

健全专项债券偿还机制的思考与建议

陕西省财政厅 | 马超

近年来，随着我国债务管理改革的深入，债务管理制度不断完善，专项债券作为地方政府依法依规举债融资的重要途径，在稳投资和防风险方面发挥了积极的作用。2018年、2019年发行的专项债券，部分项目即将进入还款期，目前针对专项债券偿还的相关机制并未完善。因此，针对专项债券偿还机制产生的问题和风险，提出应对措施及建议。

专项债券发行及偿还机制现状

(一)近三年全国新增专项债券发行及偿还条款设置情况。2018年共发行348支新增专项债券，发行金额12934.04亿元(发行情况详见表1)，其中含特殊条款债券(特殊条款债券是指包含提前赎回和分期偿还的债券)4支，合计金额29.60亿元，占当年发行规模的0.23%；2019年共发行747支新增专项债券，发行金额21662.12亿元(发行情况详见表2)，其中含特殊条款债券42支，合计金额856.46亿元，占当年发行规模的1.96%；2020年1—8月，共发行1104支新增专项债券，发行金额28968.65亿元(发行情况详见表3)，其中含特殊条款债券110支，合计金额1632.69亿元，占当年发行规模的5.64%。为便于统计，样本不含新增债券、置换债券和再融资债券打包发行情况。

(二)近三年专项债券发行情况

的特点。一是长期限债券发行占比逐年攀升。2018年发行债券中10年及以上期限占总发行量的15.79%，2019年发行债券中10年及以上期限占总发行量的33.7%，同比增长113.29%；2020年1—8月发行债券中10年及以上期限占总发行量的87.16%，同比增长258.63%，长期限已成为债券发行的主要选择。二是偿债压力后移。2018年和2019年发行的10年期及以下专项债券发行规模分别占当年发行量的84.21%和66.3%，其中以5年期发行为主，分别占当年发行总量的62.98%和48.71%。偿债压力主要集中在2030年以后，偿债压力明显后移。三是含特殊条款的专项债券发行数量逐年递增。从近三年专项债券发行情况来看，含特殊条款的专项债券发行数量和规模不断增加。由此可见，随着对专项债券偿还机制的不断探索，会有越来越多的含特殊条款专项债券发行。

目前偿还机制存在的问题

根据近三年专项债券发行统计情况，专项债券偿还机制以逐年付息一次性还本为主，形式较为固定单一，匹配项目自身运营实际的偿还机制还在探索阶段，大部分专项债券项目面临收益提前实现时无法偿还本金，造

成部分资金闲置，增加项目单位财务成本或资金挪用风险。

(一)部分收益的实现及管理存在盲区。现有制度规定的专项债券偿债来源为项目对应的政府性基金或专项收入，目前已发行的专项债券品种中，土地储备、棚户区改造、收费公路都有明确对应的政府性基金科目，地方政府可以第一时间管控到项目收入。随着探索发行品种的不断增多，例如教育、医疗卫生、园区基础设施、供电供气等领域，项目情况复杂，政府性基金科目中并未设置相对应的科目，专项债券项目偿债来源多为专项收入，如何通过运营主体将专项收入纳入政府性基金收入需进行进一步探讨。此类项目建设运营主体多为企业，政府虽作为专项债券的举借单位，未必对建设运营过程中资金做到全方位监管，如果项目单位不止运营管理一个项目，那就可能会出现资金池管理的可能，从而增加资金挪用风险的可能性。

(二)项目实现收入有效利用率低。随着领域的不断扩大，专项债券支持的项目中包含了很多有一定运营模式的项目，该类项目生命周期较长，按照专项债券期限匹配项目生命周期的要求，长期限债券发行将成为主要发行期限，该类项目在进入运营期后，当收入达到预期时，会出现经营性现金收入被闲置；当同级财政部门或项

表1 2018年全国新增专项债券发行情况表

发行期限	发行金额 (亿元)	发行额 占比	债券数量 (支)	债券数量 占比	到期 年份
2年	10.00	0.08%	1	0.29%	2020年
3年	1142.42	8.83%	30	8.62%	2021年
5年	8146.48	62.98%	180	51.72%	2023年
7年	1592.40	12.31%	55	15.80%	2025年
10年	1744.74	13.49%	69	19.83%	2028年
15年	148.00	1.14%	9	2.59%	2033年
20年	130.00	1.01%	3	0.86%	2038年
30年	20.00	0.15%	1	0.29%	2048年
合计	12934.04	100.00%	348	100.00%	

表2 2019年全国新增专项债券发行情况表

发行期限	发行金额 (亿元)	发行额 占比	债券数量 (支)	债券数量 占比	到期 年份
2年	5.00	0.02%	1	0.13%	2021年
3年	795.86	3.67%	48	6.43%	2022年
5年	10552.19	48.71%	235	31.46%	2024年
7年	3010.11	13.90%	156	20.88%	2026年
10年	4838.25	22.34%	210	28.11%	2029年
15年	1299.74	6.00%	48	6.43%	2034年
20年	542.40	2.50%	30	4.02%	2039年
30年	618.57	2.86%	19	2.54%	2049年
合计	21662.12	100.00%	747	100.00%	

表3 2020年1—8月全国新增专项债券发行情况表

发行期限	发行金额 (亿元)	发行额 占比	债券数量 (支)	债券数量 占比	到期 年份
3年	46.03	0.16%	6	0.54%	2023年
5年	1304.17	4.50%	74	6.70%	2025年
7年	2370.61	8.18%	103	9.33%	2027年
10年	9667.41	33.37%	326	29.53%	2030年
15年	6712.84	23.17%	257	23.28%	2035年
20年	4045.32	13.96%	185	16.76%	2040年
30年	4822.27	16.65%	153	13.86%	2050年
合计	28968.65	100.00%	1104	100.00%	

自主管部门所投资的多个项目收益有丰有欠时,是否能够将本地区发行的专项债券项目收入进行调剂作为应对风险的一种应急措施,待借入应急措施调入资金的项目实现收入后,及时归还被调剂项目收入,盘活本地区专项债券项目收入,以应对个别项目还本付息的违约风险。

(三)债贷组合存在同债不同权的现象。专项债券无论期限长短,仍然以到期一次性还本为主要偿还方式,虽然付息频率随着期限的变化有所调整,10年期及以上品种的付息频率调高至每年两次,但仍然不能解决到期一次还本的违约风险。2018年发行的专项债券中仅4支债券设定还款计划,其余全部为到期一次性还本付息。2019年42支债券设定了还款计划或者赋予财政部门赎回选择权,但是占比仍然不到2%,而10年期以上专项债券占比33.70%,长期债券仍然以到期一次性还本为主。

健全专项债券偿还机制的建议

2019年6月,国务院印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,自此建设项目通过银行贷款和专项债券搭配筹资有了政策基础和依据。然而,银行项目融资就还款计划的规定比较明确,即建设期后开始偿还本金,每年两次。在专项债券到期偿还和银行贷款按计划偿还的搭配中,银行所面临的信用风险随着贷款的逐年偿还而释放,而地方政府仍然累积信用风险。并且可能存在项目收入足额偿还银行贷款后,不能足额偿还专项债券的情况,在这种机制下,存在同债不同权的风险。因此,探索建立完善的专项债券偿还机制显得很有必要。

(一)建立灵活的偿债机制。根据项目运营期限、收益实现规律,通过偿债计划或发行人选择权等方式,建立灵活的偿债机制。例如10年以上的长期债券,根据项目的特点,如果经营收益波动性较小,属于民生必需品,可以选择等额本金偿还法,偿还本金;如果经营收益波动大,且具有一定的周期性和不可预测性,可选择赋予财政部门赎回选择权,在项目留存收益较大时,偿还本金,可以有效降低项目财务成本,尽可能多地留存项目收益。

5—10年期中期债券,若采用到期一次性还本方式偿还本金,在收益实现的情况下,可以采取多种可行、风险可控的方式,获得留存收益的利息收益,借此对冲债券利息,降低项目运营的财务成本。

在项目收益确定无法实现足额偿付专项债券本息偿付时,可选择引入社会投资人、处置资产、延长特许经营权等多种方法解决到期债务风险问题。适时将项目进行证券化,将项目推向市场,提前回笼资金,降低政府整体债务水平和债务风险。

(二)建立科学的资金监管体系。项目进入运营期之后,对于收入的归集和管理会影响到债券的偿还。应当建立投资项目运营情况监控机制,动态监测项目实际运营情况与发行专项债券时预测运营情况的差距,及早发现由于经营情况造成的偿债风险,并制定有针对性的偿债保障预案。

明确并落实项目运营期偿债资金来源,建立收入账户专户管理,做到收入账户唯一性、对外支出规范性,引入银行机构进行基本资金支出的用途监管、收入汇缴。当建设单位负责多个发行专项债券筹资建设的项目运



来源:昵图网

营时,要做到项目独立建账、独立开户、独立监管,避免不同项目之间的资金混同风险和资金挪用风险。

(三)建立偿债保障基金制度。以项目所在本级财政为主体,主要是省级和市级财政,建立“偿债保障基金”制度,以丰补欠,保障本级项目的债券本息偿付。与美国和日本“偿债基金”不同,可以将偿债保障基金设计为主要以救助和周转为目的,不提供偿还和担保。基金收入来源包括:一般预算收入、政府性基金收入、政府发债收入、新增税收收入(项目带来的税收部分)、发债项目一定比例的专项收入、清偿专项债券后仍在运营的项目收入、其他收入等。在项目收益由于周期性问题无法满足专项债券利息偿付时,由基金垫付周转,在项目收益好转后,偿还基金垫付资金本息,

偿还垫付本息的资金主要以项目后续运营收入、政府其他收入等为主。

(四)适时推进债券信用增进机制。作为市政债的重要制度建设,信用风险分担和转移机制对于市政债市场尤为重要。美国市政债市场和债券保险制度的实践表明,市政债市场的功能的发挥离不开债券保险的支持。我国债券市场近年来取得较快发展,随着越来越多的政府投资项目从市场募集专项债券筹集资金,投资风险积聚势必会造成信用风险暴露,因此,引入专业的担保或保险公司,建立债券信用增进机制可以为项目提供额外的偿债保障,即便有部分项目由于经营问题,无法足额还本付息,也会因为有信用增进机制的存在,不至于导致地方政府由于违约而影响财政稳定。■

责任编辑 廖朝明