

# 对政府专项债实施穿透式监管 助力稳住经济大盘

财政部辽宁监管局党组书记、局长 | 胡关夫



来源：视觉中国

最近，为了稳住经济大盘，党中央、国务院出台了一系列有力有效的调控举措。其中，发挥政府专项债的作用，成为33项政策中的重要一招。地方政府专项债在带动扩大有效投资、稳定宏观经济等方面发挥着重要作用。2015年以来，全国累计发行专项债券达15.85万亿元。2022年，全国新增政府专项债券3.65万亿元。国务院明确要求，今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。做好专项债券资金监管，是财政部赋予各地监管局的重要职责，是助力稳住经济大盘的有效举措，也是监管局践行“两个维护”的政治责任和工作自觉。

## 穿透式监管的内涵

“穿透式”监管主要应用于金融领

域，是突破外观形式去发现金融关系的本质，即透过表面形态识别业务实质，通过主体穿透、产品属性穿透以及嵌套层级穿透等，把资金来源、中间环节和最终资金投向连接起来，综合全流程信息来判断金融产品性质，进而采取有针对性的监管措施，通过提高监管有效性实现金融创新与金融安全的平衡。

国务院办公厅于2016年10月13日印发的《互联网金融风险专项整治工作实施方案》中正式提出穿透式监管这一概念，指出要“立足实践，研究解决互联网金融领域暴露出的金融监管体制不适应等问题，强化功能监管和综合监管，抓紧明确跨界、交叉型互联网金融产品的‘穿透式’监管规则”。

虽然穿透式监管是针对互联网金

融风险治理提出的特定概念，但由于其契合金融市场发展需要且可以广泛应用于各类金融产品，一经提出就获得监管部门和学界的大力支持。2017年初，人民银行率先推出宏观审慎评估考核系统，银保监会和证监会也陆续出台了相关监管政策，穿透式监管理念在金融领域迅速扩展。

（一）以实质重于形式作为核心原则。穿透式监管的实质在于透过层层嵌套资产、产品和交易等形式外壳，根据金融产品本质实施恰当的监管手段，进而提高监管效能，是会计学“实质重于形式”原则在金融监管中的应用。这一原则最早被欧美国家应用于防止非法避税，强调根据交易实质而非外观形式来确定纳税人的实际纳税义务。近年来，随着金融市场不断创新，金融产品及其业务形式更为复杂

化,实质与形式分离的现象越发突出,这就要求监管部门要透过表象,依据实质作出判断,将实质重于形式作为采取具体监管措施的核心原则和先决条件。

(二)以提升市场透明度为根本理念。随着金融创新导致金融产品层层嵌套,金融产品形式往往与交易本质产生实质性差异,导致金融机构、最终投资者和监管部门之间出现了明显的信息不对称,金融市场的透明度受到挑战。在金融领域实行穿透式监管的主要原因,就是要应对这种信息不对称,提高金融市场的透明度。一方面,可以有效约束金融机构的交易行为,识别并限制操纵市场、内幕交易等违法行为,促进形成市场参与者的自我约束。另一方面,可以进一步识别并揭示市场风险,从而减少金融市场的盲目性与投机性,维护金融市场的甚至是宏观经济运行的稳定。

(三)依据资金流向进行全流程穿透。穿透式监管主要是根据资金流向对金融产品端、项目端进行全流程的穿透,其中资金端主要是逆资金流而上,穿透识别资金来源和最终投资人是否符合相关监管规定,防止风险承担和资产类别错配;项目端主要是顺资金流而下,穿透嵌套的交易结构和通道安排,识别底层资产是否符合国家产业政策和监管政策、资金投向和管理使用情况是否符合监管要求等。

### 政府专项债的特性

地方政府专项债券是财政进行逆周期和跨周期调节的重要工具,监管部门需要采取穿透式监管才能识别地方政府专项债券的项目建设和

资金使用情况,确保其投向和管理使用情况符合政策导向和监管要求。虽然目前地方政府专项债券的交易形式还不像其他金融衍生工具那样复杂,但其金融产品的形式兼具政府投资和金融产品特性。主要有以下几种表现形式:

(一)专项债受政府总体杠杆率水平限制。地方政府专项债券收支虽然体现在政府性基金预算中且要求项目收益与融资自求平衡,并不直接影响财政赤字,但本质上仍然是一种由政府信用支撑的政府投资。因此,地方政府专项债券的安排和使用受到政府总体杠杆率水平的限制,地方政府专项债券既要稳投资又要防风险,需要借助穿透式监管充分识别债券项目实质。

(二)专项债的资金流向透明度相对较低。地方政府专项债券由省级政府发行,募集的资金由省级财政部门以转贷的形式拨付基层财政,再由基层财政拨付最终用款单位(主要是相关地方国企或地方政府控制的项目公司),即资金实际上还是在政府体系内流转,资金流向透明度较低,在“借、用、管、还”四个方面,资金拨付和使用信息难以做到全面公开披露。

(三)底层资产要满足公益和收益双重要求。与一般金融产品完全追求收益相比,地方政府专项债券要投向有一定收益的公益性项目,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,同时还肩负着带动社会资本投资的任务,因此具有公益性和收益性双重属性。传统监管措施难以适应专项债券的这一特性。

### 监管实践中要注意的问题

(一)为绩效管理服务。专项债作为一种政府投资,其公益性先天就限制了它的收益性,控制其管理使用的主要是主管部门确定的各项绩效目标。对专项债的穿透式监管是在绩效管理的基础上开展的,要围绕专项债券项目的绩效目标采取监管措施,总体上是对绩效运行进行监控,上溯至事前绩效评估,下延至绩效评价管理。

(二)跨部门资金流监管。专项债主要投向基础设施建设类项目,涉及多个部门,要注重横向穿透,跨越部门领域界限,从负责资金管理的财政部门、负责政府投资项目管理的发展改革部门、负责具体项目管理的行业主管部门等多个角度开展监管。跨部门监管,主要跟踪资金流。资金从财政部门拨付到相关主管部门这一流程,主要核查资金是否在财政和主管部门实际列支。但考虑到专项债券项目的特殊性,债券资金在政府部门列支后,仍有可能沉淀在项目单位,导致资金闲置甚至是被挪用等一系列问题。因此,监管工作要延伸到项目最底层,核查最终用款单位的实际支出情况。

(三)项目端全生命周期监管。项目端实现穿透式监管,就要关注项目储备、建设直至运营的全生命周期。深入债券项目申报库、储备库、遴选库、发行库、监管库、绩效库,充分核查项目主体合规性、公益性、资金投入方向领域、规划及建设内容合理性、立项批复、开工时间、用款需求等各方面情况,同时对项目建设运营情况进行现场核查。□

责任编辑 张小莉