

地方政府专项债券发行演变 与改进建议

刘 颖

(中国财政科学研究院,北京 100142)

内容提要:2015年新《预算法》实施以来,地方政府专项债券规模大幅增加、期限快速拉长、品种日益丰富。同时,也面临各地方政府专项债券利用水平差异较大、一级市场发行定价趋同、二级市场流动性不高、对企业信用债券形成一定挤出等问题。结合当前国际与国内形势,本文建议从强化预算约束,控制专项债券边际增长规模;优化内部结构,适度增加项目专项债券占比;加强政策协调,进一步提升专项债券市场化水平;稳妥安排兑付,应对好去评级化趋势;建立有序的专项债券资金使用绩效考核及问责机制等方面提出政策建议,使得地方政府专项债券更好的为促进经济发展发挥积极作用。

关键词:地方政府专项债券 发行情况 优化结构 提升市场化水平

中图分类号:F812 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2021)02-0004-07

2015年新《预算法》实施以来,地方政府重启债券发行,同时催生了地方政府专项债券这个品种。六年来,专项债券融资规模增幅最大,期限快速拉长,资金用途不断扩展。截止2020年底,专项债券存量规模达到12.9万亿元,超过地方政府债券存量的一半。专项债券的资金使用也从通用专项资金到具体项目运营资金,再到重大项目的资本金,甚至到为中小金融机构补充资本金。本文从债券市场角度为切入点,通过回顾专项债券发行演变,对面临的主要问题进行分析,并提出相关的政策建议。

一、地方政府专项债券发行情况及演变

从2015年到2020年底,地方政府债券累计发行29.2万亿元,其中专项债券发行量为14.2万亿

元。专项债券平均发行期限9.1年,平均发行利率3.43%。专项债券中公开发行12.4万亿元、定向置换1.8万亿元;从列入预算形式看:预算新增8.9万亿元、存量置换4.4万亿元,再融资0.9万亿元。其中,对应具体项目的项目收益专项债券(以下简称项目专项债)6.7万亿元,其中,用于资本金的项目专项债3082.9亿元。从资金使用领域看,项目专项债中占比前三的分别是,土储专项债占21.3%、棚改专项债占20.5%和基础设施专项债占14.4%。此外,2020年新增用于中小金融机构的补充资本金的项目专项债506亿元。

地方政府专项债发行过程中有三个标志性变化:

第一,2015年地方政府开始根据新《预算法》发

[收稿日期]2021-01-09

[收稿日期]刘颖,博士研究生,研究方向为财政理论与政策。

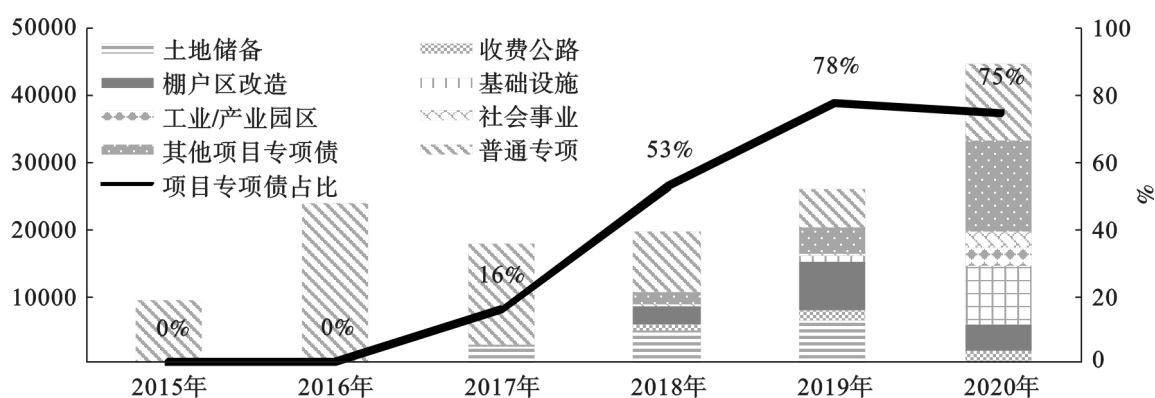


图1 2015年以来专项债及项目专项债项目结构变化(单位:亿元)

数据来源:根据 WIND 数据整理。

行专项债,当年发行量占比仅为 26.3%,品种只有普通专项债。当年地方债券发行量为 3.8 万亿元,其中专项债券接近 1 万亿元。首年专项债券全部为普通专项债券,发行方式既有公开发行也有定向置换,既包括预算新增也包括存量置换部分。从地方债发行的募集说明、评级报告等信息披露情况看,一般债券与专项债券两者之间看不到明显的差别,因此在发行利率上也没有明显差别。

第二,2017 年专项债券发行量开始增加,深圳、河北等地开始尝试发行项目专项债。当年地方债发行 4.4 万亿元,其中专项债券发行 2 万亿元,占比 45.8%。其中,项目专项债发行仅为 2867 亿元。此时专项债发行量开始大幅提升,但项目专项债占比不高,仅占专项债规模的 14.3%。从项目专项债的信息披露情况看,各地存在一定差异,发行利率也有分化。其中信息披露比较充分的,以深圳市轨道交通专项债券为例,与之前的普通专项债不同,基于具体项目现金流为支撑的项目专项债的募集说明书中内容达到较高的信息透明度水平,从资金用途、项目成本与收益预测及融资平衡等相关内容,基本与企业类信用债的信息披露水平相当。

第三,2019 年项目专项债发行量大幅跃升,并开始可用于重大项目的资本金使用。当年地方债发行 4.4 万亿元,其中专项债 2.6 万亿元,项目专项债 2 万亿元,占专项债比重大幅提升至 77.2%。当年 10 月之后,根据《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》相关要求,项目专项债还

可以用于重大项目的资本金使用,比例最高可以达到 20%。当年用于资本金注入的项目专项债融资额为 54.8 亿元。

二、专项债券面临的现状与问题

(一) 各地方政府利用项目收益专项债券的水平差异较大

由于所在地域经济活跃程度、经济发展阶段及历史与文化背景不同等,各地方专项债券占 GDP 比重及专项债内部结构差异较大。根据 2019 年的数据,一是从各地方政府专项债券存量占 GDP 比重看,全国的均值为 10.1%,占比最高的前三位分别是天津 24.5%、贵州 22.2%、海南 16.3%,占比最低的分别是深圳 1.4%、西藏 2.2%、广东 5.6%。二是从各项目收益专项债券占各地专项债券比例看,全国均值分别 35.8%。其中,项目收益专项债券占比最高的前三位分别是深圳 100%、青海 55.6%、新疆 50.6%,最低的分别是大连 0%、贵州 0.5%、辽宁 6.4%。三是从 2019 年财政部核定给各地方政府债务规模限额实际使用率看,全国平均限额的占用率为 87.9%,占用比率最高的是湖南、天津和湖北接近 100%,最低的是北京 54.4%、深圳 61.6%和上海 66.7%。

各地方政府利用项目收益专项债券的水平差异较大,这也说明每个地方的情况不同,政策也不尽相同。对经济发展相对较弱的西北和西南地区,地方政府债务限额分配较多,而这些地区项目专项债券发行规模却较低,如贵州。经济发展水平相

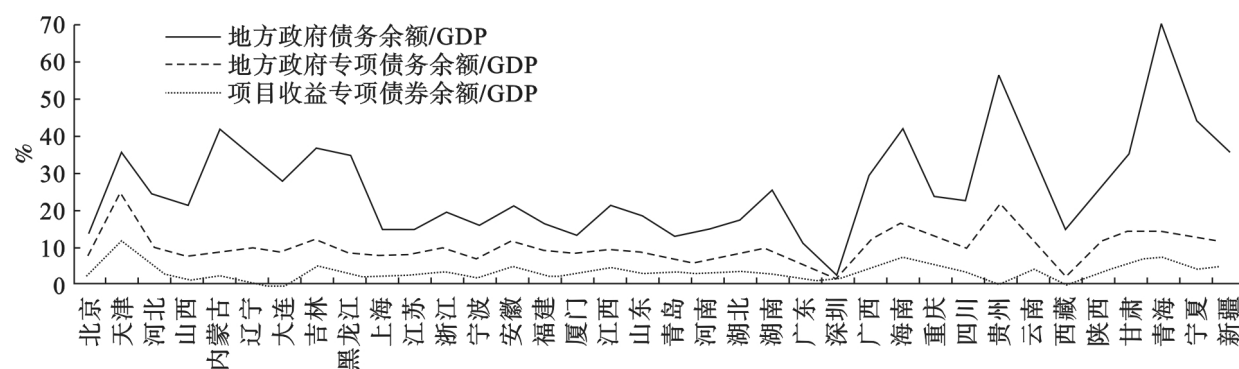


图2 2019年地方政府债务、专项债券和项目收益专项债券占GDP比重

数据来源：根据国家统计局、财政部网站公布数据整理。

对较高的地区，地方政府债务限额分配较少，整体债务率相对低，而项目专项债券占比较高，如深圳。

（二）各地区、各类专项债券发行定价基本趋同

2015年到2016年，专项债券与一般债券发行利率基本趋同。2017年专项债券发行利率开始出现分化。2018年以后，重新按财政部指导定价区间发行。

以2017年8-9月间，河南与浙江发行的地方

债为例。河南专项债发行利率较国债基准加点约40BP，浙江专项债发行利率加点约7BP。河南省同期还发行了5年期的一般债券、普通专项债和一系列项目收益专项债，比较清晰的看到：一是专项债券的发行利率高于一般债券；二是项目专项债的发行利率高于普通专项债；三是用不同用于地区项目的项目收益专项债发行利率也不尽相同，体现了一定地区分化。具体情况见表1。

表1 2017年9月19日河南省一般债券与专项债券发行利率比较

| 债券简称 | 具体项目 | 发行规模(亿元) | 发行利率(%) | 较国债基准加点(BP) |
|------------|----------|----------|---------|-------------|
| 17 河南一般 07 | - | 56.5049 | 3.74 | 13 |
| 17 河南专项 08 | - | 7.6041 | 3.91 | 30 |
| 17 河南专项 09 | 郑州市土储专项 | 66.884 | 3.91 | 30 |
| 17 河南专项 10 | 开封市土储专项 | 10.4 | 3.95 | 34 |
| 17 河南专项 11 | 平顶山市土储专项 | 8 | 3.91 | 30 |
| 17 河南专项 12 | 安阳市土储专项 | 0.21 | 4.32 | 71 |
| 17 河南专项 13 | 鹤壁市土储专项 | 2.04 | 3.99 | 38 |
| 17 河南专项 14 | 新乡市土储专项 | 4.21 | 3.95 | 34 |
| 17 河南专项 15 | 焦作市土储专项 | 0.27 | 4.31 | 70 |
| 17 河南专项 16 | 许昌市土储专项 | 4.08 | 3.95 | 34 |
| 17 河南专项 17 | 漯河市土储专项 | 0.45 | 4.21 | 60 |
| 17 河南专项 18 | 三门峡市土储专项 | 2.82 | 3.98 | 37 |
| 17 河南专项 19 | 南阳市土储专项 | 1.44 | 4.00 | 39 |
| 17 河南专项 20 | 商丘市土储专项 | 9.89 | 3.91 | 30 |
| 17 河南专项 21 | 信阳市土储专项 | 8.49 | 3.91 | 30 |
| 17 河南专项 21 | 周口市土储专项 | 6.69 | 3.91 | 30 |
| 17 河南专项 23 | 驻马店市土储专项 | 2.73 | 3.96 | 35 |

数据来源及说明：1.根据中央国债登记结算有限公司发布的河南省政府发行结果公告整理；2.根据债券发行当日招标系统显示，同期限国债基准为3.61%；3.债券发行定价会受到当日资金面松紧、当日市场债券总体发行量等基本因素影响，也会受债券本身发行规模大小、财政存款搭配等影响。

专项债发行利率出现分化是在 2015 年底到 2018 年初，期间既出现过低于国债基准发行的情况，也出现过个别地方政府债未能满量募集的情况。由于信息披露不充分，投资者报价基础也不完善，但这段高度市场化定价发债的经验为后续推进地方债进一步提升市场化定价水平，提供难得的政策制定与市场定价参考。

2018 年 8 月，根据财政部统一指导，各品种、各地方债券发行利率基本趋同，所有债券均较同期国债加点 40BP，同时也造成每场债券招标过程中几十倍的认购倍数。2019 年初开始，财政部将统一加点基准要求下调至 25BP。2020 年所有地方债平均发行利率基本保持在同期国债发行利率加 25BP 水平，只有青海、内蒙和广西个别债券的发行利率较同期国债基准加点 40BP 以上，地方债的认购倍数依然保持在十几倍的水平。随着地方债投资人种类的增加，流动性越来越好，包括免税等政策，银边债券的特性更加明显。

(三)项目专项债交易量增幅最快，但较国债和政策性金融债差距仍然较大

根据 WIND 数据，2020 年专项债券全年现券交易量为 7.2 万亿元，已经超过一般债券，较 2019 年翻一番，这也是 2018 年以来专项债券交易量连续两年翻番。其中，项目专项债现券交易为 4.7 万亿元，同比增长近三倍。从交易市场看，99%以上专项

债券交易达成在银行间市场。这说明，交易活跃的投资人主要是从事大宗交易的银行、基金和保险等金融机构。从债券交易量排名看，活跃的债券都是单只债券规模超过 100 亿的债券，而与所在地域关系不大。从交易的技术层面看，单只债券存量规模较大，投资人相对较多且分散，对于大宗交易的投资人而言，比较方便达成交易。

但是与国债比，地方政府债券 0.5 倍的换手率远低于国债 2.4 倍的水平。这主要是因为地方政府债券发行品种相对简单，发行方式单一，也难以统一推进“做市商”机制安排等。同时，部分地方政府债券单只发行规模比较散碎，即单只债券存量较小、不利于大宗交易。

(四)项目专项债券对企业信用债券形成一定挤出

从债券市场角度看，市场容量与增速是有一定规模约束的，地方政府债券快速扩容的同时，非金融企业类发债规模在相对减少。一是企业类信用债融资规模相对下降。2017 年专项债发行提速，项目专项债首发，当年公司类企业信用债发行量出现负增长，同比减少约 3 万亿元。信用债存量占比由 2014 年 33.6% 的高点，下降到 2020 年的 26.2%。二是非金融企业信用债的发行期限也呈整体下降趋势。特别是中国银行间市场交易商协会管理项下的非金融企业信用债发行期限已经下降到 2 年以内

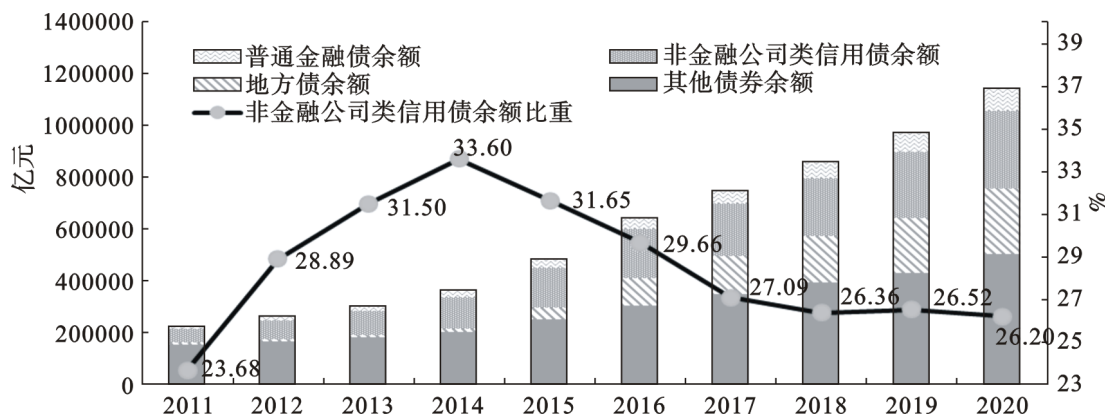


图3 2011年-2020年债券市场存量信用结构及非金融企业类债券余额占比情况

数据来源：根据审计署相关报告、WIND 数据整理。

表 2 2015 年-2020 年地方政府债与企业债平均发行期限变化

单位：年

| | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 专项债： | 6.42 | 6.25 | 6.07 | 6.09 | 9.02 | 14.73 |
| 普通专项 | — | — | 6.20 | 6.37 | 14.16 | 15.86 |
| 项目专项 | — | — | 5.30 | 5.85 | 7.66 | 16.32 |
| 企业债 | 2.88 | 3.39 | 3.07 | 3.22 | 3.30 | 2.94 |
| 3A(NAFMII)品种 | 2.39 | 2.28 | 2.22 | 2.30 | 2.37 | 1.87 |
| 城投债 | 4.01 | 4.54 | 4.01 | 3.35 | 3.54 | 3.43 |
| 3A 城投债 | 3.32 | 3.83 | 3.03 | 2.94 | 2.94 | 3.02 |

数据来源：根据中央国债登记结算公司、WIND 公布数据统计整理。

(见表 2)。2020 年专项债券平均发行期限接近 15 年,普通专项债平均发行期限首度超过一般债券接近 17 年。三是从我国目前投融资体制看,国企债券违约背后也有政府融资的挤出效应。2020 年 11 月中旬,河南 AAA 评级地方国企永城煤电控股集团有限公司债券发生系列违约,引发债券市场剧烈波动。据 WIND 统计,2020 年新增地方国企违约家数为 16 家,全年债券违约本金额超过 500 亿元,接近 2015 年开始有地方国企违约以来债券违约本金的总合。同在 11 月中旬,包商银行公告称对其二级资本债本金予以全额减记,这是中国首只银行发行的资本补充工具触发减记条款。随后,财政部宣布追加 2000 亿专项债规模专门用于中小银行补充资本金,并随即完成了 506 亿元专项债券用于广东、内蒙等二十余家中小金融机构补充资本金。据市场机构统计,永煤违约及包商二级资本债减记后近两个月内,取消发行的企业类信用债约 2000 亿元,多家中小金融机构推迟或减少了二级资本债发行。

从债券投资者角度看,其内部的资金安排、授信与评审制度要求及外部的监管规定,难以对同一项目既进行专项债投资同时又进行企业类信用债投资或发放贷款。以棚改专项债券为例,当某棚改项目通过地方项目专项债方式进行融资安排后,该项目本身的现金流主要用于支撑相应的地方债券还本付息。如果该项目还需要通过发行企业类信用债券或申请贷款等方式进行再融资,那么对于投资

人或银行而言评审授信的测算空间会相应受到挤出。此外,还有部分银行为避免增加地方政府隐性债务之嫌,也很难将已经列入地方政府专项债的项目再进行授信评审。加之,2020 年以来国企及城投类信用债的违约增加,使得投资人内部授信规模收紧、风控要求提升,投资者“用脚投票”减少对企业类信用债投资,反而愿意参与安全性更高的地方政府债的投资,这都形成结构性挤出。

三、政策建议

(一)强化预算约束,控制专项债券边际增长规模

根据 2015 年新《预算法》,专项债券只纳入政府性基金预算管理、但不列赤字,部分地方政府通过专项债券融资相对便利。特别是在疫情防控进入常态化之后,地方政府存量债券到期续做的刚性要求、为弥补财政资金缺口都将可能导致地方政府产生扩大发债规模冲动。2018 年底专项债券余额与地方政府性基金本级收入缺口约为 1300 亿元,2019 年缺口约为 1.4 万亿元。2020 年底专债券存量为 12.9 万亿元,与地方政府性基金本级收入缺口扩大到近 4 万亿元。这意味着地方政府未来测算项目专项债发行空间将越来越有限。叠加 2020 年疫情影响,在财政部增加专项债券发行限额政策背景下,部分地区甚至出现通过聘请承销商或专门的包装公司,美化设计现金流安排,包装安排项目收益专

项债发行的情况,风险苗头出现部分暴露。因此,必需加强预算硬约束,控制新增专项债规模。短期内应该控制边际新增规模,长期看应该考虑设置动态的量化指标,并兼顾考虑适当退出机制安排。

(二)优化结构,调减普通专项债,适度增加公共领域项目专项债

项目专项债与普通专项债比较来看,对项目专项债具有更强的预算约束和市场监管要求。2020年底发布的新版《地方政府债券发行管理办法》要求,

专项债的规模和期限,要受到具体项目现金流情况、项目周期等的约束;专项债券还应当全面详细公开项目信息、项目收益与融资平衡方案、债券对应的政府性基金或专项收入情况、由第三方专业机构出具的评估意见以及对投资者做出购买决策有重大影响的其他信息。2021年存量专项债将有1.1万亿元专项债券到期,其中94%为普通专项债,这也为政策调控提供了可操作空间。

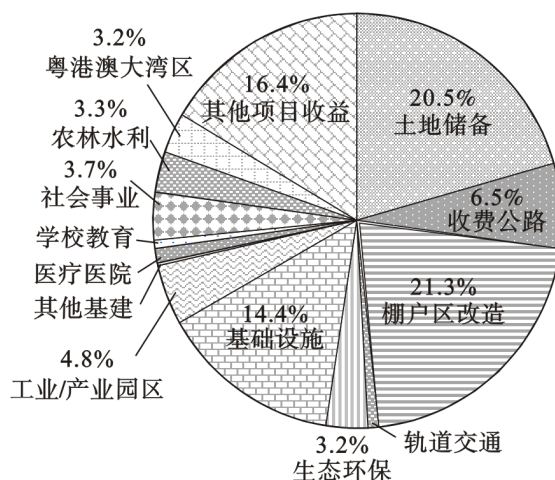


图4 2020年底全国项目专项债按资金用途划分项目专项债结构

数据来源:根据 WIND 数据整理。

从项目专项债券内部结构看,结构优化还有进一步调整空间。在控制土地储备、棚改专项不再新增的前提下^①,可以考虑结合各地方的实际情况进一步增加医疗、卫生、教育,同时减少金融、轨道交通和工业园区等领域的项目专项债券发行。特别是对那些本身可以进行市场化融资的项目,要适度退出,减少这些项目对政府性资金的依赖,避免隐性债务风险复发。

(三)进一步加强政策的协调与配合,提升专项债市场化水平

一方面,加强财政政策与货币政策的协调与配合。建立现代央行制度赋予了央行更多的政策期许,保持利率与汇率稳定,稳字当头是央行提出的

首要目标,维持流动性合理充裕,保持 M2 与社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。从 2015 年以来,国债基准利率整体下行约 80BP,这既符合世界主要经济体历史发展轨迹,也与国际国内政治经济形势相吻合。以全国地方债 25.5 万亿元、平均付息利率 3.5% 测算,每年支付利息为 8800 亿元,随着经济增速放缓,国债基准利率还有进一步下行空间。

另一方面,在加强信息披露的前提下,提升市场化定价水平,推动品种创新、丰富投资人结构。如增加结构化设计、挂钩各种指数的债券等,考虑推动对同一项目的专项债通过追加发行、续发等方式增加流动性。特别是在中国债券市场相对较高的收益、人民币升值的预期,加之中国政府债券无违约的记录,提升海外投资人参与地方债的认购积极

^①2019年9月国常会明确,专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域。

性。中国地方政府债与美国的市政债、日本的地方政府债券都不一样,用好债券通、跨市场托管等硬件设施同时也要讲好中国故事,拓展海外投资人。债券市场流动性好的债券品种与流动性弱的品种,发行成本中会体现约 15BP 的流动性溢价。以 2020 年底数据测算,地方债通过提高市场化定价水平,平均发行利率下降 1BP,每年将可减少付息成本约 25 亿元。同时更有意义的是通过市场化定价引导和带动社会资金投向效率更高的地区和领域,提高资金的配置效率。

(四)稳妥安排债券还本付息,应对好债券市场及投资人去外部评级化趋势

从发行人角度看,债券的一级定价与二级交易市场化水平高,且能按时还本付息是债券安全性最有力的体现。在境内债券市场,高信用等级债券发行人也不进行外部信用评级。除财政部外,中央汇金公司和三家政策性银行在国内发行债券都没有进行外部信用评级。财政部近几年在海外发债也没有进行外部信用评级,而无论是发行利率还是投资人分散度,都非常成功。

在境内债券市场,从投资人角度看,随着高评级债券违约事件的增加,债券外部评级作用有弱化趋势。投资人除了参考外部评级报告外,更多依赖内部评审和评级作为债券投资决策依据,而部分监管部门也发布新规^①,将外部评级不再作为债券发行必须公布的要件,而是将信用评级选择权交给市场投资人。

目前,我国地方政府债券的外部评级水平全部为 AAA。外部评级工作一定程度督促了地方政府信息的公开,但也客观形成信用等级信号作用虚化和一定的资源浪费。随着债券市场的去外部评级化趋势,地方政府应该统筹好地方政府债、城投债和国企债券的“借、用、还”,同时,不断提高地方政府专

项债市场化水平,优先保障地方政府债券还本付息管理安排,减少对外部评级依赖。

(五)有序建立专项债券资金使用绩效考核及问责机制

从债券期限上看,目前地方专项债债券的平均发行期限已经拉长到近 15 年,这意味着当期债券发行决策链条中的相关人员在项目建成投入使用时已经变更工作岗位。从资金使用过程看,项目专项债券资金使用过程中的项目情况和资金使用缺少信息披露更新。除了个别项目是多次发债融资的情况,公开披露的信息中一般只能看到项目首次发行时的相关情况。建议从两个方面一是加强项目专项债券存续期内的信息披露,至少要逐年披露项目运行及债券融资使用的相关情况,充分发挥市场和投资人监督作用;二是梳理政府与企业关系,对于不在政府债务范围的项目在信息披露上应予以明确,避免市场投资人还存在财政兜底的幻想。三是各地方财政逐步建立适合自身特点的、覆盖专项债券资金使用各环节的绩效和问责机制与办法,避免人员流动导致的责任落空。同时加强对内奖惩,强化警示作用。

参考文献:

- [1] 寇铁军,张海星.地方政府债务风险的外部性分析.东北财经大学学报,2007(1).
- [2] 徐占东.我国省级地方政府债务的可持性研究.东北财政大学学报,2018(3).
- [3] 王朝才,赵斌.我国地方政府债务管理的历史观照、现况解析及政策应对.地方财政研究,2018(8).
- [4] M.Ayhan Kose, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, and Naotaka Sugawara Global waves of debt—causes and consequences, world bank group 2020.
- [5] 易纲.再论中国金融资产结构及政策含义.中国人民银行政策研究,2020 年第 1 期.
- [6] 周小川.拓展通货膨胀的概念与度量.中国人民银行政策研究,2020 年第 3 期.
- [7] 高坚.债券市场改革历程、意义及展望.债券杂志,2020(12).
- [8] 刘颖.如何看待地方国企债券违约,中国金融,2021(4).

【责任编辑 寇明凤】

^①2020 年 1 月交易商协会发布《关于<非金融企业债务融资工具公开发行注册文件表格体系(2020 版)>有关事项的补充通知》,在注册环节取消信用评级报告的要件要求。