

财政“紧平衡”下的“新基建”投融资

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出“加快建设新型基础设施”，“围绕强化数字转型、智能升级、融合创新支撑，布局建设信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施等新型基础设施”。“新基建”作为以技术、产业驱动，具备集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠特征的一系列现代化基础设施体系，成为当前我国拉动经济增长的新动能，备受社会关注和期待。但“新基建”投资规模大、回报周期长、专业要求高，在财政收入增速放缓、财政支出刚性增加的财政“紧平衡”状态下，“投资的钱从哪儿来”也是当前迫切需要解决的现实问题。本期专题邀请部分专家从政府专项债券、PPP、REITs 等融资工具入手，共同探讨财政“紧平衡”下，创新政府投融资体制，投资“新基建”的路径方法。

专项债券新基建项目融资探讨

中国财政科学研究院 | 赵全厚 马丽君

新基建项目区别于传统基建项目，具有高技术和高信息含量，大多数具有产业化潜质，预期现金流可观。地方专项债券工具可以助力新基建发展，但也面临一些现实抉择。我们认为，以专项债券助力新基建需要基于地方政府的职责，合理确定专项债券使用范围和边界，因地制宜创新新基建领域政府与市场的合作模式，科学合理运用专项债券资金，激励市场投资，更好助力新基建的发展。

地方政府专项债券资金使用的规范性要求

2014 年以来，为了构建规范的地方政府融资举债机制，国家出台了一系列文件，规范地方政府专项债券制度与政策。

(一) 专项债券用于“公益性+收益性”项目。《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》规定，地方政府纯公共产品或服务项目的建设可整合预算内资金和一般债券予以建设，项目储备库中有部分收益的项目可采用发行专项债券的方式参与建设。该文件明确专项债券投入项目必须满足公益性和有收益特征。项目的公益性决定了地方政府投资的必要性，项目的收

益性决定了地方政府专项债券资金使用的规范性。目前合法合规的专项债券资金使用方式，包括以专项债券作为项目融资资金来源和专项债券作为项目资本金注入两种方式。

(二) 专项债券项目收益的充裕度决定市场化融资的可行性。按照规范性要求，项目收益的覆盖程度决定专项债券项目的配套融资模式。一般来说，专项债券的还本付息需要考虑专项债券对应基金预算科目的现金流和专项债券项目收入形成的专项收入。如果专项债券项目的现金流较为充沛，专项债券项目融资可以采取“专项债券+市场化融资”的模式来汇聚金融资本和社会资本。2019 年 6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《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》明确提出，若重大公益性项目收益全部属于政府性基金收入则发行专项债券融资，若项目收益兼有政府性基金收入和其他经营性专项收入，且可完全覆盖专项债券本息，可以以剩余其他经营性专项收入情况向金融机构市场化融资。

(三) 专项债券作为项目资本金要兼顾项目领域和本息偿还要求。专项债券作为项目资本金形式对本息

偿还有严格限制。《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》规定,投资项目资本金对项目来说是非债务性资金。《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》明确允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金,但不得超越项目收益实际水平过度融资。这表明地方政府通过专项债券作项目资本金方式参股或控股的项目,专项债券的本息只能通过纳入专项收入管理的分红、股权转让和项目收益等进行偿还,而且在偿还次序方面要劣于其他债务融资。我国目前专项债券可作为项目资本金注入的领域相对集中,2019年9月4日,国务院常务会议进一步要求加快地方政府专项债券发行使用,补短板扩内需,明确了专项债券重点投向铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施,城乡电气管网和储气设施等能源项目,农林水利,城镇污水垃圾处理等生态环保项目,职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务,冷链物流设施,水电气热等市政和产业园区基础设施等公益性、经济社会效益明显的项目,同时将专项债券可作为项目资本金的领域明确界定为上述几大领域。

由此可知,地方政府在运用专项债券参与新基建的建设中必须兼顾上述专项债券使用的制度要求。即:一是要与地方政府的投资边界和职责有关,重点投向地方公益性强的项目。二是专项债券作项目融资资金来源,要求现金流能够较高覆盖专项债券还本付息资金需要。三是若专项债券作项目资本金,要求项目收益在偿还其他债务融资后以分红等方式形成的专项收入能够满足专项债券还本付息要求。

新基建项目使用地方政府专项债券融资的适宜性分析

(一)新基建中的地方政府投资职责。新基建领域有不少属于高风险、高回报,商业化运作效率高,市场能够有效配置社会资源的行业,可以放手由市场运作。一些新基建项目即使需要政府介入或主导,也可能需要处理好中央和地方的关系,划分好各自的事权,才能够持久有序地拓展。一般来说,诸如智慧城市、城际铁路等与传统基建项目紧密相关的或处于幼稚产业发展阶段的新基建项目需要政府投资予以支持。

(二)新基建项目现金流回馈需匹配专项债券还本付息要求。新基建项目采用专项债券均需评价项目偿债能力,即不仅要评估专项债券对应政府性基金预算科目的现金流,对新基建项目来说,更要考虑评估专项债券使用者付费定价水平。基于“项目自求平衡”合理确定专项债券投资规模,同时结合新基建未来产业化发展趋势,基于产业幼稚期评估考虑阶段性使用专项债券。

相关结论和建议

(一)科学合理确定地方政府专项债券在新基建中的使用范围和边界

新基建领域中凡是市场配置更加有效的领域就放开市场投资,根据是否可以完全商业化运作来分析新基建范围内政府和市场职责。一般来说,除却企业准入负面清单外,扩大市场投资准入领域,充分发挥市场的决定性作用,针对新基建部分已经技术成熟、研发不确定性较小、市场需求逐步扩大、市场能够充分配置的领域,政府主要职责在于优化营商环境,减少行业性垄断、不正当竞争。总的来说,新基建遵循市场主导投资,政府应投尽投、应扶尽扶的基本定位,根据项目的公益性程度合理处理政府和市场的关系,根据公共产品外溢性划分政府间职责,将专项债券限定在有项目收益的区域性公益性项目范围。

一是专项债券投资新基建要基于政府职责和使用规范。应当由政府承担建设的新基建,如智慧政务平台建设,可以创新使用政府与社会资本合作方式建设,根据项目公益性特征和收益预测,结合使用专项债券作项目资本金或者项目融资资金来源的方式,但按照规范性要求,专项债券不得用于政府性引导基金和PPP项目的运营补贴。

二是专项债券用于新基建项目需要“具体问题具体分析”。专项债券资金运用于新基建不能一概而论,而是要针对具体项目的属性和运作方式,精准定向确定专项债券融资的合理使用模式。除却新基建项目中地方政府职责的情景分析外,专项债券用于项目债务融资或者是用于项目资本金,其相应的规模和期限设



平潭海峡公铁两用大桥。杨婀娜 摄 来源：视觉中国

定均要根据每个新基建项目的技术经济特征和专项债券资金使用规范性要求、风险防范要求来综合确定。而且，一些看似完全可以商业化、市场化运营的新基建项目，也要探讨其是否存在“幼稚期”阶段政府以专项债券融资介入的可能性。

三是适当放宽新基建领域专项债券资本金投入限制。对于一些具有充沛现金流的新基建项目，可以通过放宽专项债券用作资本金的范围来鼓励发展，可以从两方面着手发挥专项债券的资本金补充作用。一方面是适度放宽 2019 年国务院常务会议规定的专项债券用作资本金领域，拓宽新基建项目投入专项债资本金范围，稳定市场投资信心。另一方面是在对比传统基建项目的资本金最低比例限制，适当放宽新基建领域项目资本金最低比例，降低市场投资准入门槛，给予市场投资更大灵活性。

（二）切实发挥好专项债券的作用，提高资金使用绩效

从项目论证到绩效考核，政府专项债券的使用要合理评估新基建项目的现金流情况以及其基本公共服务供给的有效性，形成监理单位考核、政府监督、公众反馈的意见沟通机制，提高专项债券使用的效益。

一是不断充实新基建项目库，以高效配置专项债

券资金。充分挖掘和积累新基建项目，完善现有政府投资项目库。2016 年《中共中央 国务院关于深化投融资管理改革的意见》明确指出，依据三年滚动计划，建立各地方政府投资项目库，未入库项目原则上不投资，加强政府投资的事中事后监管，保证投资的精准性和有效性。与传统基建项目库建设一致，新基建也要根据年度规划，进行项目评估、可行性研究，储备社会效益好、有资本回报的项目库，逐步推进项目建设。从已储备的新基建项目中，优中选优，在专项债券额度内率先布局建设。

二是政府承担专项债券运用“本位”责任。首先，合规、及时注入专项债券资金。在确定好专项债券的新基建项目后，要及时组织债券发行和资金拨付工作。在项目急需资金的情况下，用好现有规则，即可对预算已安排的债券资金项目通过调度库款周转，加快项目建设进度，待债券发行后及时回补库款。其次，落实好信息披露责任。应当重点披露使用专项债券资金的规模、利率等债券信息，专项债券项目的融资和建设、运营等情况，主动接受社会监督。

三是管理好新基建专项债券项目的后续工作。首先，建立项目定期考核评价机制。专项债券主要用于公益性特征明显且能保证项目现金流的领域或项目。

政府在承担好专项债券“本位”责任的同时，要加强协调监管职责，提高专项债券使用的后续管理工作。要从项目审批、资金到位、项目建设进度，以及项目运行的经济和社会效益等多方面监管考核，使得项目建设能够兼顾项目资金使用合理节约和社会公共效益最大化的双重目标。其次，规范分账管理制度。2019年6月印发的《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》指出，兼有专项债券融资和市场化融资的项目实行分账管理。从严管理项目当年资金流总量和分账划拨的资金动态流向，对应的政府性基金收入和用于专项债券本息偿还的专项收入纳入政府性基金预算管理，偿还市场化融资本息的专项收入由项目单位存放至监管账户，以保障资金安全。第三，建立公众投诉渠道。智慧政务平台的建设离不开群众意见的反馈，项目建设和运营中涉及诸多群众利益，畅通群众举报、意见收集机制，能够规范项目运作，形成舆论监督，反馈包括资金挪用、收费侵权等诸多事项。

（三）防范专项债务风险，债务偿还有保障

专项债券布局新基建项目也要注重风险管理。要关注新基建项目有效资产与有效现金流，优先关注项目现行流动性风险以及全生命周期的清偿性风险。

一是严格执行项目初期专项债券自平衡论证。专项债券发行严格执行法定限额管理，地方政府专项债务余额不得突破专项债务限额。专项债券新基建项目，应当能够产生持续稳定的现金流收入。为此，要做到两点：首先，项目现金流预测要结合现实因素（如物价变动、通货膨胀等），及时评估预计项目收入的全部债务本息覆盖比、专项债券融资本息的本息覆盖比等关键性指标。其次，专项债券偿还的流动性压力测试要根据专项债券的偿还方式（等额本息偿还或分年付息到期一次偿还本金），结合项目建设期和运营期的时间分配结构，在确保全生命周期的项目现金流可以覆盖专项债券本息之后，还要考量部分建设期长的专项债券项目在专项债券发行期间相对较短的特殊情况下，项目运营期收入能否覆盖当年全部债务和专项债券的偿还需要，避免出现较大流动性风险。

二是合理规划布局新基建，有效拓展市场需求。一方面，新基建具有很大的集成化规模效应，多为省级布局，辐射省内与省际，如云计算中心，这就要求从中央到省级做好区域布局规划，各市县争相上项目必然导致资金、数据要素的重复配置，可由各市县申报新基建项目，省级层面做好区域规划，打破行政壁垒，力争形成范围经济和规模经济，走质量型新基建发展之路。另一方面，为扩大新基建市场需求，新基建项目要形成普遍性公共服务和增值性服务提供并举的格局。鼓励参与地方政府新基建项目建设的社会资本方在政府规定的普遍性公共服务之外，大力发展增值业务（这部分业务政府不给予任何补贴），以提高服务的附加值。例如公共充电桩运营之外，社会资本方可提供私人充电桩的安装和维护，既可以带动社会资本方现金流的增加，也能扩大该新基建项目的市场需求，带动关联产业（如新能源公交、新能源汽车）发展。

三是建立健全政府专项债券资金的阶段性退出机制。新基建不同于传统基建项目，绝大部分信息产业在进入成熟期后可完全商业化运作，政府的作用往往是“扶上马，送一程”，因此要建立健全政府投资适时退出机制。阶段性退出机制，首先要项目公司建立时在公司章程中确定退出时序，即在产业发展达到成长阶段中期，或者根据企业运营收益的增长比例确定。其次确定退出比例，具体可根据项目运行情况，由政府控股转为政府参股，由政府参股转为完全退出，分步实现。最后针对极少数特殊项目，涉及核心保密技术的新基建项目，可酌情设定触底回弹机制。通过政府方股权出让，扩大社会资本方投入资金，而将财政资金转投其他重大新基建项目，提高资金的循环利用。

四是做好做实专项债券偿债基金制度。专项债券项目偿债基金的构建是防范专项债券风险的最后保障制度。基于项目自求平衡原则，偿债基金的来源应主要基于项目现金流，也可以来自合规性基金预算对应科目、上级政府的相关奖补资金。一旦资金充实到偿债基金就要专款专用，不能违规挪用。□

责任编辑 张小莉