

# 美国市政债券与中国城投债对比

■ 文/鹏元资信评估有限公司 研究发展部 唐春连

**摘要:** 本文介绍了市政债券和城投债的基本概念，通过对比分析美国市政债券与中国城投债在市场规模、发行设计以及交易流通方面的特点，以此分析两者的异同，以此扩大投资者对两者的认知和了解。

**关键词:** 市政债券 城投债 对比

**Abstract:** This article described the definition of municipal bonds and city construction bonds. In order to make investor understand these two different bonds, we discussed the distinction between them in market scale, issuance designing and transaction.

**Key words:** Municipal Bonds City Construction Bonds Contrast

## 一、市政债券

市政债券（Municipal Bonds）又称地方政府债券或地方公债，是与中央政府债券（国债）相对应的概念。它是以政府税收或其所属项目收益为偿债来源，根据本地区社会经济发展状况和资金短缺程度，由地方政府及其授权机构或代理机构发行的，在承担还本付息责任的基础上，按照有关法律的规定向社会发行的债务凭证。募集资金主要用于城市或地方基础设施建设，有时也用于弥补市政当局费用支出和税收收入之间的季节性或暂时性失衡。

根据发行者自身信用状况和偿债资金来源的不同，市政债券可分为一般责任债券（General Obligation Bonds）和收益债券（Revenue Bonds）两种类型。一般责任债券是以发行机构的全部声誉和信用为担保，以地方政府财政税收为支持的债券。在这种情况下，市政债券并不与特定的项

目相联系，因此其还本付息由地方政府的信用和税收予以支持。与此对应，收益债券一般都是与某一特定项目或部分特定税收相联系，其还本付息资金来源于所投资项目的收费。因此，收益债券的风险往往高于一般责任债券，其信用风险取决于特定项目的未来收益。

## 二、城投债

《中华人民共和国预算法》（中华人民共和国主席令[1994]第21号）第28条规定：“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”。因此，地方政府为满足城市基础设施建设资金需求，同时不违背法律规定，选择以城投债这一方式来间接获取城市建设资金，而作为城投债的募集主体——地方政府投融资平台则成为这一职能的载体。

城投债具有以下几个特征：

(1) 尽管募集的资金通常投向资本密集、投资回收期长和具有公共产品特性的市政项目，但从债券的立项、设计、审批、发行、流通到最后的清偿，则完全依据企业债券的运作模式，它实际上是地方政府借地方政府投融资平台这个载体，来实现筹集市政建设资金的目的。

(2) 地方政府一方面在债券发行计划上给予发债企业极大倾斜，另一方面为发债企业提供诸如隐性担保、开发许可和税收优惠等各种政策，而且通过各种转移支付手段代为清偿债务。

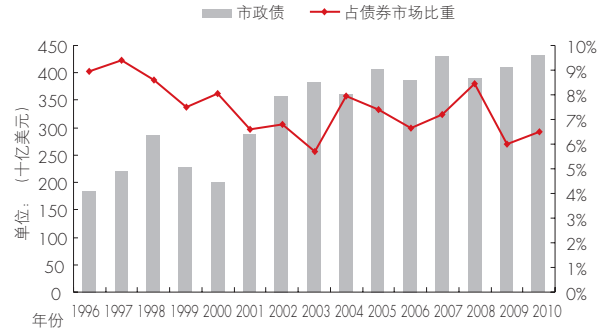
由于城投债券的发行主体是由地方政府或者部门机构为筹集资金用于市政建设而设立的融资平台，其经营领域主要集中在城市基础设施建设、电力投资、海港与服务行业、建筑与工程以及多领域的控股行业；同时，城投公司募集资金用途主要集中于那些和政府公共职能有关的基础建设行业，很少用于盈利性高的项目；其次城投公司债券自身的经营收益很难维持持续经营，为此，地方政府在偿债资金上给了城投公司很大程度上的支持。整体来看，可以认为城投公司债券是中国式的市政债券。

### 三、美国市政债券与中国城投债对比

#### 1、发行规模

作为全球规模最大的市政债券市场，美国市政债券发行规模相对较为平稳，自2000年以来，基本保持在2,000-4,500亿美元之间，2010年美国市政债券发行规模为4,331亿美元。近几年市政债券发行额占整个债券市场发行额的比重有所下降，从1996年的8.96%下降到2010年的6.48%。自1996年以来，市政债券余额占美国债券市场余额的比重基本维持在8.5%左右。截至2010年底，美国市政债券余额约2.9万亿美元，约占GDP的20.16%。

图1：美国市政债券发行额

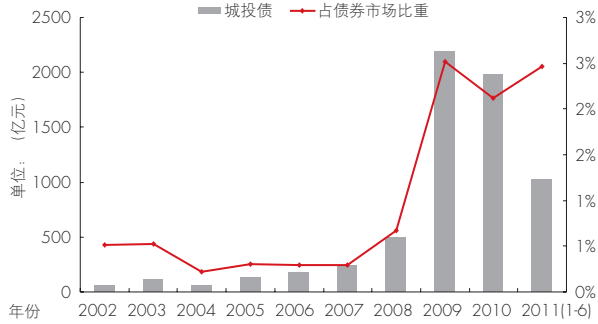


数据来源：SIFMA

就中国城投债而言，以1993年4月15日上海市城市建设投资开发总公司发行的5亿元建设债券为开端，2008年以前，我国城投债市场一直处于相对平稳状态，发行规模较小。

2009年，受益于国家积极财政政策和“四万亿”投资拉动，城投债发行规模均迅速增长，已成为城市建设资金的重要来源。2009年，我国城投债发行金额达2,194.7亿元，相比2008年增长了343.37%。2010年，受国务院《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发[2010]19号）的影响，城投债发行规模有所下降，为1,986亿元，较2009年下降10%，占债券市场发行规模的比重也从2009年的2.52%下降到2010年的2.11%。2011年1-6月份，城投债市场较2010年整体出现平稳回升趋势，共计发行了1,021亿元。随着城市化进程的加快，对基础设施建设资金需求的加强，以及对保障性住房建设的资金需求相对紧张，预计城投债在下半年仍将出现大规模的增长。

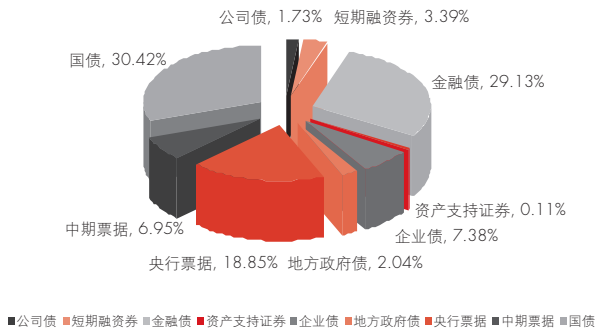
**图2：中国城投债发行额**



数据来源：wind数据库

就存量数据来看，2010年企业债（包括非城投公司发行的企业债）余额占整个债券市场余额的比重为7.38%，由于城投公司仅在2009年和2010年开始发行中期票据和短期融资券，其市场规模很小，因此扣除中期票据、短期融资券以及非城投公司企业债的影响，城投公司企业债占债券市场的规模大约为5%，但加上中央代地方发行的地方政府债，合计也达到7%的份额。

**图3：中国债券分券种余额**

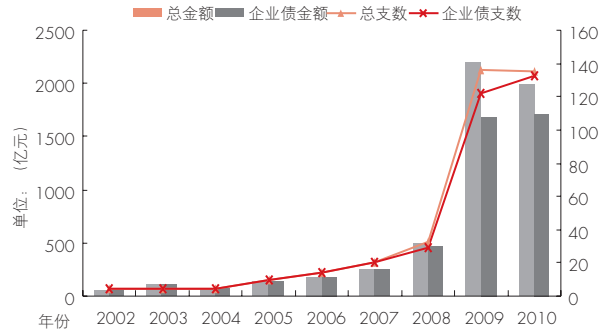


数据来源：wind数据库

综合来看，2009年以前，我国城投债的发行规模、余额在债券市场的份额与美国市政债券相比，两者相差悬殊。从2009年以来，两者的差距明显缩小。但随着我国城市化进程的加快，对城市基础设施建设的要求也逐渐提高，对资金的需求也会随之增大，预计未来，我国城投债市场的规模仍会持续增长。

由于我国城投债券市场主要集中在企业债这一券种，在2009年以前，所有的城投债均为企业债，2009年出现了中期票据和短期融资券两种形式，但在城投债市场中占比很小，企业债类型的城投债约占据了86%的市场份额。因此以下分析均基于城投企业债与美国市政债券这两者之上。

**图4：中国城投债占企业债市场份额情况**

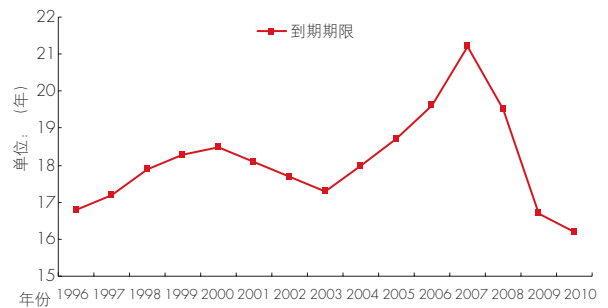


数据来源：wind数据库

## 2、发行期限

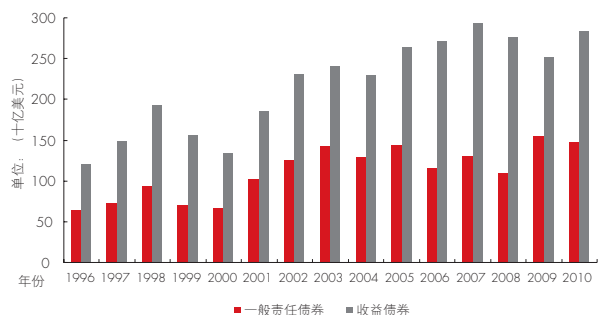
数据显示，美国市政债券的平均到期期限均在16年以上，市场以长期债券为主体。这也体现出了美国市政债券的特点：65%以上的市政债券都是收益债券，其偿债资金主要来源于项目收益，因此其债券期限也反映了项目的投资回收期 and 未来的收益曲线。

**图5：美国市政债券到期期限**



数据来源：SIFMA

**图6：美国市政债券类型**

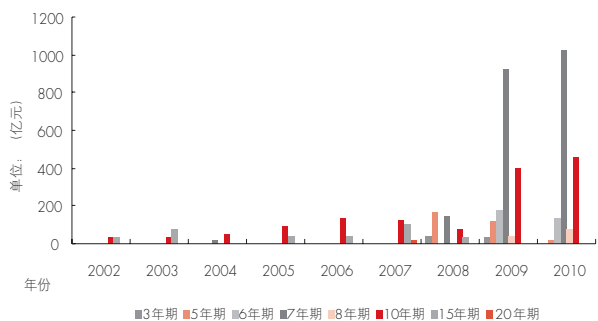


数据来源：SIFMA

中国城投债则呈现向中短期债券集中的特点。在2009年以前，我国城投债期限集中在10年和15年期。仅有2004年发行了一笔14亿元的7年期债券。而在2009年和2010年，7年期以内（含）的城投债发行额分别为1,242.7和1,178亿元，占当年发行额的73.81%和68.57%，其中7年期城投债就占据了当年发行额的54.62%和59.49%。与此同时，我国城投债大都采取含权期限设计，这也大大增加了中短期债券的集中度。

总体来看，与美国市政债券相比，我国城投债没有形成完整的债券期限结构体系，债券期限较为单一，中短期债券过于其中。

**图7：中国城投债发行期限**

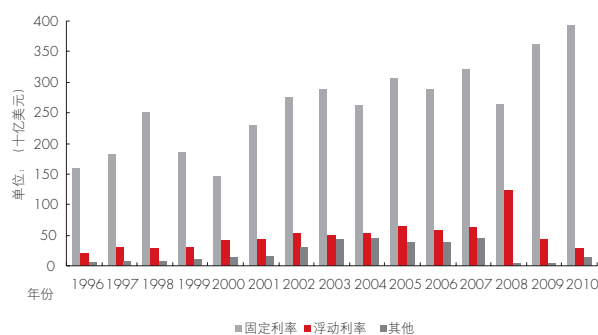


数据来源：wind数据库

### 3、付息利率类型

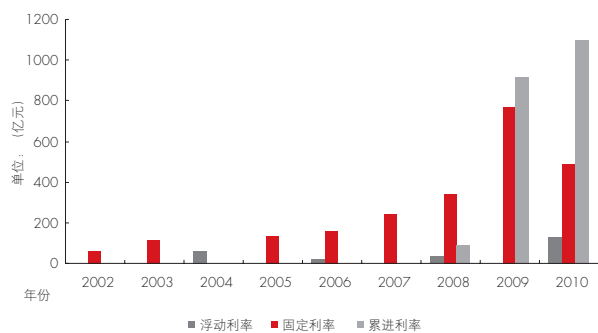
美国约有80%的市政债券采取固定利率计息模式。相对而言，浮动利率以及其他利息计算类型的市政债券规模较小，数据显示，浮动利率市政债券约占15%的市场份额。整体来看，固定利率市政债券的份额呈现扩张趋势，而浮动利率市政债券则出现了下浮趋势。这间接反映了美国市政债券的市场接受度较大，同时也说明美国利率环境相对稳定，通胀情况也较为温和，市场对利率变动的敏感度较低。

**图8：美国市政债券付息利率类型**



数据来源：SIFMA

**图9：中国城投债付息利率类型**



数据来源：wind数据库

表1：中国城投债券特殊条款设计（单位：亿元）

|               | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009  | 2010  |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 无特殊条款         | 60   | 116  | 64   | 134  | 179  | 243  | 275  | 358   | 38    |
| 调整票面利率，定向转让   |      |      |      |      |      |      |      |       | 12    |
| 调整票面利率，债券提前偿还 |      |      |      |      |      |      |      | 13    |       |
| 回售            |      |      |      |      |      |      | 39   | 5     | 30    |
| 回售，           |      |      |      |      |      |      |      |       |       |
| 调整票面利率        |      |      |      |      |      |      | 84   | 893   | 996   |
| 赎回，           |      |      |      |      |      |      |      |       |       |
| 调整票面利率        |      |      |      |      |      |      |      |       | 20    |
| 债券提前偿还        |      |      |      |      |      |      | 67   | 377   | 540   |
| 债券提前偿还，调整票面利率 |      |      |      |      |      |      |      | 13    |       |
| 债券提前偿还，回售，    |      |      |      |      |      |      |      |       |       |
| 调整票面利率        |      |      |      |      |      |      |      | 25    | 82    |
| 特殊条款合计        | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 190  | 1,326 | 1,680 |

数据来源：wind数据库

相对而言，中国城投债的计息方式则相对复杂。尤其是2008年后，累进利率债券的发行规模急剧扩张，从2008年的91亿元，迅速扩张到2009年的917.7亿元和2010年的1,098亿元。相对而言，由于国内对浮动利率计息的认知程度和接受度不足，浮动利率债券所占的比重相对较低。这两方面都反映了自2009年后，债券市场存在着严重的通货膨胀预期，也说明债券市场对城投债的风险给予更高的关注，所期待的市场回报也更高。

与此相配套，我国企业债券在利息支付上也设计了复杂的条款，以此对利率进行调整。含特殊条款设计的城投债占企业债的份额从2008年的40.86%上升至2009年的78.74%和2010年的97.79%。

#### 4、增信方式

美国市政债券最常见的增信方式是债券保险。美国市政债券保险始于1971年，截至2010

年年底，美国约有50%以上的市政债券进行了债券保险。目前，美国市政债券市场已有十余家专业的市政债券保险机构。

与此同时，银行为市政债券提供担保的增信方式也存在，通常银行需对投保人提供信用证（Credit Letter）。但与债券保险不同，银行通常只为债券提供5-10年的担保，而不是全程担保。对于其他增信方式的使用，相对而言并不普遍。

就我国城投债券市场而言，城投债券对增信的运用相当充分。特别是2009年以前，所有的城投债均采取了增信措施。从目前已经发行的城投公司债券的增信情况看，主要采取了抵/质押担保和第三方担保这几种增信方式。

我国城投公司债券抵/质押担保主要包括地方政府应收账款质押和土地抵押担保。前者实质上地方政府隐性担保的一种形式，后者为政府无偿划拨土地使用权给城投公司，城投公司以土地使用权为债券提供抵押担保。第三方担保更多

的是采取与发债企业位于同一地区的其他企业，专业的担保公司都非常少见。主要是由于当前我国担保公司资产规模较小，而城投企业债一次发行规模过大，不能满足其担保需求。

2010年，受《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发[2010]19号）的影响，取消了应收账款质押的增信方式。受此影响，较2009年相比，质押担保及抵押担保

这两种增信方式的使用下降较大，就规模而言，分别下降了35%和29%。

随着国内舆论对城投公司债券违约风险的趋紧，可以预见，我国城投企业债的增信方式仍将普遍使用。但是和美国的债券保险而言，其增信的效果并不明显，投资者对其的认可度并不高。普遍而言，与同时期、同级别的公司债券相比，城投公司债券的利率要高。

表2：中国城投债券增信措施（单位：亿元）

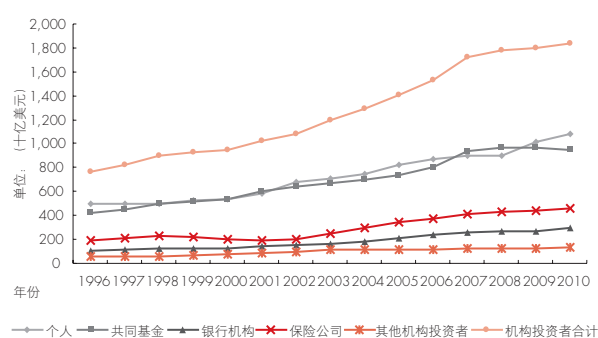
|         | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009   | 2010   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 有增信措施   | 60      | 116     | 64      | 134     | 179     | 243     | 465     | 1599.7 | 1660   |
| 第三方担保   |         |         |         |         |         |         | 94      | 204.7  | 784    |
| 抵押担保    | 60      | 116     | 64      | 134     | 179     | 243     | 307     | 566    | 300    |
| 质押担保    |         |         |         |         |         |         | 8       | 217    | 140    |
| 质押及抵押担保 |         |         |         |         |         |         | 56      | 612    | 436    |
| 信用债券    |         |         |         |         |         |         |         | 84     | 58     |
| 总计      | 60      | 116     | 64      | 134     | 179     | 243     | 465     | 1683.7 | 1718   |
| 有增信措施占比 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 95.01% | 96.62% |

数据来源：wind数据库

## 5、投资者结构

从投资者来看，美国市政债券的投资群体通常包括：个人、保险公司、银行、共同基金、信托基金、封闭式基金、公司和对冲基金。美国市政债券的突出特点是税收优惠。联邦政府对个人投资者的市政债券利息所得免征税，同时州和地方政府也有相应的免税政策。因此富有且所得税率较高的个人持有的美国市政债券份额极大，约占35%的市场份额，其次是共同基金和保险公司，再次就是银行机构。在市政债券的投资群体中，没有养老基金和外国投资者，原因是他们不需缴纳联邦收入税，也就无法享受在购买市政债券方面的优惠。总体来说，与其他债券市场一样，机构投资者在美国市政债券市场中发挥的作用也非常大，但个人投资者的参与度也非常高。

图10：美国市政债券投资者结构



注：共同基金宝库共同基金、货币市场基金、封闭式基金以及交易所交易基金银行机构包括商业银行、储蓄机构以及经纪人和交易商保险公司包括财险和寿险公司

数据来源：SIFMA

就我国城投债市场持有者结构来看，截至2010年底，保险机构和商业银行是企业债券市场最大的参与者，两者合计占据72.09%的市场份额。这与保险机构与商业银行保持市场流动性以及调节资产负债结构有关。而个人投资者的参与度非常低。与美国市政债券的免税相比，我国城投债的利息所得纳税间接降低了个人投资者的参与热情。

**表3：2010年底我国企业债券投资者构成**

| 投资者     | 金额（亿元）   | 占比     |
|---------|----------|--------|
| 保险机构    | 5,497.22 | 37.88% |
| 商业银行    | 4,964.32 | 34.21% |
| 基金      | 1,386.27 | 9.55%  |
| 交易所     | 901.41   | 6.21%  |
| 信用社     | 880.42   | 6.07%  |
| 证券公司    | 519.67   | 3.58%  |
| 非银行金融机构 | 176.21   | 1.21%  |
| 非金融机构   | 128.82   | 0.89%  |
| 个人投资者   | 128.51   | 0.89%  |
| 特殊结算成员  | 53.05    | 0.37%  |
| 其他      | 3.11     | 0.02%  |

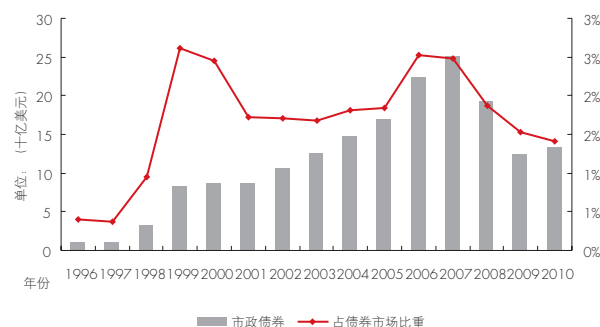
数据来源：中国债券信息网

## 6、交易

市政债券传统上一般通过柜台交易市场（OTC）进行交易。数据显示，2009年和2010年，美国市政债券的日均交易量分别为125亿美元和133亿美元，分别相当于整个债券市场交易

额的1.53%和1.40%。就趋势而言，从2007年开始，美国市政债券的日交易额有所下降，整体流动性有所放缓。

**图11：美国市政债券日均交易额**



数据来源：SIFMA

就我国城投债而言，绝大部分是在银行间债券市场交易，特别是从2006年以来，约有65%以上的城投债在银行间债券市场交易。因此，银行间债券市场参与主体的资金充裕度决定了城投债的换手率和流通速度。就我国银行间市场资金流向而言，其主要流向政策性银行债、央行票据以及中期票据。2010年，包括城投公司债券在内的企业债仅占整个银行间市场的6.82%。而政策性银行债、央行票据以及中期票据分别占据了32.69%、26.57%和14.57%。同时我国债券市场场外交易市场并不发达，仅限于国债交易，这也限制了城投债二级市场的流动。

**表3：我国城投债交易场所**

| 发行日期        | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 等待银行间或交易所上市 | 15   | 40   | 20   | 17   |      |      |      | 49.5 | 63   |
| 其他市场        |      |      | 24   |      |      |      |      |      |      |
| 上海证券交易所     | 30   | 58   | 20   | 67   | 33   | 40   | 94   | 492  | 464  |
| 深圳证券交易所     |      |      |      |      |      |      | 71   | 121  | 30   |
| 银行间债券市场     | 15   | 18   |      | 50   | 146  | 203  | 300  | 1022 | 1161 |
| 合计          | 60   | 116  | 64   | 134  | 179  | 243  | 465  | 1684 | 1718 |

数据来源：wind数据库

值得一提的是，2010年7月31日，保监会发布了《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》（保监发[2010]66号），将可投资有担保债券的品种，调整为有担保的企业债券、有担保的公司债券、有担保的可转换公司债券和有担保的公开发行的证券公司债券。将投资有担保企业(公司)类债券的信用等级，调整为具有国内信用评级机构评定的A级或者相当于A级以上的长期信用级别。将可投资无担保债券的品种，调整为无担保企业债券、非金融企业债务融资工具和商业银行发行的无担保可转换公司债券。将投资中国境内发行的无担保企业（公司）类债券的信用等级，调整为具有国内信用评级机构评定的AA级或者相当于AA级以上的长期信用级别。投资限制的放宽，将会使得更多的城投债进入保险公司投资范围，这将扩大城投债的流动性。

## 参考文献

[1] 王秋石，用明天的钱办明天的事——美国市政债券制度评述，公共行政评论，2008年第3期：150-171

[2] 王有秩，我国城投类企业债市场发展状况研究，技术与市场，2010年第17卷第6期：61-62

[3] 周沅帆，城投债——中国式市政债券，中信出版社，2010年12月