美日专项债券融资收益平衡运作机制的启示

张友斗

从国际经验看，与我国地方政府专项债券最接近的政府债券形式是美国的市政债券和日本的公营企业债券。在发达国家中，美国与日本发行地方政府债券的市场化水平最高，且发行主体不局限于地方政府，部分社会组织也享有发行债券的权利，发行方式、债券类型按照科学的依据进行划分，有利于扩大融资范围、提高融资效率、规范政府管理。同时，西方国家普遍具有健全的法律法规体系和完备的信息披露机制以及积极的风险预警体系，能够保障地方政府债券在实际操作中得到有效运行。有鉴于此，我们重点考察美国和日本这两种债券融资收益平衡的运作机制，通过了解西方国家运用债券发展经济的可行做法，推动我国地方政府专项债券健康有序发展。

美国市政收益债券融资收益平衡情况

（一）美国市政收益债券概况。美国的收益债券由州政府、地方政府或政府授权的机构发行，是为筹措公共项目建设所需资金而发行的长期债务工具，以项目收益作为偿债资金来源，项目主要是已建成进入收益期的市政项目（包括收费公路、港口、机场、供水设施、污水处理设施、供气设施等准公共产品），项目建设风险相对较小。因此，收益债券的信用级别较高。美国的收益债券由于以项目收益作为主要偿债来源，遵循谁受益谁偿还的匹配原则，不与地方税收挂钩，不由全体纳税人承担，使得收益债券得以迅速发展，成为建设具有收益期项目的主要筹资手段。

（二）美国市政收益债券融资收益平衡情况。第一，美国收益债券无追索权，收益与亏损由投资者自担。美国收益债券的偿债来源是项目收益，如果项目收入未达到预期，债权人无权对潜在收入进行追索，地方政府也无补偿责任，债券持有人需自己承担相应损失。此类收益债券主要面向专业投资者，责任边界较为清晰，能够在一定程度上控制风险蔓延。第二，美国收益债券收益与风险并存，但违约率整体较低。美国的州和地方政府有较为独立的行政财务核算制度，并且法律上允许地方政府财政破产，因此美国的地方政府对自己的债务和财务都有着较强的自控能力；以项目收益偿还的收益债风险高于以政府的税收收入为保证的一般责任债，因而收益债券的利率也显著高于一般责任债券。根据穆迪发布的《美国市政债券违约和回收情况》报告显示，截至2018年底，在过去48年期间，美国市政债券违约率仅为0.18%，而且这些违约事件主要集中在2008年的世界金融危机期间。整体看来，美国市政债融资收益平衡情况较好，再考虑到美国有超过5万个市政债券发行主体，从国际比较来看其整体违约率较低。

日本公营企业债券融资收益平衡情况

日本地方政府发行的公营企业债券也与我国的项目收益与融资自求平衡专项债券有一定相似之处。日本对地方政府债券用途有着较为严格的规定，公营企业债券都是用于供水、运输、医院、污水处理、工业供水、电力、天然气、港口维护、护理服务、市场、屠宰、旅游设施事业（包括工业废弃物处理事业）、停车场等业务。公营企业债虽有一定的项目收益空间，但必须要能够增加当代人以及下一代人的福利，才被允许发行。

（一）日本公营企业债券概况。地方政府债券的发行主体包括都、道、府、县和市、町、村两个层级的地方政府，公营企业债券的发行主体则是地方公营企业。从偿债资金来源看，一般会计债的偿债资金主要依赖于地方税收入和地方交付税（一般转移支付），公营企业债券不依赖于地方财

政收入，而是由经营项目的收益作为偿债的主要来源，即所发行的债券必须有对应的项目，而且项目必须有对应的收入，以此与债券本息偿还相匹配。虽然这种债券的发行主体是公营企业，而非地方政府，但由于公营企业所投资的都是公益项目，所以公营企业在日本具有准政府的性质。

（二）日本公营企业债券融资收益平衡情况。第一，日本公营企业债券融资收益管理机制严格。日本地方债券的发行有较严格的制度限制。当地方政府的实际公债费率小于边界费率（18%）时，可直接由地方政府实行提交制并决定发行规模，向总务大臣和财务大臣提交备案。当地方政府的实际公债费率大于等于边界费率，地方政府举债实行协议制，地方政府需要与总务大臣通过协商机制，在同意的前提下上级政府会在地方交付税（一般转移支付）中允许地方政府把还本付息额计入财政支出，从而支持地方债务的偿还渠道。反之，如果总务大臣不同意，但地方议会仍坚持要发行公营企业债券，那么这些地方债的偿债资金将全部由地方政府自己承担，使得这类债券融资收益带来一定的风险。第二，债务存续期的管理属于债务风险化解的事中管理机制。日本为了降低地方政府的债务风险，主要通过三种方式加强债务在存续期内的管理：一是日本对地方政府债务资金的使用从原则和细则两方面进行管理。原则方面，以法律的形式规定，地方政府不能使用债务资金弥补单一年度的财政收支缺口；细则方面，对地方政府的债务资金支出范围作了更为细致的规定，如只能用于公共项目建设、债务利息偿还、灾后重建等方面。二是注重政府审计机构的监督。日本各级地方均设立检查委员会等审计机构，专门负责对地方政府的财政收支情况进行审计和监督，并对发现的问题提出改进意见。由于检查委员会处于重要的监督地位，其提出的改进意见会得到地方政府的重视和采纳，对地方政府的举债及使用起到很好的监管作用，有助于保障债券的融资收益平衡达到既定目标。第三，日本公营企业债券融资收益管理控制能力强。日本的公营企业是地方政府为了提高居民福祉而出资成立的经营性企业，从公营企业的事业范围来看，主要是公益性较好且能够产生一定收益的，可以面向市场通过使用者付费作为其主要收入来源的事业。公营企业债作为公营企业建设投资的财源，通过公营企业提供的服务费收入还本付息。公营企业债纳入地方政府的债务计划，但通过政府的特别预算进行管理，同时总务省对公营企业的经营健全情况和债务情况设定监管要求。公营企业债券融资是日本政府维系政府债务可持续的重要工具。为保障地方政府可以及时偿还政府债务的本金和利息，日本中央政府不仅仅只是为地方政府融资提供担保，并依靠地方分配税体系进行转移支付。此外，受特殊预算、信息披露机制及风险预警体系等因素影响，日本地方政府债券在历史上几乎没有违约事件，其风险基本为零。从这个层面看，日本公营企业债融资收益平衡情况整体较好，项目收益能保证债券资金按时还本付息。

完善我国地方政府专项债券融资管理的建议

（一）提升专项债券信息披露水平。进一步加大信息披露力度，构建统一的“债券——项目——资产”全生命周期信息管理平台，实现一站式、跟踪式、全方位信息披露系统，全面反映专项债项目基本信息、建设情况、资产管理情况、融资收益情况、风险情况，确保披露信息口径统一性、内容完整性、更新及时性。并按照棚改债、高速公路债等模式扩大标准化专项债券品种，分领域规范专项债券项目具体建设内容和发行标准，避免其他地方自行试点债券“一箩筐、都能装”式信息披露困境。

（二）做好专项债券项目储备。从项目储备源头抓好专项债券管理。一是在分配年度政府新增专项债券额度时，财政部门应重点关注地方政府财力状况、债务风险以及项目管理水平等关键指标，遏制地方政府为争取政府专项债券额度而过度包装项目。二是严格落实项目建设手续，项目土地、规划、施工等手续不全的不建议纳入项目储备，立项阶段未经过发改部门对项目投资审批的不建议纳入项目储备，切实提升项目成熟度。三是规范开展项目事前绩效评估，做到入库必评估，对项目必要性、公益性、收益性进行评估，项目收益来源缺乏依据或过度乐观的不建议纳入项目储备。四是进一步明确专项债券禁止领域，尤其是无收益的市政道路、桥梁以及中小学校等，避免以捆绑土地出让收益

方式进行包装。

（三）加强专项债券风险管控。一是建议将专项债券单个项目融资收益平衡模式调整为地方政府性基金平衡方式，政府专项债项目除用项目收益对融资本息进行还款外，也允许以其他政府性基金收入偿还项目本息。二是建议明确专项债券项目主体要求及责任边界，避免政府债务与企业债务交叉。三是设立专项债券资金支出及项目收益专用账户，通过专户管理，划清责任边界，确保募集资金及偿债资金安全，在全生命周期内确保“资金跟着项目走”。四是夯实融资项目资产管理制度，比如建立项目资产登记和统计报告等信息披露管理机制。五是强化专项债券融资穿透式监管，严格监控专项债券相关项目形成的资产用于为融资平台公司等提供任何形式的隐性担保。

（四）提升专项债券市场化管理水平。一是建立专项债券偿债准备金制度，完善公益性项目收费和政府付费机制，从而更好地分散专项债券偿付风险。二是建议扩大柜台债发行规模，同时探索境外发行专项债券，扩大投资者群体。三是优化专项债券的管理体制，由财政部门负责资金拨付和监管，住建、交通、教育、医疗、文旅等项目主管部门负责督促项目单位加快项目建设和运营，提升专项债券项目资产管理水平及债券监管力度。四是鼓励地方发行含提前赎回权债券，提升债券偿债灵活性，减少刚性兑付压力。五是上级政府部门可对债券项目提出指导性建议，但不参与下级政府实际投融资与项目管理，推动专项债券管理制度化、市场化。

（五）建立专业资产运营管理团队。地方政府通过组建多级专业资产运营管理团队，并配套建立债券项目资产运营绩效考核制度，监督和指导项目主体提升资产运营管理水平，切实提升专项债券项目资产效益，实现政府投融资良性闭环。此外，发改、财政、住建等政府部门可联合成立融资专班，探索开展“专项债+基础设施REITs”等新型基础建设融资途径，做好专项债券管理的“后半篇文章”。

（作者单位：山东省青岛市财政局）

责任编辑 李艳芝

财政动态

云南个旧：多举措扎实开展“三话六学”实践活动

云南省个旧市财政局把红河州深入开展“三话六学”（话感恩、话团结、话心愿，学理论、学政策、学经济、学科技、学法律、学文化）实践活动作为学习贯彻党的二十大精神的具体抓手，加强组织领导，结合财政实际工作，细化工作措施，强化统筹协调，凝心聚力、团结奋进，以实际行动推动高质量发展。

加强宣传凝聚人心。开展防范非法集资宣传教育工作，针对重点区域、场所、人群，采取多种宣传形式，向群众普及防范非法集资等相关知识。2022年，印发以“守住钱袋子•护好幸福家”为主题的海报500份、防范非法集资宣传页3000份、宣传品3000份，组织群众参与防范非法集资知识线上答题竞赛活动，1.59万人次参与答题，营造全市共同防范非法集资的良好氛围，切实维护辖区内良好的金融生态环境。开展常态化风险排查4次，排查企业110户，有效化解金融领域矛盾纠纷。加强政策宣传，助企纾困。充分利用新闻媒体、政府门户网站、部门简报、微信等多种渠道大力宣传各级出台的各项减税降费政策，并整理汇编《个旧市2022年惠企政策汇编》，积极向纳税人、缴费人宣传惠企政策，提升政策落实效果，助力企业纾困减负，增强企业发展后劲。

以行践学汇聚奋进力量。持续开展局机关学习党的创新理论活动，加强财政干部政治理论学习，提升理论素养。利用职工图书室、党员活动室、微信公众号、学习强国等载体，不断深化“六学”学习，进一步掌握政策、法律、科技、文化等知识。激励财政干部立足岗位奋发作为，践行初心使命，发挥示范带头作用，带动广大人民群众积极参与到实践活动中来。

深化“挂包帮工作”进村入寨。坚持以人民为中心的发展思想，扎实开展巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接工作，充分发挥基层党建引领示范作用，密切联系群众。组织财政干部实地走访77户挂包农户，共262人，了解挂包农户在农业生产、家庭收入、就医、就学等方面的实际情况，并全面宣传国家的各类惠民政策、发放《致个旧市广大农民朋友的倡议书》，鼓励挂包农户在生产生活中勇于实践，积极创新，走出一条致富路。

（云南省个旧市财政局 杜兰）