

□ 林好常

## 论我国市政债券市场的建立和发展

在美国,地方政府债券发行的目的主要是筹集基础设施的资金和公益设施的资金。因此,地方政府债券也称为市政债券。根据1995年1月1日起施行的《中华人民共和国预算法》第二十八条的规定:“地方各级预算按照量入为出,收支平衡的原则编制,不列赤字”。这就从预算编制原则上制止了各级财政发生赤字,从而杜绝了为弥补地方财政赤字而发行地方债券的可能性。该法还规定:“除法律和国务院另有规定外,地方政府不得发行地方政府债券。”这也表明地方政府无权自行发行地方债券。

虽然我国地方政府目前仍受《预算法》的限制,不能发行地方政府债券,但有些地区已作了有益的尝试,如江苏省徐州曾发行的地方债券、上海市城市建设投资开发总公司发行的“市政建设债券”(这些债券本质上是市政债券,但在我国,这些债券被划为企业债)。但总体来说,这些都仅停留在少数地区的试点上,离市政债券市场还有很大距离。发达国家的资本市场由股票市场、债券市场和长期抵押市场三足鼎立,而债券市场则由国债、公司债和市政债券构成。我国资本市场是在改革开放过程中逐步形成和发展起来的,除了起点低外,在结构上也有较大欠缺,其中一个重要的欠缺就是市政债券市场的建设至今尚未列入议事日程。笔者认为,随着我国产业结构的调整,税收体制的改革,资本市场的深化,发展和培育市政债券市场已势在必行。

### 一、世界市政债券市场简介

市政债券市场在一国资本市场中的重要性取决于以国土面积表示的国家规模的大小,两者具有正相关关系。这是因为,国土面积大的国家在经济发展中需要对交通运输、港口码头、信息传播等基础设施产业作更多的投资,而这样巨大的投资不可能全额由中央政府承担,所以地方政府的市政债券市场往往在大国中发展得较成熟,而小国则相对滞后。

美国是一个实行联邦制的国家,实行联邦制的三级预算管理制度,即联邦预算、州预算和地方政府预算。各级预算独立编制,上级预算不包括下级预算,因而美国地方债券不仅包括州、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。美国地方债券的种类繁多,目前发行的有150多万种,发行单位有4万多个。美国市政债券的利息收入免税,投资者的实际收益水平被提高,因而对公众的吸引力很大。地方债券的投资者主要为商业银行、财产和灾害保险公司及个人。商业银行是地方债券的最大投资者,其投资额占地方债券总额的40%左右。在美国,每周都有大量市政债券面市。州或地方政府可以通过向投资大众公开发售或向一小组投资者私募的方法来出售它新发行的证券。市政债券由市政债券自营商

支持的柜台市场在全国范围内交易。在监管方面,国会已特别批准市政债券免受1933年《证券法》之注册要求及1934年《证券交易法》之定期报告要求的管辖,但反欺诈条款适用于市政债券的发售和交易,国会在1975年通过的证券交易法修正案拓宽了对市政债券市场的联邦监管范畴,而在1981年,证交会正式批准了首例债券披露法规,从而加强了对市政债券市场的管理。

英国由于原始资本积累较多,大企业资本雄厚,并且政府可以从国际市场上获得大量资金,所以英国市政债券发展缓慢。英国的市政债券市场有两大特点:(1)发行对象自由化。任何地方当局需要筹措长期资金,均可向伦敦证交所申请准许其利用发行市场向投资大众发行新债券。(2)发行额度控制。地方当局发行债券的额度由英格兰银行负责控制。

德国的金融体系管制较为严格,因而其市政债券发行也较为严格。在德国,发行市政债券的主要是抵押银行和政府信贷机构。市政债券必须满足严格的保险规定,即未清偿债券额必须用至少是等值的,且至少产生等收益的公共债务贷款所保险,立法机构对于用作保险的抵押贷款的长期价值也有严格规定,这些严格的法律规定使得市政债券成为很安全的投资工具。

日本虽然国土面积不大,但市政债券发行却始于明治初年,有很长的历史。近年来,随着日本地方财政规模逐年扩大,发行地方债券已成为维系地方财政、扩大地方财源的重要手段。为了防止各地方政府滥发市政债券,日本政府对地方发行债券实行严格的审批制度。并且规定,除在东京都发行的市政债券可以在证交所上市外,其他地方政府发行的债券,均不能在交易所上市,只许在证券公司的柜台上进行交易。

## 二、发展我国市政债券市场的必要性

当前,我国引入市政债券并促进该市场的发展已显得特别重要。

首先,市政债券市场的发展有助于减轻中央政府的财政负担,缓解我国当前经济发展中资金严重不足的困难。我国的经济是典型的二元结构,为了实现农村城市化、加强城市基础设施建设、保持适度经济增长的目标,一个难题就是资金严重短缺。东南亚金融危机已经告诉我们,大国经济发展必须要把重心转向国内资金。在我国资本市场发育还不完善,融资工具单一的前提下,允许有条件的地方政府发行市政债券,承担起本地区基础设施建设和某些制度建设(国有企业重组中债务负担和社会负担的转移),可以更有效地推进改革和经济发展的进程。另外,我国民居储蓄量很大,但却由于投融资机制僵化,使这一资金利用效率低下,而发行市政债券却能很好地利用这一笔巨额资金。因此,发展我国市政债券市场既能减轻中央财政负担,又能缓解我国经济发展中资金不足的矛盾。

其次,发展市政债券市场也是资本市场自身发展的客观需求。目前,间接融资渠道动员储蓄和配置资金效率不高,存款利率的多次下降已使存款等储蓄工具越来越失去对持币者的吸引力,而股票市场不规范的运作和过高的风险也使许多持币者裹足不前。虽然国债对持币者是一种安全可靠的投资工具,但限于中央政府的财政实力,其发行的规模是有限的。在国债发行规模扩充空间不大的情况下,发展地方债券(市政债券)将在不加大中央财政的债务依存度的前提下,使国民应债能力得到充分释放,这对于减轻巨额国债发行压力,充分挖掘国债的经济功能是非常有意义的。当然,市政债券的发行会提高国家财政债务依存度,但考虑到我国近几年的这一指标尚在20%左右较低位的情况(若考虑我国隐性财政,该指标会更低),适当发行市政债券是可以接受的。另外,市政债券的种类多种多样,投资者可以把其与公司债券、国债进

行组合投资,这样将会极大地丰富我国资本市场的投资品种,也能进一步增加国债、公司债的吸引力。故开辟市政债券市场无疑是今后资本市场发展的重要方向,也是资本市场功能开发的实质内容。

再次,市政债券市场的发展有助于克服利用外资的本币化倾向。近年来,不少地方政府利用外资来开发土地和建设基础设施。由于土地开发和基础设施建设所使用的资源大都是本国的,利用外资来从事这些活动,实际上已违背了利用外资的初衷。引进外资的经济意义不是引进外国的“钱”,而是通过引进对外国产品和资源的购买力,从而引进国外的产品、设备、原材料和技术等短缺资源。这在国际收支帐户上表现为资本项目下的净流入和贸易项目下的净支出即实际产品和资源的净进口。但运用外资来进行土地开发的基础设施建设,尤其是公路、桥梁、铁路等基础设施建设时,它们实际使用的资源大都是国内的,这类项目中的外资只是一种筹资手段,外资所起的作用与用本国货币的作用是完全相同的,因此我们说这是外资的本币化。外资本币化从宏观上来认识其危害是很显然的,因为使用外资与使用本国货币相比,隐含更大的社会成本,如外资本币化将造成国家外汇储备的大幅度增加,若外汇储备的增长超过外汇需求的增长速度,国家持有大量外汇储备机会成本会递增,而发展市政债券市场可以从根本上消除利用外资的本币化倾向,以便提高我国利用外资的效率。

### 三、发展我国市政债券市场的可行性

我国市政债券市场的建设为何至今未提上议事日程?这是因为政府在发展市政债券市场的问题上有三大忧虑:一是地方政府发行市政债券可能会导致货币的宏观失控;二是地方政府的债务清偿能力得不到保证;三是引起资金在地区间的流动并导致地区发展差距的扩大。因此,以上三大问题如能得到妥善解决,那么发展市政债券市场的政策障碍就可消除了。

#### 1. 发展市政债券市场与货币宏观调控的关系

市政债券的发行,将由于地方政府的发展冲动,商业银行等金融机构的参与从而增加了货币供给渠道,而有可能导致我国货币的宏观失控。笔者认为,只要政策得当,在当前的经济条件下,完全可以避免出现这种局面。首先,控制市政债券发行主体的发行冲动。市政债券的发行必须经过严格的审批制度,只允许符合条件的地区才可发行,切忌一哄而起。为避免市政债券的过度发行而引起货币宏观失控,我们可以借鉴英国的做法,由央行对地方债券进行额度控制,以起到总量控制、协调分配的作用。其次,我国已初步具有对市政债券的调控能力。在国外,央行通过在债券市场上公开买卖各种政府证券如国库券、地方债券以控制货币量。1996年4月,中国人民银行也正式开展公开市场业务。随着我国公开市场业务的开展,将使央行的货币调控能力进一步加强。

#### 2. 地方政府的资信与债务清偿能力

发行债券的地方政府同样会出现无力偿债的问题。针对这一问题,我们可通过采取如下措施加以防范:(1)发行债券的地方政府必须具备以下一些基本条件:本地国民经济发展水平较高,人均国民收入达到一定标准;地方具有一定的财政实力;地方政府项目投资的收益率达到一定水平;地方政府具有较强的管理经济的综合能力;地方政府官员廉洁奉公,具有很高的政治素质和社会责任心。(2)在品种选择上,我们可以首先发行中、短期市政债券;也可以参照德国的做法,即市政债券发行必须是满足严格的保险规定的品种;对于那些税收来源丰富的地方政府可考虑发行一般责任债券(以发行人的无限征税能力为保证)。(3)在对市政债券市场的监

