

# 地方政府专项债券偿还机制分析

西南财经大学 | 刘楠楠 王宁宁

地方政府专项债券是为重大区域发展、乡村振兴、生态环保、公立医院、公立高校、交通、水利、市政基础设施等领域符合条件的项目进行投融资的重要工具。伴随地方政府专项债券限额的规模性增加，专项债券偿还保障机制成为一个重要议题。

## 地方政府专项债券偿债保障压力增大

根据财政部数据，2016—2019年，地方政府专项债券新增发行限额逐年增加，由2016年的0.4万亿元增加到2019年的2.15万亿元，其占GDP的比

重由2016年的0.54%上升到2019年的2.25%。2020年由于受新冠肺炎疫情的影响，政府将进一步加大地方政府专项债券投入力度以刺激经济，提前下发批次的限额已达1.29万亿元。由此可见，在当前“新常态”经济背景下，地方政府专项债券已成为我国地方政府投融资方式的主要选择。

在当前经济下行趋势下，中央政府通过减税降费以拉动企业投资、扩大投资性支出等多举措并行共同拉动经济增长，但可能会在短期内导致地方政府面临财政收入减少与投资支出

增加的双重压力，进一步加剧地方财政困难。地方政府综合财力作为地方政府专项债券的偿还保障，在地方财政困难的困囿下，地方政府专项债券如果缺少有效的偿还保障机制，将会产生较大的偿债风险，反而可能会反向制约经济增长。从表1数据来看，2016—2019年，政府性基金预算财力虽然呈现逐年上升趋势，但其增长速度相对弱于地方政府专项债券余额的增长速度；地方政府专项债券占政府性基金预算财力的比例由84.31%上升到111.17%，且地方政府专项债券

于自动审核申报的项目信息数据，确保合规、合法、保护隐私和商业利益。二是风控模型：平台&债券资金的风险控制，用于精确告警。三是监管模型：平台&项目现金流的自动监管，用于自动适应新情况、新问题。四是审计模型：平台&全生命周期的自动审计，用于自动适应新情况、新问题。

中心化应用中广泛存在一个问题，即一旦中心出现问题就会导致系统整体失效，而区块链具有不可篡改、不可抵赖、自动验证、自动执行等特性，可以有效避免这一问题，而且去中心化的特质能够简化专项债券发行流程、更好地实现专项债券对应项目的管理。

## 基于区块链技术的专项债券监管赋能生态平台

推进全国统一的监管赋能生态平台既是专项债券市场发展的必然要求，也是防范专项债券偿债风险的有效手段。专项债券的发行工作及后续项目监管存在许多不同场景，构建开放包容、多链融合、跨链互通、交叉获客、无限扩展、全生态背书的高性能信任基础设施，有助于快速形成可持续的专项债券可信数字大生态。以下是基于区块链技术的专项债券监管赋能生态平台的架构设计。（见图1）

搭建以财政部、省级财政部门、市县级财政部门 and 包括申请单位、金

融机构、第三方机构等在内的其他相关主体为主要节点的联盟链，各节点在各自平台入口录入相关信息，通过审批的专项债券相关信息及操作在链上同步记账和触发，确保各环节过程信息可控公开、可控透明，不可被篡改、不被抵赖。成功发行的专项债券从市场上募集到的资金通过智能合约自动完成拨付，债券资金和项目收支相关的银行账户上链，实时监控资金去向。同时，嵌入人工智能、大数据技术，基于同层级或不同维度的大数据分析和深度学习，充分发挥监管赋能生态平台在信息披露及防范专项债券偿债风险的作用。□

责任编辑 韩璐

表1 2016—2019年地方政府专项债券偿债风险分析 单位：亿元

年份	项目 政府性基金预算财力	专项债务余额	专项债财政风险
2016	46619	55296	84.31%
2017	61462	61384	99.87%
2018	75405	73923	98.03%
2019	84516	94378	111.67%

注：某地区政府性基金预算财力=本级政府性基金预算收入+中央政府性基金预算补助收入-地方政府性基金预算上解；  
地方政府专项债券偿债风险=地方政府专项债券余额/地方政府性基金预算财力；

数据来源：中华人民共和国财政部网站。

债务率在2019年已突破100%，表明专项债券的偿债风险已突显出来，偿债压力逐年增加。

### 地方政府专项债券偿债风险机理分析

地方政府专项债券偿还机制是指能够保证地方政府按约定偿还专项债券的具体路径和约束机制。根据偿债机理，举债主体责任、举债方式、偿债资金来源、偿债期限、偿债资金用途及资金管理是专项债券偿还机制的主要构成要素，而明晰的偿还责任主体、有效的偿债来源与合理的偿债方式是降低偿债风险、建构完备的偿还机制的关键问题。2016年，财政部两次发文提出了地方政府专项债券的偿还模式，为专项债券偿还风险管理提供了规范性指引。然而，在在面临国内外不稳定的经济形势情况下，地方政府偿还专项债券的压力也在不断增加，可能存在的风险点具体如下：

(一)“借用还”主体不统一，责任主体不够明晰。在地方政府债务的法律关系中，债务人应为特定主体，且承担向债权人交付财产、提供劳务和为或不为一定行为的义务。根据规定，省级政府具有举债权并为地方政府专项债券的发行主体，财政部依据

债务风险、财力状况等因素向省级政府分配债务限额后，由省级政府统一发行并转贷给确需发行专项债券的市县级政府。从法律关系角度来看，这种发行方式将导致专项债券“借用还”主体相分离，责任主体无法明晰。如图1所示，省级政府代市县级政府发售专项债券时，专项债券的债权人只能对省本级债券发行金额形成法律约束，但对“真实债务人”市县级政府无法形成有效约束，即市县级政府虽然应当按照转贷协议约定承担还本付息的责任，但是省级政府作为法律上的债务人，其只能对地方政府实行政控制。这样的发行机制相当于省级政府为地方政府提供了一定的信用担保，金融市场难以对市县级政府专项债券项目质量和资金使用效益形成有效约束。结合调研分析结果，“借用还”主体不相统一的特征可能致使省级政府和金融市场无法有效把握项目质量、项目资金使用效率与偿还保障，可能成为地方政府专项债券偿还风险点。

(二)偿债时间设置不合理，缺乏中观约束机制。从项目产品角度来看，地方政府专项债券所融资项目及其提供的产品是具有一定收益且收

益全部属于政府性基金收入的重大项目。由于重大项目的投资周期长、资金需求大，因此通过项目收益偿还债券需要在保证资金使用效率的基础上设置合理的偿债期限，避免期限错配风险。目前，我国专项债券的偿债期限由省级财政部门统筹考虑本级和市县两级情况，根据预算调整方案、偿还专项债券本金需求和债券市场状况等因素确定，提倡偿债期限与项目目标相适应。然而，由于各地财政对于偿债资金的管理存在一定的缺失，专项债券期限的确定主要集中于微观项目层面的分析，对于部门每年应偿还的债务数额缺乏整体考虑，导致大规模专项债券同时到期，偿债资金不足。许多地方政府试图发行再融资债券将所欠债务延后、缓解短期偿债压力。如表2数据显示，2018.3—2019.10期间，再融资专项债的增速为151.33%，远远超过专项债的增速69.38%。高速增长再融资专项债券余额在凸显专项债券期限设置不合理事实的基础上，还表明了偿债风险累积的可能性。

(三)缺乏具有可持续性的资金保障。可持续性的资金保障是指专项债券项目具有积极的盈利前景并能

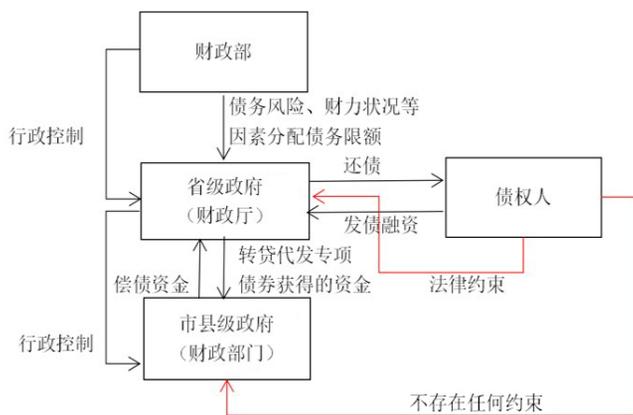


图1 地方政府专项债约束控制机制

表2 2015-2018年置换专项债券余额 单位：亿元

	再融资专项债券余额	专项债券余额
2018.3	30	55541
2019.10	4570	94073

数据来源：中国地方政府债券信息公开平台

够形成可靠、稳定的现金流，用以保障项目收益能够偿还债券本息。根据规定，专项债券的本息主要通过对应的政府性基金收入、专项收入、发行专项债券等偿还。这表明所有种类及其专项债券的偿还是统一管理的，这种做法在中观层面上的确能够避免债务风险的发生，但是会在一定程度上导致责任主体忽视项目的微观管理。同时，在项目审批时，也缺乏对项目现金流、可持续性、盈利前景以及风险因素等进行科学可靠的量化评估，导致单个项目收益与融资自平衡目标难以实现，偿债资金来源不具有持续性。

（四）政府性基金管理制度不完善，难以匹配项目资金管理的要求。偿债基金亦称“减债基金”，是指国家或发行公司为偿还未到期公债或公司债而设置的专项基金。地方政府专项债券偿债基金是指地方政府按照相关规定筹集相关财政资金于指定账户

中，专门用于偿还地方政府的专项债券。偿债基金制度作为一种强制性债务偿还手段，能够降低政府违约率，是一种维护政府公信的增信手段。基金制度的运行体系由多个环节构成，包含基金的资金筹集，基金账户资金的使用和保管，基金账户资金的管理和监督。根据规定，省级财政部门发行专项债券募集的资金，应当缴入省级国库，通过政府性基金预算进行核算，并根据预算安排和还本计划从国库拨付资金。鉴于国库基金的收支项目复杂，而且政府性基金预算现行的收付实现制会计基础存在弊端，不适合于债务收支的核算，不能准确地刻画债务风险。我国地方政府目前虽然设立了基金制度，但仍缺乏科学的实施细则的支持。

### 地方政府专项债券偿债策略分析

（一）加强绩效预算法律约束，逐步实现“借用还”主体相统一。在专项

债券的“借用还”主体不相统一的情况下，通过完善全面绩效预算管理制度理顺权利关系，明确责任划分，逐步实现地方政府的责任主体和资金使用主体的相统一，成为当前防范偿债风险的一个可行选择。一方面，完善绩效激励制度。在构建科学的专项债券项目绩效评价指标体系基础上，建立规范性绩效激励措施和实行机制。另一方面，完善问责机制。在完善行政问责机制和人大问责的制度框架下，不断充实问责制的民主内涵，有效推进责任体系建设。最后，在责权利主体结构对称的逻辑框架下，实现对地方政府专项债券偿债行为的精细化激励和约束。

（二）编制专项债还款时间表，明确每年应偿还的债务总量。精确的还款时间设计，不仅可以帮助地方政府明确地方财政年度应偿还的债务数额，了解偿还专项债券对地方财政的资金需求，还能够在举债阶段防范化解地方政府的财政风险。一方面，各级政府编制具体至年份的还款时间表并进行实时更新。还款时间表应当包括政府各财年应偿还债务的利息、本金数额，以及编制时政府总体债务余额等要素。同时，还款时间表还应当作为确定专项债发行期限的必要参考资料。另一方面，将偿债时间表列入项目审批和招标的重要信息披露文件，促使地方政府清晰了解项目资金需求和整体财政资金需求之间的关系，明确债务融资的时间成本和机会成本。

（三）严格规范债券投资决策，提高资金使用效率和科学性。专项债券投资决策的科学性及其债券资金使用效率是保障偿债资金来源可持续性的重要方式。因此，首先要完善项目筛选机制，强调项目目标与申请



来源：视觉中国

发债机构的使命、部门战略规划相结合。确定项目的目标、拟解决的问题、通过使用特定的绩效指标，明确项目目标与机构使命之间的关系、以及项目对机构整体任务和目标的影响。其二，各地政府编制3年期的滚动资本提升计划，用以衡量地方政府未来3年内基础设施建设的资金需求。滚动资本提升计划需要将资本支出需求、拟实施项目的成本、项目可获得的融资来源以及拟实施项目对未来一般公共预算的影响等因素考虑在内，并且每一年都需要在系统性地评价审核资本项目的基础上，比较以往旧项目与每年提出的新项目之间的紧迫性和优先性，根据分析结果更新资本项目优先排序顺序。其三，构建多元化、科学化的项目成本评估机制。基础建设项目是对物力、财力和人力资源的长期投入，所以需要采取必要的措施减少浪费或重复建设，减少项目

决策失误，识别节省费用和产生收入的项目。进行成本估算的技术包括建筑类型标准、总建筑面积/空间利用标准、生命周期成本计算、市场比较和类似项目的历史比较。可以要求在项目招标之前，根据项目的特点，采取适当的成本估算技术，至少生成两套由不同主体出具的成本估算方案。在估算成本时需要将通货膨胀成本、机会成本以及未来可预测的维修成本考虑在内。最后，构建持续的项目追踪管理机制。基础建设项目周期较长，严格的项目筛选机制只是保证高效率配置财政资源的第一步。提出预算申请的机构要负责对该项目进行日常监测，并定期向财政部门提交报告，报告内容包括里程碑式的进展情况和与预算相比的实际支出情况。此外，可以通过动态的追踪预算资金的支出状况来保证项目评估质量，并确定在不同建设阶段的成本超支问题

的严重度。

（四）构建地方政府专项债偿债基金制度，设置对应的基金管理机构。从规范项目资金管理的角度出发，建议设立专项债券基金制度，统一基金管理法律规范。具体措施如下：其一，根据不同项目需求设立相应的基金账户，分类核算、限额管理，对项目资金进行规范化管理，进而保障收益债券还本付息安全。其二，明确基金用途，有效保障资金安全，控制不合理的资金流出，提高资金使用效率。其三，设定严格的资金使用审批制度，一旦超过限额便要求履行相应的审批程序，严格把控项目资金流，防范随意挪用基金资金，降低债券违约风险。其四，建议在财政部下设立专门的政府偿债基金管理机构，主要负责对偿债基金的管理、组织偿债基金的会计核算以及基金资金使用的内审监督。□

责任编辑 张蕊