

# 地方政府专项债目标定位、 风险及对策

王志刚 黎恩银

(中国财政科学研究院,北京 100142)

**内容提要:**我国地方政府专项债具有两大属性,一是实现财政逆周期调控的重要政策工具,二是政府投资的融资工具。专项债在实际运行中发挥了积极作用,但也存在着诸多风险隐患,主要表现为与地方基建融资需求的匹配度不够、与土地市场不确定性叠加的风险、显性债务隐性化的风险以及与 PPP 融合发展的不确定性等。基于分析,本文提出如下对策建议:继续发挥专项债对稳增长的激励作用,探索专项债与 PPP 的搭配使用方式、优化专项债分配结构、建立专项债的全面风险报告制度、完善专项债的绩效管理制度、推动专项债的市场化运作。

**关键词:**地方政府专项债 逆周期 政府投资 债务风险

**中图分类号:**F812.7 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2021)04-0066-11

地方政府专项债券始见于 2014 年 9 月国务院发布的《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43 号)。2015 年 4 月财政部发布《地方政府专项债券发行管理暂行办法》(财库〔2015〕83 号)规定,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)为有一定收益的公益性项目发行的、约定一定期限内以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券。2015 年以来,我国相继推出了土地储备、高速公路收费、轨道交通、棚改等不同类型的专项债。据财政部统计,截至 2019 年 8 月末,各地已安排使用的新增专项债券资金中,用于棚改等保障性住房建设、铁路、公路等交通基础设施、市政建设、科教文卫等民生领域以及农林水利等方面的

占比相对较高,合计约 61.6%。截至 2019 年底,全国发行地方政府债券 43624.27 亿元;其中,发行专项债券 25882.25 亿元,占比达到 59.3%。为了更好地满足地方融资需求,2020 年专项债和 2019 年一样提前下发,提前下发额度为 1 万亿,与 2019 年的 8100 亿相比增长了 23.5%;2020 年上半年的专项债实际已发行 23726 亿元,明显多于 2019 年上半年的 15513 亿元。实践表明地方政府专项债在稳投资、扩内需、补短板、惠民生、调结构等方面发挥了重要作用,推动了中国经济社会的健康发展。对于地方政府而言,专项债在现有体制下有着独特的价值,但是我们要清醒地认识到专项债并不是“万能药”,不可能解决所有现实问题。现阶段一些相关制度尚不完善,诸多因素制约了专项债功能的发挥,

〔收稿日期〕2021-03-05

〔作者简介〕王志刚,宏观经济研究中心副主任,经济学博士、研究员、财政学博士生导师,研究方向为宏观经济、公共政策评估、政府债务;黎恩银,财政学博士研究生,研究方向为宏观经济、政府债务。

专项债的实际使用中仍然存在诸多风险和不确定性,需要认真分析并加以克服。

## 一、地方政府专项债相关研究综述

在2015年地方政府专项债券开始发行前,国内的相关研究散见于对地方政府债券的研究中,地方政府专项债券开始发行后,有关专项债券发行、管理、风险、规范等各种角度的研究才开始逐步展开,也有学者比较研究了国外相关债券发展经验。归纳起来,相关研究主要集中在几个方面。

一是专项债发行。在发行条件上,刘尚希(2018)指出专项债实际上是一种收益债,类似国外市政收益债,只能用于产生现金流且现金流能覆盖资本投入的项目上,地方政府要提前做好项目规划,形成项目储备库,且项目选择要与地方经济发展形成良性循环。乔宝云、吴卓瑾(2019)指出以专项债做项目资本金需要满足较多要求,应与关键领域具体项目相对应,不得为股权基金提供资金来源等。在发行种类、发行规模上,赵全厚(2017)提出要继续拓宽债券发行品种,尤其是专项债券品种;中国可以参考德国发行联合债券的形式。温来成(2019)指出专项债的作用是撬动社会资金、拉动有效投资,在市场经济条件下,投资的主体为企业,是专项债应追求的效果。

二是专项债管理。赵全厚(2019)指出,《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》提出了优化专项债券发行管理及配套融资工作,既要通过丰富债券发行方式和品种来扩大投资群体,也要保持专项债券期限与项目期限的一致性。张国云(2019)提出从提高资源配置效率、压实偿债主体责任、增强金融机构和中介机构正向激励等方面加强专项债券管理。王雍君(2014)指出地方债易膨胀的根源是“债务人”缺失,应针对澄清边界、事前约束、预警体系、债务问责四个方面进行制度建设。毛晖等(2016)提出完善的地方政府债券发行制度可以有效地从源头控制地方政府债务风险,要从优化发行主体结构、改革限额管理制度、丰富期限品种等多个方面完善。王永钦等(2016)利用金

融市场研究提出,硬化地方政府的预算约束是设计地方债的关键,从而形成一个有效的政府债券市场。袁彦娟等(2019)提倡以法制建设带动专项债券发展,同时还要扩大专项债券使用范围,完善市场机制建设等。应明(2016)研究借鉴了美国、日本和印度地方政府债券信用评级体系的经验。Roy Freedman等(1994)指出定性模型更适用于研究地方政府债券信用质量问题。

三是专项债相关风险。蒋菊平等(2015)认为我国专项债具有鲜明的中国特色,但仍面临较多潜在风险,需要从制度、规则等方面不断完善。刁伟涛等(2017)认为专项债务的主要偿债来源是土地出让收入,房地产市场的下行趋势将会增加专项债的偿还风险,因此地方债务风险的防范要更关注专项债。张峥等(2018)认为发行土地储备专项债券具有必要性,但是还需从多角度不断优化。杨志勇(2019)提出专项债券的安排应更多地与政策性强的可覆盖成本的收益性项目对接,土地储备债券在专项债券中的占比必须作相应下调。

Johnson Van E.(1996)指出市政债券风险包括了信用风险、利率风险和回购风险,投资者需要对此进行评估。Krol(1997)提出影响地方政府债务风险的主要因素包括预算软约束和政府偿债能力的不足。Jun Peng等(2004)认为受信用增级的影响,地方政府债券的融资成本会得到显著的降低。Lawrence E.Harris等(2010)认为市政债券的交易成本对其违约风险有着显著性影响。Amaud Mehl等(2010)通过实证分析发现,经济规模、国内投资者基础的广度、通货膨胀和财政稳健程度都与高风险的国内公共债务构成相关。

四是专项债相关法律。Juan Pradelli(2014)提到为管控地方政府借款,哥伦比亚出台了一系列的法律法规,并建立了一套“交通信号灯”体系。蒋菊平等(2015)从专项债面临的风险出发,进行了整体性的制度设计。张弋羲(2018)研究了我国各省市的地方债的状况,指出必须架构起以宪法为核心的多层次法律体系。朱娜等(2018)对美国市政债券与中国地方政府专项债券进行了比较研究。万泰雷、李松

梁(2018)通过对美国、德国、日本、加拿大、澳大利亚等国市政债进行研究,提出要推动我国地方债发展的市场化和透明化、形成财政监管和金融监管双重约束、探索成立联合发债平台推动市县级债务管理创新。

总的来看,国外如欧美、日本等发达国家的地方政府债券发展已相当成熟,各国普遍规定地方政府借款只能用于基础性与公益性资本支出,常常将之称为市政债,其发行历史比较悠久,相关的研究比较详细,涉及发行成本、发行规模、信用评级、收益率、风险及防范等诸多方面。我国发行地方政府专项债券的时间不长,相关研究尚属起步,需要借鉴国际有益经验、总结我国的实践探索,针对我国地方政府专项债券运行中存在的问题及面临的挑战,进行较深入和细致的研究。

### 二、地方政府专项债的目标与风险

专项债作为地方政府重要的法定债务融资工具之一,在地方民生短板与基建领域投资等方面被寄予厚望,但在实际操作过程中,专项债也存在一定风险隐患。

#### (一)专项债的目标定位:融资与政策工具

专项债从理论上讲是一种融资工具,但是专项债和一般债券还有所不同,主要在于它们的偿债来

源不同,一般政府债券是通过一般公共预算收入,即税收和非税来进行偿付,而且计入预算赤字;专项债券偿还主要通过政府性基金收入、专项收入、再融资债券,而且不计入预算赤字;其中,政府性基金收入是主要来源,它不同于一般公共预算收入,主体是土地出让收入以及各类收费,土地出让收入实际是一次性的资产处置收入,并不是税收,这是要特别强调的。

专项债作为一种融资工具,或一种政府收入形式,也应有其考核目标,如筹资的综合成本,其中,发行利率是最主要的成本。按照《地方政府专项债券发行管理暂行办法》规定,专项债券发行利率采用承销、招标等方式确定。采用承销或招标方式的,发行利率在承销或招标日前1至5个工作日相同时待偿期记账式国债的平均收益率之上确定。这里以3年期专项债券、国债平均发行利率、地方政府债券、国开行债券为例,通过对比可以发现,各年度专项债的平均发行利率与同期地方债、国债变动基本一致,专项债券作为一类地方政府债券,在偿还性、流动性、安全性、政府信用等方面都与国债有所差距,因此其利率略高于国债利率(见图1)。专项债利率、发行费用、托管费用加起来,比贷款利率究竟如何?从2019年的发行情况来看,一般在3.0%~3.2%之间(这里给出的是所有期限的平均发行利率)。专

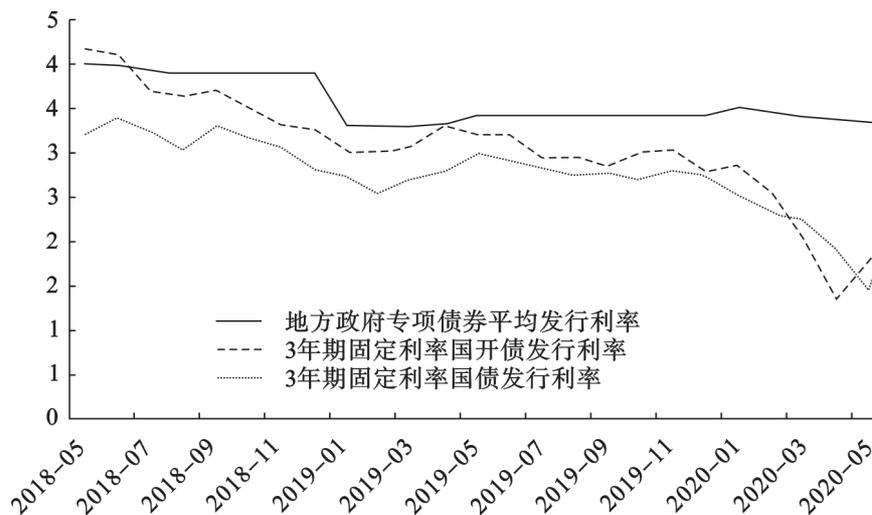


图1 3年期国债、国开债与地方政府专项债发行利率(%)

数据来源:Wind。

项债一般发行费率在是 0.05%或 0.1%,登记费率在万分之一以下,如果考虑 3 年期专项债的话,其综合发行成本在 3.1-3.4%之间,大大低于 1 年期贷款基准利率 4.35%。即使是长期限的专项债,其综合成本也低于贷款基准利率,因此专项债对于地方政府基建而言是一种较好的融资工具。

除了作为地方政府重要的融资工具之外,专项债在现实中主要是作为一种财政政策工具使用,应有一个时期的政策目标。不能达成这些目标,才是专项债最大的风险。实际上专项债的政策目标不仅仅在于扩大内需,稳定当期投资和经济增长,还在于从供给端改善经济结构和质量,促进经济的高质量发展。因此,专项债投资要紧紧围绕着“补短板、惠民生、强后劲”等目标展开。其中“补短板”意味着专项债资金要有选择的优先投向某一地区所缺乏的项目;“惠民生”意味着专项债建设的项目要有助于改善人民生活水平和提升生活质量;“强后劲”意味着专项债投资不仅要立足当下,还要有益于增强未来经济发展潜力。此外,还要对专项债所潜藏的各种风险予以关注。一是可行性风险。例如专项债发行难以给当地带来重大的经济社会效益、发债不满足财政部规定的条件、发债项目未取得相应的批复文件等、项目收益预期值是否合理、项目建设可能对环境带来损害等。二是利率风险。国内外经济形势都会对本国资本市场利率产生影响,进而影响债券项目的财务成本,如果不能合理调整债券期限结构、做好还款准备等,就会遭受一定的损失。三是偿还风险。如果是跨期时间较长的项目,在建设运营期内政策、法律、市场等发生的变化都可能影响收益,如果实际收益小于预期值,就会影响到债券的还本付息,增加地方政府债务风险。四是转移风险。目前专项债发行主体在省政府,使用主要在市县

政府的相关部门,后者觉得有财政及上级政府的隐性信用担保,市场意识和偿债意识不足,一些部门债务防控意识不强,将债券资金视为转移支付,导致风险汇集向财政部门,并层层向上级政府传递。

## (二)专项债与地方基建融资需求难匹配

一是从规模上来看,专项债的发行规模难以满足基建投资需求。专项债作为融资工具,必须要和投资行为紧密衔接。从理论上讲,应该是先定投资计划和项目,再找资金来源,现实中则相反,先找资金再找项目时有发生。为何如此?这实际上和地方政府行为的惯性有关,地方政府习惯于先争取上级的财政资金,希望争取得越多越好,至于是否有足够的项目或是足够的偿付能力则不予优先考虑。此外,基建投资存在较大的惯性,而且存在很大的不确定性,新增专项债的限额管理恐难以满足地方融资需求。

2015 年-2019 年,专项债的发行额分别为 0.97 万亿、2.51 万亿、2 万亿、1.95 万亿、2.59 万亿,去掉用于置换债务的置换专项债以及接续到期债券的再融资专项债后,新增专项债分别为 0.09 万亿、0.4 万亿、0.8 万亿、1.4 万亿、2.1 万亿。新增专项债规模快速上升,但是新增专项债作为与新增投资对应的资金,与对应时期的基础设施投资<sup>①</sup>相较,规模要小很多,后者在 2015 年-2019 年的规模分别为 10.13 万亿、11.89 万亿、14 万亿、14.53 万亿、15.08 万亿<sup>②</sup>。在基建项目的非标融资收紧背景下,专项债发行规模难以满足通过扩大基建投资稳增长的需求(见图 2)。

二是从审批流程来看,专项债的发行灵活度不够。根据规定,专项债的发行申报需要从市县级政府财政部门向省级财政部门再到财政部层层报送,并最后由全国人大批准全年债务新增限额。市县级政府需要提前一年,将专项债额度需求报至省级财政部门,再汇总上报财政部。财政部将分地区债务总限额及当年新增债务限额方案报国务院及全国人大批准,然后下发给省级财政部门。省级财政部门在下达的限额内,将省本级及所辖各市县当年债务限额方案报省级人大批准,之后下发给市县级财

<sup>①</sup>这里的基础设施投资使用国家统计局的口径,即交通运输、邮政业,电信、广播电视和卫星传输服务业,互联网和相关服务业,水利、环境和公共设施管理业投资。

<sup>②</sup>数据来源于 2015 年-2019 年《国民经济和社会发展统计公报》,其中 2015 年-2017 年公布了基建投资的绝对数,2018 年-2019 年只公布了基建投资的同比增速,本文利用 2017 年的绝对数来推算 2018 年和 2019 年的绝对数。

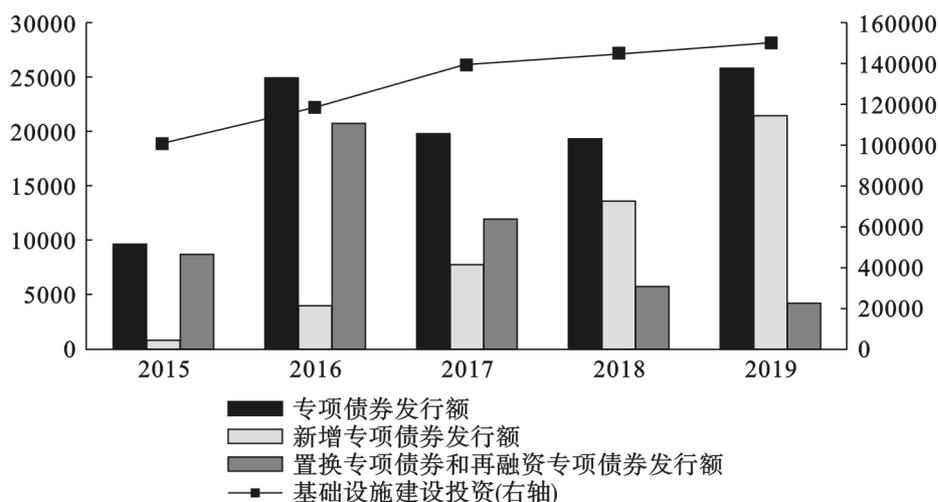


图2 专项债发行额与基础设施建设投资规模(亿元)

数据来源:国家统计局,中国地方政府债券信息公开平台。

政部门。由于各地的专项债额度需求是根据预测提前申报的,当经济条件发生变化,从而需要通过增加投资来进行宏观调控时,可能审批下来的专项债额度已经不能满足新的投资需求。

三是从额度的地区分布来看,存在需求错配的问题。在总债务限额确定后,财政部提出分地区债务限额及当年新增债务限额方案时,应统筹考虑国家调控政策、各地区公益性项目建设需求等,并考虑债务风险、地区财力等因素。而现实状况是,在中西部等欠发达地区的基础设施建设需求和投资乘数效应更大,但往往财力较弱,负债率较高,因此可

获得的专项债额度较低。这就导致了最需要专项债的地方获得的额度反而小了。

分省来看,2019年,发行专项债券最多的是江苏省的2852亿元,最少的是西藏的128亿元。2015年至2019年,合计专项债券发行额前五位的地区为江苏、山东、广东、浙江、四川五省,后五位的地区为西藏、青海、宁夏、海南、黑龙江五省。其中,江苏省近五年内合计发行专项债8825亿元,西藏自治区同时期仅发行41亿元,可见各地区间专项债发行量差异非常显著(见图3)。

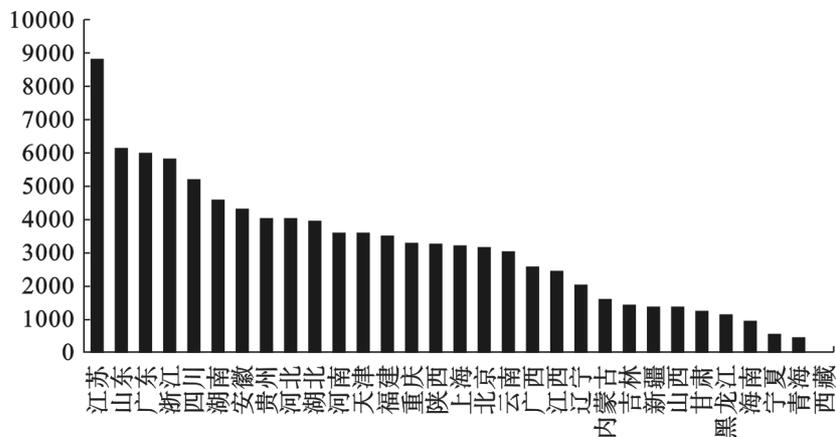


图3 2015年-2019年各省专项债券发行额合计(亿元)

数据来源:中国地方政府债券信息公开平台。

分地区来看,东部地区专项债券发行额远高于其他地区。2015年-2019年,东部地区合计发行专项债券45168亿元,中部、西部和东北地区分别发行了20238亿元、26594亿元、4655亿元。从近五年专项债券发行合计额地区占比来看,东部、中部、西部、东北地区发行额合计占比分别为46.7%、20.9%、27.5%、4.82%,四个地区平均每省的五年发行总额分别为4517亿元、3373亿元、2216亿元、1552亿元。这种分配设计的初衷是为了使地方政府债务与偿还能力相匹配,以控制债务风险,但也造成了与落后地区更需要加大投入的需求错配,不利于缩小区域间差距。

四是从杠杆效应来看,专项债带动社会资金规模有限。2019年6月,中办、国办联合发布《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》,明确了金融支持专项债券项目标准:“收益兼有政府性基金收入和其他经营性专项收入,且偿还专项债券本息后仍有剩余专项收入的重大项目,可以由有关企业法人项目单位根据剩余专项收入情况向金融机构市场化融资”;“对于实行企业化经营管理的项目,鼓励和引导银行机构以项目贷款等方式支持符合标准的专项债券项目,鼓励保险机构为符合标准的中长期专项债券项目提供融资支持,允许项目单位发行公司信用类债券,支持符合标准的专项债券项目”。但当前限制专项债杠杆作用的主要因素有:(1)专项债配套市场化资金对项目的收益要求较高,但专项债的初衷主要是针对有一定收益的公益性事业,这类项目的收益有限,很难达到市场化配套融资的标准,所以撬动的社会资金有限;(2)专项债的杠杆作用也由于之前专项债不能作为项目资本金而被限制,虽然2019年允许专项债作为重大项目资本金,但符合制度要求条件的重大项目并不多,因此这一比例还比较小,杠杆作用并不显著,再加上金融机构受监管规定的约束,导致市场化配套融资受到种种限制,目前很多项目都无法采用“专项债+金融机构融资”的资金拼盘模式进行建设;(3)市场化配套融资对项目实施主体要求较高,需要完成市场化转型且存量隐性债

务化解得好的平台公司,但现实中地方政府融资平台公司或是市场化转型尚未完成,或是债务率较高,很难达到金融机构的融资条件。

(三)专项债规模扩大与土地市场不确定性叠加的风险

首先,专项债偿债资金主要靠土地相关收入,专项债规模扩大带来土地财政依赖度上升。《关于印发〈地方政府专项债务预算管理办法〉的通知》规定:专项债务收入、安排的支出、还本付息、发行费用纳入政府性基金预算管理;专项债务本金通过对应的政府性基金收入、专项收入、发行专项债券等偿还;专项债务利息通过对应的政府性基金收入、专项收入偿还,不得通过发行专项债券偿还;专项债务收支应当按照对应的政府性基金收入、专项收入实现项目收支平衡,不同政府性基金科目之间不得调剂。可见,专项债的规模依赖于地方政府性基金收入的规模和结构。

从现实情况来看,国有土地使用权出让收入在地方政府性基金收入中占绝对比例。2012年以来,地方政府土地出让收入占政府基金收入比重持续上升,而且均在80%以上,2017年以后甚至超过了90%,足见地方政府对土地财政的依赖程度(见图4)。建立在政府性基金收入基础上的专项债,自然也就高度依赖地方政府的土地财政。从专项债的实际运行来看,的确大部分专项债与土地财政相关,截至2019年末,项目收益专项债余额9.8万亿元,其中与土地财政直接相关的土地储备和棚户区改造项目专项债余额7.58万亿元,占比达77.38%。

其次,土地市场存在较大不确定性,容易诱发偿付风险。专项债对土地财政的依赖,容易产生土地市场不确定性对其偿付风险的传导。近年来,随着各地房地产调控政策的出台,土地市场的不确定性在增加。2019年,商品房成交金额保持上涨,但房企购置土地面积已经先行进入下行通道,在三四线城市市场景气回落、房价增速放缓的情况下,土地市场成交规模也停止了上升趋势,全年房企拿地面积1.6亿平方米,同比下降10.5%,再度进入下行通道。溢价率、流标率等反映市场热度的指标也持续

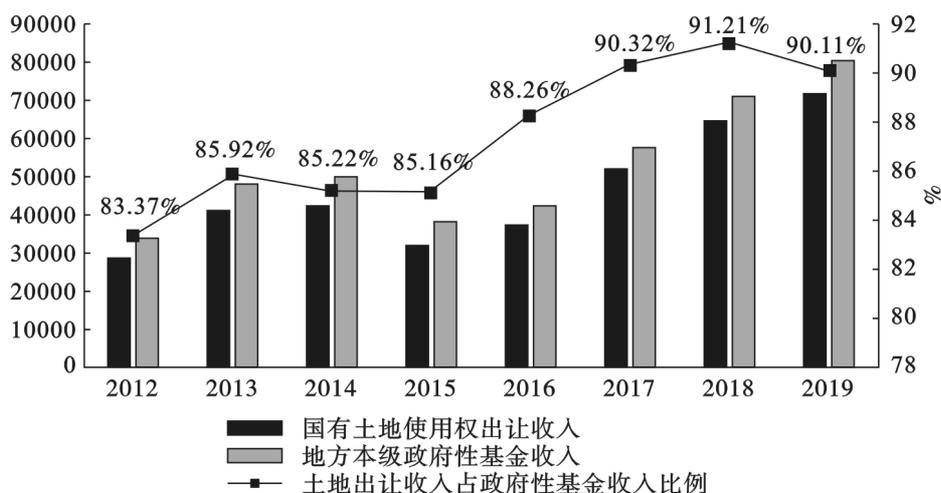


图4 国有土地使用权出让收入及其占地方本级政府性基金收入比重(亿元)

数据来源:财政部。

走弱,2019年土地流拍率处于上升趋势,土地收入的不确定性会增加专项债偿债风险。

#### (四)专项债和PPP的融合发展存在不确定性

PPP项目和专项债项目均为公益性项目,前者体现以支出管理创新提供公共服务的一种政府和社会资本合作关系,后者是以政府举债融资而提供公共服务一种公共投资方式。二者具有不同的属性,不可互相替代。PPP项目的政府付费对应着一般公共预算支出,政府专项债券的偿债来源是政府性基金收益和专项收入,分别归属于不同的预算口径。二者各有侧重(见表1),专项债的低融资成本和快速发行可以和PPP高效运作项目相结合,形成互补而非替代效应,共同促进政府公共服务能力提升。2017年国家发展改革委发布《政府和社会资本合作(PPP)项目专项债券发行指引》,鼓励上市公司及其子公司发行PPP项目专项债券<sup>①</sup>,拓宽PPP项目融资渠道,引导社会资本投资于PPP项目建设。但是,这只针对企业专项债,是一种信用债。国务院办公厅于2019年6月印发了《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》,规定专项债券可以作为符合条件的重大项目

目资本金,这对PPP项目而言是否是新的机遇?现有PPP项目中,政府从财政资金中安排的无论是股权投资、运营补贴还是配套投入等,都不符合文件中所指的专项债作资本金支持的范围。这里的重大项目指的是政府直接投资的实体项目,跟PPP项目不一样。

目前PPP项目和专项债的融合还面临着诸多挑战,相关制度有待完善。例如自2018年以来,一些地方政府已经发行了专项债,还存在一定的资金缺口,导致其继续包装PPP项目,或者已经采用PPP模式,仍同时申报专项债。由于PPP综合信息平台和政府债券发行系统,在诸多环节均存在信息不对称,使得管理部门对项目的甄别难度上升,导致管理成本加大。有效的融合可以扩大公共投资以及公共服务供给能力,但也存在着扩大PPP项目杠杆所潜藏的债务风险问题。

### 三、专项债优化的对策建议

要以改革来推动专项债相关制度的动态优化,让专项债使用兼顾短期效益与长期效益、局部效益与整体效益,权衡好其收益与成本。要避免将专项债变成“万能债”,充分考虑专项债使用的要求,发挥其融资优势,和其他政府融资工具合理搭配,形成协同效应而非挤出效应,推动经济高质量发展。基于此,提出如下的对策建议:

<sup>①</sup>PPP项目专项债券是由PPP项目公司或社会资本方发行,募集资金主要用于以特许经营、购买服务等PPP形式开展项目建设、运营的企业债券,可用于PPP项目建设、运营,或偿还用于项目建设的银行贷款。重点支持能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业、科技、保障性安居工程、医疗、卫生、养老、教育、文化等领域的项目。

表 1 PPP 和专项债的比较

类别	PPP	专项债
功能定位	解决地方政府建设项目的“运营”和“融资”问题,涉及公共产品和公共服务提供方式转变及项目筹资两方面问题。	通过合法合规途径举借债务解决公益性建设项目投资资金缺口问题,解决政府负有提供责任项目的“融资”问题。
项目支出来源	政府付费、可行性缺口补助、使用者付费等方式。政府付费来源于一般公共预算,除污水、垃圾处理费用外,不得从政府性基金预算安排运营补贴支出。	偿还方式包括政府性基金收入和专项收入,前者为主要还款来源;如若这两种方式暂时难以偿还,例如未能及时出让收储的土地,允许政府借新还旧进行临时周转,待收入实现后归还新债。专项债发行有严格范围,要求项目能够自平衡,即项目收益能够覆盖债务本息。
约束性规定	每一年度,地方政府在预算中安排的 PPP 项目的支出责任不能超过一般公共预算支出的 10%。同时,社会资本要求有一定的投资回报率。	首先,专项债实行限额管理;举借的债务应当有偿还计划和稳定的偿还资金来源,只能用于公益性资本支出,不得用于经常性支出。其次,专项债券不得为各类股权基金提供资金来源,不允许通过设立壳公司、多级子公司等中间环节进行注资,以免出现层层嵌套、层层放大杠杆的现象。
融资主体	PPP 模式下融资主体责任是社会资本方或项目公司,该模式下已将项目合作范围内的收益权让渡给了市场主体,属于利用市场化资源进行融资。	专项债融资主体是地方政府,以项目收益偿还,属于借用政府信用等资源进行融资。
法律保障	2017 年 7 月 21 日国务院法制办公布《PPP 条例(征求意见稿)》,至今尚未出台正式条例。	以行政法规、部门规章为主,新《预算法》部分提及但未有详细规定。
优势	社会资本的项目运营能力强,资金效率较高。	筹资速度快,低融资成本。
投向领域	根据财政部和发改委发布的 PPP 指导意见,PPP 项目主要投向城市基础设施和公共服务领域,具体来看,19 个一级行业包括能源、交通运输、水利建设、生态建设和环境保护、市政工程、城镇综合开发、农业、林业、科技、保障性安居工程、旅游、医疗卫生、养老、教育、文化、体育、社会保障、政府基础设施等。	重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施,城乡电网、天然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。土地储备和房地产相关领域,置换债务以及可完全商业化运作的产业项目不可发行专项债。

资料来源:相关政府网站资料整理。

(一)继续发挥专项债对稳增长的推动作用

实践表明,专项债作为积极财政政策的重要手段,对于扩大有效投资,扩大内需、稳定增长具有显著的推动作用,其公开透明的属性与低融资成本有助于降低地方政府隐性债务风险。2020 年新冠疫情对我国经济社会带来了不利影响。在守住不发生系统性风险底线的前提下,保持适当的经济增长速度

是政府工作的重要任务,延续数年的大规模减税降费压缩了财政政策空间,因此,要继续发挥好专项债对稳增长的推动作用。需要强调的是,“稳增长”并不等于“大水漫灌”,在使用这一债务工具的同时,要注意控制新增额度的总体规模、发行节奏,优化债务结构,提升债务支出绩效,在风险可控前提下保持经济平稳增长。

(二)探索专项债与 PPP 的搭配使用方式

PPP 和专项债都是政府融资工具,两者的融合有助于降低 PPP 项目的融资成本,有助于减缓财政支出压力(见表 1)。从项目分类<sup>①</sup>看,和土地收益相关的项目主要是专项债项目,依靠现金流或财政进行缺口补助的项目则为 PPP 项目。短期内能够形成

<sup>①</sup>2019 年 6 月,中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《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》,其中提到对没有收益的重大项目,通过统筹财政预算资金和地方政府一般债券予以支持。对有一定收益且收益全部属于政府性基金收入的重大项目,由地方政府发行专项债券融资;收益兼有政府性基金收入和其他经营性专项收入(以下简称专项收入,包括交通票款收入等),且偿还专项债券本息后仍有剩余专项收入的重大项目,可以由有关企业法人项目单位(以下简称项目单位)根据剩余专项收入情况向金融机构市场化融资。

覆盖市场化融资和专项债本息的项目总量是稳定的,专项债发行的空间是有限的。为了减少项目过度包装带来的债务风险,同时也为了促进 PPP 项目的可持续发展,对一些焦点问题,例如项目资本金的范围、两者的相互置换、信息系统共享、PPP 付费限制和专项债限额的搭配等可以进行深入研究。在满足专项债和 PPP 相关约束条件下推动两者的融合发展,如果在偿还专项债本息后,项目的专项收入具备市场化融资条件,专项债可以作为符合国家要求领域的一定比例的项目资本金,但不能过度融资,这也有利于建立 PPP 项目中社会资本投资回报机制。要充分考虑一些地方财力的实际情况,可以探索建立专项债券的操作指南,明确相关操作要求,把专项债资金使用纳入规范化轨道,提高财政资金管理效率,减少公共投资对市场投资的挤出效应,提高公共服务质量和运营效率。

### (三)优化专项债分配结构

从区域结构看,当前我国专项债额度分配方式使得地区分配额度与地方财力高度正相关,这意味着财政实力越强的地区得到的额度越大,考虑到某些中西部省份一方面地区财力有限,另一方面民生等领域短板更大,导致出现发展的财政困境,现有额度不足以使其摆脱财政困境。然而,部分东部省份剩余额度充足,给予其过多新增额度的边际效益较低。因此,应通过调整相关系数,适当增加中西部地区的专项债额度,从而有利于改善地区间分配的困境,有利于提高专项债的整体效益,更有利于实现区域协同发展。

从人口变化趋势看,随着中央提出培育发展现代化城市群和都市圈,人口将会加快向一些城市群和都市圈进行集聚,要改变传统的静态配置资源思路,从动态发展的视角配置城市公共资源,例如铁路、公路、信息网络等基础设施一体化建设。无疑,专项债可以在其中发挥更加积极的推动作用,无论是旧基建或是新基建,专项债总有一席之地,要把城市群和都市圈这一新分配因素放在专项债分配公式中加以考虑,推动公共资源优化配置,实现基础设施一体化建设所产生的规模经济。

### (四)建立专项债的全面风险报告制度

专项债规模增长是一个大的趋势,为了规避其可能诱发的风险,应该以全面风险管理的理念来建立专项债的全面风险报告制度,各个利益相关方均要有风险责任意识,积极配合财政部门实现协同管理。

首先,做好专项债项目的风险管理。从发行前的法律风险、投资收益与融资成本平衡风险、发行中的利率风险,发行后项目建设、运营及资金使用风险等,需要各级政府建立起风险报告制度,做好风险识别、预警与处置。具体环节包括四个方面:一是在发行前期,省级财政部门组织做好专项债信息披露、信用评级、资产评估等工作。行业主管部门和项目单位要做好发行准备工作,制定好项目收益和融资平衡方案、提供必要的项目信息,合理评估项目风险,履行项目管理责任。二是在发行中,地方财政部门要做好现场管理,邀请审计、监察等部门派出监督人员,防范操作不规范的风险。三是招标发行结束后,由发行人员、监督人员共同确认结果。做好现场的信息登记,保障发行有序进行。四是发行顺利进行后,省级财政要按照财政部要求同部建立专项债券对应的资产报告制度。地方财政部门要和行业主管部门、项目单位一起做好专项债券对应的资产管理。

其次,财政部门在债券发行前做好偿债的压力测试,合理确定本地新增债券的期限结构。政府债务期限和项目期限要匹配,也就是政府债券的还款周期和债务项目的投资回收期相匹配,平滑债务支出的时间分布跨度,减少偿债高峰压力和流动性风险。

再次,地方政府部门要将风险事件依据其性质、影响以及危害合理地进行等级划分,依据风险事件等级分级响应和应急处置,地方政府财政重整计划可以在必要时依法启动,同时还要强化保障各类风险事件的措施,应急处置记录和总结也必不可少。当市县政府的债务本息存在到期无法按时足额支付的风险时,应由市县政府提前报告上级政府及上级财政部门。

最后,中央财政部门要积极搭建专项债券综合信息平台,加强风险评估和预警,动态监测高风险地区债务风险状况,并向本地区政府性债务领导小组报告,提请建立风险评估和预警结果对高风险地区的约束机制,督促其采取有效措施逐步化解风险。为形成良好的激励相容机制,督促地方政府认真落实专项债风险报告制度,有必要将专项债务风险处置纳入政绩考核范围。

#### (五)完善专项债的绩效管理制度建设

专项债务的有偿性和政府举债的受托责任,要求政府举债和管理债务资金时要注重考虑财政承受能力和债务资金使用绩效,建立结果为导向的专项债务预算绩效管理体系,即将绩效理念融入到专项债务“借、用、还”全过程以及债务项目全生命周期的预算管理中。一是要明确专项债的管理目标,要量力而行、尽力而为,履行好各级政府职责,尽量做到举债要和偿债能力相匹配。二是区分不同部门的管理职责,省级政府作为债务举借、债券发行主体,要对政府专项债务绩效承担总体责任,各级财政部门作为债务管理部门,各级行业主管部门、预算单位和项目单位作为项目使用者要对项目建设运用负主体责任。三是要建立完整详细、执行性强的绩效指标体系,防止绩效评价流于形式。在绩效目标上,不仅仅关注具体某一项目的专项债资金的支出绩效,还要全面关注所有专项债资金的规模及结构、关注专项债管理的流程控制本身、关注专项债项目风险及整体风险等。要构建分级、分类、分层次的绩效管理指标体系,建立全面绩效管理的闭环链条,贯穿于项目运行的整个生命周期,对项目的立项、建设、运营、结果的绩效做出量化评价。事前绩效强调目标合理性、筹资合规性;事中绩效在于及时纠偏纠错,确保资金安全有效;事后绩效重点关注项目目标实现和外部效应。

#### (六)推动专项债的市场化运作

地方财政部门、地方政府债券承销团成员、信用评级机构及其他相关主体应当强化市场化意识,严格按照市场化、规范化原则做好地方政府债券发行相关工作。为了提高专项债市场化管理水平,可

以通过以下五个方面工作来进行推动。一是以信息公开平台为抓手推动专项债信息公开。信息公开平台会降低各类信息不对称,有利于提高债券市场效率,有利于投资者做出价值判断和理性投资,信息透明度高会降低投资者未来预期收入的不确定性,有助于降低债券筹资成本。在目前测试平台的基础上增加数据更新的频度和内容。二是提高发行定价的市场化水平。要减少政府的干预,使专项债的定价能够客观的反应项目本身的风险大小以及市场资金面状况,要严厉打击“指导投标”、“商定利率”、“串标”等方式恶意扰乱地方政府债券发行定价等行为。三是平衡好专项债的期限结构搭配。短期和长期专项债都需要,各地要根据发展的实际情况提出需求,中央政府要统筹考虑内外形势发展进行科学制度设计,做好对地方的指引。四是丰富债券发行品种并积极促进债券投资主体的多元化,专项债可以激活我国庞大的民间资本,让各类投资者在经济增长中获得相应的回报,优化投资者的资产配置。五是加强对信用评级机构的管理。建立信用评级的再评价制度,对相关的机构、专家建立数据库,建立一种动态调整机制,以保证信用评级的独立、客观、专业,减少信用机构与评级单位之间的不规范行为。

#### 参考文献:

- [1] 安新华.经营城市:地方政府专项债券创新与实践[M].经济科学出版社,2019.
- [2] 刁伟涛,王楠.我国各省地方政府偿债能力的空间格局和动态演进一般债务和专项债务的分类评估[J].财经论丛,2017(4).
- [3] 蒋菊平,李洪侠.探索中完善专项债制度[J].中国财政,2015(10).
- [4] 刘尚希.2018年地方债务融资增速下降,为民间投资预留更大空间[EB/OL].搜狐网,2018年3月6日.
- [5] 毛晖,张胜楠.地方政府债券发行制度探究[J].财政监督,2016(16).
- [6] 乔宝云,吴卓瑾.稳定预期、防范风险 更好地发挥地方政府专项债券的作用[J].中国财政,2019(16).
- [7] 万泰雷,李松梁.市政债制度国际经验[J].中国金融,2018(12).
- [8] 王雍君.用制度管控政府债务风险[J].中国金融,2014

- (7).
- [9] 王永钦,陈映辉,杜巨澜.软预算约束与中国地方政府债务违约风险:来自金融市场的证据[J].经济研究,2016(11).
- [10] 温来成.当前我国地方政府债务风险控制的政策选择[J].清华金融评论,2019(7).
- [11] 杨志勇.专项债风险防范化解要从具体项目抓起[N].21世纪经济报道,2019年12月19日.
- [12] 应明.地方政府债券信用评级体系的国际经验及启示[J].金融与经济,2016(10).
- [13] 袁彦娟,程肖宁.我国地方政府专项债券发展现状、问题及建议[J].华北金融,2019(11).
- [14] 张国云.专项债:爱你没商量[J].中国发展观察,2019(23).
- [15] 张弋羲.地方债券偿债风险的法律规制——基于30省市综合财力的考察[N].证券市场导报,2018(7).
- [16] 张崢,杨红,彭茹燕.关于土地储备专项债券问题的探讨[J].中国土地,2018(1).
- [17] 赵全厚,孙家希,李济博.地方政府债券发行机制的国际比较[J].经济研究参考,2017(70).
- [18] 赵全厚.加快地方政府专项债券发行使用的优化步伐[N].社会科学报,2019年10月17日.
- [19] 朱娜,胡振华,马林.美国市政债券与中国地方政府专项债券的比较研究[J].经济地理,2018(8).
- [20] Freedman,RS,& Stahl,WP,Knowledge-Based Approaches for Evaluating Municipal Bonds.The Handbook of Municipal Bonds,1994,pp.441-450.
- [21] Harris,L.E.,& Piowar,M.S.,Secondary Trading Costs in The Municipal Bond Market.The Journal of Finance,Vol.61,No.3,2010,pp.1361-1397.
- [22] Johnson,V.E.,& Johnson,L.M.,Tax Aspects of Municipal Bonds.Journal of Accountancy,Vol.181,No.4,1996,pp.51.
- [23] Juan Pradelli,Local fiscal sustainability and debt ceiling.DMF Knowledge Note,The World Bank,2014.
- [24] Krol,R.,A Survey of The Impact of Budget Rules on State Taxation,Spending,and Debt.Cato J.,No16,1996,pp.295.
- [25] Mehl,A.,& Reynaud,J.,Risky Public Domestic Debt Composition in Emerging Economies.Journal of International Money and Finance,Vol.29,No.1,2010,pp.1-18.
- [26] Peng,J.,& Brucato,P.F.,An Empirical Analysis of Market and Institutional Mechanisms for Alleviating Information Asymmetry in The Municipal Bond Market.Journal of Economics and Finance,Vol.28,No.2,2004,pp.226-238.
- [27] Wingender P,Intergovernmental Fiscal Reform in China. IMF Working Papers,No.WP/18/88,2018.

【责任编辑 孟宪民】

(上接第34页)

服务,进而提高征管效率,优化纳税服务水平。针对多数中小企业会计从业人员,做好普惠性税收减税降费及日常申报缴纳等税法宣传工作,充分利用新媒体、微信等现代常用的工具软件,加快推动智能化、数字化办税进程,提高纳税人获得感。

(五)依托丰富教育科研资源,引进优秀分析技术和大数据分析人才

高校科研单位在一些前沿基础及应用学科有着较深入的研究,可以为政府在提供科学化管理、精准决策和高效服务方面提供智力支持。各地区税务局应合理利用这些科研和培训资源,借助外脑,加大同高校和专业企业的合作力度,并对辖区税务机关信息部门干部进行系统培训,树立大数据理念,提高大数据应用分析水平,引进大数据分析人才,为下一步的信息化建设提供技术支持。

### 参考文献:

- [1] 王向东,王文汇,王再堂,黄莹.大数据时代下我国税收征管模式转型的机遇与挑战[J].当代经济研究,2014(8):92-96.
- [2] 李为人,李斌.在税收风险分析中引入人工智能技术的思考[J].税务研究,2018(6):31-36.
- [3] 曹阳,李清,李涛.基于非参数支持向量机的企业税收风险识别模型[J].统计与决策,2019(11):171-174.
- [4] 刘昊.人工智能在税收风险管理中的应用探析[J].税务研究,2020(5):79-82.
- [5] 马敏.“互联网+税务”背景下税收征管现代化问题研究[J].税务研究,2019(2):109-113.
- [6] 智勤.加快数字税务建设 高质量推进新时代税收现代化[J].税务研究,2020(8):31-35.
- [7] 俞杰,阮晶琦,周春英.数字经济背景下的税基侵蚀与利润转移[J].财政科学,2017(8):53-63.
- [8] 张国钧.以“数字驱动”提升税收治理效能的探索与思考[J].税务研究,2021(1):54-58.

【责任编辑 孟宪民】