

在“稳投资”中 创新地方政府专项债券风险防范机制

中国财政科学研究院金融研究中心 | 赵全厚

近年来，我国新增专项债券发行规模越来越大。扩大新增专项债券发行规模成为积极财政政策的重要发力点，以实现“稳经济、稳投资”。与此同时，专项债券制度要求债券资金主要用于自求平衡项目，以达到防风险的目的。这就要求地方政府专项债券发行和使用管理处理好“稳经济和防风险”的矛盾。

专项债券风险防范需要进行适应性创新

（一）新增专项债券大规模发行是一个中长期行为

扩大地方政府专项债券发行规模作为宏观经济逆周期调节的重要手段事实上业已把专项债券发行规模与我国经济未来走势联系在一起。2019年，在减税降费超过2万亿元和发行新增地方政府专项债券2.15万亿元的情况下，我国GDP增速分季度看依然呈现出下行趋势。在经济下行压力增大的情况下，维护“六稳”又被重新提及。根据目前的经济走势和国际贸易的大国博弈情况看，2020年我国经济形势

的不确定性有增无减，经济下行压力较大是一个大概率事件。这决定了2020年地方政府新增专项债券的发行规模至少不低于2019年的水平，甚至规模更大。更何况，我国仍然处于城镇化的高峰时期，在供给侧结构性改革背景下，不少领域和地区基础设施建设依然存在着“补短板”情况，专项债券的大规模发行很可能是一个中长期行为。

（二）以“防风险”为底线需要创新专项债券偿债机制

在经济下行压力加大、财政收入增速下滑的情况下，地方政府新增专项债券发行规模的持续扩大很可能会造成专项债券风险防范的较大压力。甚至，有的学者认为“财政收入增速下降、专项债券发行规模扩大和地方政府债务风险防范”成为“新的不可能三角定理”。对此，虽然可能存在夸大的因素，但绝不能漠视不管。根据现行的地方政府专项债券制度设计，专项债券还本付息的资金来源主要有专项债券融资项目的现金流和专项债券融资对应的基金预算科目资金规模。除此之外，还有在专项债券融资

项目生命周期内可以通过发行再融资券进行借新还旧。也就是说专项债券流动性风险的缓释和到期偿还，不是仅仅局限于基金预算，至少还存在着项目现金流（如果从长期清偿能力看不包括借新还旧因素）。由此可见，地方政府专项债券风险防范在理论上不存在“新的不可能三角定理”，因为还存在着专项债券融资项目的现金流因素，甚至有再融资券的缓释作用。

不过，专项债券的再融资券只能针对特定期限的流动性风险起到偿债风险的熨平作用，不能消除风险总量。从防范专项债券的清偿性风险角度入手，除却基金预算的财政能力之外，要尤为注重对专项债券融资项目可能产生的现金流进行设计、培育和归集。这也是自求平衡专项债券项目的要义。否则，专项债券就不称其为专项债券，实质上就“沦落”为一般债券了，就会因陷入“新的不可能三角定理”而加大风险。

基于保障现金流的专项债券管理创新

从2015年专项债券发行以来，迄

今为止,专项债券的存量规模已经达到9.5万亿元的规模,而专项债券赖以存在的基金预算规模只有7万亿元左右。如果依靠预算来约束专项债券风险,且不说基金预算资金还必须用于一些必不可少的刚性支出,即使全部用于支付专项债券偿付也力所不逮。更何况,未来专项债券发行规模日渐见涨。因此,专项债券风险防范机制必须要围绕项目现金流的设计和管理做文章。

(一)强化项目现金流,创新专项债券项目设计和运营管理

利用规模经济和范围经济的理念来拓展专项债券项目现金流。近年来随着新增专项债券规模的不断增加,适合专项债券融资的项目却存在着“项目荒”现象,在一定程度上影响了专项债券的发行进度。“项目荒”的核心在于缺乏有较好现金流的项目。虽然政府投资项目大多数属于现金流少或没有现金流的项目,但并不能因此说专项债券项目就没有拓展的空间。进一步拓展的空间是尽可能利用规模经济和范围经济的理念来拓展专项债券项目。

规模经济是指在一个特定时期内,企业产品绝对量增加时,其单位成本下降,即扩大经营规模可以降低平均成本,从而提高利润水平,如污水处理和垃圾焚烧发电项目。现实情况是专项债券项目的行政分割比较严重。债券指标层层下达,项目融资匹配在专项债券额度之内主要由基层政府或部门申报,缺乏项目建设的区域规划机制。有的地区,相邻的县各自都在上垃圾焚烧发电项目,容易造成每个项目都因规模小而缺乏规模经济。在人口相对稠密地区,县城和县城核心距离一般不超过50公里。邻

近几个县上马一个垃圾焚烧发电项目就可以了,如果每个县都上马垃圾焚烧发电项目,最后发现连盈亏点的最低流量标准(如300万吨)的流量都不够,结果就会出现连垃圾都在争抢的局面,造成恶性竞争,导致公共服务效率低下。即使不考虑建设资金的筹措,不少基层政府连运营补贴都难以为继。如果注重从规模经济优势出发,以公共服务提供的经济功能区域视角着手进行专项债券项目整合,充分发挥经济规模优势,项目现金流就会更加充沛,效益也就提高了。

范围经济是指机构生产或经营的范围扩大导致平均成本降低、经济效益提高的情形,如地下管廊建设、山水园林湖草建设等。范围经济的要义就是关联性强的项目之间可以共用项目群中的核心公共设施提供性质不同的公共服务,从而达到分摊核心基础设施投资成本、提高经济效率的目的。现实中,专项债券项目不仅存在着行政区划分割,而且存在着部门分割的状况。例如,城市“马路拉链现象”层出不穷,造成极大浪费。原因在于各职能部门自行其是、各自为政。如果以规划为引领,以地下综合管廊项目建设为抓手,就可以形成城市地下管网项目的范围经济。这也是我国近年来推进地下综合管廊建设的一个重要原因。

综上所述,利用规模经济和范围提高专项债券项目融资的现金流就需要适度打破专项债券项目行政区划间、部门间的管理,逐步构建以项目经济功能为基础的专项债券项目的设计、建设和运营机制。以专项债券项目的相关利益方联合投资方式实现共享公共服务,提高投资有效性,提高资源配置效率。这也是夯实专项债券

项目风险防范的基础。

基于市场化运营管理,夯实专项债券项目现金流。政府专项债券项目的现金流来自项目竣工后的后续维护和运营收入。专项债券项目预先设计的现金流是否能够如愿以偿地实现,还需要在维护和运营阶段精心运作。一般来说,政府投资项目的运作方式主要有:政府项目公司直接运营、招募社会职业经营团队委托运营,以及通过在运营阶段吸引合格社会资本方合作运营等方式。比如政府收费公路,即使直接委托给政府全资项目公司,也必须得采取市场化运营方式,按照事先设定的合同落实责任并依规进行监督考核,力求确保专项债券融资所必须的最低限度的现金流回馈;通过市场化方式招募的社会职业经营团队必须经过规范的市场化采购招标程序,落实预期设定的现金流;更好的方式是利用专项债为项目建设融资,至少在运营阶段叠加PPP模式,吸收合格社会资本方强化运营阶段的投入,使运营绩效内嵌于社会资本方的有效经营,确保项目预定产出,夯实专项债券融资必要的未来现金流。

以专项债券项目为引领,建立规范有序的收费机制。适合专项债券融资的项目必须是有现金流的项目。专项债券项目的现金流主要来自直接享受项目服务的使用者付费。因此,专项债券项目运营阶段的服务价格水平的确定就成为确保现金流实现的必要条件。作为政府公共领域投资的专项债券项目,其项目服务价格水平的确定不能完全按照市场化价格来确定,而应该纳入公共定价范畴来考量。一般来说,公共定价需要统筹考虑项目可持续运行的最低成本负担、项目公

关于完善地方政府专项债券管理的思考

福建省财政厅 | 许利毅

2015年起中央对地方政府债务管理进行较大改革,赋予了地方政府适度依法举债权限,地方政府债券成为地方政府举债融资的唯一合法途径。自此,地方政府专项债券进入快速发展阶段,新增专项债券额度从2015年的0.1万亿元,增长到2019年的2.15万亿元,成为地方政府债务的主要来源,也成为了债券市场的主要品种之一。随着专项债券规模的不断扩大,专项债券管理改革持续推向深

入,制度不断完善,有效发挥了专项债券对稳增长、促投资、补短板的积极作用。但各地专项债券的实际管理中也还存在着一些困难和问题亟待解决。

专项债券管理现状

(一)专项债券规模。2015—2019年,全国每年发行新增专项债券额度分别为0.1万亿元、0.4万亿元、0.8万亿元、1.35万亿元和2.15万亿元,新

增专项债券规模快速增长,占地方政府债券发行额度的比重由2015年的16.7%增长到2019年的69.8%。由于一般债券受偿债财力和赤字率等的限制无法大幅增长,专项债券成为落实积极财政政策的重要工具。根据中国债券信息网公布的数据,2018年全国发行地方政府专项债券1.95万亿元(含再融资债券0.6亿元),占债券市场发行总规模的8.6%,成为债券市场的重要一员。在当前经济下行压力加

司最低限度的利益激励和享受公共服务的企业法人或居民的可承受能力等各相关方面的因素来确定。规范合理的收费机制不仅关系到专项债券项目现金流的保障问题,也关系到“谁受益——谁付费”的公平问题。

(二)创新预算管理,构建偿债基金,提高专项债券项目的偿还能力

按照我国目前预算制度的规则,地方政府一般债券资金纳入公共财政预算管理并通过公共财政预算资金进行还本付息;专项债券资金纳入基金预算管理并通过基金预算所对应科目的预算资金担负必要的偿付。这意味着专项债券的还本付息是不能通过公共预算资金直接偿付专项债券的到期

本息。这样的制度设计确实有助于有效硬化专项债券融资的预算约束。不过,从现实情况来看,随着新增专项债券发行规模的持续扩大,基金预算的“池水”已经难掩专项债券余额的“躯体”,专项债券的基金预算约束日益趋向于“水落石出”的窘境。由此看来,改革和再造基金预算已经成为确保专项债券预算约束的必然之举。

创新专项债券的基金预算管理,需要考虑如下一些路径:一是进一步畅通专项债券项目现金流还本付息部分的基金预算回流机制,切实保障将回流资金充实到专项债券偿债基金对应的科目,不得随意挪用,但可以运用偿债基金中的闲置资金投资于安全性

好、流动性高的金融产品(如国债、政策性金融债等)以保值增值。二是依照政策规定,将专项债券项目获得的上级和本级财政补助的资金(这些资金可以是公共财政预算支出的部分,如专项债券扶贫工程、乡村振兴工程)且可以用于偿还专项债券的部分,依规纳入基金预算偿债基金科目。这些措施,一方面,能够在不违背预算管理规则的基础上,创新基金预算管理,健全专项债券偿债基金机制,扩大基金预算存量规模,增强专项债券的基金预算约束能力;另一方面,通过长期的积极探索,可以为未来构建地方政府的资本预算积累必要的经验。

责任编辑 张小莉