

地方政府专项债的风险管理与规模控制

李永友

摘要 专项债是我国在财政调控中极具中国特色的创新实践,对我国经济的高质量发展,尤其是近年来的经济稳增长发挥了积极作用。为充分发挥专项债作用,无论是其限额、所投资项目,还是其用途都在不断扩大范围。在此情形下,统筹好发展与安全、防范专项债扩围的潜在风险尤为重要。专项债扩围潜藏着两类风险,一是规模过快增长的支付风险,二是削弱市场的资源配置决定性作用风险。为有效防范专项债扩围风险,我国应在现有管理制度基础上尽快建立专项债使用规则,硬化专项债规则约束,建立专项债全过程信息披露和风险闭环追责机制。

关键词 专项债;极限规模;稳妥规模

中图分类号 F812 **文献标识码** A **文章编号** 1672-7320(2023)06-0161-12

基金项目 国家社会科学基金重大项目(20&ZD080);国家自然科学基金面上项目(71973118)

如何在积极财政政策不断加力的同时有效防范地方政府债务风险,是我国当前亟待研究的重大问题。一方面,日趋动荡的外部环境和稳增长促转型的内部压力,需要中央政府不断调高债务限额,通过债务融资满足积极财政政策不断加力的要求;另一方面,日趋紧张的地方财政和频繁出现的地方平台公司债务逾期问题使得财政安全乃至金融安全问题变得异常突出。从现实情况看,经济持续下行增加了稳增长压力,高质量发展和数字技术迅猛发展要求转型升级必须加快步伐,无论是前者还是后者,都要求积极财政政策必须更加有力。面对这一形势,中央政府不断调增地方政府发债规模。根据我国财政部网站提供的数据,2015年的地方政府性债务余额为147568亿元,到2022年达到376474.3亿元,增长近2.55倍。在地方政府性债务中,专项债增长又远快于一般债,从2015年到2022年,专项债增长了近4倍,而一般债只增长了1.71倍,同期的政府性基金收入增长也只有1.84倍,上述各项指标都高于同期政府一般公共预算收入增长和GDP增长^①。从中看到,地方政府专项债成为供给侧结构性改革之后中央政府为地方政府拓展财政空间的主要手段。面对规模日趋膨胀的地方政府专项债,防范风险的关键就是建立专项债规模控制依据,这是专项债管理在统筹发展与安全中的一项基础性工作。不仅如此,建立专项债规模控制依据也是风险识别和审批制下中央财政和省级财政分配专项债发行指标的重要标准。本文基于中国专项债现实规模和管理实践,探讨专项债规模控制的设定依据。本文研究意义不仅在于提出专项债规模控制的测算依据及其水平,而且分析专项债治理的科学方法。相较于已有研究,本文通过对专项债管理实践的制度分析,揭示中国专项债的治理逻辑;同时提出了专项债规模控制的测算方法,并将测算结果与现实情况进行比较分析,提出专项债的科学治理方法。

^① 相关数据根据财政部网站提供的中国地方政府债券信息公开平台所披露的数据计算得到。

一、地方政府专项债的产生过程与管理实践

从世界范围看,面对经济发展不断遭遇的外生冲击,各国都在努力为积极的政策干预拓展财政空间,包括提高收入动员能力、提高财政支出绩效,以及增加债券融资规模等。在财政空间拓展的各种手段中,举债融资是一个被认为需要谨慎的手段。举债融资一方面可以拓展眼前的财政空间,另一方面也增加了未来的偿债压力,如果为此支付的成本超过经济增长收益,势必带来潜在财政风险。除此之外,使用举债融资为积极财政政策拓展空间还可能陷入“李嘉图等价定理”的困境^[1](P46-67)^[2](P47-59)^[3](P23-40),且可能因资源错配带来效率损失^[4](P71-89)。从我国的政府性债券发展实践看,通过扩大债券融资为发展筹集资金,尤其是自供给侧结构性改革后,利用专项债为地方政府谋发展和防风险提供财政支持是积极财政政策不断加力的重要途径。然而,虽然我国对专项债使用有严格要求,即一是要求投向公益性项目,二是必须能保证收益覆盖成本,但这种矛盾使这种要求在现实中很难得到贯彻落实。一方面,公益性质项目要么是不收益、要么是低收益,收益覆盖成本的要求显然不现实,在这种情况下,为了争取到专项债,地方各级政府采用各种方法包装项目^[5](P159-176);另一方面,面对高质量增长的区域竞争压力,争取专项债成了各地政府获得发展资金的重要途径,各地政府利用不同途径将投资项目挤入专项债项目之中。上述两方面造成中央政府不得不持续调高专项债限额和扩大专项债使用范围,造成专项债规模不断膨胀这一现实。

虽然到目前为止还没有证据证实专项债对稳投资进而稳增长、保就业等产生了多大的宏观调控效果,但不断增加的专项债对改善基础设施建设、保障民生支出需要、促进绿色发展等方面的确发挥了重要作用^[6](P32-41)^[7](P52-62)^[8](P36-52)^[9](P96-118)。然而,有收益必然有成本,使用专项债的最大成本就是不断上升的财政支付风险。2022年,地方政府共发行债券73767亿元,其中的52.9%需要被用于偿还当年本息,相比2015年的5.8%增长了近9倍^①。上述地方政府性债务还只是地方政府筹集发展资金的一部分,并不包括数量不清的地方融资平台债务。面对快速上升的债务和由此带来的支付风险,中央政府逐步强调风险防范的重要性,并将地方政府债务管理的制度化和规范化作为一项重要工作列入议事日程,尤其是自党的十八大开始,地方政府债务管理的制度化、规范化进程明显加快^[10](P67-78),同时进一步加强了各类平台公司的治理,强化了债务支出绩效管理^[11](P34-43)。在此进程中,对地方政府的债务管理遵循了一个基本原则,即“开前门、堵后门”。按照这一原则,从中央到地方颁布了一系列文件。从这些文件可以清晰地看出,地方政府债务管理经历了发生、发展、深化和管控四个阶段。发生阶段源于2014年8月十二届全国人大常委会第十次会议颁布新修订的《中华人民共和国预算法》(以下简称《预算法》),因为新修订的《预算法》正式赋予地方政府依法举债的权利,其中规定“经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金,可以在国务院确定的限额内,通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措”^[12],这可以说是为地方政府举借债务打开了“前门”。但与此同时,《预算法》也规定“除前款规定外,地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。”^[12]为建立规范的地方政府举债融资机制,国务院于当年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)。这份文件规定,“地方政府举债采取政府债券方式。没有收益的公益性事业发展确需政府举借一般债务的,由地方政府发行一般债券融资,主要以一般公共预算收入偿还。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。”^[13]在将地方政府债务区分为一般债务和专项债务实施分类管理的同时,为了控制债务风险,这份文件提出对地方政府债务实行规模控制和预算管理,规定“地方政府一般债务和专项债务均需纳入限额管理”“一般债务收支纳入一般公共预算管理,专项债务收支纳入政府性基金预算管理”^[13]。

① 2022年数据根据财政部网站披露的数据计算得到,2015年数据根据财政部网站提供的中国地方政府债券信息公开平台披露的数据计算得到。

至此,针对地方政府债务,不仅开了“前门”,而且也有关于堵住“后门”的规定;不仅明确了地方政府发债行为,而且规定了发债的债券类型及其对应的项目要求与偿债资金。此后,针对地方政府的债务管理开始进入发展阶段。就专项债而言,发展阶段源于2015年财政部颁布的《地方政府专项债券发行管理暂行办法》(财库[2015]83号)。这是第一份关于地方债券的规章性文件,不仅明确了专项债券只是为有一定收益的公益性项目发行,并在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,而且规范了地方政府专项债的发行主体、方式、额度等。在这份文件基础上,2016年财政部又颁发了《地方政府专项债务预算管理办法》(财预[2016]155号)。这份文件首次明确了地方政府债务的限额管理办法和预算管理要求,同时也是首次以文件形式明确强调地方政府债务公开要求,强化全国人民代表大会和社会监督。随后,针对限额管理,财政部在2017年颁布了《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》(财预[2017]35号)。这份文件明确了新增限额分配应体现的原则,同时规范了新增限额分配、一般公共预算财力、政府新增预算财力、债务标准限额、债务平均年限的计算公式。

在地方政府专项债管理的发展阶段,作为地方政府债务管理的直接主体,财政部严格遵循了中央、国务院关于底线思维和风险意识的要求,按照遵循经济规律、敬畏法治精神的制度设计原则,不断完善地方政府专项债券管理机制。经过了发展阶段,地方政府债务管理开始进入深化阶段。这一阶段主要是针对项目融资中的具体专项债管理做出规范性要求。其中2017年财政部与国土资源部联合发布的《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号),财政部与交通运输部联合颁布的《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号),以及财政部2018年颁布的《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》(财预[2018]28号),就专项债使用于具体收益项目做出了具体管理要求。与此同时,财政部还出台相应的专项债使用范围及其项目融资的相关文件,其中就包括财政部2017年颁布的《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品种的通知》(财预[2017]89号)和中共中央办公厅2018年颁布的《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》(厅字[2019]33号)。这两份文件为公益项目尤其是重大公益性项目通过专项债融资提供了指引,体现出中共中央对地方政府债务管理的基本导向,即用改革的方法开大、开好地方政府规范举债融资的“前门”,既要保证经济社会发展需要,又要能控制住风险。

尽管中共中央、国务院始终强调促发展与防风险的地方政府债务管理要求,财政部也通过不断规范地方政府专项债举借行为,但在限额不断被推高的同时,管控不到位带来的问题依然很严重,尤其是2019年部分地方政府出现严重债务问题后,中共中央、国务院对地方政府债务管理开始从规范进入严格管控。2020年财政部颁布的《地方政府债券发行管理办法》(财库[2020]43号)是地方政府专项债严格管控的开始。这份文件强调,地方财政部门应当切实履行偿债责任,及时支付债务本息,维护政府信誉。同时文件提出,应加强专项债券项目跟踪管理,严格落实项目收益与融资规模相平衡的有关要求,保障债券还本付息,防范专项债券偿付风险。为了落实这一文件要求,财政部在同年又颁布了《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》(财预[2020]94号),从八个方面对专项债发行工作做出指示。在这份文件中,“穿透式、全过程监控、动态监测地方财政、相关主管部门以及项目单位等各类参与主体、逐个环节跟踪进展,层层压实相关主体责任,强化问责”被首次提出^[14]。随后,为让穿透式监控落到实处,财政部又分别颁布了《地方政府债权信息公开平台管理办法》(财预[2021]5号)、《地方政府专项债券项目穿透式监测工作方案》(财预[2021]10号)、《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》(财预[2021]61号),以及《地方政府专项债券用途调整操作指引》(财预[2021]110号)四份文件。从这四份文件可以看出,细化专项债禁止投向领域范围、强化债务高风险地区专项债券资金投向的约束性管理规定、加强专项债券资金使用监测管理、强化专项债券常态化监管、强化项目全生命周期管理等一系列管理措施,目的非常明确,就是遵循专项债管理的一贯要求,在发展中防控风险。

为防范风险,从我国开启专项债融资方式之初就已明确:和一般债券不同,专项债的用途必须是公

益性项目。根据财预[2016]155号文,专项债券发行后募集的资金只能用于公益性资本支出,也就是说,专项债的“专项”指专门的项目,其中的“专门”就指既有收益同时又是公益的要求。正如前文所述,这种规定与中央的地方政府债务管理精神是一致的,既要促发展又要防风险。但这种规定也被地方政府认为束缚了手脚,更何况近些年的经济现实也让地方政府难以找到符合规定的项目。为了在防风险的前提下让专项债券在宏观调控中发挥更大作用,在2019年实施的《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》(厅字[2019]33号)中,首次提出“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。对于专项债券支持、符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目,主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目,在评估项目收益偿还专项债券本息后专项收入具备融资条件的,允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金,但不得超越项目收益实际水平过度融资。”^[15]这份文件突破了专项债券管理的原有规定,将专项债券募集资金从政府投资项目和项目债务性资金扩展到项目公司项目资本金,详见表1^[16](P53-59)。

表1 专项债资金用途对应表(设立项目公司)

专项债用途	政府直投项目	政府控股项目	政府参股项目	企业投资项目(同属于政府投资项目)及政府缺口补助的PPP、特许经营项目
政府直投资金	是	否	否	否
项目债务性资金	否	是	是	是
项目资本金	是	是	是	否

紧随其后于2019年9月4日召开的国务院常务工作会议对专项债的使用范围做了进一步明确,“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”^[17]。对应上述项目,专项债可用作项目资本金的范围也被明确,即符合上述重点投向的重大基础设施领域,且以省为单位,专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模比例可为20%左右。同时为防范风险,《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》(国发[2019]26号)又对项目资本金性质做了规定,即项目资本金不得为项目公司的债务性资金,但可以为投资人的债务性资金。这一规定实际上是为了使专项债可用作项目资本金合法化。专项债可用作资本金,就像多了一个放大器,让专项债的资金撬动作用得以发挥。专项债可作为项目资本金,对2020年新冠肺炎疫情暴发后稳经济、保市场主体、保就业发挥了积极作用。由于专项债可做项目资本金,首先得有公益性项目,但在疫情冲击下找到能覆盖项目成本的收益项目对地方政府而言是困难的。这一现实也约束了专项债作为项目资本金发挥“四两拨千斤”的作用。为了解决这一问题,财政部印发《地方政府专项债券用途调整操作指引》(财预[2021]110号),明确对专项债券资金已安排项目,在满足条件的情况下可申请调整用途。与此同时,财政部和国家发改委两部门办公厅联合发布《关于梳理2021年新增专项债券项目资金需求的通知》(财办预[2021]29号),在明确九个方面专项债投向基础上,梳理出地方政府对专项债融资的需求。紧随其后的2022年政府工作报告又提出,专项债券要合理扩大适用范围,在继续用于九大领域的同时可进一步扩大到惠民生、解民忧,增后劲、上水平、补短板、强弱项的项目建设上。

从上述专项债的投向范围扩大看,如何更好发挥专项债作用正在成为专项债管理的重要内容。面对持续的新冠肺炎疫情影响和外部不确定性频发,财政运行变得日趋困难,紧平衡约束使得专项债成为各级政府解决稳增长问题的重要工具。为了进一步发挥专项债作用,专项债不仅在投向范围上由原先的九大领域扩大到十一大领域,而且发行速度也在不断加快和提前。尤其自2021年开始,中央多次对专项债发行使用做出重要部署。2021年7月30日召开的中共中央政治局会议明确,合理把握预算内投资

和地方政府债券发行进度,推动2021年底、2022年年初就能形成实物工作量。随后的国务院常务会议更是明确要求,适度提速地方政府专项债发行。2022年,因稳增长压力增加,专项债的发行被进一步提速。其中2022年4月29日召开的中共中央政治局会议和5月23日召开的国务院常务会议都明确要求,要加快专项债券发行使用并扩大支持范围,2022年已下达的3.45万亿元专项债券发行要在6月底前发行完毕,力争8月底前基本使用完毕。为了落实中共中央、国务院关于加强扩围的要求,财政部会同中国人民银行、银保监会引导商业银行,在依法合规、风险可控前提下,对符合条件的专项债券项目建设主体提供配套融资支持,将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围。

通过前述对我国专项债券情况的制度梳理,可以看出以下几点专项债券管理的特点:第一,专项债券必须是项目先行,也就是说专项债券发行得先有可覆盖成本的公益性收益项目,这一规定是为了保证专项债券的规模扩大不至于出现本息到期无法支付的违约风险。第二,专项债券的功能定位就是发展,只要是有利于发展、有利于稳定经济,专项债的使用范围在条件符合前提下可以被扩大和调整。第三,专项债券融资已被用做一个宏观调控工具,中央政府根据宏观调控需要对专项债券管理做出与时俱进的调整。第四,专项债券的内在张力很明显,由于专项债券只能用于公益性项目,而公益性项目从其项目性质就规定了其不会有可以覆盖成本并有较高盈利的收益特征,这一矛盾使得地方政府在严监管之下使用专项债券非常谨慎。第五,专项债的快速增长和地区分配差异,作为一项宏观调控工具,项目管理特征使得其因稳增长需要而快速上升,又由于项目收益债要求,专项债分配更多流向了发达地区,但统筹地区协调发展的需要,也在专项债的增量分配上,一些欠发达地区反而有相对更高的增长水平。第六,专项债的风险总体可控,但部分地区也还存在较大偿债压力,因采用限额管理,所以专项债规模的扩张还是处于可控范围,但毕竟地区间经济实力不同,部分地区较快的债务增长和较大的债务规模,也出现了保障倍数降至2以下的情况。

二、地方政府专项债的总量与结构

在开“前门”、堵“后门”,促发展、严监管、明责任的专项债管理下,我国专项债总体规模增长很快。截至2022年底,我国地方政府专项债余额接近20.67万亿,处于全国人民代表大会确定的21.82万亿元限额以内。根据财政部披露的信息,2022年的专项债还本保障倍数达到了3.8-3.9,即使扣除掉土地出让成本,其保障倍数也超过了3,详见表2。但从表3看出,我国专项债增速还是非常快的,从2015年开始发行到2022年底,专项债余额增长超过了3.5倍,年均增长达21.4%,2022年当年发行额就超过了5.1万亿元。债务余额的快速增长,不仅超过了地方政府性基金收入,而且也带来了不断上升的偿债负担。2022年专项债所筹资金中有近34.9%用于当年的还本付息。

从专项债的地区分布看,债务余额规模较大的除了东部发达地区的江苏、广东、浙江,还有西部的四

表2 地方政府专项债保障倍数测算

年份	平均还本规模	平均剩余年限	平均发行年限	保障倍数 ^a	保障倍数 ^b
2015	17726	3.1	6.41	2.23	1.54
2016	16264	3.4	5.27	2.68	1.8
2017	16613	3.7	5.3	3.53	2.33
2018	16116	4.6	6.1	4.49	2.93
2019	18159	5.2	9	4.49	2.93
2020	17229	7.5	14.6	5.67	3.76
2021	20187	9	14.2	4.69	3.01
2022	20628	10.2	15.5	3.58	2.56

注:本表数据来自财政部网站历年政府决算报告中的地方政府专项债决算表说明,其中^a为政府性基金收入除以平均还本规模,^b为扣除必要土地出让成本的政府性基金收入除以平均还本规模。

益性项目对应的政府性基金或专项收入。这两个方面结合在一起就意味着,地方政府发行专项债券的依据首先就是有一定收益的公益性项目,且有对应的收入保证到期能还本付息。在此基础上,根据财预[2017]89号文,“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入,且现金流入应当能够完全覆盖专项债券还本付息的规模”^[19]。这一条款明确地方政府发行专项债券的依据,必须是科学估测所建项目产生的现金流,并比较其是否能完全覆盖还本付息需要。当然,有一定收益的公益性项目并不是地方政府说了算,同样需要有政策依据。根据财办预[2021]29号,“必须是经济社会效益比较明显,群众期盼、早晚要干的政府投资项目,必须是有一定收益的基础设施和公共服务项目,优先安排在建项目,优先安排纳入相关规划的国家重大战略任务项目”^[20]。上述条款又为地方政府公益性项目选择明确了范围,成为地方政府选择项目和确定发债需求的重要依据。

当然,上述只是从确保风险可控的项目管理上明确专项债券发行依据。其实,专项债券毕竟有个重要功能就是促发展的作用,所以专项债券发行还有一个重要依据就是经济社会发展需要。根据2021年中央经济工作会议精神,加强和完善地方政府专项债券管理,进一步提升积极财政政策效能,在带动扩大有效投资,妥善应对内外部冲击和经济下行压力上发挥更大作用。上述两个方面作为地方政府专项债券发行依据,实际上就是需要与可能的结合。需要就是经济社会发展,充分发挥专项债券融资支持经济社会发展的作用。在需要层面,专项债券实际上被视为中央宏观调控的政策工具。可能就是地方政府要有可产生充足现金流的公益性项目,至少得有可用于自由支配的政府性基金收入。在需要与可能的权衡之后,就可以大致估测出地方政府所能发行的专项债券规模。上述依据也直接规定了地方政府专项债券发行规模确定应遵循的原则,即需要以项目为导向,且做到项目收益与发行规模相匹配,发行期限和项目周期相匹配,同时还应契合政策目标。

(二) 兼顾宏观调控与风险防范的专项债规模确定

专项债本质上是政府赤字的一种融资手段,所以专项债规模管理脱离不了宏观调控的目的。从我国专项债券管理实践看,专项债也是中央政府针对地方财政支出需要和收入能力出现的巨大缺口而采用的一种宏观调控工具。既然是工具,决定其风险的不仅有工具使用的程度,而且有工具使用的方式和效率,而方式和效率反过来又会影响工具使用程度潜在的风险大小。

为此,专项债规模确定首先需要考虑的是宏观调控。就财政而言,宏观调控工具无非有两种:政府收入工具和政府支出工具。严格意义上,举债是政府在宏观调控中运用财政收入工具和财政支出工具的一个结果,也是广义上的财政收入工具,只是举债这个财政收入工具不同于税收等其他工具,举债最终是需要偿还的,而且面对市场风险,举债还需要在到期时支付必要的风险溢价,所以举债这个工具需要权衡当前需要的规模和未来需要的支付。根据传统的债务可持续新研究成果,只要举债融资支持的积极财政政策实现了经济增长,且经济增长率超过了举债的利息率,那么宏观意义上的举债收益是大于成本的,不会出现举债的违约风险问题。但如果出现经济增长率低于举债的利息率,宏观意义上就必然出现债务的不可持续和相应的违约风险。从我国当前的宏观调控现实看,新冠肺炎疫情的持续冲击和外部环境不确定性增强,经济面临持续下行风险。对一个人口大国来说,经济持续下行带来的一个严重社会问题就是就业困难和消费严重不足,前者是后者的因,同时也是社会风险的根源。不仅如此,就业困难和消费严重不足,不仅会造成消费者预期下降,而且也会引致生产者预期下降,导致整个社会预期不稳。正因如此,专项债在我国当下宏观调控中的作用非常重要,尤其对稳投资进而稳增长、稳就业的社会意义重大。对地方政府而言,在专项债之外能够用于拓展财政空间的手段极其有限,而经常性支出持续增加对投资性支出的持续挤压,使得发行专项债成为地方政府解决支出需要的重要依赖手段。

但举债总得需要考虑市场的接纳能力,如果处于宏观调控需要大规模举债,在其规模超过市场可吸纳的能力时,必然带来两个问题:一是出现公共投资挤出私人投资的情况,二是出现市场预期恶化。两个问题都会严重限制举债融资支持积极财政政策的宏观调控效果,甚至出现拖累经济增长的得不偿失

后果。也正因如此,国际货币基金组织在其总结的各国扩大财政空间策略上,始终强调财政空间扩大是以不损伤资本市场可达性为前提。正因如此,举债规模确定需要权衡需要与可能,后者即指市场吸纳举债造成社会运行成本上升的冲击大小。

当然,上述基于宏观调控的考虑只是问题的一个方面。面对宏观调控需要和资本市场有限的吸纳能力,尤其是在经济持续低迷的情况下,有效实施专项债管理就变得异常重要。通过有效管理,可以在现有约束下实现财政空间更大规模的扩展。有效管理包括专项债的期限结构管理,发行期限更长的专项债,提高专项债所投项目的绩效,扩大专项债使用范围等。但在几种方式中,延长专项债券期限只是将偿债压力延后,并没有真正降低举债成本。不仅如此,这种方式在经济和政治不稳定的情况下,反而会导致市场风险溢价上升带来未来更多的偿债支付。相比较而言,扩大专项债使用范围,提高专项债使用效益,则是从根本上扩大现实约束下专项债举债规模的途径。我国在财政紧约束和经济持续低迷的现实环境下,一直在试图通过提高专项债使用效益、扩大专项债使用范围,提高专项债自我偿付能力,从而为不断提高专项债限额创造条件。

基于上述两方面分析,专项债最优发行规模并不只是取决于其还本付息水平,还取决于其作为宏观调控工具产生的宏观调控效果。如果在专项债的作用下,经济增长超过了举债利息率,那么举债风险就可以实现持续收敛。所以,专项债举债规模的最优水平在其他调价不变的情况下,就是其实现的经济增长率等于其举债利息率的水平。而在举债利息率既定的情况下,举债实现的经济增长率就很关键,后者又取决于如何使用专项债。后者不仅包括前述讨论的所投项目的专项债使用效益,还在全国层面取决于专项债分配的公平性。毕竟经济增长是一个宏观概念,与其结构特征密切相关。我国现有的专项债管理采用的是项目制,入库项目必须符合专项债所投项目入选条件。这样的安排虽然保证了单个项目的偿付能力,但也可能会出现整体上的分配低效。可能正因如此,我国专项债投向将补短板作为一个重要政策目标,后者对实现更公平分配有重要作用。

将宏观调控需要与专项债使用结合在一起,是确定专项债券最优发行规模的重要方法。然而,受到现实统计数据的限制,专项债使用的经济收益较容易核算,但专项债使用的社会收益不可能被有效量化。不仅如此,专项债作为一种宏观调控工具,其短期产生的宏观调控效果,远比长期产生的宏观调控效果容易得多。为此,确定专项债券的宏观调控效果,需要在短期与长期之间、经济收益与社会收益之间做到尽可能全面完整。单纯依据未来偿债义务确定专项债最优举债规模会出现偏误。

(三) 专项债发行规模的测算框架

基于上述分析,根据财预[2017]89号文,专项债券收入、支出等纳入政府性基金预算管理,专项债券本息偿还应是项目自身产生的政府性基金收入或专项收入。这就意味着,地方政府到底能发多少专项债券,如果必须遵循政府性资金收入作为其本息偿还的资金保障,那么地方政府性基金收入就自然成了专项债券发行规模的最大空间。如果不考虑政府性基金收入的其他用途,将政府性基金收入全部用于专项债本息偿还,也就是说,每年最大的发债规模就是现有政府性基金收入减去每年存量专项债的付息额和当年到期的本金,即公式(1)。

$$\begin{aligned} & \text{当年新增专项债券发行规模的极限值} = \\ & \text{当年政府性基金收入} - \text{当年存量专项债利息支出} - \text{当年已经到期的专项债本金} \end{aligned} \quad (1)$$

按照公式(1),可以测算出2015-2022年每年可以发行的最多专项债数额。从表4可以看到,2022年专项债可发行最大空间约为6.07万亿元人民币,实际上,2022年专项债发行规模只有约5.1万亿元人民币,说明2022年还有可发债空间近0.94万亿元人民币。但从年度间变化情况看,相较于2020年和2021年,2022年的可发债空间下降非常明显,说明可发债空间对市场变化很敏感。

然而,上述公式没有考虑我国政府性基金预算管理的实际情况。由于在政府性基金收入中,并不是所有收入都是可以自由支配的,因为国有土地使用权出让收入需要按照规定支付拆迁补偿款与土地整

表4 专项债可发行空间

年份	政府性基金收入	中央对地方转移的政府性基金收入	当年土地出让成本支出	还本付息额	发行额	可发行空间 a	可发行空间 b
2015	38219.95	1338.93	30612.75	8746.7	9743.7	30812.2	8946.13
2016	42465.19	1110.12	36722.08	25027.8	24118.56	18547.5	6853.23
2017	61479.66	985.59	50609.83	14830.3	19961.59	47635	11855.42
2018	71371.85	932.26	69941.04	8653.85	19460	63650.3	2363.07
2019	84517.72	1065.45	74366.08	8241.42	25882.85	77341.8	11217.09
2020	93491.26	825.25	74229.71	10292.1	44104.47	84024.4	20086.8
2021	98023.71	802.29	76162.7	16118	49229	82708	22663.3
2022	77879.34	786.69	63736	17930	51316	60736	14930.03

注：本表资料来源为财政部历年政府性基金收入和支出决算表及财政部网站，其中a为政府性基金收入+中央转移给对地方的政府性基金收入-当年还本付息额，b是在a基础上再减去土地出让所需的支出成本。

理费用，这是刚性支出，所以真正用于还本付息的也就是国有土地使用权出让收入减去必要的成本支付。考虑到这一实际，新的计算公式应为(2)。根据公式(2)，可以估算出2022年能够发行的专项债规模大约为1.49万亿元人民币。这一规模显然小于2022年实际发行的专项债券规模。从这个角度看，2022年的专项债发行规模实际上已经超出了依托政府性基金收入还本付息的能力。

当年新增专债券发行规模上限的稳妥值=政府性基金收入-国有土地使用权出让收入安排的支出-当年存量专项债利息支出-当年已经到期的专项债本金 (2)

公式(2)并没有考虑相当部分收益与融资自求平衡专项债是有对应收入支撑的。根据前述专项债管理规定，专项债应投向有收益的项目，所以项目收益可以扩大专项债的融资空间。如果考虑到这一点，我们将2021年政府性基金收入中对应到专项债项目的收入大约1000亿加到可发债空间中，从表4最后一列可以看到，2021年可发债空间约2.37万亿元人民币，这一空间也大于2021年实际发行的专项债规模。将表4最后一列与当年专项债实际发行额相比，可以看到，不只是2021年已经被严重超支，而是几乎自专项债发行的2015年，专项债就被超限发行了。

当然，上述只是基于静态分析的结果，毕竟专项债用于项目投资，对经济增长有促进作用，后者会反过来增加政府可用于还债的资金。为此，我们需要从经济增长、专项债规模和专项债还本利息之间的关系中测算出最适专项债规模。但后者的测算存在两个问题：一是三者关系针对的是全部政府债务，而非只是专项债券，二是三者之间存在协整关系只能说明债务偿还有经济增长作保障。但事实上，对于专项债券，其本息偿付资金来源有明确的制度规范。不过，为了检验上述测算公式的可靠性，我们还是做一个粗略比较。根据一般经验，经济增长率、债务利息率，以及债务存量增长率之间存在如下关系，其中 r_t 、 B_t 、 D_t 分别表示专项债券当年发行平均利率、债务余额增长率、债务当年发行额增长率。

$$\begin{aligned} gdp_t &= a_0 + \alpha r_t + \varepsilon_t \\ gdp_t &= a_0 + \alpha B_t + \varepsilon_t \\ gdp_t &= a_0 + \alpha D_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3)$$

基于上述三个方程，我们获得了下面三个估计结果，从中看到当年发行的专项债券增长率对经济增长影响不显著，专项债券当年发行利率对经济增长同样不显著。这说明，就经济增长而言，现有每年发行的专项债券无论是规模还是成本，都未对经济增长产生显著影响。但就债务存量而言，专项债券存量规模增长率对经济增长产生了显著负面影响。这说明，我国专项债券余额增长过快。专项债券增长过快有两个可能原因，一是债券发行不断采用借新还旧的方法，二是债券发行期限更长。两个原因都导致

以下结果:即使在专项债当年发行增长速度不会对经济产生影响,也会因积累太多未被偿还的债券而侵蚀经济。就这一点而言,前面测算中,我国存量专项债券增长过快是稳健的结论。

$$gdp_t = 1.65 + 1.20r_t + \varepsilon_t$$

$$(2.19) (0.53)$$

$$gdp_t = 7.75 - 0.08B_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

$$(4.83) (-1.94)$$

$$gdp_t = 5.89 + 0.002D_t + \varepsilon_t$$

$$(4.25) (0.22)$$

注:公式中括号内的数字为统计量t值。

上述测算只是从整体上以政府性基金收入作为依据,判断专项债券发行的总规模是否超过了必要限度,并产生潜在风险。但实际上,根据财预[2017]89号文、财库[2020]43号文、财预[2021]10号文和财预[2021]61号文,依据全部政府性基金收入来估测专项债券发行合理规模是不符合专项债券风险管理要求的。因为专项债券是以项目为导向,以所投项目收益覆盖其成本,实现项目收益与融资规模相匹配为条件的融资方式。这意味着,即使从整体上专项债券发行规模没有超过合适水平,也不能保证单个项目就能实现收益与成本相匹配而不发生“暴雷”情况。从另一个角度说,如果所有专项债券所投项目满足收益与成本相匹配,甚至有盈余,那么专项债券的发行规模无论是就单个项目还是就整体规模,都可以被认为是合适的,因为项目都能有对应的收益偿付到期本息。这意味着,这时判断专项债券规模是否存在风险就意义不大。但这不代表专项债券发行规模一定是合适的,因为可能出现所谓的专项债券融资影响了私人资金需求,造成资金错配,对经济长远发展不利。

四、地方政府专项债的治理要求

利用专项债解决地方政府发展资金不足,以及使用专项债作为宏观调控工具,是我国在财政宏观调控上极具中国特色的一个创新实践,对我国经济在持续下行阶段稳住经济基本盘、推进绿色低碳可持续发展发挥了积极作用。但从前面的分析中,我们也看到,我国地方政府专项债发行规模至少从面上的支付能力看,都是超过了专项债管理文件要求的限度,对经济长期发展产生了一定的抑制效应。尽管本文没有证实这种超过限度的地方债发行规模是否对民营企业投资产生了挤出,但这种对长期经济增长的负面影响也是需要被重视的。尤其在整体社会民营企业投资积极性不高的当下,不断扩大专项债投资项目范围,势必会挤压民营企业投资机会。因为根据专项债管理要求,专项债所投项目不仅需要能覆盖成本,而且需要有盈利,从各地专项债发行披露的信息看,其盈利水平都较高。在中央不断强调让市场在资源配置中发挥决定性作用的发展战略下,专项债投资项目的不断扩围需要重新考虑。就此而言,在专项债风险管理上,不应只是支付风险,而应包括发展的风险,即因过度扩围削弱了市场在资源配置中的决定性作用,所以中央提出的统筹发展与安全在专项债管理上应该有更高的要求。

为了在统筹发展与安全中更好发挥专项债的作用,我国需要完善专项债发行管理制度,按照可控、有序、适度要求尽快制定专项债发行规则。规则建立应坚持用改革的办法解决发展中的矛盾和问题,协调“开大前门”和“严堵后门”,在严控地方政府无序举债搞建设的同时,厘清政府和市场边界。专项债券的举债主体毕竟是地方政府,政府所投资项目必须坚持公益性原则,必须是单纯依靠市场机制无法建成的项目,必须是补短板、强弱项的重大项目。既然专项债所投项目选择坚持公益性原则,所以追求项目短期的狭隘的收益平衡就不应成为防范专项债风险管理的重点。专项债的收益认识要有长期性、周期性和全局性,对专项债所投项目收益的评估不能局限于项目本身,还应包括为私营经济发展乃至整个社会长远发展创造的条件。为此,专项债的风险管理应跨越年度平衡要求,做到动态周期平衡,不算小账算大账。当然,不追求项目自身短期收益,并不意味着专项债风险管理不需要考虑收益,而是应该将风

险管理的重点前置到项目论证和发行管理上,将专项债发行过程规范化和透明化,在专项债实行中央审批、省级代行发债、地方使用和归还的管理机制下,杜绝各级地方政府的不规范行为,明确专项债从立项到发行和使用全过程的参与方责权利,建立专项债风险共治机制。

基于上述规则,专项债管理具体应做到如下六个方面的工作。

第一,制定专项债券发行规模及其发行进度的科学规划,避免不断拓宽专项债发行限额让限额管理形同虚设的现象延续。作为一个政府融资工具,必须服务于整个国家发展需要,匹配国家的发展战略和阶段性发展任务。为此,中央应依据国家发展整体规划及阶段性发展任务,制定地方政府专项债券融资规划。通过科学规划,一是为建立专项债限额管理提供依据,另一个就是尽可能降低专项债券的过大相机抉择权使用带来风险控制的不确定。

第二,建立专项债券政府需求和市场供给能力科学测算制度,克服对专项债不断上升的依赖性。专项债券的发行主体是地方政府,在缺乏其行为边界有效约束机制的情况下,科学测算其对专项债券的融资需求非常关键,这既是避免地方政府预算软约束的需要,也是建立地方政府适度介入市场的基础。

第三,建立公益性项目的区分依据严格项目入库筛选,限制专项债投资项目过度扩围。作为以政府为发债主体的专项债券,必须在政府公共性的框架内使用,超越公共性边界的专项债券投向都是对市场秩序的破坏。这就要求专项债券的投资项目必须是公益性项目,即使是在稳增长的压力下,专项债券的投向扩围也不能跨越公共性边界。

第四,规范入库项目的财务分析建立必要的追责机制,杜绝专项债风险管理的“大锅饭”问题。对公益性项目而言,收益预测要比成本预测难得多,当然成本预测也很重要。对专项债项目的收益预测,则需要统筹显性和隐性、短期和长期、经济和社会等收益。预测的难度让风险管理责任有了“大锅饭”的空间,为此入库项目的财务分析除了需要有专业机构和专业人员负责,更重要的是建立财务分析科学性审查机制和后续追责机制。

第五,制定严格的专项债券发行与使用信息披露机制,实现项目的全周期闭环式管理。由于专项债券投向的是公益性项目,成本收益都可能存在争议,无法做到界限明晰责任量化,这时最好的办法就是实行专项债全过程信息公开。在此基础上,建立专项债券绩效评价,规范入库项目财务分析,形成事前和事后的监督链条,实现专项债券风险的无缝防控。

第六,建立统筹专项债券宏观调控工具作用与严格风险控制的体制机制,防止宏观调控对专项债规则的突破。随着经济社会发展不确定性增多,专项债券也被在特定时期充当宏观调控工具使用。由于宏观调控需要,专项债券的投向要求和进度规划就可能被突破,进而让专项债券的风险防范就可能被置于次要位置。为避免这种情况发生,专项债券管理必须坚持多目标统筹的体制机制,明确特殊情况下专项债券突破已有管理规范的前提和条件,以及突破需要遵循的程序和必要的风险评估与补救方法。

参考文献

- [1] 毛捷,刘潘,吕冰洋. 地方公共债务增长的制度基础——兼顾财政和金融的视角. 中国社会科学,2019,(9).
- [2] 缪小林,张登,毛捷. 四两拨千斤:专项债对私人投资的影响研究. 财贸研究,2023,(4).
- [3] 李永友,杨春飞. 中国财政抉择弹性空间估计,经济研究,2023,(5).
- [4] 刘贯冲,程飞阳,姚守宇等. 地方政府债务治理与企业投融资期限错配改善. 管理世界,2022,(11).
- [5] 赵旭霞,田国强. 地方政府债务与银行同业业务:理论分析与经验证据. 经济学季刊,2023,(1).
- [6] 韩健,程宇丹. 地方政府性债务影响经济增长路径的区域异质性分析. 统计研究,2019,(3).
- [7] 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,(1).
- [8] 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,(11).
- [9] 毛捷,郭玉清,曹靖. 融资平台债务与环境污染治理. 管理世界,2022,(10).
- [10] 吉富星. 专项债绩效管理的制度环境和运行体系优化研究:基于不确定性视角. 财政研究,2020,(7).

- [11] 申亮,范润婕. 基于全生命周期的地方政府专项债绩效评价研究. 地方财政研究, 2023, (4).
- [12] 中华人民共和国预算法. 中国人大网, 2019-01-07. [2023-10-07] http://www.npc.gov.cn/c2/c30834/201905/t20190521_296660.html.
- [13] 国务院关于加强地方政府性债务管理的意见. 中国政府网, 2014-10-02. [2023-10-07] http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm.
- [14] 财政部. 关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知. 中国政府网, 2020-07-29. [2023-10-07] http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-07/29/content_5530987.htm.
- [15] 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》. 中国政府网, 2019-06-10. [2023-10-07] http://www.gov.cn/zhengce/2019-06/10/content_5398949.htm.
- [16] 赵全厚,陈旭,黄亦炫. 地方政府专项债券作资本金偿债风险分析及对策建议. 财政科学, 2021, (11).
- [17] 确定加快地方政府专项债券发行使用的措施 带动有效投资支持补短板扩内需. 中国政府网, 2019-09-04. [2023-10-07] <http://www.gov.cn/guowuyuan/cwhy/20190904c29/index.htm>.
- [18] 财政部关于印发《地方政府债券发行管理办法》的通知. 中国政府网, 2020-12-18. [2023-10-07] http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-12/18/content_5570967.htm.
- [19] 财政部有关负责人就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答记者问. 中国政府网, 2017-08-02. [2023-10-07] http://www.gov.cn/zhengce/2017-08/02/content_5215468.htm.
- [20] 财政部. 关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知. 泉州市泉港区人民政府网, 2021-07-02. [2023-10-07] [http://www.qg.gov.cn/zwgk/zcfgwj/202107/t20210702_2582\[004\].htm](http://www.qg.gov.cn/zwgk/zcfgwj/202107/t20210702_2582[004].htm).

Risk Management and Scale Control Of Special-purpose Local Government Bonds

Li Yongyou (Wuhan University)

Abstract As an innovative fiscal regulation practice with distinctive Chinese characteristics, special-purpose bonds have contributed significantly to China's high-quality development, especially in stabilizing economic growth in recent years. To fully leverage the role of special bonds, both their limits, investment projects and usage are constantly expanding. Given this situation, it is particularly important to coordinate development and security and remain vigilant against potential risks with expanding special bonds. Two types of risks may come with the expansion of special bonds; one is the payment risk of rapid scale growth, and the other the risk of weakening the market's decisive role in resource allocation. To effectively prevent the risk of special bonds expansion, China should promptly establish regulations governing the usage of special bonds based on the current management framework, tighten the constraints on special bond rules, and set up a comprehensive mechanism for full process information disclosure and risk closed-loop accountability of special bonds.

Key words special-purpose bonds; extreme scale; prudent scale

■ 收稿日期 2023-07-23

■ 作者简介 李永友, 经济学博士, 武汉大学经济与管理学院教授、博士生导师; 湖北 武汉 430072。

■ 责任编辑 杨 敏