

稳增长与防风险： 地方政府专项债券之革新

钟宁桦 胡林杉

【摘要】随着积极财政政策加力提效,地方政府专项债券在实现经济高质量发展、防范地方债务风险等方面愈发重要。近年来专项债券期限更长、成本降低,更好满足了地方政府的融资需求;与此同时,部分地区的债务规模较大、融资成本较高,面临较大的偿债压力。从债券、项目、地区层面探究专项债券稳增长成效发现,近期专项债券规模快速扩容,有力助推地区基建投资;传统基建项目在专项债券项目中占比较高,对投资的撬动效应较大,但专项债券投入新基建项目对地区经济的长期正向影响要强于投入前者。从限额配置和募投资向剖析专项债券潜在风险发现,部分地区专项债务限额配置与经济基本面存在一定偏离,专项债券的一些投向也存在收支缺口,这可能加大专项债券未来的偿付压力。为进一步发挥专项债券的政策效能,需要着眼于“稳增长”和“防风险”的平衡,在优化投向结构、增强撬动效应、完善限额管理等方面持续加力。

【关键词】专项债券;稳增长;防风险;高质量发展;传统基建项目;新基建项目

【作者简介】钟宁桦,同济大学经济与管理学院副院长,教育部长江学者特聘教授;胡林杉,同济大学经济与管理学院博士研究生(上海 200092)。

【原文出处】《探索与争鸣》(沪),2024.5.42~53

【基金项目】国家社科基金重大项目“新形势下地方政府性债务风险管控的目标、难点与实现路径研究”(19ZDA073);国家自然科学基金面上项目“08年金融危机后我国金融效率下降与国有企业改革”(71973101);上海市2023年度“科技创新行动计划”软科学研究项目(23692123801)。

为何要关注专项债券的“稳增长”与“防风险”

地方政府专项债券是落实积极财政政策的重要抓手。至2023年底,我国地方政府债券余额已达到40.5万亿元,是我国债券市场上规模最大的债券品种。其中,一般债券存量15.7万亿元,专项债券存量24.8万亿元。一般债券纳入一般公共预算管理,其收支计入财政赤字,受到赤字率的约束,因此风险较为可控。而专项债券纳入政府性基金预算管理,不计入财政赤字,新增供给相对灵活。这样的安排一方面为“稳投资”“稳增长”留出了更大的财政空间;另一方面,随着专项债券规模迅速扩大,如何在充分发挥专项债券积极作用的同时,保障财政可持续和地方政府债务风险可控,已成为各方日益关注

的问题。

陆续出台的专项债券政策都体现了对于“稳增长”和“防风险”的兼顾。2019年中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《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》提到,要更好发挥地方政府专项债券的重要作用,增加有效投资、优化经济结构、稳定总需求,保持经济持续健康发展。2020年财政部出台《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》(财库[2020]36号),强调财政部门应当强化专项债券项目的全过程管理,对专项债券项目“借、用、管、还”实行逐笔监控,确保到期偿债,严防偿付风险。2023年7月中共中央政治局召开会议,再次强调“加快地方政府专项债券发行和

使用”“要有效防范化解地方债务风险”。

那么,专项债券在助力“稳增长”和“防风险”目标方面的成效如何?是否还存在不足与短板?在专项债券“稳增长”方面,现有研究认为专项债券通过带动投资对经济增长产生积极影响。^①然而,这些文献在研究专项债券对投资的影响时,均采用全社会固定资产投资总额来进行估算,尚未有研究使用专项债券项目层面的数据,来准确识别专项债券资金对于项目投资的具体拉动效果。专项债券投资领域多样,不同领域的项目在投资规模、资金结构、经济和社会效益等方面均存在显著差异。考虑到这些差异,除了关注投资总量的变化之外,还需区分其具体的投向结构,剖析其异质性影响。而在专项债券“防风险”方面,现有研究主要关注专项债券在债券市场上的风险隐患,包括部分地区债务风险集中、发行定价受非市场化因素影响、债券信息披露不足、造成银行信用利差扩大等。^②专项债券在实际配置中的结构性问题同样不容忽视,包括其在地级市和行业中的配置情况。本文试图通过翔实的数据分析对以下三个问题作出探讨,为进一步提升专项债券的政策效能、实现“稳增长”和“防风险”目标提供政策建议。

第一,我国地方政府专项债券在总量上呈现出哪些重要特征及变化?目前专项债券期限长、成本低,更好地满足了地方政府的融资需求,降低其短期流动性风险。与此同时,部分地区的债务规模较大、融资成本较高,可能面临较大的偿债压力。为此,笔者将从“稳增长”和“防风险”双重视角出发,不仅关注专项债券总量的变化,而且关注其结构性特征,并对其政策效能展开分析,研究不同地区、不同投资领域内专项债券的“稳增长”效果和“防风险”隐患。

第二,如何更好发挥专项债券在稳投资、稳增长方面的作用?笔者通过设计撬动杠杆指标,在专项债券项目层面具体测算债券资金对投资的拉动作用,从多个维度探究目前专项债券的稳增长成效。首先,在债券层面,整理2017-2022年发行的近6000笔地方政府项目收益专项债券数据,具体分析其募资投向的变化。其次,在项目层面,着重分析2019-

2022年6.8万个专项债券支持的建设项目,测算各领域内专项债券资金的撬动杠杆(项目总投资额/专项债券融资额),以此衡量专项债券的投资拉动作用。再次,在地区层面,评估专项债券对地区经济增长的长期影响,并区分不同类型投向的异质性效果。

第三,如何更好地研判并防范专项债券的潜在风险?笔者一方面比较了专项债务限额配置与地级市经济基本面的匹配情况,以往专项债券相关研究多采用省级层面数据,考虑到地级市政府是发展地方经济、使用地方债务的重要主体,笔者通过手工搜集地级市债务数据将研究下沉至地级市层面发现,近年来一些经济基础偏弱、财政实力较差的地区反而获得了相对多的专项债务限额,其土地出让收入难以长期支撑专项债券扩容;另一方面探究专项债券的募资投向,发现收费公路等部分领域的收支平衡情况不容乐观,可能会加大未来专项债券的偿付压力。

总量变化:专项债券的基本特征

(一)专项债券规模快速扩容

专项债券主要用于支持基础设施等有一定收益的公益性建设项目,近年来其规模不断扩大,发行额占地方政府债券总发行额的比重从2015年的25.4%快速上升至2023年的64.2%,逐渐成为地方政府重要的财政工具。2023年,专项债券发行额和余额分别达到6.0万亿元和24.8万亿元。^③专项债券规模的快速扩容可以为地区扩大有效投资、稳定经济增长提供有力保障,但是也需要防范债务过度积累可能导致的风险,特别是区域性的债务风险问题。

从绝对规模上看,目前东部地区的专项债券规模明显高于中西部地区。而从相对规模来看,2022年东、中、西部地区专项债券发行额与GDP之比分别为3.97%、4.46%、4.78%(图1),专项债券余额与GDP之比分别为15.83%、17.35%、20.29%(图2),在增量和存量的相对规模上均呈现“西部>中部>东部”的阶梯式分布。西部地区由于受经济基础、地理位置和人口密度等因素影响,基建效率通常较低,^④项目收益对于融资的覆盖情况并不乐观。相对较高

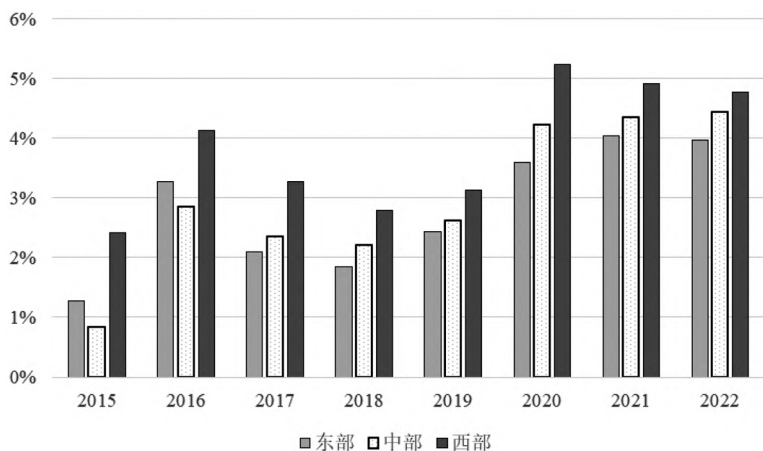


图1 2015-2022年东、中、西部专项债券发行额与GDP之比

数据来源:中国地方政府债券信息公开平台、国家统计局,经作者整理和计算绘制。

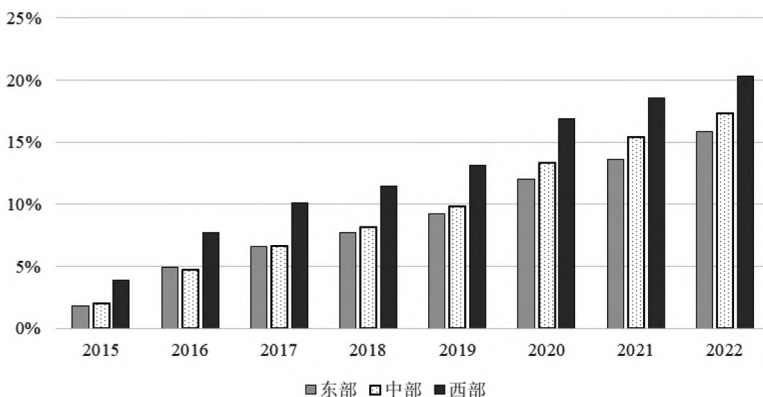


图2 2015-2022年东、中、西部专项债券余额与GDP之比

数据来源:中国地方政府债券信息公开平台、国家统计局,经作者整理和计算绘制。

的专项债券增量和存量,可能会对地方政府的偿债能力构成挑战,进而更依赖发行再融资专项债券偿还到期的地方政府债券本金。自2018年再融资债券开始发行起,西部地区在2018-2022年再融资专项债券占发行额的比重达18.40%,高于东部地区(17.44%)和中部地区(11.90%)。再融资专项债券占比的提高,会挤占用于新增投资的专项债券额度,可能会削弱专项债券扩投资、稳增长的积极作用。

(二)一级市场:发行期限拉长、融资成本下降

在规模快速扩容的同时,近年来专项债券在发行上呈现“期限拉长、成本下降”的双重趋势。据统计,专项债券平均发行期限从2017年的8.2年延长至2022年的15.5年,而其票面利率则从2017年的4.01%下降至2022年的3.09%(图3)。这一变化

有助于优化地方政府债务结构,使专项债券与基建项目投资回报周期长、收益低的特征相匹配,为基础设施建设筹措长期且低廉的资金,更好地满足地方政府的融资需求,降低地方政府债务的短期流动性风险。在平均票面利率不断下降的同时,目前地方政府专项债券的评级整体一致,但区域间的融资成本存在明显差异,表现为“西部地区最高、中部次之、东部最低”。

(三)二级市场:市场化程度有待提高

二级市场的交易利差可以在一定程度上反映市场投资者对于债券风险的预估。笔者计算了2015年6月至2022年12月所有参与过二级市场交易的9644笔专项债券的信用利差,并在省级层面进行了汇总。研究发现,2015年6月至2022年12月,全国

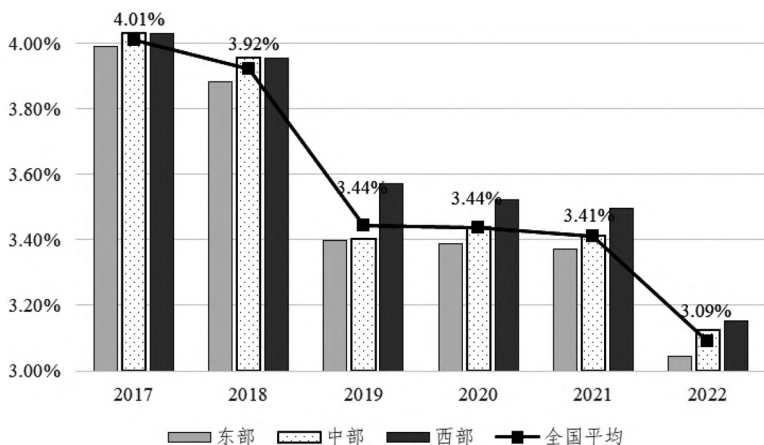


图3 2017-2022年东、中、西部专项债券平均票面利率

数据来源:Wind 数据库,经作者整理和计算绘制。

专项债券的平均利差为 24.62BP。分区域看,专项债券平均信用利差也呈现东中西部递增的趋势,西部地区专项债券平均信用利差最高(26.78BP),高于中部(24.41BP)和东部(23.97BP)(图 4)。市场也普遍认为西部地区的专项债券风险最高,中部次之,东部最低。省级行政区之间的信用利差也存在明显分化,利差最高的前三名依次为贵州省(31.05BP)、云南省(30.23BP)和内蒙古自治区(29.78BP)。

债券的交易利差能否有效地反映风险,很大程度上还取决于交易的活跃度。目前专项债券的主要持有人为商业银行,且基本为持有至到期投资,因此专项债券的二级市场交易普遍不活跃。2015-2022年,城投债券的平均年度换手率为105.02%,而专项

债券的平均年度换手率不到其 1/4, 仅为 23.92%。尽管近年来专项债券成交量和换手率有所提高, 但专项债券定价的市场化程度仍有待提升, 需要进一步完善其价格发现功能, 提高资源配置的效率。

通过上还对专项债券总量变化特征的分析可以发现,近年来专项债券规模快速扩容,在积极财政政策中的作用日益增强,“期限拉长、成本下降”的趋势为地方政府优化融资结构提供了便利。而总量特征是理解专项债券现状的起点,要真正把握其在经济发展中的作用,还需从“稳增长”和“防风险”的视角出发,进一步探索其结构性特征。专项债券在“稳增长”和“防风险”方面的表现,不仅直接关系到债券市场的健康发展,更对宏观经济政策的制定与实施

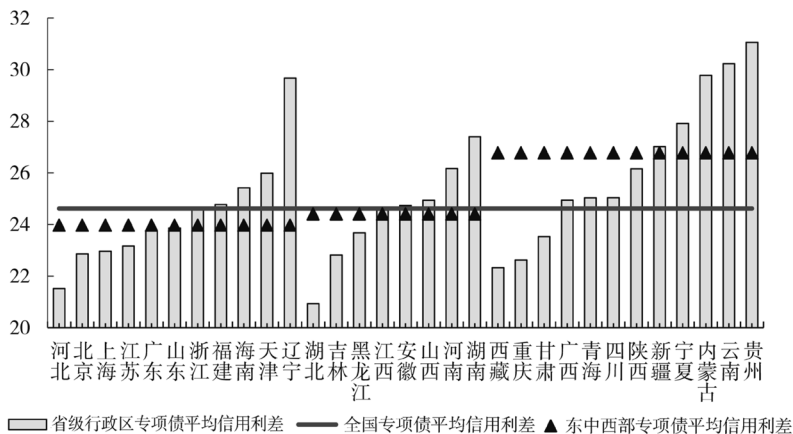


图4 2015年6月-2022年12月专项债券平均信用利差

数据来源:Wind 数据库、同花顺 iFinD 数据库,经作者整理和计算绘制。

产生深远影响,下文将重点分析专项债券在“稳增长”和“防风险”两大方面的结构性特征。

结构变化:专项债券的稳增长成效

专项债券是地方政府投资的重要资金来源,也是实施积极财政政策的重要工具。本文采用多套数据,从债券、项目和地区层面出发,以结构性视角探究专项债券支持“稳增长”的效果。

(一) 债券层面:区分债券资金的募资投向

早期专项债券并未细分投向,直到 2017 年财政部发布《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》,强调“项目收益与融资自求平衡”的专项债券正式启动,并在土地储备、收费公路和棚户区改造三个领域先行试点,此后投向领域逐步扩大。笔者统计了 2017-2022 年近 6000 笔地方政府项目收益专项债券的募资投向。研究发现,从投向结构上看,在全国层面,市政和产业园领域是过去六年中专项债券最主要的募资投向,占比约为 17.1%;其次是保障性安居工程(16.9%)、社会事业(16.4%)和交通基础设施(16.2%),投向基础设施建设领域的专项债券总占比超过 41%。^⑤从时间趋势来看,专项债券投向的侧重点有所变化。其中,市政和产业园领域的投资占比从 2017 年的 7.9% 快速上升至 2022 年的 23.7%,社会事业领域的投资占比从 8.5% 上升至 17.6%,两者增长明显(图 5)。总的来看,投向基础设施建设领域的专项

债券总占比由 2017 年的 34.3% 上升到 2022 年的 48.3%;而在土地储备等短期内难以形成有效投资的领域,近年来已不再投入专项债券资金。

(二) 项目层面:测算专项债券对投资的拉动作用

随着我国专项债券投资领域日渐丰富,其发行规模迅速扩大,余额已超过 20 万亿元,与此同时,固定资产投资增速近年来却持续回落,这预示专项债券资金对于投资的拉动效果仍有提升空间。2019 年中共中央办公厅、国务院办公厅印发《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》,明确专项债券的投资来源包括专项债券、其他财政资金以及市场化融资。结合金融机构市场化融资的优势,进一步发挥专项债券对投资的带动作用,成为实现专项债券“稳投资”“稳增长”目标的重点。

笔者着重分析 2019-2022 年 6.8 万个专项债券支持的建设项目。^⑥经估算,这四年间,这些项目形成的总投资额超过 36 万亿元,在全国固定资产投资中占比约 14%;其中基建投资规模超过 23 万亿元,在全国基建投资总规模中占比接近 40%。^⑦毫无疑问,专项债券对于支持基建投资发挥了更大作用,是地区基建投资的重要资金来源。本文进一步测算了专项债券资金对项目总投资的撬动杠杆(项目总投资/专项债融资额),以具体衡量专项债券在项目层面对投资的拉动作用。研究发现,2019-2022 年,专项债券

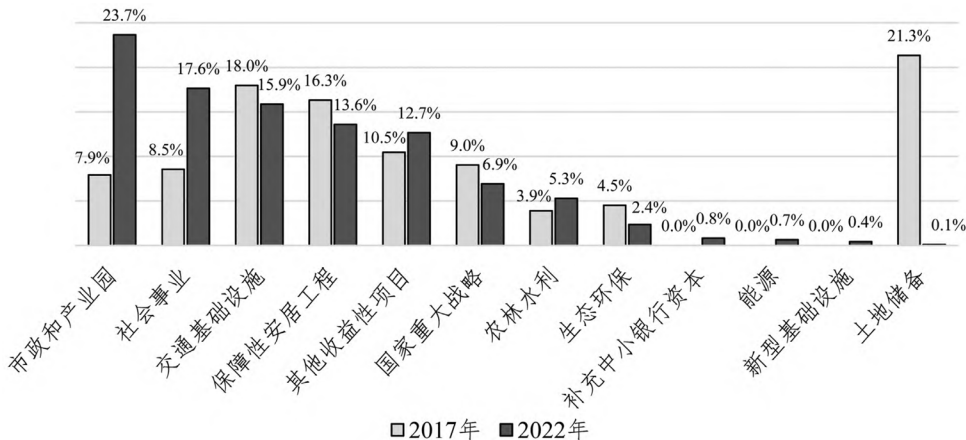


图 5 2017 年与 2022 年全国专项债券募资投向的变动情况

数据来源:中国地方政府债券信息公开平台、同花顺 iFinD 数据库,经作者整理和计算绘制。

目前专项债券可用作资本金的范围主要集中在传统基建领域。相较于交通基础设施等“老基建”项目,2018年12月的中央经济工作会议首次提出“新基建”概念,此后国家多次重要会议强调“新基建”项目的建设与发展。为此,笔者进一步统计了与“新基建”相关的专项债券项目。一类是狭义的新型基础设施项目,主要包括信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施项目。研究发现,该类型项目中专项债券的撬动杠杆最小,为1.79(图6)。这说明该类型项目更多以政府投资为主,社会资本的参与程度不足,这与当前“新基建”项目多处于起步阶段、投资周期长、资金投入多、投资回报不确定性较大有关。另一类是广义的“新基建”项目,^⑧该类型项目在专项债券项目中的占比接近6%,但主要是产业园区(占45.36%)和交通基础设施项目(占41.09%),直接应用于新型基础设施的项目仍然较少。未来专项债券在“新基建”项目上还有更大的空间。

(三)地区层面:评估专项债券对地区经济的影响

近年来国务院常务会议多次部署以信息网络为基础、技术创新为驱动的新型基础设施建设。随着传统基建边际收益递减,信息基础设施等“新基建”项目将赋能经济转型升级、释放数字经济发展动能,成为“稳增长”的新引擎。那么,目前用于项目投资特别是投入“新基建”项目的专项债券,是否将在长期对地区经济产生积极影响?

笔者将专项债券投资项目汇总至地级市,借助实证检验方式从地区层面评估专项债券对经济增长的影响,并区分专项债券是否用于传统基建或新基建项目,以检验其异质性效果。参考相关文献,本文选取了一系列控制变量,包括产业结构、金融环境、经济水平、科技投入和社会消费,^⑨通过构建固定效应回归模型,以GDP增速为被解释变量,以用于项目投资的专项债券规模为解释变量,并将稳健标准误在地级市层面进行了聚类调整。

为区分专项债券的短期和中长期影响,在实证研究中笔者分别将解释变量和控制变量滞后一到三

期。结果表明,专项债券在中长期对地区GDP存在促进作用,表现为当解释变量和控制变量滞后三期时,专项债券规模与GDP增速间呈显著正相关,地区用于项目投资的专项债券规模每增加1%,能够在中长期拉动地区GDP增长接近0.6个百分点。如果进一步区分传统基建和新基建项目,投入传统基建项目的专项债券对GDP增速影响不显著,且从短期到中长期过程中其影响系数逐渐递减。投入新基建项目的专项债券在中长期对地区经济产生显著的积极影响,效果要强于投入传统基建项目,这与“新基建”强基础、利长远的特点相符。^⑩现有文献指出,新型基础设施是我国未来补短板并推动经济转型升级的重要保障,相较于传统型基础设施投资,新型基础设施投资对经济高质量发展有更强的推动作用。作为数字经济发展的基础条件,长期来看,“新基建”能够通过优化产业结构、促进技术进步、提升劳动生产率等方式,为经济高质量发展提供有效支撑。^⑪

综上所述,专项债券在扩大有效投资,特别是助力基建投资方面发挥了重要作用。长期来看,专项债券投入显著促进了地区经济增长,投入新基建项目对地区经济的积极影响高于投入传统基建项目,是助力“新基建”、培育未来经济增长点的重要政策工具。与此同时,“新基建”相关项目目前还存在占比不高、撬动杠杆偏低的情况,亟待成为未来政策的着力点。

结构变化:专项债券的潜在风险

相较于地方隐性债务,地方政府债券融资成本更低、债务信息更透明,本身具有“防风险”属性。2015-2018年,我国发行用于置换的地方政府债券,对地方政府负有偿还责任的存量债务,通过债务置换方式延长期限、降低成本、防范化解隐性债务积累,对宏观经济风险具有缓释作用。2017年后,新增专项债券主要为项目收益专项债券,要求项目收益与融资自求平衡,进一步体现了我国对于防范地方债务风险的重视。然而,随着地方政府专项债券规模快速扩容,地方政府显性债务压力不断增大,在发挥专项债券“稳增长”成效的同时,也需谨防专项债

券在具体使用上的潜在隐患。为此,笔者将围绕限额配置和募资投向两方面对专项债券的结构性风险重点展开分析。

(一) 限额配置与地区基本面有所偏离

我国对地方政府债务余额实行限额管理,这一举措为地方政府债务设立了“天花板”。如何在区域之间合理分配债务限额,成为专项债券提质增效、发挥“防风险”作用的关键因素。2017年,财政部在《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》(财预[2017]35号)中强调,新增地方债务限额分配主要参照地方财力与融资需求,应充分体现“正向激励”的原则,财政实力强、举债空间大、债务风险低、债务管理绩效好的地区多安排,财政实力弱、举债空间小、债务风险高、债务管理绩效差的地区少安排或不安排。地方政府债券的举债主体是省级政府和计划单列市,但实际操作中一些省级政府约将超过80%的债务限额转至地级以上政府。

笔者手工搜集了各地级市的债务数据,以考察

债务限额在地级市层面的分配情况。^⑫将地级市样本按照GDP总量、人均GDP和财政自给率(一般公共预算收入/一般公共预算支出)分组后发现:2020年以前,在GDP总量、人均GDP和财政自给率较高的地级市,专项债务限额的相对规模更高,这整体上符合专项债务限额“正向激励”的分配原则。但2020年及以后,上述情况出现了逆转,即专项债务限额更多分配到GDP总量、人均GDP和财政自给率较低的地级市(图7)。

这一现象背后可能的原因是,2020年以后,受到宏观因素持续冲击,经济下行压力有所加大。2021年中央经济工作会议提出,中国经济发展面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力。在此背景下,专项债务限额的设立为扩大有效投资、稳定经济增长留置了空间。由于经济欠发达地区内生增长动力有限,更依赖财政刺激和投资拉动,因而在限额配置上往往予以倾斜。但这给实现专项债券“防风险”带来的隐患在于,一方面,欠发达地区达到足够收益

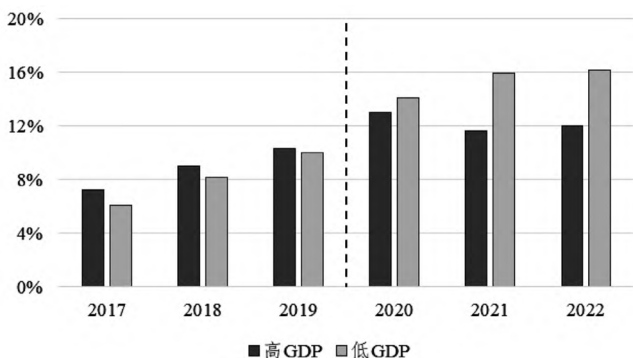


图7a 2017-2022年地级市专项债务限额配置:按照GDP高低分组

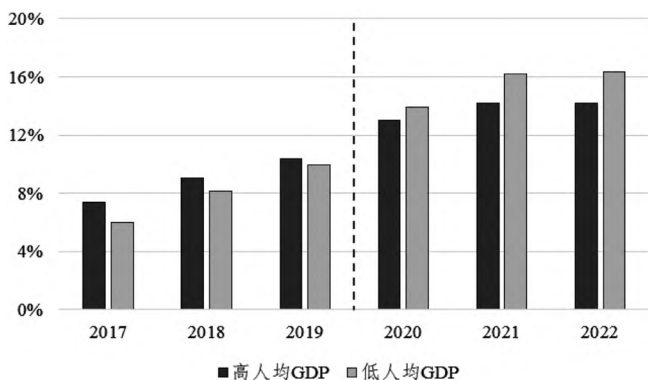


图7b 2017-2022年地级市专项债务限额配置:按照人均GDP高低分组

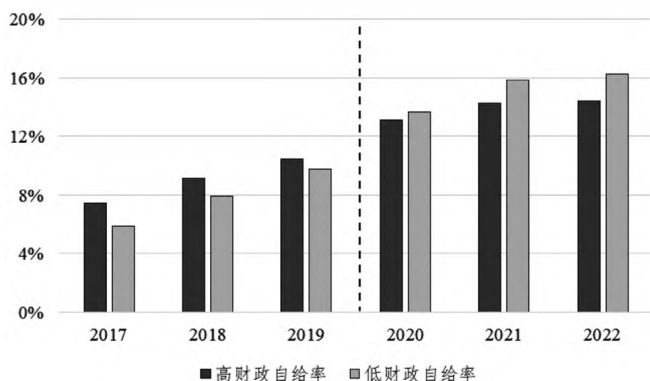


图 7c 2017-2022 年地级市专项债务限额配置:按照财政自给率高低分组

数据来源:各地级市官网、中国城市统计年鉴,经作者整理和计算绘制。

率的优质项目较少,储备不足,可能无法及时匹配限额的增加,在前期准备不充分的情况下,“钱等项目”现象时有发生,致使专项债券存在资金闲置、使用效率低下的问题。另一方面,专项债券的偿债来源包括项目自身产生的收益。通常而言,地区经济发展水平越高,项目的投资回报情况越好。^③但近年来经济基础偏弱、财政实力较差的地级市却获得了更多专项债务额度,可能会对未来专项债券的偿付形成压力。

除项目自身收益外,专项债券的偿债来源还包括政府性基金收入,其中土地出让收入是政府性基金收入最重要的组成部分。土地出让收入与专项债

务限额配置的关联十分紧密,通过地级市层面的检验来看,两者之间呈明显的正相关关系,相关系数为0.62,这意味着土地出让收入是专项债务限额配置的重要影响因素。近些年来,随着房地产市场遇冷,地方土地出让收入呈现下滑趋势,联带政府性基金收入缩减,愈发难以支撑专项债务限额的持续扩容。目前,地方政府专项债务限额总量已大于政府性基金预算收入规模。而且,近年来随着专项债务限额增速保持在20%以上,2022年两者间增速差距已超过40个百分点(图8)。土地市场的波动使得专项债券的偿债来源远低于预期值,加大了专项债券到期偿还的不确定性。

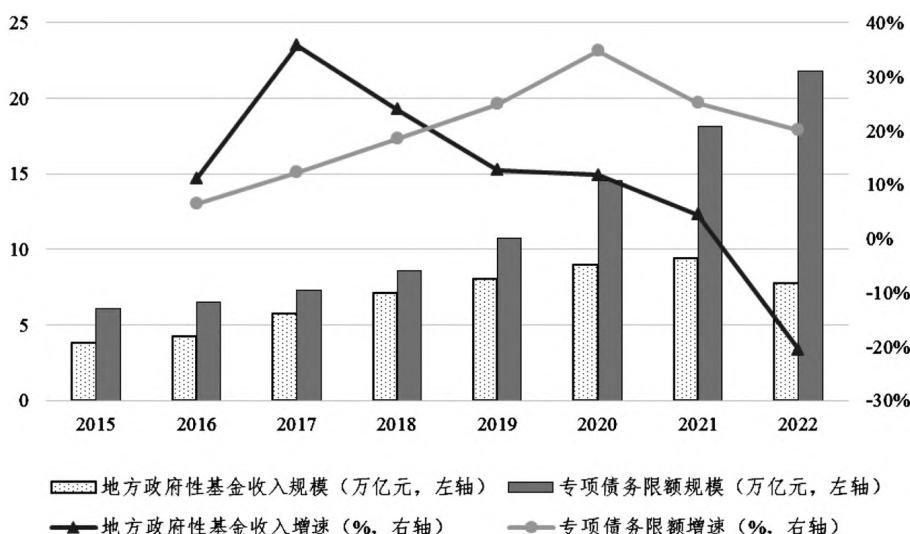


图 8 2015-2022 年专项债务限额和地方政府性基金收入的规模及增速

数据来源:中国地方政府债券信息公开平台、中华人民共和国财政部网站,经作者整理和计算绘制。

(二) 部分投向存在收支缺口

上文提到,目前 16.2% 的专项债券资金投向交通基础设施领域,交通基础设施项目中专项债券的撬动杠杆最大,这背后反映的是我国总量巨大的交通基建投资需求。笔者的研究也发现,交通基建投资长期以来在各类型地方债务中占有较大份额。^④大规模的交通基建投资为促进我国的交通网络建设发挥了重要作用。截至 2020 年,中国铁路运营里程为 14.6 万公里,其中高铁运营总里程为 3.8 万公里,“五纵五横”综合运输大通道基本贯通,已形成全球范围内最现代化的铁路网和最发达的高铁网。全国高速公路通车总里程为 16.1 万公里,已建成全球最大的高速公路网络。大中运量城市轨道交通运营总里程 6667.5 公里,成为全球开通地铁城市最多的国家。港口深水泊位数量居世界第一,民航运输总周转量连续多年位居世界第二。随着现代基础设施网络的持续完善,我国正加快向交通强国迈进。^⑤

然而,在交通基建取得巨大成就的同时,近年来交通基建类项目在部分投向和区域的投资回报率不容乐观,其偿债风险正在显现。以收费公路为例,在投向交通基础设施领域的专项债券资金中,约 40% 用于收费公路建设。由于缺乏足够客货运量支撑,部分收费公路路段存在使用效率低下、项目收益不足的情况。从 2014 年开始,全国收费公路的通行费收入已难以偿还债务本金和利息,并且两者间差额呈扩大趋势。收不抵支的现象在西部地区尤为明显,在一些省份,收费公路的通行费收入甚至不足以偿还其债务利息。^⑥目前专项债券发行的条件之一,是项目收益须至少覆盖本金利息 1.1 倍。而收费公路专项债券项目在申报时存在通过预测高通行量、低估成本等方式,将项目“包装”后以满足专项债券发行要求的做法,从而造成预期收益虚高。如果专项债券项目的市场化营收能力不足,实际收益不及预期,就可能加大未来的偿债风险和财政压力。

如何进一步提升专项债券效能

当前我国经济恢复的基础尚不牢固,外部环境

不确定因素较多,“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力依然存在。在此背景下,2024 年政府工作报告提出,“积极的财政政策要适度加力、提质增效”。预计未来专项债券作为财政政策“加力提效”的重要工具,将在实现高质量发展、防范化解地方债务风险等宏观目标上发挥更加积极的作用。为进一步提升专项债券的政策效能,实现专项债券“稳增长”和“防风险”双重目标,还应在优化投向结构、增强撬动效应、完善限额管理等方面持续加力。

(一) 在稳增长方面,优化投向结构,增强撬动效应

专项债券的投资方向应与国家的战略发展方向相契合,如支持“两新一重”领域,特别是“新基建”领域的发展建设,助力产业升级和经济结构转型,为实现高质量发展保驾护航。目前,“新基建”在专项债券项目中的占比不高,应进一步优化专项债券的投向结构,明确专项债券投资的重点领域。同时,做好重点领域的优质项目储备,提高专项债券项目的质量和投资效益,为承接专项债券资金提供有效支撑,实现专项债券的提质增效。对于收支缺口明显的领域,要合理评估项目收益,谨慎采用专项债券资金,确保专项债券的可持续性,可以通过发行一般债券的方式支持纯公益类项目。尤其是在经济压力增大、地方财政趋紧的背景下,单纯依靠政府主导基建项目投资难以持续,应更好发挥专项债券“四两拨千斤”、带动民间投资的作用。具体包括三点。

其一,加强政策引导,鼓励社会资本参与,提升市场化配套融资支持力度。其二,在保证项目质量的前提下,拓展专项债券可用于项目资本金的领域,建议向“新基建”等领域倾斜,进一步提升专项债券的撬动作用。其三,尝试通过“专项债券+PPP”的融合,促进地方政府债务融资与权益融资的有效协同,进一步带动社会资本的参与。^⑦而在提升专项债券拉动投资作用的同时,务必要坚决遏制隐性债务增量,避免风险积聚。

(二)在防风险方面,完善限额管理,充分体现“正向激励”原则

2022年7月中共中央政治局会议已经提出,“支持地方政府用足用好专项债务限额”,而“用足用好专项债务限额”的重要前提是对限额的合理分配。当前,不同区域的偿债能力和债务风险差异较大,部分地区的显性债务率接近国际通行的警戒线水平。

在此情况下,债务限额的配置应与地区经济实力和综合财力相匹配,充分体现“正向激励”原则,注重专项债券使用效率和财政政策的可持续性。其中,土地出让收入作为专项债券重要的偿债来源,是专项债务限额配置的重要因素。但近年来随着房地产调控收紧、土地市场遇冷,各类研究皆表明,土地出让收入难以长期支撑专项债券规模扩容。

因此,在地区专项债务限额配置中,一方面,应将未来土地出让收入可能的波动和下滑充分纳入考虑;另一方面,应加强事前绩效评估,做实项目收入来源,积极拓宽专项债券项目的经营性收益,避免过度依赖土地出让收入偿债。

注释:

①孙浩、刘蓝予、毛捷:《专项债投资领域扩围与县域农业经济发展》,《财政研究》2022年第11期;崔智星、胡志勇、姜枫:《地方政府专项债经济增长效应的实证研究》,《财政科学》2021年第1期。

②刁伟涛、傅巾益、李慧杰:《信用利差、违约概率与地级政府债务风险分类测度》,《财贸经济》2019年第6期;王敏、方铸:《我国地方政府债券发行成本的影响因素分析——基于2015-2017年3194只债券的实证证据》,《财政研究》2018年第12期;刘瑶、孔大鹏、张明:《地方政府债务扩张对银行同业存单信用利差的影响研究》,《财政研究》2022年第6期。

③除特别说明外,本文数据主要来自中国地方政府债券信息公开平台、同花顺iFinD数据库和Wind数据库。

④钟宁桦等:《从基建项目效率看地方隐性债务》,财新《中国改革》2021年第5期。

⑤参考基础设施建设的定义,本文将交通基础设施、市政

和产业园、生态环保、农林水利、城乡冷链等物流基础设施、能源、新型基础设施纳入专项债券投向中的基建投资范畴。

⑥专项债券投资建设的项目数据来自企业预警通。

⑦2019-2022年,专项债券项目计划投资总规模超过62万亿元,其中计划募集专项债券资金23万亿元,已募集13万亿元。本文采用(已募集专项债券资金/计划募集专项债券资金)×项目计划投资规模,来估算已形成的建设投资规模,当然,这里只是做了粗略的估算,专项债券的融资进度不一定反映了项目建设的建设进度。全国固定资产投资规模数据来自国家统计局。对于基建的统计口径与上文类似。

⑧2020年4月,国家发改委就“新基建”概念和内涵作出解释,指出“新基建”包括信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施三大方面。此外,本文从“新基建”七大新兴领域的关键词着手,进一步整理了广义的新基建项目。

⑨刘生龙、胡鞍钢:《基础设施的外部性在中国的检验:1988-2007》,《经济研究》2010年第3期;张国建等:《扶贫改革试验区的经济增长效应及政策有效性评估》,《中国工业经济》2019年第8期。

⑩为节约篇幅,实证检验的结果未列出,读者有需要可联系作者查阅。

⑪潘雅茹、罗良文:《基础设施投资对经济高质量发展的影响:作用机制与异质性研究》,《改革》2020年第6期;刘志彪、凌永辉:《结构转换、全要素生产率与高质量发展》,《管理世界》2020年第7期。

⑫2015-2022年地级市层面地方政府债务余额和限额数据来源于各个地级市的政府网站。由于现有数据库并未直接披露上述数据,故笔者逐一查阅了每个地级市官网的政府信息公开栏目,并手工整理了地方政府债务余额和限额数据。

⑬郭金龙、王宏伟:《中国区域间资本流动与区域经济差距研究》,《管理世界》2003年第7期。

⑭钟宁桦等:《全球经济危机后中国的信贷配置与稳就业成效》,《经济研究》2021年第9期。

⑮数据来自国务院新闻办发布的白皮书《中国的全面小康》, https://www.gov.cn/zhengce/2021-09/28/content_5639778.htm。

⑯数据来自交通运输部发布的历年《全国收费公路统计公报》。

⑰徐军伟、毛捷、孙浩:《地方政府专项债券与PPP融合发展》,《地方财政研究》2020年第7期。