所下滑；为降低地方政府的融资成本，增强融资能力，2009 年起 BAB⁹发行量的增长带动美国市政债年发行规模持续上升；2011 年，受预算压力和财政紧缩影响以及 BAB 的停止发行制约，市政债发行量明显缩减，但 2012 年市政债发行规模快速回升，并已接近 2008 年水平。

根据 SIFMA 统计数据，2012 年美国市政债券发行规模达到 3789 亿美元，占 2012 年美国债券市场发行总额的比重仅为 5.43%；截至 2012 年底存续市政债券规模达到 3.71 万亿美元，占美国存续债券总额的比重为 9.73%。



数据来源：SIFMA 联合资信整理

图 1 美国市政债年发行规模

相比市政债一级市场的年发行规模，其二级市场年度交易规模较大，交易宗数较高，整体交易活跃。

（二）发行主体权限广泛、平均单笔发行规模较小，以长期债券和收入债券为主，投资群体分散

在美国 8.9 万个地方政府中已发市政债券的约有 5.5 万个，但多数州政府及地方政府机构发行规模较小。根据《市政债券市场报告》，2011 年，美国市政债券发行者家数 13463 个，发行规模约 2947 亿美元，平均单笔发行金额仅为 2189 万美元。

因市政债券发行通常与特定建设项目相关，故美国市政债券发行以长期债券为主。根据 SIFMA 发布的《2012 年四季度美国市政债信用报告》的统计，截至 2012 年底，存续市政债中长期债券占比达到 94.69%；按偿债资金来源分，收入债券占比达到 69.42%。

从市政债投资者看，美国市政债券的投资群体通常包括个人投资者、债券基金、商业银行和保险公司等。

⁹建设美国国债 (BAB) 为应税市政债券，由 2009 年 2 月 17 日签署的《美国经济复苏和再投资法》第 1531 款引入，并授权州和地方政府在 2009 及 2010 年间发行。

（三）金融危机后市政债年化违约数量显著上升，市政债相比公司债整体违约率低、回收率高，但单只市政债券回收率波动大

美国市政债债券的违约率与宏观经济波动、债券类型、最终责任人是政府还是非政府和是否评级相关性较高。

①根据穆迪的《1970-2012 美国市政债违约和回收》^①报告，2008-2012 年，穆迪评级的美国市政债年化违约数为 4.6 例，相比 1970-2007 年间 1.3 例的年化违约数显著上升；

②1970-2012 年间穆迪评级的市政债整体平均回收率（60%）高于其评级的公司债券的平均回收率（49%），但单只市政债的回收率波动大（2%-100%）；

③从历史情况看，市政债市场超过 70%的违约来自于医疗、住房和工业发展类的收入债券；

④20 世纪 90 年代无评级的市政债券违约数占全部市政债违约总数的 85%。

四、美国市政债信用评级情况

美国市政债的发行并未要求强制评级，因此，对于未达到投资级、发行规模太小不适宜承担评级费用、私募发行等市政债券存在未评级的情况。2008 年金融危机造成美国市政债违约率大幅攀升，为提升市政债的认可度，金融危机之后进行信用评级的市政债比例大幅提升。根据 SIFMA2007 年和 2011 年《美国市政债信用报告》的数据，2011 年当年发行的未经三大评级机构评级的市政债券期数占当年市政债券发行总数的比值由 2007 年的 36.31%降至 18.58%。

从三大评级机构对美国各州一般责任市政债券信用评级情况看，根据彭博的数据统计，截至 2013 年 9 月 27 日，穆迪和惠誉所评各州一般责任债券信用等级均未高于其各自评定的美国国债信用等级；但标普所评 9 个州的一般责任债券信用等级（同主体信用等级）高于美国国家主权级别，主要是考虑到这些州财政更加独立，在压力下具有比国家主权维持更强的信用能力。同时，标普认为行政体制框架、财政灵活性和独立的财政管理有效限制了主权信用的负面影响^②。

（一）三大评级机构关于美国州政府、地方政府及其发行的一般责任债券评级方法

标普和穆迪的州政府、地方政府评级方法为主体评级和一般责任债券评级，而惠誉的评级方法适用于一般责任债券、特殊税收支持债券和拨款支持债券的评级。

关于美国州政府的信用评级，穆迪的州政府评级思路主要基于经济、治理、财政和债务 4 要素，同时考虑 4 要素的其他方面以及附加要素，用定性和定量相结合的方法确定州政府主体信用等级和州一般责任债券信用等级^③。标普的州政府评级¹⁰主要基于治理架构、财务管理、经济、预算执行、债务和负债组合 5 方面要素，同时考虑联邦政府支持、州政府偿债意愿等，以最终确定州政府的信用等级^④。惠誉关于州政府市政债券的评级方法主要基于债务和其他长期负债、经济、财政和管理四大要素，同时考虑要素的发展趋势以及要素间的相互作用，最终确定美国州政府债券信用等级^⑤。

从三大评级机构对美国地方政府的评级思路看，标普主要基于政府行政体制、经济实力、财务管理、预算灵活性、预算表现、流动性、债务及或有负债 7 方面要素，同时考虑一些积极因素（包括高收入水平、持续的高政府基金余额等）和限制性因素（包括流动性差、管理水平差及缺乏偿债意愿等），获得地方政府主体和一般责任债券最终级别^⑥；穆迪主要基于政府经济实力、财政实力、管理和治理以及债务状况 4 要素确定地方政府主体和

¹⁰ 标普最新的州评级方法未明确说明该方法适用于一般责任债券评级，但根据该最新评级方法与标普于 2006 年 10 月 12 日发布的“GO Debt”报告的关联关系，认定标普州评级方法等同于一般责任债券评级方法。

一般责任债券级别^⑦；惠誉主要基于经济和税基、财政、管理、行政和法律以及债务要素，同时考虑要素的发展趋势以及要素间的相互作用，最终确定美国地方政府债券的信用等级^⑧。

（二）收入债券评级方法

由于未担保的收入债券主要靠项目自身收入作为偿债来源，因此收入债券评级方法类似于工商企业评级。标普在对收入债券的评级主要考虑行业竞争性及需求要素、财务要素、管理及运营要素和相关文件支持。惠誉的收入债券评级主要考虑治理与管理要素、财务要素、债务状况和运营要素和所有权因素。

五、总结和建议

（一）总结

美国为联邦制国家，州及地方政府在联邦宪法和州宪法的框架下高度自治。州政府和地方政府具有独立的财权和举债自主权，目前市政债已成为美国州及地方政府公共服务设施建设的主要资金来源，且联邦政府不为市政债券提供担保。

市政债券分为一般责任债券和收入债券两大类，其中以项目投资收入的未来现金流作为偿债来源的收入债券发行规模大，占比高。

根据法律，美国州政府不能破产，仅地方政府可以破产，但仅指财政破产，政府职能仍存在。允许地方政府的破产是为了加强地方政府自身财政收支的管理。进行地方政府破产的实质就是对地方政府债务进行重组。

目前美国对于市政债已形成以法律法规为基础，以信息披露为核心，以举债权和规模控制、信用评级、信用增级为手段的风险控制框架体系。

美国市政债券因具有免税特性而具有较大的吸引力，并呈现发行主体广泛、单笔发行规模较小、以长期债券和收入债券为主、投资群体分散、二级市场流动性较强等特征，其风险高于美国国债，低于公司债券。金融危机后美国市政债年化违约数显著上升，但相比公司债整体违约率低、回收率高。

从市政债券的评级思路看，三大评级机构对于州及地方政府主体和一般责任债券的评级均关注州和地方政府的个体信用质量，并将经济、财政、管理和债务等列为关键要素。由于未担保的收入债券主要靠项目自身收入作为偿债来源，因此对收入债券的评级类似于工商企业评级。

（二）建议

借鉴美国市政债券的发展经验，中国地方政府债应从以下四方面入手，逐步完善我国地方政府债券的体系架构。

1. 明确地方政府的举债权，深化分税制改革，合理匹配地方政府的事权与财权

在城市化进程稳步推进、同时地方政府主要承担地方建设任务的背景下，我国应在相关法律中明确地方政府的举债权利；目前，我国“城市建设支出归地方、主要财政收入归中央”的现实已造成地方政府收支长期失衡。因此建议我国进一步深化分税制改革，使地方政府的财权与事权相匹配。

2. 建立地方政府独立承担债务责任制度、债务预警机制和预算约束机制，并明确地方政府债券资金用途

根据美国经验，联邦政府不承担市政债的最终还款人责任。同样，若我国地方政府独立发行债券，也应建立地方政府独立承担还款责任的基本制度，中央政府隐性担保应去除。这样才能有效约束地方政府的发债冲动和发债规模，地方政府才会主动加强自我约束和风险

管控。

在预警方面，可设立债务余额与财政收入的比重为地方政府债务标准，合理控制债务水平；在预算约束方面，应建立地方人大甚至地方人民公投的方式确定地方政府债务上限或规模的制度。同时，地方政府应加强主动性的预算约束，合理控制赤字规模。

对于我国地方政府债券的资金用途，可效仿美国经验，主要用于教育、交通、住房等方面，减少用于基础设施的比例。对于有收入来源的地方政府债券应明确为收入债券甚至明确分类为普通公司债。

3. 建立地方政府债务违约处置机制

当地方政府债务发生违约时，违约处置机制可以有效解决地方政府与债权人的债务纠纷。建议以与债权人沟通协商为前提，建立我国地方政府债务重组制度，以确定偿还债务的额度、期限和偿债方式等内容。

目前我国并不允许地方政府破产或者说没有地方政府破产的制度。若未来中国法律允许地方政府破产，将对从制度层面约束地方政府的举债行为发挥决定性作用。

4. 建立中国地方政府债券的风险防范机制

基于美国的发展经验，在地方政府破产机制下，为防范中国地方政府债风险，还应建立举债规模审批、信息披露、信用评级和信用增进等制度或机制。

（1）应明确地方人大为最终审批人，拥有地方政府举债规模的最终审批权限。

（2）建立地方政府债券信息披露制度

债券信息披露制度是市场化融资的核心。我国地方政府债在发行时应按规定披露政府财政收支状况、偿债能力、募集资金用途等必要信息；在存续期内，应定期向投资者披露最新财政状况、投资项目进展情况、未来现金流等信息。

（3）建立地方政府债信用评级制度、完善市场化的信用增进措施

国内信用评级机构可借鉴美国三大评级机构的市政债分析思路和方法，并结合我国的实际情况，尽快建立中国地方政府债信用评级体系和方法。

增信机构在地方政府债券的发行、风险定价、风险防范等方面可以发挥重要的作用，并通过信用担保可有效提升地方政府债券的信用水平、降低发行成本。通过信用评级机构、增信机构等金融中介机构的参与，可有效地对地方政府债务融资进行市场监督和约束。

-
- ^① 《US Municipal Bond Defaults and Recoveries,1970-2012》 Moody's Investors Services 7-May-2013.
- ^② 《State And Local Government Ratings Are Not Directly Constrained By That Of The US Sovereign》 Standard&Poor's Ratings Services 08-Aug-2011.
- ^③ 《US State Rating Methodology》 Moody's Investors Services 17-Apr-2013.
- ^④ 《US State Ratings Methodology》 Standard&Poor's Ratings Services 3-Jan-2011.
- ^⑤ 《US State Government Tax-Supported Rating Criteria》 FitchRatings 14-Aug-20 12.
- ^⑥ 《Obligation Ratings: Methodology And Assumptions》 Standard&Poor's Ratings Services 12-Sep-2013.
- ^⑦ 《General Obligation Bonds Issued By US Local Governments》 Moody's Investors Services 19-Apr-2013.
- ^⑧ 《US Local Government Tax-Supported Rating Criteria》 FitchRatings 14-Aug-20 12.