

进一步提升新增专项债券拉动 基础设施投资效果研究

马 凯

(国家开发银行,北京 100031)

内容提要:2018年,我国新增专项债券发行规模突破1万亿元大关,此后发行量快速攀升,成为积极财政政策的主要工具,但与其大规模发行存在背离的是,2018年-2021年我国基础设施投资同比增速持续下滑,表明新增专项债券拉动基础设施投资的作用还需提升。2022年,为应对经济下行压力超预期影响,国务院果断出台稳经济一揽子政策和接续措施,在继续保持新增专项债券大规模发行的同时,增设政策性开发性金融工具,调增政策性开发性银行信贷额度,用好专项债券结存限额,建立推进有效投资重要项目协调机制,在上述一揽子政策措施的刺激下,基础设施投资同比增速回升至合理区间。上述两个阶段基础设施投资同比增速的分化现象表明,单纯依靠财政政策发力和扩大新增专项债券发行规模并不能起到有效拉动基础设施投资增速的效果,只有采取加强财政政策和货币政策联动、促进财政工具和金融工具形成合力的综合措施,才能为更好发挥新增专项债券拉动基础设施投资效果创造条件。

关键词:新增专项债券 基础设施投资 稳经济一揽子政策 政策性开发性金融

中图分类号:F812.4 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2023)04-0013-08

地方政府专项债券是落实积极财政政策、带动扩大有效投资、稳定宏观经济大盘的重要抓手,尤其是新增专项债券主要用于支持有一定收益的公益性项目建设,近年来发行量迅速攀升,支持领域逐步扩大,已成为我国基础设施投资的重要资金来源。但是从过去五年新增专项债券拉动基础设施投资的实际效果来看,新增专项债券发行规模与基础设施投资同比增速二者之间并非简单的正相关关系,甚至在部分年份存在明显偏离,因此需要进一

步厘清二者之间的关系,从而进一步提升新增专项债券拉动基础设施投资的效果。

一、专项债券相关文献综述

基础设施是经济社会发展的重要支撑,近年来随着地方政府债务管理“开前门”力度不断加大,专项债券已经成为基础设施建设的重要资金来源。因此,国内关于专项债券的特征、功能、发行使用机制和拉动基础设施投资效果等方面的问题也成为研

[收稿日期]2022-12-19

[作者简介]马凯,总行二级经理,硕士研究生,中级经济师,研究方向为地方政府债务。

专题策划：地方政府专项债务

究热点。龙小燕、陈旭、黄亦炫(2021)通过构建一般均衡理论模型,并利用我国2006年-2018年省级面板数据评估以地方政府专项债券为主的融资渠道对基建投资的拉动效应,发现地方政府专项债券和融资平台融资规模对基础设施投资均存在显著正向影响,尤其是专项债券的政策引导和杠杆效应能够拉动更大规模的基建投资。何代欣(2021)分析了专项债政策扩张的财政因素,并对进一步提振专项债扩张效果提出政策建议。一些学者就2019年专项债配套融资新规对基建投资的拉动作用和地方经济发展的影响进行了测算,认为专项债新规可以对冲政府性基金收入下滑所带来的影响,对地方投资形成拉动作用(明明、李晗、徐焯烽,2019;高国华,2019)。另外,很多学者关注当前专项债券发行使用现状和存在的问题,从发行规模、利率、期限、绩效评估、偿债风险、制度建设等多个维度提出了意见建议(王敏,2020;朱丹、吉富星,2020;韦小泉、刘申锋,2021等)。

综上所述,现有文献在我国专项债券发行使用现状、存在问题和对基础设施投资的拉动效果等方面均有涉及,但是缺乏关于近年来专项债券拉动基

础设施投资效果的实证研究,并且对专项债券在拉动基础设施投资方面存在的问题也缺少具体分析。本文通过量化分析2018年以来新增专项债券发行规模与基础设施投资同比增速的关系,以揭示出其间存在的阶段分化现象,总结得出不同阶段的政策设计对专项债券拉动基础设施投资效果的影响,并对2018年-2021年新增专项债券拉动基础设施投资效果不佳的原因进行了详细分析,进而对进一步提升新增专项债券拉动基础设施投资效果提出合理化建议。

二、新增专项债券拉动基础设施投资效果的阶段分化现象

(一) 新增专项债券发行规模与基础设施投资同比增速之间存在背离

自2015年地方政府正式自主发行专项债券以来,新增专项债券年度发行规模在2018年首次突破1万亿元大关,自此之后年度发行量迅速攀升,在2020年-2021年发行规模维持在3.5万亿元以上。在此期间,财政部多次就做好地方政府专项债券发行工作出台政策措施,要求加快专项债券发行

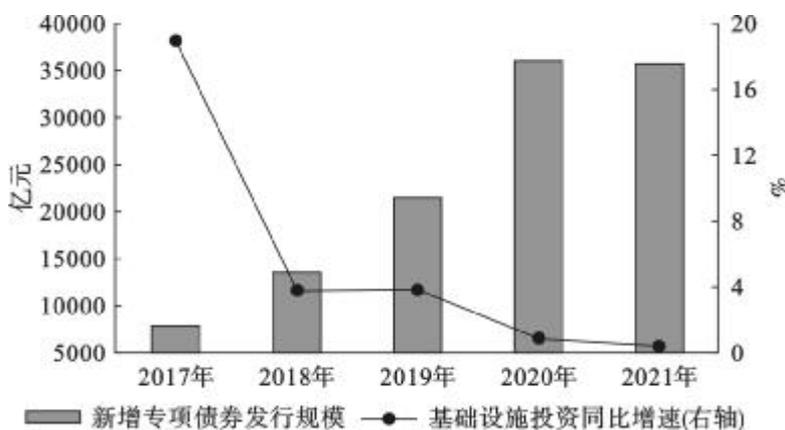


图1 2017年-2021年新增专项债券发行规模与基础设施投资同比增速
数据来源:中国地方政府债券信息公开平台及wind数据库。

和使用进度,更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用,并且自2019年6月起允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金,积极鼓励金融机构提供配套融资支持。鉴于新增专项债券主要用于支持新建和在建项目建设,自2020年起主要投向基础设施领域,理应对拉动基础设施投资增速起到明显促进作用。但与新增专项债券开启大规模发行周期相矛盾的是,2018年我国基础设施投资同比增速首次跌至个位数,并且持续下降至2021年,达到历史最低点0.4%。从两者的关系看,随着新增专项债券发行规模的不断增加,基础设施同比增速却不升反降,表明在这一阶段单纯扩大新增专项债券发行规模对基础设施投资的拉动作用不显著。

(二)2022年新增专项债券助力基础设施投资同比增速持续回升

2022年,为应对经济下行压力进一步加大局面,国务院把稳增长放在更加突出的位置,着力发

挥专项债券扩大有效投资的作用。3月国常会明确新增地方政府专项债3.65万亿元,强调抓紧下达剩余专项债额度,更好发挥专项债效能,吸引更多社会资本投入;5月国常会强调加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围;8月国常会决定依法用好5000多亿元专项债地方结存限额;9月国常会决定依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额,并要求各地在10月底前发行完毕,优先支持在建项目,年内形成更多实物工作量。与之前年度相比,2022年新增专项债券发行进度快,在5月末发行进度已过半,并在6月份达到月度发行量峰值,截至当年10月末累计发行3.98万亿元,全年发行规模首次突破4万亿元并创历史新高。与之相对应,2022年1-10月我国基础设施投资同比增长8.7%,并且从5月份起连续6个月回升,与新增专项债券发行进度趋势基本保持一致,表明新增专项债券切实起到带动扩大有效投资作用。

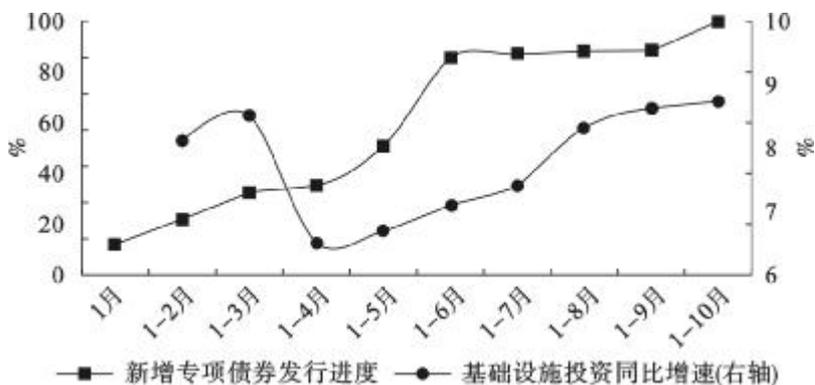


图2 2022年1-10月新增专项债券发行进度与基础设施投资同比增速
数据来源:中国地方政府债券信息公开平台及wind数据库。

(三)稳经济一揽子政策和接续措施为新增专项债券更好发挥拉动基础设施投资效果创造条件

对比2022年前后两个阶段,可以看出在2018年-2021年尽管地方政府债务管理“开前门”力度很大,新增专项债券发行规模迅速扩张,但是从实际

效果来看未能完全起到有效拉动基础设施投资的作用;与之形成鲜明对比的是,虽然2022年初确定的新增专项债券发行限额与2021年保持一致,但是当年基础设施投资同比增速却从5月份起持续回升并保持在较高水平。通过回顾梳理全年的经济

专题策划：地方政府专项债务

形势和国务院出台的应对措施,本文认为应对超预期因素冲击,国务院出台的稳经济一揽子政策和接续措施推动经济回稳向上,从而为新增专项债券更好发挥拉动基础设施投资效果创造了有利条件。

2022年4月,受新一轮新冠疫情、国际局势变化的超预期影响,我国经济下行压力进一步加大,为稳住经济大盘,国务院及时果断推出稳经济一揽子政策和接续措施,为及时扭转经济下滑势头、保持经济运行在合理区间提供了有力支撑。5月国常会部署稳经济一揽子措施,印发涵盖6方面33项措施的《扎实稳住经济的一揽子政策措施》。除了在财政政策方面强调加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围之外,还在促进有效投资方面优化审批程序,新开工一批重大基础设施项目,引导银行提供规模性长期贷款;6月国常会决定设立3000亿元政策性开发性金融工具,用于补充重大项目资本金,或为专项债项目资本金搭桥;7月国常会决定建立推进有效投资重要项目协调机制,为加快项目要素审批和建设进度创造有利条件;8月国常会部署稳经济一揽子政策的接续政策措施,决定增加3000亿元政策性开发性金融工具额度和依法用好5000多亿元专项债地方结存限额,核准开工一批条件成熟的基础设施等项目。

总体上看,2022年基础设施投资同比增速持续回升主要依靠的是国务院出台的稳经济一揽子政策和接续措施,尤其是综合运用财政政策和货币政策支持重大项目建设所产生的综合效果,其中包括保持专项债券发行规模、加快专项债券使用进度、扩大专项债券支持范围、用好专项债券结存限额等在内的专项债券系列政策发挥了重要作用。这表明,加强财政政策和货币政策联动、促进财政和金融工具形成合力、加大项目要素保障力度和加快项

目审批进度等措施多管齐下,能够全面系统地解决制约基础设施投资发力的核心问题,推动基础设施投资同比增速持续回升至合理区间,进而发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用。

三、新增专项债券拉动基础设施投资效果不佳的原因

造成2018年以后基础设施投资增速下降的原因是多方面的:首先是我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段,以往过度依靠投资拉动的经济发展方式面临不少制约,基础设施投资回报率呈不断下降趋势,需要着力提高投资效率、改变过度依靠投资拉动的增长方式;其次是规范地方政府举债行为、坚决遏制隐性债务增长的财政政策导向,极大地遏制了地方政府盲目上马基建项目的冲动,部分地区债务压力不断增大,约束了地方财力扩张空间和基建投资意愿;此外资管新规的出台以及对PPP、政府购买服务等投资工具的加强监管,也让地方政府融资平台融资环境遇冷。在此背景下,积极的财政政策持续发力,地方政府“开前门”力度进一步加大,专项债券持续大幅扩容成为落实积极财政政策的重要抓手,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,但是受多种因素影响,在此期间新增专项债券拉动基础设施投资效果并不理想。

(一)发行规模难以对冲其他基建融资渠道的收缩

从基建投资资金来源角度分析,支持基础设施建设的资金来源主要包括国家预算内资金、国内银行贷款、外资、自筹资金和其他资金五大类。2017年上述五类资金所占比例分别为16.1%、15.6%、0.3%、58.6%和9.4%,其中专项债、委托贷款和信托

贷款等品种均属于占比最大的自筹资金,因此其年度净融资规模会对当年基础设施投资同比增速产生较大影响。

2018年-2021年,尽管新增专项债券净融资规模持续走高,但是由于隐性债务强监管政策影响和规范城投非标融资渠道,同期新增信托贷款和新增委托贷款净融资规模持续为负,在一定程度上抵消

了新增专项债券发行规模扩张对基建投资的拉动作用;对比来看,2022年1-10月新增信托贷款虽然仍为负值,但是降幅已经大幅收窄,并且新增委托贷款已经转正,加上新增专项债券发行规模创下历史新高,从而对当期基建投资资金来源构成较好正向支撑。

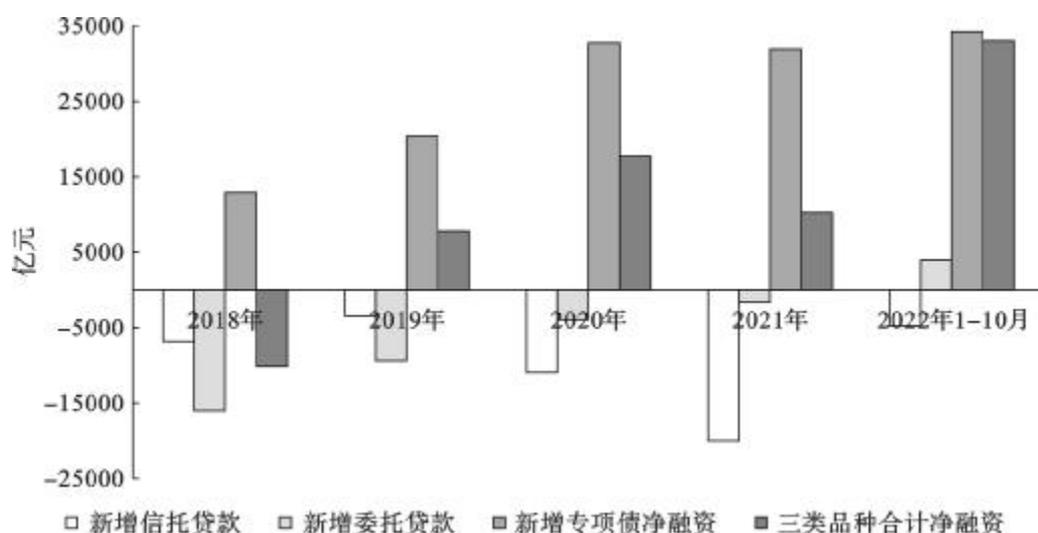


图3 2018年-2022年信托贷款、委托贷款和新增专项债券净融资规模
数据来源:wind数据库。

(二)债券资金投向基础设施领域的比重偏低

从资金投向结构看,2018年-2019年有60%以上的新增专项债券投向棚改和土储领域,导致这两年真正用于基础设施领域的新增专项债券占比不足30%,加之这两年新增专项债券发行规模还不是很大,因此对基础设施投资的拉动作用非常有限;自2020年起,财政部逐步加强对新增专项债券投向要求和监管力度,优化新增专项债券资金投向,加大向交通、能源、农林水利、生态环保、市政和产业园区基础设施领域投资力度,积极支持“两新一重”领域项目,投向基建领域的新增专项债券占比迅速上升并稳定在60%以上,相应的棚改和土储专

项债则大幅减少,其中土储专项债自2020年起不再发行。

(三)债券发行节奏整体偏慢

从发行节奏看,2018年-2021年度新增专项债券在当年上半年的发行节奏普遍较为缓慢,早发行、早使用、尽早产生实物工作量的效果不够好,从而影响了当年基建投资同比增速起势。在进入下半年后,为更好发挥专项债拉动投资效果,从当年8月份开始加快发行进度,到10月底前基本发行完毕。但是2021年下半年并未及时加快发行进度,导致当年新增专项债券发行进度整体较为缓慢,对带动扩大有效投资的影响打了折扣。相比之下,2022

专题策划：地方政府专项债务

年新增专项债券发行节奏明显加快,在上半年未发行进度就已经达到 85%, 既有力稳住了宏观经济,

又为下半年加强逆周期调节、启动专项债增量政策赢得了时间窗口。

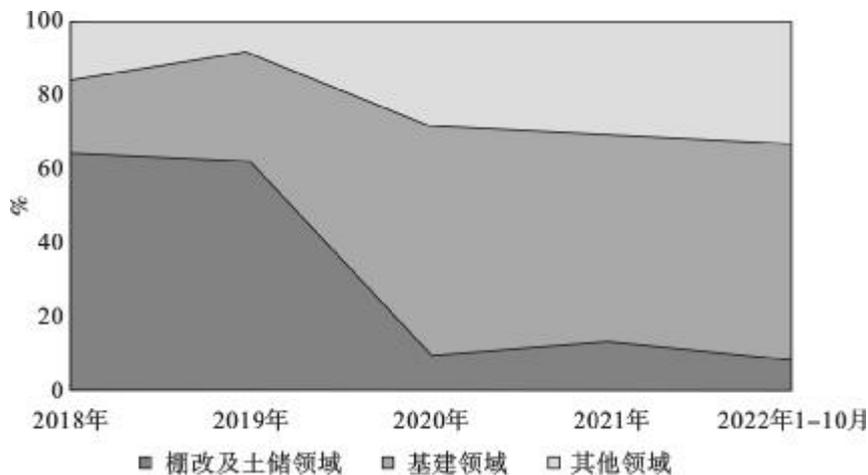


图4 2018年-2022年新增专项债券资金投向结构

数据来源：中国地方政府债券信息公开平台。

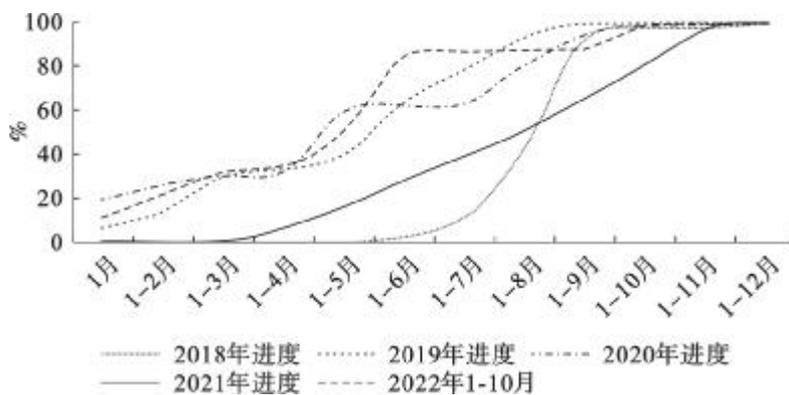


图5 2018年-2022年新增专项债券当年累计发行进度

数据来源：中国地方政府债券信息公开平台。

（四）撬动投资和带动配套融资效果不及预期

长期以来,缺乏项目资本金一直是制约基础设施项目投资的一个重要因素。2019年6月中办、国办印发《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》,允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金,并积极鼓励金融机构提供配套融资支持;后续又将专项债券用作资本金的领域从初期的4个扩展到10个。从新增专项债券用作

项目资本金的比例看,根据财政部在2021年12月国新办政策例行吹风会上的介绍,2021年全年各地安排超过1700亿元专项债券资金用作重大项目资本金。相较于全年3.58万亿元新增专项债券发行量,其中用作项目资本金的比例尚不到10%,远低于25%的政策上限;从带动配套融资效果看,根据财政部召开的2022年上半年财政收支情况新闻发布会介绍,1-6月专项债券项目市场化配套融资超

过 5300 亿元。相较于上半年 3.4 万亿元新增专项债券发行量，配套融资比例约为 16%，带动扩大有效投资效果较为一般。

（五）项目前期工作成熟度不足

审计署在 2019 年-2021 年公开发布的年度审计工作报告中^①，连续提及地方政府专项债务管理中存在的问题，主要包括项目安排不合理、项目储备不足、重发行轻管理、资金长期闲置等问题。财政部在监管的过程中也发现有些地方项目准备不充分，融资时间与实际开工时间空档期较长，导致资金长期闲在账上，有些地区闲置时间甚至在一年以上；有些地方部门间协调配合机制不健全，导致“钱等项目”或“项目等钱”。上述问题的共性原因就在于专项债券投资项目前期工作成熟度不足，例如项目储备不足、审批不健全等因素导致项目无法按期开工或建设进度迟滞，因此在债券发行之后无法尽快用到项目建设上，进而影响资金投放进度，并最终影响拉动基础设施投资效果。

四、进一步提升新增专项债券拉动基础设施投资效果的政策建议

（一）在保持必要的财政支出强度的同时更加注重财政可持续

为应对经济下行压力和疫情影响，2020 年-2022 年中央分别安排新增专项债券限额 3.75 万亿元、3.65 万亿元、3.65 万亿元，持续保持较高规模，在带动扩大有效投资、稳定宏观经济大盘等方面发挥了重要作用。但是另一方面，连续保持大规模发行也导致当前地方政府专项债务规模迅速扩张，部分地区还款压力增大，债务违约风险有显性化的可

能；同时专项债券大规模发行也在一定程度上对其他渠道基建投资资金来源尤其是银行贷款产生挤出效应，削弱了银行风控体系对基础设施投资项目收益的把控能力。中央经济工作会议提出 2023 年积极的财政政策要加力提效，考虑到未来一段时期统筹疫情防控和经济社会发展的政策重点将逐步转向推动经济复苏，新增专项债券仍需保持较大发行规模从而保证财政支出强度，更加强调保障财政可持续和地方政府债务风险可控，防止出现专项债券偿付风险，并且避免对银行贷款产生明显挤出效应。

（二）继续扩大投向基础设施领域资金占比和用作项目资本金范围

2022 年新增专项债券重点用于交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程等 9 大领域，并在此基础上合理扩大使用范围，加大惠民生、解民忧等领域投资，支持增后劲、上水平项目建设，推动补短板、强弱项项目建设，将城市管网建设、水利等重点领域项目作为补报重点，并将新基建、新能源、粮食仓储物流设施项目纳入支持重点。按照 wind 公布的新增专项债券发行统计数据，在 2022 年 1-10 月发行的新增专项债券中属于投向基础设施领域的占比稳定在 60% 以上，从比例上看还有进一步提升的空间。下一步，应当精准聚焦重点领域和短板领域，积极研究适当扩大新增专项债券资金投向领域、扩大新增专项债券用作项目资本金的范围，进一步增强新增专项债券拉动基础设施投资的作用。

（三）在发行节奏上坚持发力靠前原则

2022 年 3 月召开的国常会专题部署用好政府

^①来源于审计署公开发布的 2019 年-2021 年度《中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》。

专题策划：地方政府专项债务

债券扩大有效投资，在 2021 年底依法提前下达 1.46 万亿元额度的基础上，要求抓紧下达剩余专项债额度，2021 年提前下达的额度 5 月底前发行完毕，2022 年下达的额度 9 月底前发行完毕。8 月国常会决定依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，要求各地在 10 月底前发行完毕。在政策落地过程中，财政部按照国家部署，持续督促指导地方加快地方债发行节奏。从政策执行效果看，2022 年专项债券发行使用工作起步早、动作快，进度明显快于往年，基本上按照国常会要求的截止时间点完成了发行任务，对基础设施投资的拉动作用也更为明显。未来应当继续坚持政策发力靠前的原则，坚持“资金跟着项目走”，对成熟和重点项目多的地区予以倾斜，督促各地及时将提前下达额度编入年初预算或者履行预算调整程序，力争做到早发行、早使用，推动尽快形成实物工作量，切实提高专项债券资金的使用效益。

（四）加强与政策性开发性金融工具的协同配合

2022 年 6 月，国常会决定设立政策性开发性金融工具，主要用于补充基础设施项目资本金，由三家政策性银行分别设立运营金融工具进行投放，并由国家发展改革委牵头成立推进有效投资重大项目协调机制，筛选备选项目，提高项目要素保障力度，高效推进项目签约和资金投放。截至当年 10 月末，7399 亿元政策性开发性金融工具资金已全部投放完毕，支持的项目大部分已开工建设，并加快形成实物工作量，对带动扩大有效投资、巩固经济恢复发展基础、支持基建增速扩张发挥了重要作用。除了提供项目资本金补充外，国家有关部门还指导政策性开发性银行用好 8000 亿元新增信贷额度，及时落实金融工具已投放项目的配套贷款发放。总体来看，通过设立政策性开发性金融工具和调增政

策性开发性银行信贷额度，从资本金和配套贷款两方面极大补足了新增专项债券在撬动投资和带动配套融资方面的短板。按照 2022 年 12 月中央经济工作会议“政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持”的要求，在未来一段时期内应持续用好政策性开发性金融工具，继续加强财政、发改部门与政策性开发性金融机构的协调配合，促使专项债券和政策性开发性金融工具协同发力，不断巩固经济回升向好势头。

（五）不断加强项目储备和资金使用监管

专项债券项目储备作为一项长期性、基础性工作，对于加快专项债券发行和使用节奏具有直接影响，尤其是要进一步提高项目前期工作的成熟度，避免债券发行后资金长期滞留。下一步，国家有关部委应指导地方持续完善跨部门工作协调机制，对于投向领域以及项目合规性、成熟度、融资收益是否平衡等加强审核把关，推动加快办理项目用地、规划许可、环评、施工许可等审批手续，加快推进征地拆迁、市政配套等前期工作，督促尽早形成实物工作量，推动加大投资规模。继续完善支出进度通报预警制度和专项债券用途调整操作制度，明确在分配以后年度专项债券限额时与各地实际支出进度挂钩，对于在实际执行过程中无法继续实施且触发调整条件的项目，允许省级政府及时按程序调整用途，优先支持党中央、国务院明确的重点领域重大项目，切实防止专项债券资金闲置和低效使用。

参考文献：

- [1] 何代欣.专项债扩张效果的财政因素[J].中国金融,2021(23):75-76.

（下转第 54 页）

专题策划:地方政府专项债务

展的重点绩效考核结果作为分配调整因素。对财政重点项目绩效考核中发现的问题要督促整改,对绩效目标未完成、资金拨付不及时、项目推进缓慢等问题,要推动立即整改,并持续跟踪问题的整改落实情况,建立一套专门的专项债券问责机制,坚决查处违法违规行为,发现一起,查处一起,问责一起,做到终身问责,倒查责任。

3.公开绩效考核结果

在项目绩效考核完成后,及时对外公布项目重大进展及变化因素,提高信息披露的标准化、规范化水平,强化市场约束,通过社会监督提高资金利用绩效,持续规范地方政府专项债券项目的资金绩效管理。

参考文献:

[1] 曹堂哲,柏子旋.中国特色的地方政府专项债券项目资金绩效管理基本框架形成[J].中国财政,2021.

- [2] 李红霞,张阳.疫情冲击下地方专项债绩效管理与风险防范[J].当代财经,2021(1):27-38.
- [3] 李雪,朱金宇.国家治理视角下财会监督、统计监督和审计监督新型协同机制的构建[J].财务与会计,2021(9):12-14.
- [4] 刘颖.地方政府专项债券发行演变与改进建议[J].地方财政研究,2021,(2):4-10.
- [5] 龙小燕,赵全厚,黄亦炫.地方政府专项债券的问题解析与制度完善[J].经济纵横,2021,(4):120-128.
- [6] 王泽彩,郑金宇.新增地方政府专项债券项目绩效管理机制研究[J].地方财政研究,2021,(6):39-46+59.
- [7] 温来成,韩晓明,刁伟涛,阮静.关注专项债券项目资金绩效管理新规[J].财政监督,2021.
- [8] 杨洁.基于 PDCA 循环的内部控制有效性综合评价[J].会计研究,2011,(4):82-87.
- [9] 张素琴.政府采购绩效评估的 PDCA 循环模型研究[J].山西财经大学学报,2010,32(S1):14-15.
- [10] 赵琦,杨兆仁,李新龙.地方政府专项债券绩效管理流程设计[J].地方财政研究,2022,(4):52-56.

【责任编辑 寇明风】

(上接第 20 页)

- [2] 龙小燕,陈旭,黄亦炫.地方政府专项债券拉动基础设施投资的效应[J].金融论坛,2021(7):60-69.
- [3] 明明,李晗,徐焯烽.地方政府专项债新政对基建投资的拉动作用及对债市的影响[J].债券,2019(9):61-66.
- [4] 袁海霞,汪苑晖,卞欢.专项债兼顾扩容提效,助力基建托底稳增长——地方政府专项债 2019 年回顾与 2020 年展望[J].财政科学,2020(1):93-104.
- [5] 姜欣欣.专项债稳基建需要完善制度建设[N].金融时报,2019-12-16(12).
- [6] 夏诗园.地方政府专项债特征、优势及问题研究[J].西南金融,2020(8):52-62.
- [7] 高国华.地方政府专项债新规对地方经济的影响[J].债券,2019(7):36-40.
- [8] 王敏.中国地方政府专项债券发行问题研究[J].中央财

经大学学报,2020(11):13-25.

- [9] 潘晓峰,王碧珍.专项债券项目配套融资政策困境及思考[J].财政监督,2020(10):72.
- [10] 韦小泉,刘申锋.关于地方政府专项债券项目事前绩效评估工作的思考[J].中国财政,2021(23):56-59.
- [11] 邹力宏.我国项目收益债券发行规模及其对基础设施建设投资的影响——基于全国地方政府债务审计结果[J].金融与经济,2017(10):89-93.
- [12] 朱丹,吉富星.新冠疫情下我国地方政府专项债应均衡好风险与效率[J].地方财政研究,2020(7):4-10.
- [13] 王秀云.我国基础设施投融资体制机制创新研究——基于高质量发展视角 [J]. 中央财经大学学报,2021(12):25-33.

【责任编辑 张经纬】