

地方政府专项债政策概述

(一) 专项债发行的政策沿革

2015年1月1日新《预算法》的正式施行，赋予了地方政府依法举债的权利。近年来，随着积极财政政策进一步加码以及“堵后门，开前门”的债务治理强度不断升级，地方政府债为地方政府扩充财力提供了有力支撑。

地方政府专项债，首次明确于《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），指出“对有一定收益的公益性事业发展确需政府举借专项债务的，由地方政府通过发行专项债券融资，以对应的政府性基金或专项收入偿还”。自此，财政部先后发布财库〔2015〕83号文件、财预〔2016〕155号文件，并陆续发布《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预〔2017〕89号）以及土地储备、收费公路、棚户区改造三个领域的专项债券管理办法（财预〔2017〕62号文件、97号文件及财预〔2018〕28号文件）。

上述政策文件的密集发布，一方面从预算、发行等环节对专项债运作进行了必要规范，另一方面从细分券种的角度对专项债全流程管理进行了有效深化。地方政府专项债管理的制度体系已初步搭建。

(二) 专项债的“新时期”

回顾2019年相关政策，“专项债允许做项目资本金”、“在基建、民生领域扩大适用范围”、“专项债+PPP模式”、“解决地方债务风险”等话题屡屡被提及。2019年多次重要会议和文件中也反复提及专项债券的发行。如：

2019年4月30日

《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》（厅字〔2019〕33号），允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。

2019年6月13日

《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。

2019年6月21日

《关于印发〈土地储备项目预算管理办法（试行）〉的通知》（财预〔2019〕89号），对预期土地出让收入小于土地储备成本，“收不抵支”项目，应当统筹安排财政资金、专项债券予以保障。其中，债券发行规模不得超过预期土地出让收入。

2019年9月4日

国务院常务会议，按规定提前下达2020年专项债部分新增额度，确保下一年初即可使用见效。

2019年10月29日

第五届中国PPP发展（融资）论坛，财政部副部长邹加怡提出：“探索PPP与专项债结合，撬动社会投资”。

2019年11月4日

山东省财政厅等五部门发布《关于做好政府专项债券发行及项目配套融资工作的实施意见》（鲁财债〔2019〕50号），提出探索实行“PPP+专项债券”融资模式，拓宽实体项目政府投资渠道。

专项债券自2015年发行以来，初期主要以置换债券为主（其中又主要以土地储备专项债为主，期限为3-5年）。而随着政府原有债务在2018基本置换完成，结合上述2019年密切出台的重要政策，总体来看，专项债的发展已经进入了新的时期——主要以新增债券、再融资债券为主，支持的领域越来越多，项目类型越来越广泛（从土地储备、棚户区改造、收费公路，再到铁路、医院、学校、乡村振兴、生态环保、产业园区等），期限越来越长，参与专项债券发行工作的政府部门越来越多等。

地方政府专项债券发行

（一）专项债券定义

专项债是指省、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。

专项债的重点在于必须对应有一定收益的公益性项目，并且必须以项目收入还本付息。

(二) 专项债券的种类

目前地方政府专项债券主要有：

- 土地储备专项债——参考《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》；
- 收费公路专项债——参考《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》；
- 棚户区改造专项债——参考《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》；
- 其他类型收益与项目融资自求平衡专项债券——参考《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》。

其中其他类型收益与项目融资自求平衡专项债券类型，可参考2019年9月4日，在国务院常务会议中确定的：“扩大使用范围，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。专项债资金不得用于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。”

(三) 专项债券的发行主体

地方政府专项债券的发行主体，是省、自治区、直辖市政府。市县政府确需举借的，由省级政府统一发行并转贷给市县政府。

(四) 专项债券的发行流程及审批

1. 申请专项债券额度

专项债券发行前的重要步骤是需要确定可发行专项债的额度。总体而言，均实行“自下而上申请，自上而下分配”的原则。即，由县、市政府分别确定项目、需求、预算，报本级主管部门和财政部门审核后，统一汇总到省级财政部门（及主管部门）。而后需报财政部（以及交通运输部等主管部门）申请全年发债额度。统一确定后将专项债券额度下达至各省财政部门，再根据各市县申报的情况，报省级政府批准后将分配市县的额度下达至各市县级财政部门。

对于上述由省级政府利用新增专项债务额度以及上年末结余的专项债务限额，选择重点项目发行的项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，由省级政府制定实

施方案以及专项债券管理办法，同样需提前报财政部备案后组织实施（一般应当于每年9月底前提交财政部，市县政府至少应在此之前向省级政府提报）。

2.申请额度时应关注的重点

对于市县申请专项债券额度，最开始只需市县财政局把项目和所需额度报送省财政厅即可。而近年来，随着专项债券的重要性日益提升，市县项目所需专项债券发行额度日益提升，而整个省的总体额度又有限。因此，部分省财政厅要求各市县在以项目申请专项债券额度的同时，报送该项目的资金平衡方案。财政厅以此来判断项目的质量，把有限的额度分配到质量上佳的项目中去。因此，对于市县而言，策划优质、重点、重大项目，编写资金平衡方案也显得越来越重要。

（1）申请原则

“资金跟着项目走”，对重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区给予倾斜，加快重大项目和重大民生工程建设。

（2）策划优质、重大项目

根据“89号文”要求：“发行专项债券建设的项目，应当能够产生持续稳定的反映为政府性基金收入或专项收入的现金流收入，且现金流收入应当能够完全覆盖专项债券还本付息的规模”。同时，在实操过程中，项目更多的从发改部门的重大项目库中遴选。按照当前很多地区的要求，申请专项债券的项目必须进入发改的重大项目库。

（3）资金平衡方案

在资金平衡方案中，测算出项目收益未来能够覆盖债券本息，就可以发行债券，但还需在不同的项目中进行优劣对比。一般要求覆盖倍数在1.1以上，有些项目能达到2倍甚至3、4倍以上。

由于资金平衡方案是后续专项债券发行时需要披露的文件之一，财政厅一般要求各市县财政局在前期申报额度时就要提供。

（4）申报项目中明确未来现金流收入是核心。因此需要从项目运营的角度对预期现金流收入额度及可实现性进行提前规划设计。

3.额度确定后的债券发行使用流程

01

专项债券额度下发后，需要制作一整套债券申报材料；基本上由市县财政局牵头，相关职能部门配合。申报材料包括：信息披露文件、项目收益与融资资金平衡方案、财务评价报告、法律意见书、信用评级报告（信用评级一般也可以由财政厅统一完成）；

02

各市县财政局在编写相关材料时一般需聘请中介机构（如会计师事务所、律师事务所）完成；涉及到其他职能部门时，需由主管部门配合提供相关资料；

03

根据发债时间进度安排编制好申报材料后，由财政局或主管部门进行材料的初步审核，再统一提交至省财政厅审查；根据财政厅反馈意见再次修改申报材料；

04

材料无误后，由财政厅安排至交易所发行债券；

债券的发行环节至关重要。按照专项债发行管理办法中规定：“各地应积极扩大专项债投资者范围，鼓励社会保险基金、住房公积金、企业年金、职业年金、保险公司等机构投资者和个人投资者在符合法律法规等相关规定的前提下投资专项债券”。而个人投资者一般投资债券最直接的购买渠道就是银行，所以银行资金也是认购专项债券的绝对主力。

05

债券发行成功后，由省财政厅按原计划额度分配至各市县项目使用（签署转贷协议）；资金使用需严格对应项目；

06

省财政厅应按照合同约定，及时偿还发行债券的到期本金、利息并支付发行费用；市县财政部门应当及时向省财政厅缴纳本地区应当承担的还本付息、发行费用等资金；

07

对应项目取得的政府性基金收入或专项收入，专门用于偿还到期债券本金，不得通过其他项目对应的项目收益偿还到期债券本金。因项目取得的政府性基金或专项收入暂时难以实现，不能偿还到期债权本金时，可在专项债务限额内发行相关专项债券周转偿还，项目收入实现后予以归还；

08

上述借新换旧是一种渠道，若项目出现确实无法“自求平衡”的情况，由于毕竟是地方政府债务，按照《2015年地方政府专项债券预算管理办法》（财预[2015]32号），“执行中专项债券对应的单项政府性基金不足以偿还本金的，可以从相应的公益性项目单位调入专项弥补”。这也从另一层面增强了投资人对专项债的信心。

专项债券的应用

（一）专项债用于项目资本金

根据前述政策研究，2019年6月《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》（厅字〔2019〕33号），允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。2019年9月4日国务院常务会议进一步明确提前下拨限额的专项债用于下列项目可以作为资本金：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。该政策出台以来至2019年末，专项债作资本金合计约40亿元。总体而言规模占同期专项债发行规模比重较低。主要因为专项债资金用于项目资本金存在一定要求：

1.专项债作为基建项目资本金需要项目收益偿还专项债本金、利息后仍有剩余专项收入，剩余专项收入情况可能决定了基建项目市场化配套融资（如银行贷款）；

2.当前规定，专项债用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右。即专项债可用作资本金的比重上限为20%（据21世纪经济报道，以省为单位，2020年专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例提升至25%）。

除此之外，专项债用于项目资本金还应当重点关注和考虑以下问题：

1.专项债如何做资本金？做谁的资本金？

首先明确专项债是政府债券、属于政府债务，那么也一定是政府来统筹使用。所以

专项债作为资本金的用途也不外乎在以下几种情况：

-

不设立项目

由政府委托城投、社会资本自行开展项目投资、建设、运营，不存在政府对项目公司控股或参股的情况，那么专项债：一个是政府直接投资项目的直投资金（全部投资资金由政府承担，相当于资本金比例100%）或项目资本金（在项目需要申请市场化融资的情况下，存在债资比关系）；另一个可以作为提供给企业投资项目、PPP项目、特许经营项目的债务性资金

设立项目公司

无论政府控股还是参股，那么专项债不能作为政府直投资金（因为涉及到其他股东权益），可以作为政府方出资的项目资本金，也可以作为政府方对项目公司的债务性资金

政府没有参股

专项债只能用作债务性资金

2.专项“债”做资本金（“股”），涉及到还本付息的资金回笼问题

（1）如果不设立项目公司，如政府直接投资项目，那么政府委托城投公司进行项目建设，通过城投公司从项目收益扣减成本后的剩余收益中直接提取资金注入政府性基金或经营性专项收入，用于偿还专项债。

（2）如果设立项目公司，刚刚提到无论政府控股还是参股，专项债都可以作为政府方应出资的项目资本金，进入所有者权益科目当中（以注册资本或资本公积的形式）。我们都知道资本金最重要的性质是“非债务资金”，那么作为股权投资后如何满足专项债定期的还本付息，这一点也需要在进行方案设计的时候提前考虑。

归还专项债本息的资金是纳入政府性基金预算的政府性基金收入和经营性专项收入，而不是项目公司的经营收益，所以政府方股东自然也不可以直接以项目收益来偿还专项债，所以合理的方式应当是以公司股权投资收益（分红）、股权转让价款、或者减资所得资金并入政府性基金预算后进行偿还这必然涉及到股东分红时应考虑的相关税务成本。

3.专项债和市场化融资偿还的先后顺序

如果专项债作为资本金，同时需要市场化融资，那么面对着专项债还本付息的要求，二者偿还顺序孰先孰后？

对于这一问题的考虑，如果明确了专项债的举债主体是政府而不是项目公司，政府只是以专项债资金作为资本金投资，这个问题就好理解。在公司层面，债务性资金的偿还应当优先于股东方的收益，而这一点在银行贷款、债权融资的过程中一般也会进行约定。所以：

(1) 一般在当年偿还市场化融资本息后仍有剩余资金，按照公司章程规定来向股东方分红，股东再用分红后的收益归还自身债务性融资。

(2) 如果想通过减资的方式偿还专项债本息，那么一般需要等市场化融资全部还本付息完成后，才可以进行减资。

(3) 即使专项债不做资本金，只用作项目公司的债务性资金，但因为在政府方参股或控股的情况下，专项债一般以股东借款的形式注入项目公司；即使政府方不参股，采取委托贷款，但政府通常是项目发起人。这些情况下专项债的清偿顺序均劣后于市场化融资资金，否则银行有可能拒绝贷款。

(二) 专项债和PPP的对比

(三) 土地收入和房产收入作为专项债的偿债来源

专项债的收益来源是否可以包括土地和房产收入？目前来看具有可行性。内蒙古在一个项目的财务评估报告中提到：“经营性收入包括客运收入、其他收入和沿线土地开发收益”，山东一报告中也提及：“项目运营收益包括高铁片区的运营收益以及相应区域内土地预期出让收入”。

因此，未来社会资本参与的项目中，可以积极争取专项债支持，后期通过运营带动土地升值产业发展，实现项目收益自求平衡，也是可以设计的合理方式。

04

我国专项债发行主要存在的问题

1.需要提前防范专项债可能存在的债务风险和信用危机

2.省级政府层面缺乏全国统一的专项债入库及发行审批标准

在当前省级政府统一发债转贷市县政府的模式中，省级政府为债券发行人，而市县政府为资金实际使用方。当市县政府无法履行还贷义务时，省级政府可采取适当方式扣回，但这一机制在实践中会进一步加剧市县财政困境，难以促进问题有效解决。故而在省级政府层面强化专项债入库评估及发行审批对于防范专项债风险十分必要。

3.部分专项债项目收益测算的科学性有待提升，项目测算方案或较为粗略，或假设条件稳定性不足，致使其收益与融资平衡受到影响。

由于专项债纳入政府性基金预算管理，如果前期项目现金流测算偏差过大，后续将对政府性基金预算支出产生较大影响，进而扰乱整个政府性基金预算安排。

4.专项债招投标、利率市场化有待提升

不同于一般债券的强公共属性，专项债纳入政府性基金预算管理，项目收益专项债更是以融资与收益自求平衡为核心要求，这就对专项债发行定价市场化提出了更高的要求。由于发行定价非市场因素的存在，市场机构无法充分参考一只债券的区域经济发展情况、政府性基金预算收支状况、项目风险与收益情况等因素后决定投标利率，也导致专项债发行利率的地区差异、项目差异不易于体现。

5.专项债信息披露的完整性、有效性及其渠道建设有待进一步完善

目前来看，很多地区的普通专项债的信息披露中未能明确用于偿债的资金来源以及相应的地块信息，信息透明度不足。项目收益专项债的法律意见书风险提示不够充分，审计报告中项目收益数据的可靠性有待加强。此外，当前地方政府债券信息披露的渠道主要有中债信息网及省级财政部门网站两个主要渠道，而各地行业主管部门和项目单位往往未能及时披露项目进度、专项债券资金使用情况等关键信息。

6.缺乏专项债资金投资管理及绩效管理

专项债发行后，目前的债务管理体系，主要通过两方面的管理路径开展债务管理，一是通过强化债务信息披露的透明度，接受社会与市场的监督；二是各级财政部门、项目主管部门及财政部驻各地监管局等部门开展监督检查，开展债务管理。在当前专项债大规模发行背景下，上述管理机制还有待于进一步补充优化。如补充投资管理环节、全面实施债务绩效评价、统一明确各地的指标体系、评价标准、工作流程等关键内容以及明确专项债绩效评价结果的具体应用等。

专项债发行的未来展望

01

进一步优化并更好的利用项目收益自求平衡的债券，不光以土地使用权转让收入作为支撑，更要以合理的运营现金流收入作为支撑。

02推动建立底线一致、维度统一的地方政府专项债评估与审批体系

通过必要的项目审核机制，对专项债项目基本质量进行把控，控制区域性债务风险敞口，确保专项债项目融资与偿债能力相匹配，避免局部债务风险积聚。此外，可以在项目入库评估、发行审批两环节加入收入评估机制，完善专项债与偿债组合联动机制建设，推动专项债券预算管理精细化发展。

03 分步骤地推动专项债券市场化定价发行

合理探索专项债信用属性，结合未来市场变化趋势，逐步减少项目收益专项债对政府性基金预算的信用依赖，促进项目收益专项债市场化定价发行。

04 进一步完善专项债信息披露体系建设，强化信息披露监管体系

开展专项债券全生命周期信息披露管理，包括专项债发行、项目运行情况、债券资金还本付息及绩效管理等关键环节的信息披露机制。丰富信息披露渠道建设。

05

强化专项债项目投资管理，全面开展专项债资金绩效管理。

06 创新实践 “PPP+专项债” 模式

即通过政府与社会资本合作与专项债券的融合，促进地方产业及公共基础设施的发展、完善。从2017年至2019年，专项债券不断扩容并大量投放于之前做PPP项目的领域，如轨道交通、收费公路、污水处理、片区开发、生态环保、科教文卫等。2019年，专项债可以用作资本金、可配套市场化融资、鼓励地方国企和平台公司积极参与等政策的进一步支持，也使得许多未能顺利实施的PPP项目转而通过专项债进行融资。未来，PPP和专项债在完善绩效考核、风险分配等机制作用的基础上，也必将以更加创新、务实的方式为地方产业发展、基础设施和公共服务项目提供资金、金融等方面的支持。