

地方政府专项债券与新基建：风险、约束与出路

西南财经大学 | 刘楠楠 曾宇

新基建已成为当前我国拉动经济增长的新动能。在政府投资视角下，地方政府专项债券作为市政基础设施领域重大项目的投融资工具，是推进基础设施建设的重要资金来源。然而，新基建具有技术更迭快、市场竞争大、预期收益不稳定、投资回收期长等特点，用地方政府专项债券为其融资可能面临项目收益与融资成本难以自平衡等风险问题。因此，本文在剖析新基建的专项债券融资特征与风险特征基础上，进一步提出完善新基建专项债券融资机制的政策建议。

新基建与专项债券融资特征分析

（一）新基建的准公益性特征。新基建相较于传统基建拥有更强的市场性和经营性，对市场投资者吸引力更强，但新基建的本质属于基础设施，仍具一定公共服务属性。根据概念界定，新基建的范围包括支撑科学研究、技术开发、产品研制的具有公益属性的技术外溢型创新性基础设施。根据正外部性理论，地方政府将资金投向具有公益属性的、能够推动重大科技进步的新基建项目存在一定的合理性。

（二）新基建与专项债券具有收益匹配性。地方政府专项债券是指省、自治区、直辖市政府（含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府）为具有一定收益的公益性项目发行的、约定一定期限内以项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券。由于新基建项目具有收益性，即具有覆盖融资成本的能力，理论上可以满足地方政府专项债券的“项目收益与融资成本相匹配”这一要求。因此，从政府投资视角来看，以地方政府债券融资工具为代表的可计入权益的专项债券权益性融资模式是新基建的主要资金来源。

（三）新基建内涵与专项债券资金用途相契合。从

资金用途来看，一直以来专项债券重点用于农林水利、生态环保、交通基础设施、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区等传统基建领域，新基建项目所涉较少。2018年以来，中央多次会议明确表示要加快5G、物联网、工业互联网、人工智能、云计算、区块链、数据中心等新型基础设施建设，并逐步加强对地方政府债券募集资金投资方向的精准性和有效性引导，推动专项债券资金投向由传统基建向新基建领域倾斜和优化，实现专项债券资金指定投向领域与新基建内涵契合（具体见附表1和附表2）。

新基建专项债券投融资风险分析

（一）新基建技术更迭快，市场竞争激烈，投资风险高。市场失灵理论下，传统基建项目如铁路、机场、通信等大型准入门槛较高的公共基础设施更多依赖于政府主导融资建设。在新基建领域，绝大部分高科技含量项目是市场公平竞争和发展的结果，这决定了新基建建设应采取以“市场为主，政府为辅”的投资主体结构，当政府作为投资主体时，或将面临着比企业更大的投资压力与风险。一方面，政府作为新兴领域投资者，无论是在市场份额、运营经验还是在客户资源上竞争力都不强。另一方面，相较于企业直接参与技术创新、市场竞争和用户对接，政府面临更多信息不对称，在技术水平和市场敏感性等方面处于劣势，对于新基建项目甄选、资金使用和项目运营决策等方面难度更大，一旦存在决策失误，地方政府不仅将面临巨大投资损失，还将加剧财政压力，引发债务风险。

（二）项目建设收益不稳定，资金还款保障程度相对偏低。从项目产品角度来看，项目收益与融资成本自平衡是决定新基建专项债券能否成功发行的根本前

提,而保障新基建融资与偿债能力相匹配,具备稳定的还款来源和可持续的现金流入是关键。然而,新基建及其形成的新兴产业,其项目收益具有不确定性,项目收益能否覆盖融资成本目前仍存在较大的争议。若项目收益不能覆盖融资成本,项目建设期较大的成本投入将形成严重的资金缺口从而滋生风险隐患。

(三)新基建投资周期长,拉长地方政府负债期限和风险区间。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,并根据预算调整方案、偿还专项债券本金需求和债券市场状况等因素来共同确定,提倡偿债期限与项目目标相适应。由于新基建项目投资规模大,回收周期长,新基建专项债券多发行10年以上中长期债券,以保障项目收支平衡。从微观层面来看,提高专项债发行期限虽能保证短期内项目收益覆盖其融资本息,但从宏观层面看实质上增加了地方政府负债期限、拉长风险期间。此外,由于现行的债券多采取期末还本,而地方政府多集中关注近期收支情况,缺乏对项目在全生命周期内的风险控制,易导致新基建专项债券偿还风险集中爆发。

(四)缺乏一套针对新基建专项债券融资及全生命周期监管机制。相比于传统基建投资,新基建投资还处于初始探索阶段,前期科研投入成本更大、建设周期更长、且预期回报具有高度不确定性是其特有风险,这对地方政府在前期项目准备、中期资金使用和项目运营,以及后期的还本付息等方面管理的精确性和准确性方面提出了更高要求。然而在当前实践中,地方政府尚未建立直接关于新基建项目的投融资管理机制,大多沿用传统基建项目投资方案,在项目设计和融资方案缺乏针对性。其次,对于传统基建的风险点,新基建项目也同样存在。例如,地方政府缺乏对未来收益的前瞻性,项目成本收益模型测算较为简单,缺乏项目动态跟踪管理机制和压力测试,“借用还”主体不统一、责任主体不够明晰等问题。

完善新基建专项债券融资机制的措施建议

(一)提高投资决策谨慎性,吸引市场主体助力提升项目运营能力。地方政府作为新兴领域的投资主体,

在技术创新、市场竞争和组织管理方面存在劣势,需明确政府与市场主体各自参与新基建的领域。首先,完善项目筛选机制,严格区分和细化新基建项目范围,充分结合各地财力水平、实际需求、地理环境、项目市场前景以及预期收益等因素确定专项债券融资项目。其次,综合考察项目市场前景和债券市场行情,合理确定发行规模和期限安排,适时调整发行计划,减少或规避风险。第三,积极引入市场化主体,推动政企合作,吸收社会专业机构共同参与新基建项目运营与管理,弥补地方政府在市场信息、运营能力和技术创新等方面缺陷。

(二)推动还款来源多元化,弥补偿债缺口。实现新基建还款来源多元化是缓解财政偿债缺口、分散债务风险的重要手段。其一,地方政府需充分挖掘项目前期收益增长点,拓宽新基建产业链和经济附加值,发挥其倍增效应,增加项目前期专项收入。其二,提升新基建项目之间债务偿还互助能力,形成“以优带劣”,即形成优质项目剩余收益弥补新项目或高风险项目偿债缺口的互助局面。

(三)编制动态还款时间表和风险预警期限表,防止债务风险集中爆发。精确和明晰还款时间、还款金额、最大压力还款年度,有助于地方政府从宏观上把控债务总体风险。一方面,地方政府既要关注单个项目收支情况,又要综合考量所有项目之间实现收支平衡的可能性,编制3—5年滚动专项债还款时间表,明确最大压力还款年度,提高短期内债务风险识别。另一方面,编制和披露年度运营效率低、效益不高、市场竞争力不强项目的风险预警期限表,量化并等级化偿还期限拉长导致的叠加和滞后风险;创新丰富债券期限品种,对于优质项目鼓励实行分年还本的还款模式,平滑债券存续期内偿债压力;借鉴企业债、公司债等做法,试行新基建含权专项债,增强偿还债券本金自由度和灵活性,解决土地出让时间不确定、债券到期时集中还本时压力大等问题。

(四)建立健全新基建专项债券融资与项目全生命周期风险管理体系。首先,结合新基建投资风险特殊性,建立一套具有针对性的新基建专项债券融资配套和发行工作的操作规范指引。其次,加强监管力度,严

附表 1 新基建发展时间脉络

时间	类型	相关内容
2018 年 12 月 19 日－21 日	中央经济工作会议	加快 5G 商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设。
2019 年 03 月 05 日	国务院政府工作报告	深化大数据、人工智能等研发应用，改造提升远程教育、远程医疗网络，推动移动网络基站扩容升级，加强新一代信息基础设施建设。
2019 年 12 月 10 日－12 日	中央经济工作会议	引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域、促进产业和消费“双升级”。加强战略性、网络型基础设施建设。
2020 年 01 月 03 日	国务院常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造。
2020 年 02 月 14 日	中央全面深化改革委员会第十二次会议	统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。
2020 年 02 月 21 日	中央政治局会议	加大试剂、药品、疫苗研发支持力度，推动生物医药、医疗设备、5G 网络、工业互联网等加快发展。
2020 年 02 月 23 日	中央统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议	一些传统行业受冲击较大，而智能制造、无人配送、在线消费、医疗健康等新兴产业展现出强大成长潜力，要以此为契机，改造提升传统产业，培育壮大新兴产业。
2020 年 03 月 04 日	中央政治局常务委员会会议	加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。
2020 年 05 月 22 日	国务院政府工作报告	加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。
2020 年 10 月 26 日－29 日	第十九届中央委员会第五次全体会议	构建系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。系统布局新型基础设施，加快第五代移动通信、工业互联网、大数据中心等建设。
2021 年 03 月 13 日	“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要	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。

资料来源：根据相关会议内容整理，时间截至 2021 年 3 月

附表 2 新基建的概念和分类

类型	概念	范围
信息基础设施	基于新一代信息技术演化生成的基础设施。	1. 以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施。 2. 以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施。 3. 以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施。
融合基础设施	深度应用互联网、大数据、人工智能等技术，支撑传统基础设施转型升级，进而形成的融合基础设施。	智能交通基础设施、智慧能源基础设施。
创新基础设施	支撑科学研究、技术开发、产品研制的具有公益属性的基础设施。	重大科技基础设施、科教基础设施、产业技术创新基础设施等。

资料来源：国家发展改革委新闻发布会

控新基建项目融资方案的编制质量。第三，充分考虑市场变化、政策影响、通货膨胀、机会成本等外部因素，采用多样化现金流测算模型和多角度压力测试，生成多套成本收益估算方案并对项目进行动态跟踪，适时调整运营管理机制。第四，建立结构清晰、权责分明

的新基建项目预算绩效管理体系，将绩效理念和绩效评价方法融入专项债前期的项目准备、中期限额分配、债券发行、资金使用和项目运营，以及后期还本付息的全过程，实施精准化的激励约束机制。

责任编辑 张蕊