

江苏城镇化建设中的市政债体系研究^①

刘志彪¹，周学东²，吴先满¹，李文森²

(1. 江苏省社会科学院，江苏南京 2100132. 中国人民银行南京分行，江苏南京 210004)

【摘要】积极稳妥推进新型城镇化是江苏经济全面深化改革发展的重要方向。推进新型城镇化不可避免地要开展大规模的基础设施建设等，需要大量的建设资金，内在地要求城市建设投融资体制机制与方式的改革创新。现有的城市建设投融资遇到很多矛盾与问题，不适应新型城镇化发展的要求，亟待调整梳理与改革创新，一个重要的改革创新就是试点开发市政债券。江苏试点开发市政债，需要渐次推进，需要进行系统的研究设计与论证，需要解决包括市政债的发行、资金使用、债券偿还、债券管理与保障配套条件等问题。

【关键词】市政债券;新型城镇化;江苏经济

【中图分类号】F292

【文献标识码】A

【文章编号】1673-5420(2014)01-0013-10

为积极响应中央关于城镇化建设的总体规划，研究和探索新一轮城镇化建设中融资的新模式和新途径，江苏省金融创新与发展研究基地将市政债体系研究作为 2013 年度重点研究课题，课题组成员在赴南京、苏州、无锡等市实地调研的基础上，深入进行研究分析，形成了课题研究报告。报告从市政债背景、市政债的必要性、城镇化融资的国际经验、市政债运行机制设计等方面对市政债体系进行了全面研究论证。

一、市政债背景

2010 年底，国家发改委开始会同财政部、国土资源部、住房城乡建设部等 14 个部门启动城镇化规划编制工作。随后，“城镇化建设”被写入党的十八大报告，和新型工业化、信息化、农业现代化一起，成为未来中国发展的方向。2012 年 12 月中央经济工作会议指出，城镇化是中国现代化建设的历史任务，也是扩大内需的最大潜力所在，要积极引导城镇化健康发展。2013 年年底江苏城镇化率已达 64.1%，明显高于 53.73% 的全国平均水平，涌现大量富有特色的以产业带动城镇化的新型小城镇，如：积极引导社会资金参与建设的新桥，积极发展家庭农场的凤凰，“国际慢城”桤溪，红色旅游黄桥，“不锈钢之乡”戴南等等。但对照江苏的人均 GDP，我们的城镇化水平仍然偏低，城镇化质量偏低。习近平总书记在参加十二届全国人大一次会议江苏代表团审议时，向江苏提出新一轮城镇化的建设目标，指出要积极稳妥推进城镇化，推动城镇化向质量提升转变，做到工业化和城

收稿日期:2014-01-06

作者简介:刘志彪，江苏省社会科学院党委书记、院长、博士生导师，南京大学教育部长江学者特聘经济学教授，研究方向为产业经济与发展战略。

周学东，中国人民银行南京分行行长，国家外汇管理局江苏省分局局长，研究方向为金融理论与政策。

吴先满，江苏省社会科学院院长助理、经济学部主任、研究员、博士生导师，江苏省有突出贡献中青年专家，研究方向为社会主义经济与金融。

李文森，中国人民银行南京分行副行长，研究方向为金融理论与货币政策。

①本文系江苏省社会科学院与中国人民银行南京分行合作创办江苏金融创新与发展研究基地 2013 年同名重点课题的研究成果。参与本文调查、讨论和写作的同志还有：江苏省社会科学院的蒋昭乙、肖平；中国人民银行南京分行的刘念、周源、姜子叶、彭恒文。

镇化良性互动、城镇化和农业现代化相互协调。

回顾历史,江苏城镇化的进程大致分为三个阶段。第一阶段:上世纪 80 年代至 90 年代初,江苏部分地区乡镇企业崛起,实现了百万农民的非农化转移,创造了“小城镇、大发展”的苏南模式,逐步形成大中小城市相匹配、农民逐步转化为市民、城乡协调发展的城镇体系。

第二阶段:上世纪 90 年代至新世纪前 10 年,开放型经济推动了城镇化步伐加快,开发区建设和外向型经济带动大中城市发展,江苏城镇化率以每年平均提高 2 至 3 个百分点的速度增长。

第三个阶段:未来的 20 年,是江苏城镇化新的发展阶段,需努力推动农民市民化,《江苏省城镇体系规划(2012—2030)》提出了“协调推进城市化、区域发展差别化、建设模式集约化、城乡发展一体化”的新型城镇化道路。江苏新一轮城镇化建设的主要任务应该是提高城镇化的质量,重点是推进大中小城市、小城镇群和新型农村结构合理、协调发展。

展望未来,据媒体报道,《国家新型城镇化规划》即将推出,国家发改委主导的相关规划初稿中即估算,城镇化“未来十年将拉动 40 万亿元投资”。如此大量资金的投入、使用和管理涉及各方面的金融需求,新一轮城镇化建设阶段的金融需求主要包括:个人金融需求、企业金融需求、政府金融需求这三个方面。

从政府金融需求来分析,政府是新一轮城镇化建设的推动者和执行者,为实现高质量的新一轮城镇化建设,政府的资金需求涵盖大中城市、小城镇群、新型农村建设。我们认为,大中城市新一轮城镇化建设中,政府的职能和资金需求集中在治理交通拥堵、环境污染等生态建设问题,防治“城市病”,解决农业转移人口的市民化等相关工作上;小城镇群建设中政府职能和资金需求应体现在提升产业承载能力,积极吸纳农业转移人口,促进就业,提供全面的配套基础设施,提高小城镇基本公共服务能力等方面;新型农村建设中政府职能和资金需求主要体现在,促进农业现代化,切实保障农民利益,提高农民保障水平。

大中城市、小城镇群、新型农村三方面建设的政府金融需求角度和重点各不相同,生态环境建设、促进劳动力转移、基础设施建设、民生工程等主要方面各有侧重,但他们都具有资金需求量大,无法仅依靠财政支撑的特征。城镇化建设的项目可分为完全公益性项目、部分经营性项目、经营性项目,但其中能产生收益的经营和部分经营性项目较少,大多是教育、医疗、基本服务均等化等公益性项目,建设周期长、收益回报低,即便是经营和部分经营性项目也很难实现盈利。现有金融体系中很少有金融机构能为之提供足够资金支持。在这样的背景下,需要进一步拓宽融资渠道,试行地方政府自主发债。

二、开发市政债的必要性

1. 江苏可用财力增长相对偏慢,经济建设筹资压力增加

分税制改革以来江苏财税对中央贡献多留存少,首先,江苏省对全国财政贡献呈上升趋势。(1)从纵向比较来看,江苏省财政收入占全国财政收入的比重从 1994 年 5.62%上升至 2011 年的 8.66%,同期江苏省上缴中央占中央财政收入比重从 5.39%上升至 7.52%;(2)从横向比较来看,地方财政收支占比一升一降,江苏创造的财富更多贡献给了中央和其他地区,1994 年地方财政收支占比分别为 5.91%、4.87%,2011 年地方财政收支占比分别为 9.77%、6.62%,财政收支占比差距从 1.04 个百分点扩大到了 3.15 个百分点。

其次,全国税收约有 1/10 源于江苏,江苏所创造的税收总量中约有六成被中央抽走,江苏对全国税收贡献颇丰。2005—2011 年,江苏税收总收入占全国税收收入的比重均值约为 9.27%,税收被中央抽成比例平均值为 56.71%。

再者,中央对江苏的补助并不多,与江苏对中央财税贡献并不匹配。1995—2010 年江苏从中央获得的补助收入占中央补助

支出总额的比重从 6.44% 下降至 3.07%;2010 年,中央财政对地方税收返还和转移支付补助为 32341 亿元,相当于全国地方财政支出的 43.8%,而中央补助收入与江苏地方财政支出之比仅为 20.2%,不到全国平均水平的 1/2。

由于江苏财税对中央贡献多留存少,地方可用财力增长相对偏慢,经济建设筹资压力增加。根据财政部口径数据,2006—2011 年,全国地方可用财力从 26282.9 亿元增长至 75059.5 亿元,年均增速达 24.95%;同期,江苏地方可用财力年均增速仅为 23.85%,不仅低于全国平均水平,也低于中部地区(27.8%)和西部地区(28.65%)。

2. 江苏省城镇化进程需要大量资金,现有融资渠道受到严重约束

国务院发展研究中心曾经做过测算,每增加一个城市人口,按照 2002 年的价格水平需要投资 9 万元。根据《江苏省“十二五”人口发展规划》,预计 2015 年末江苏省人口总量将达 8200 万人,城市化率将达 63%,据此计算“十二五”期间江苏省城市人口将增加 397.18 万人,则城镇化所需投入的资金为 4934.79 亿元(按 2010 年价格折算),每年约需要投入 986.96 亿元。而 2010 年江苏省财政一般预算收入为 4079.86 亿元,城镇化所需要投入的资金占比为 24.19%,如果加上教育、医疗、社保等方面的投入,城镇化所需要的资金更多。

城镇化的资金来源除了税收收入,地方政府还会通过其他渠道筹资,主要的途径有二:(1)国有土地使用权出让金和国有土地收益金,2011 年在全省基金收入中占比分别为 87.26%、4.03%;(2)通过平台公司融资,如发行企业债券。这些渠道为地方政府推进经济建设起到了重要作用,但随着形势的发展,这些渠道受到了严重约束。

首先,“土地财政”推高了房价,不利于国民经济健康发展,随着 2010 年以来的房地产市场调控的推进,“土地财政”将难以为继,2012 年 1—11 月全国 130 个主要城市土地市场总土地出让金为 1.18 万亿元,同比降幅达 30%。其次,为有效防范财政金融风险,随着 2010 年以来对融资平台公司的清理规范工作的不断推进,融资平台越来越难以从银行获得信贷资金,而有些平台信贷资金在融资总量中占比为 70%。另外,根据媒体报道,2012 年国家发改委对于监管类平台原则上不再审批其发债申请,监测类平台则可继续发债,而在 2013 年 5 月 16 日下发核查通知要求,今后凡新报送企业发债申请均须将自查、核查有关情况逐项作出说明,说明文件与申报文件一并报送,此轮清查风暴导致大部分融资平台公司的发债申请被压下。

3. 苏南现代化需要市政债券支持

经国务院同意,国家发改委 2013 年 4 月 25 日正式印发《苏南现代化建设示范区规划》,标志着中国第一个以现代化建设为主题的区域规划正式颁布实施。现代化与城镇化密不可分,《苏南现代化建设示范区规划》明确提出要提升基础设施保障能力,其中在完善综合交通运输体系方面,主要内容有三:

一是优化现代交通网络,包括轨道交通航道、机场及公路网;二是提升综合交通枢纽功能,包括南京龙潭港区集装箱码头和铁水联运系统、南京长江航运物流中心沿江港口整合和功能升级、京杭运河苏南段集装箱运输码头建设;三是完善公共交通服务设施,包括中心城市大型综合客运枢纽建设以及城市换乘中心、县城客运站、乡镇公交站点建设。

以上提升基础设施保障能力的几方面内容恰好是市政债券所需要支持的重点,也是城镇化过程中公共投资的重要组成部分,而基础设施资金需求庞大且建设周期较长,单靠一个城市的年度财政收入往往是无法支撑的,需要开辟更为科学合理的融资渠道。例如,根据规划,苏州市“十二五”期间计划完成市政(基础设施投资)5500 亿元,年均完成 1100 亿元,而 2012 年苏州地方财政预算收入只有 1200 亿元。随着苏南地区现代化建设的加快推进及城镇化程度的稳步提高,苏南各市通过市政债筹措建设资金,优化融资结构,降低融资成本的意愿强烈且需求较大。

4. 与融资平台、目前的地方政府发债试点

相比，市政债具有多种优势当前，对于融资平台等地方政府债务的主要担忧在于财政套取银行信贷资金、负债规模控制这两方面，而市政债恰恰能解决这两方面的难题，并可增加投资渠道，降低融资成本。

一是市政债能避免财政风险转化为金融风险。倘若不允许地方政府自行发债，地方政府有可能通过融资平台进行融资，利用融资平台套取银行信贷资金，财政风险有可能转化为金融风险。通过推行市政债，能在财政风险和金融风险之间加入一道防火墙，有助于维护金融稳定。

二是市政债具有较强的偿债责任机制。与平台融资、银行贷款等筹资方式相比，市政债是在金融市场上的公开融资行为，需要履行信息披露、信用评级等手续，法律法规对市政债的规模有很好的控制，公众和立法机构又能对市政债发行问责监督，要对方案的可行性和细节问题进行讨论，因此市政债具有较强的偿债责任机制，违约率较低。

三是市政债能起到拓宽投资渠道的目的。近年来，中国存在着高储蓄率的现象，这与投资渠道缺乏不无关系，推行市政债券能起到增加投资工具的作用。

四是市政债在融资成本方面应该具有优势。从融资成本来看，主体级别较高、资质较优的城镇化项目债券融资成本一般在基准贷款利率左右，如果运作良好，市政债的融资成本也可能低于基准贷款利率。而融资租赁、BT 和违规集资等其他融资方式筹资成本普遍高于同期银行贷款利率，如 BT 融资年利率最高达 20%、集资年利率最高达 17.5%。从 2011 年两省两市自行发债招标利率来看，上海市、广东省、浙江省、深圳市地方债五年期招标利率分别为 3.3%、3.29%、3.24%、3.25%，而同期金融机构五年期人民币贷款基准利率为 6.90%。可以预见，若市政债成功发行，应该能够降低城镇化融资成本。

5. 市政债券是解决地方政府债务问题、化解银行信贷风险的现实选择

虽然《预算法》禁止地方政府举债，但地方政府仍然通过平台公司等举债度日，虽然历经清理，但债务规模仍居高不下。根据审计署 2013 年第 24 号公告，截至 2012 年底，36 个地方政府本级政府性债务为 38475.81 亿元，比 2010 年增长 12.94%，其中银行贷款占比为 78.07%；36 个地方政府本级中，有 10 个地区 2012 年政府负有偿还责任的债务率超过 100%，如果加上政府负有担保责任的债务，有 16 个地区债务率超过 100%。数据显示很有必要解决地方政府债务问题、化解银行信贷风险，市政债券是“开前门、堵后门”的可选途径之一，促使地方政府隐性负债显性化、显性负债合法化，有利于对地方政府债务进行合理疏导和监督管理；市政债券也赋予了金融机构买或不买的权利，即使金融机构选择购买，投资者的增加也有助于分散风险，能改变基础设施建设融资风险过度集中于金融业的现有局面。

三、城镇化融资的国际经验

国际上，市政债券成熟的国家一般上拥有较为发达的金融市场。从市场规模来看，市政债券或地方债券发行量最大的国家是美国和日本，而后是加拿大等国。1990 年以来，美国的市政债余额占 GDP 的 15%~20%，约占美国全部债务的 6%左右。欧洲金融体系以银行为主导，地方政府融资以有组织的市政银行为主，较少发行市政债。本部分研究具有代表性的是美国市政债券和日本地方公债制度。

1. 美国的市政债券——分权制国家地方债券融资制度的典型代表

地方政府融资采取市政债券模式的国家主要有美国、加拿大等，其中以美国的市政债券制度最为典型。美国市政债券是以政府的信用作为担保，由州和地方政府以及它们的代理机构和授权机构发行的债券。大多数的地方政府和地方政府代理机构都通过市政债券进行融资。除了少数大规模发行者外，大部分地方政府机构属于小规模的发行人。通常情况下，政府机构在组建过程中，就通过立法对发行债券的权力给予了明确的界定，对债券发行规模也有一定限制。美国的市政债券项目涵盖了教育、

交通、公用事业、福利事业、产业补贴以及其他项目。具体来说，既包括机场、港口、高速公路网、电力系统、供水或排污系统、公立学校、公园和旅游景点以及为低收入家庭提供的补贴住宅等，也包括医院、会议中心、废品和污染控制、自然资源恢复、养老制度融资等。市政债券的发行者可以根据自身的信用状况来发行不同类型的债券，一般来说，市政债券主要分为两种基本类型：一般责任债券和收益债券。一般责任债券并不与特定项目相联系，而是以发行机构的全部声誉和信用作为担保的债券，其还本付息得到发行政府的信誉和税收支持。收益债券与特定项目或部分特定税收相联系，其还本付息来自投资项目（如高速公路和机场）的收费，因此其风险要高于一般责任债券。

美国市政债券的投资者包括：个人家庭、货币市场基金、共同基金、保险公司、银行、信托公司以及封闭式基金和其他投资者等。联邦政府对个人投资者的市政债券利息免征所得。由于税收政策和市场风险的约束，商业银行持有的市政债券比例近年来持续下降。保险公司持有的市政债券比例则随着公司业务波动和经济景气循环而变化。养老基金和外国投资者由于不需缴纳联邦收入税，无法享受在购买市政债方面的优惠，因此，一般不投资市政债券。

2. 日本的地方债券——集权制国家地方债券融资制度案例

日本的地方债券包括地方公债和地方公企业债两种类型，其中，地方公债是日本地方债券制度的主体。地方公债是地方政府直接发行的债券，主要用于地方道路建设、地区开发、义务教育设施建设、公营住宅建设、购置公用土地以及其他公用事业；地方公企业债是由地方特殊的公营企业发行、地方政府担保的债券，使用方向主要集中于下水道、自来水和交通基础设施等方面。

日本的地方公债发行要制定“地方公债发行计划”，在决定允许发行的债券金额和用途的同时，还需要确定债券的持有人即债权人以及资金的分类。总体来看，投资购买地方公债的资金渠道主要有：政府资金（包括财政融资资金和主要由国家运营的邮政储蓄资金、简易保险公积金）、公企业金融公库资金和民间资金等。从投资者角度来看，由于日本地方债券的大部分，不作为一般投资者的投资对象，只有以公募方式发行的大都市债券和以非公募方式发行、但通过证券公司买卖的地方债券是一般投资者的投资对象，其发行额约占地方债券的 30%~40%。也正因为如此，证券公司柜台市场交易的地方债券大部分是非公募地方债券。

就实质来看，日本的地方公债并不是真正意义上的市场性、金融性融资，与美国等西方国家的市政债券制度具有比较大的区别。如果说美国的债券制度是金融市场化性质的融资活动、形成了真正意义上的债券市场的话，那么日本的债券制度可以说是带有私下协调性质的财政性融资制度。就大部分的债券融资而言，只有债券工具，而没有形成真正的市场。从融资制度演进的角度来看，可以说虽然有了标准化的债券工具，但由于发行之前已经确定了购买对象，并非针对不确定性的潜在投资者，仍然属于偶然的交易活动，而非经常性、规律性的“市场”。政府的管理活动也不是事先基于风险控制的资格性审核，而是对于交易双方的“买卖活动”的某种“公证”或“认可”，或者是作为最后债务人的对自己未来可能承担的偿还责任的某种“限定”。

我国现行地方政府利用融资平台发行的企业债具有类似于美国的市政债券的性质，都是将所筹资金用于公共项目的建设，还本付息资金来自于项目收费或财政补贴。但与美国的市政债券情况不同之处，在于我国的“城投债”一般不与具体项目相联系，而是将某一类项目打包来融资，并不像美国那样是单个项目融资。显然，两种模式的资金透明度存在较大差异。

四、市政债运行机制设计

在市政债的具体实施过程中，根据其债务融资工具的特征，应该统筹考虑并设计好市政债的一整套运行机制，包括市政债的发行机制、运用机制、偿还机制和保障机制。

1. 市政债发行机制

市政债发行机制方面，应该对市政债券发行原则、发行主体、发行种类、发行期限与利率、发行与流通方式、评级等方面进行研究论证，以选择适合地方政府的发行制度。

(1) 发行原则

市场性原则:市政债发行必须遵循以市场为导向的原则，这一原则要求发行市政债不仅仅在筹集资金上要遵循市场化，更重要的是要采取市场化运作机制。遵循这一原则一方面可以限制地方政府的投资冲动、约束地方政府投资行为，另一方面可以提高市政债资金使用效率。

稳健性原则:市政债发行必须遵循以稳健为指导的原则，在发行市政债时，要充分考虑到地方财政的偿债能力，并且发行行为要经过上级主管部门的审批。同时为了防止地方政府陷入债务风险，市政债的发行要列入地方本级预算，根据地方政府财政收支状况、支出状况进行通盘考虑，募集资金应全部用于资本性项目支出，不得用于平衡经常性收支赤字。

效益性原则:市政债发行必须遵循以效益为目标的原则，其中包括直接效益和间接效益。市政债发行要考虑到资金使用的效益性，保证资金使用合理性。

(2) 发行主体

按照分税制改革一级政府、一级财政的要求，理论上每一级地方政府都有其自主发行地方政府债券的权力，即表明每一级地方政府都可以作为地方政府债券的发行主体。例如美国的州和州以下的各级政府以及日本的都、道、府、县、市、町、村都是地方债的发行主体。具体到我国地方政府债券发行主体，我们认为现阶段可以给予地市级地方政府发债权，等地方政府债券制度逐渐完善以后，再考虑县级政府发债权的问题。但是拥有发债权不等于可以发行市政债，鉴于我国缺乏发行地方政府债券的经验，在开放发行之前，首先要筛选经济比较发达、债务偿还能力强的地级市开始试点，例如南京、苏州和无锡等，经过试点发行总结经验以后，再逐步推广到全省地市级地方政府。这样设计的主要原因是:各市经济发展情况不同，苏南发达地区经济增长快、财政状况好、财政赤字小、偿债能力强，在没有发行经验的情况下，有较强的抵御市政债风险的能力。如果全省同步发行市政债，一旦某个地方政府难于偿还债券，造成债务违约，将会影响到整个社会对市政债的信任度，不利于市政债的发展。

① 发行种类

在市政债发行种类上，可以借鉴美国的分类方式，将市政债按照资金用途分为一般责任债券和收益债券。发行一般责任债券主要是弥补地方公共事业建设资金缺口，例如初等教育、环境治理、公共产品提供、城市基础设施建设等方面的支出。发行收益债券主要是推动具有“准公共物品”性质的大项目建设，例如道路、桥梁、机场等大型工程项目方面的支出。

一般责任债券投资回收期长，不能带来直接的效益，所以一般责任债券发行规模愈大，当期财政负担愈大，而且我国地方政府预算并没有严格的法律制约，用财政收入作担保涉及整个分税制财政体制的整合，因此在试点发行初期阶段并不适合发行一般责任债券。在下一阶段发行时，发行规模也要控制在地方经常性收入支出差额以下，否则可能会影响到地方政府财政正常运转。

收益债券以项目本身现金流和本身资产为担保，与地方政府财政状况联系不是很密切，通过发行收益债券，并不增加政府财政负担，在市政债发行试点阶段，可采取收益债券的形式。

② 发行期限

市政债发行目的主要是为本地区居民提供公共物品，募集资金大部分投资于建设周期长、资金需求量大的中长期大型公共基础设施建设上，所以市政债的期限应与投资对象运行周期相吻合，在借鉴国债期限的基础上，我们认为可将期限定为 10 年或者更长。

③发行利率

鉴于江苏省试行市政债将会选择经济发达、财政实力较强的地区，再借鉴前期上海、广东等省市自行发债的利率情况，江苏省市政债发行利率可以采取固定利率形式，其利率可以确定在低于银行同期贷款利率的水平，这样，市政债融资的方式将对地方政府具有一定的吸引力。

④发行与流通方式

市政债的发行要考虑以下几个因素：一是实现政府筹资成本的最小化，二是要对货币政策实施的负面作用最小。发行方式还应适当的多样化，这主要基于以下两方面理由：一方面市政债的品种不应是单一的，地方政府可根据自身不同的实际情况，发行不同类型的地方债券，这可能导致发行方式的不一样；另一方面市政债可以不像国债那样在全省范围内统一发行，它也可以分散在各个地区。江苏省市政债的发行方式可考虑以下两种方式：一是公募发行与私募发行并举，以公募发行为主；二是定价与竞价共存，以竞价为主。

在试点发行阶段，江苏省市政债应采用公募发行的方式，充分体现透明原则，便于接受公众的监督。从方便交易的角度出发，在试点发行阶段，应以记账式债券为主、凭证式债券为辅，在培育债券市场投资主体，增强市场稳定性的同时，兼顾到个人投资者。从承销方面考虑，为了保证市政债发行效率、降低发行风险，在承销方式上可以选择几家实力较强的商业银行或者证券公司（以竞标价格为准，同时综合考虑经济实力和发行经验）为主承销商，同时联合其他机构组成承销团，采用承销商全额包销的模式。等待条件成熟时再逐步采用招标形式发行。市政债发行环节完成后，就会进入流通环节，流通变现能力直接关系到债券的投资价值，鉴于市政债周期长的特点，更要加强债券的流通变现能力。在现阶段，可以允许市政债在银行间债券市场和证券交易所上市流通，这样可以保证债券的流通性，增加债券的投资价值。

⑤评级

按照国际上发行债券通行做法，在发行市政债前，应该由独立性强和信誉好的中介机构对其进行信用评级，以评估债券的信用水平、投资风险和发行主体信誉。在试点发行期间，应只允许发行获得 AAA 级评级的债券，待投资者对地方政府债券评级系统充分了解之后，可以适当放开这一限制，允许不同评级级别的债券在市场上流通。

2. 市政债运用机制

(1)明确界定债券资金用途

发行地方政府债券的首要目的就是募集资金用于提供区域性公共物品、加强地方基础设施建设，所以在地方政府债券预算支出时，要首先投向那些项目资金需求量大、周期长、市场及个人无法承担、公益性强的项目上，通过这些项目建设达到区域公共设施的优化配置。发行地方政府债券的其次目的就是要服务于地方经济的发展。当经济发展低迷时，通过发行债券筹集资金用于公共基础设施建设，利用投资的拉动作用，推动经济稳定发展。当经济发展高涨时，通过政府在公开市场上出售债券，达到控制通货膨胀的效果。

地方政府债券募集资金还可以用于弥补短期财政赤字，维持预算平衡。在短期内，为了应对财政困难，地方政府可以通过

地方债来缓解财政危机，待到情况好转之后再行偿还。虽然这属于地方政府债券的一项功能，但是在试点发行阶段，还是要限制地方政府将债券资金用于弥补财政赤字，以避免地方政府债券偿还风险。

地方政府债券募集资金属于地方政府财政收入的一部分，应当实行预算管理，纳入同级政府预算，并报上级审查批准。地方政府债券预算支出要以促进结构调整和转变发展方式为目标，因此，资金主要投向关联度高、带动作用强的公益性建设项目和市场化程度较低的公益性建设项目，地方政府债券募集资金不得用于弥补地方财政经常性支出差额。

(2) 建立资金运用与管理制度

一是建立严格的市政债资金使用制度。以满足社会及经济发展的需要为目标，及时制订和修订相关法律、法规，逐步建立和完善市政债发行与交易机制，确保市政债能为中长期基础设施建设提供资源。同时要选择试点(南京、苏州和无锡等地)组建政府类担保机构，进一步完善地方信用担保体系，选择在省财政厅下设投融资政策研究中心和地方政府债券研究决策机构，优化投资决策，提高资金使用效率。二是建立引入私人资本优化公共资本使用效率的制度。通过市政债募集的资金成本虽然较低，但通常会存在公共投资效率不高的问题。公共基础设施建设如果全部由地方财政负担，在没有竞争和压力的情况下，可能会造成公共服务质量低，资源浪费和使用效益低下的问题，通过利用特许经营项目融资(PFI/PPP)机制，引入私人资本，有助于市政债募集资金发挥对沉淀资产的投资补助作用。

3. 市政债偿还机制

(1) 科学确定市政债发行规模

地方政府在发行债券时，要充分考虑到债券的适度和安全问题，也就是要控制好市政债的发行规模。如果规模较小，则募集资金不能满足公共产品需求，起不到发行市政债的实际作用，如果规模过大，则可能加重地方财政风险，影响地方财政的正常运转。所以，控制好合理的发行规模，就成为市政债制度关键的一环。在合理确定市政债规模上，一般采取三个指标：债务依存度指标、偿债率指标、债务负担率指标。

① 债务依存度指标

地方政府债务依存度是指当期债务与当期财政支出的比值，这一指标主要是从债务流量上反映当期财政支出对债务收入的依存程度。债务依存度越高，财政风险越大，从国际经验来看，中央政府财政债务依存度应控制在15%~20%以内，而地方政府债务大约占中央政府债务的25%，我们认为地方政府债务依存度应控制在4%~5%之间。

② 偿债率指标

地方政府偿债率是指当期债务还本付息数额与当期财政收入的比值，这一指标体现了地方政府偿债能力，偿债率越高意味着政府当期还债压力越大，举债能力相应就越差。国际上公认的偿债率警戒线为22%，在市政债试点发行阶段，为了降低市政债偿还风险，建议控制在20%以下。

③ 债务负担率指标

地方政府财政债务负担率指标是指当期债券余额与GDP的比值，这一指标主要是从市政债存量角度反映当期债务化程度。国内有专家对美国市政债券概况的研究中，得出债务负担率应低于15%这一结论，同时国内学者对北京、上海发行地方债券模型研究时，得出了相同的结论，所以我们认为在试点发行阶段，债务负担率指标要控制在15%以下。

(2) 市政债的偿还保证

地方政府发行的市政债能否顺利偿还，不仅关系到下一期政府债券的发行情况，同时也影响着地方政府的信誉，可以通过保险和偿债基金两方面手段建立地方政府债券的偿还保证机制。

① 保险制度

江苏省市政债保险制度可以借鉴美国债券保险制度经验，在市政债发行时，债券保险机构可以根据债券实际确定是否接受投保，如果接受投保，需要公布保费等具体情况。承销商销售债券时，会主动考虑有保险与无保险哪种方式更加适合投资者，并且使发行人的利息成本最低，最后决定是否投保。在承销商投保的情况下，保险机构要明确标识投保债券，使得在市场上投保债券与未投保债券能明显区分开来。保险制度可以降低市政债的违约风险，通过市场化手段分散政府财政风险。

② 设立偿债基金

当前，我国并未建立地方政府破产机制，为了避免中央政府被动性成为市政债券的最后支付人，在发行市政债的过程中需要建立投资者保护机制，通过市政债偿债基金等手段对投资者提供担保和保险。该基金可以借鉴银行存款准备金制度。地方政府每发行一项地方政府债券，都要向省财政缴纳一定比例的准备金，省财政将这些资金收集，会同其他资金组建专门的偿债基金，当任何一项市政债出现偿还困难时，可以通过向偿债基金借款的方式缓解偿还危机，并在一定期限后将这部分借款偿还给偿债基金。这项基金由地方政府出资设立，由省财政厅下设机构进行管理。地方政府要设立“偿债基金专用账户”，按照每项债券总规模的一定比例从财政收支余额、项目收益、收缴的准备金中划拨到“偿债基金专用账户”，建立偿债基金。

4. 市政债保障机制

(1) 从法律层面赋予地方政府发债权

从赴基层调研所掌握的情况来看，各地发行市政债的最主要困难是法律约束问题，即《预算法》对于地方政府负债的限制。20 世纪 80 年代末至 90 年代初，许多地方政府为筹资修路建桥而发行地方债券，但国务院于 1993 年叫停了这一做法，此后颁布的《预算法》第 28 条明确规定：“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。”为了保障市政债顺利推行，需要赋予地方政府发债权，其途径有二：第一，建议对《预算法》《证券法》《国债法》和其他相关法规中与发行市政债行为违背的条文、条款进行修改，为市政债发行、市政债市场的建立扫除法律阻碍；第二，可考虑由国务院依据《预算法》制定并出台相关规定，为地方政府发债提供依据。

(2) 加强地方政府信用评级机构建设

信用评级是发行市政债的重要组成部分，但中国信用评级机构公信力仍然不强，信用评级市场有待进一步改进。典型的例子在于，在 2008—2009 年宏观经济出现大幅波动的情况下，发债主体级别却呈现持续上移的态势，尤其在 2009 年共出现 110 次左右级别上调，占当年等级迁移次数的 34% 左右，是 5 年来上调比例最高的一年。为了落实对地方政府的评级机制，需要规范评级机构运行方式，增强公信力。第一，可批准国际三大评级公司为市政债评级，并实行双评级制度，由另外一家国内评级机构对市政债券进行评级；第二，把好准入关，对于参加地方政府信用评级的机构，要严格审查资质，确保评级的专业性；第三，推动评级机构建立适合地方政府情况的评价系统，开发相应的分析评价模型，主要考虑财政赤字率、财政收支率、财政支出结构比例、偿债率等一系列指标，同时要将评级结果连同评级内容对外公布，以便接受公众的监督；第四，增强评级机构的独立性，禁止评级机构与地方政府存在利益往来，评级费用可由监管机构统一收取并支付给评级机构。

(3) 设立市政债券管理机构来管理发债规模等相关事务

目前我国对于城投债等“准市政债券”的监管还停留在以企业债券监管为参照的阶段，并没有明确的法律法规加以规范，也没有统一的发行监管机制，各级政府纷纷通过平台公司发行“准市政债券”。而在美国，对市政债券的监管主要有两个机构，即美国证监会市场监管部的市政债券办公室和美国市政债券规则委员会。在日本，由于地方政府收入严重依赖中央政府，因此财务省负责对地方公债的管理。借鉴美国、日本的做法，可以考虑设立专门的市政债券管理机构，如市政债券办公室、市政债券规则委员会，成员包括财政、发改委、人民银行、银监等部门代表。市政债券管理机构主要负责地方政府市政债规模的管理，决定是否发行市政债，负责市政债券发行条件的确定，负债市政债券的事后监管。

(4) 建立透明的信息披露制度

在证券信息披露方面，我国通过《证券法》《公开发行证券公司信息披露实施细则》《可转换公司债券信息披露的内容与格式准则》《证券投资基金信息披露指引》等一系列法律法规，对证券发行、流通中的信息披露做出了严格的规定，一定程度上保证了证券市场的有序发展。由于没有发行市政债的实践，所以江苏省在发行地方政府债券前，要出台有关信息披露方面的专门规定，建立完善透明的信息披露制度。借鉴美国债券信息制度，我们认为江苏省市政债信息披露主要包括：发行主体、发行主体财政收支情况、债券期限、债券利率、发行方式、偿还方式、提前赎回条款、债券信用等级。如果是收益债券，还应该披露投资项目基本信息、项目预计收益、项目可行性报告等信息，在债券存续期间，还要定期披露债券资金使用情况、项目建设收益情况、发行人财务状况等相关事项。尤其是在市政债发行初期，更要加大对信息披露的监督，保证地方政府债券的安全性。有了上述措施的支持，市政债才能够顺利地发行、流通、偿还，才能保障地方财政体系平稳发展。

参考文献：

- [1] 财政部财政科学研究所课题组. 充实、完善政府债券的发行市场 [J]. 经济研究参考, 2012(19):35—42.
- [2] 巴曙松, 王劲松, 李琦. 从城镇化角度考察地方债务与融资模式 [J]. 中国金融, 2011(19):20—22.
- [3] 马庆斌, 刘诚. 中国城镇化融资的现状与政策创新 [J]. 中国市场, 2012(16):34—40.
- [4] 何静, 戎爱萍. 城镇化进程中的金融创新研究 [J]. 经济问题, 2012(1):34—40.
- [5] 陈杰. 市政债券融资的国际经验与借鉴 [J]. 现代管理科学, 2012(12):64—66.
- [6] 周学东. 建立市政债融资机制 [J]. 中国金融家, 2013(4):47—48.
- [7] 马俊. 建立以市政债为主体的地方政府融资体系 [J]. 国际融资, 2013(8):36—38.
- [8] 安国俊. 建立地方政府市场化投融资机制 [J]. 中国金融, 2013(7):56—57.
- [9] 李楚天. 我国地方政府债券发展问题研究 [D]. 大连:东北财经大学, 2012.
- [10] 郝时雨. 我国市政债券融资的理论研究及制度设计 [D]. 苏州:苏州大学, 2012.

[11] James M. Poterba, Arturo Ramírez Verdugo. Portfolio substitution and the revenue cost of the federal income tax exemption for state and local government bonds [J]. National Tax Journal, 2011(6) : 591 — 613.

[12] Roland I. Robinson. Factors accounting for the sharply increased cost of state and local government borrowing [J]. The Journal of Finance, 2012 (2) : 126 — 135.