

棚户区改造专项债券的政策内涵、优劣性分析及政策建议

许 鹏

摘 要: 在全国整顿地方政府违规举债和去杠杆稳金融的双重背景下,进一步规范和拓宽棚改项目的融资模式和渠道成为未来棚户区改造持续推进的关键环节。发行棚改专项债券具有明确的政策导向,遵循地方政府权责相符原则,是未来棚改融资的重要途径。从政策内涵上看,棚改专项债券是一种财税和金融保障政策,是一项规范地方政府举债行为的重要举措,也是一种财政创新融资工具。棚改专项债券具有融资成本低、发行规模大、存续期限长、操作便捷且兼具主动性和确定性的特点,同时,也存在对项目条件要求高、融资规模相对有限、利率差别化程度大、配套政策有待完善等局限性。

关键词: 棚户区改造;棚改专项债券;地方政府举债行为

中图分类号: F832.51 **文献标识码:** A **文章编号:** 1671-0169(2019)01-0168-10

DOI:10.16493/j.cnki.42-1627/c.2019.01.015

一、文献综述

棚户区改造(简称“棚改”)是我国一项重大民生工程和发展工程。截止 2017 年末,我国棚改项目累计开工超过 3 000 万套,总投资达 1.84 万亿元。2018 年启动的新一轮“三年棚改攻坚计划”提出,2018—2020 年将再改造各类棚户区 1 500 万套,兑现改造约 1 亿人居住的城镇棚户区和城中村村的承诺^[1]。随着全国棚改工作大规模展开,棚改项目资金供求矛盾日益突出,如何找到新的融资途径,解决目前棚改货币化过程中存在的融资难题,防范棚改给地方政府带来的债务风险,成为政府与社会各方重点关注的问题。在此背景下,财政部推出了新型融资工具——棚户区改造专项债券(以下简称“棚改专项债券”),以省级政府统一发行专项债券募集资金,再按需向各市县各级政府转贷,为棚改提供资金支持。2018 年 6 月,全国首单棚改专项债券由天津市政府发行成功,期限 5 年,发行规模 15 亿元,未来偿债资金主要来源为土地出让收入,发行公告显示,债券全场认购倍数达 2.69 倍,票面利率 3.88%,低于同场发行的同期限普通专项债券 22 个基点。首单棚改专项债券受到资本市场热捧,为未来发展迈出了坚实的第一步。

对于棚户区改造的项目运作,许多国内专家提出了自己的见解。巴曙松等^[2]提到,要解决棚户区居民的住房困难问题,应通过改造政府财政制度,创新保障性住房融资模式,逐步解决建设资金困局。寇元虎^[3]认为,棚户区改造可盘活棚户区存量土地、优化用地结构,突出服务功能,既能解决城镇化过程中城市人口住房问题,也有利于促进经济社会协调发展。孟延春等^[4]将 2007—2017

作者简介: 许鹏,吉林大学创新发展研究院博士研究生(吉林 长春 130012)

年分成三个阶段，采用渐进主义分析框架，对国务院、住房和城乡建设部和财政部三个主要参与棚改工作的中央部门出台的相关政策文件进行深入分析，探讨我国公共部门对棚户区改造政策内容渐进调整的发展路径。棚户区改造作为我国一项重要的公共政策，体现了渐进决策模式中按部就班、积小变大和稳中求变的三个原则。

诸多学者针对棚户区改造项目的融资模式进行了研究。赖小慧^[5]等认为，棚户区改造的经济属性、利益相关体的博弈和棚户区改造公共利益之间界定不明，棚改资金投入和未来收益难以匹配，针对棚户区改造项目资金不足、融资渠道不畅的问题，各地政府应积极探索多元化的融资模式。刘晓亮^[6]提出开发性金融支持棚改项目的路径，建议运用政策性棚改专项贷款，发行住宅金融债券、专项债券等多种模式为棚改项目融资。

一部分专家从政策背景、产品特征、债券后续管理等方面对专项债券进行剖析。刘殷捷^[7]认为，项目收益债券作为一种新型债券品种，能有效缓解棚户区改造项目资金需求大、建设周期长进而导致融资难的问题，但在实际运用中，存在募投项目监管力度较弱，项目风险难以控制的情况，并提出相应政策建议。孙彬彬^[8]认为，棚户区改造具有政策支持和公益性的特征，相关债券也具有相对特殊的信用资质，并对棚改债规模、评级、二级市场表现、信用利差等进行梳理和总结，最后提示了相关风险。张立承^[9]选取普通专项债券、美国市政债券和城投企业债券在债券发行、监管、预算管理方面与现阶段我国地方政府项目收益债券进行比较，通过比较研究提出地方政府项目收益债券监管应强调中央财政监管与外部市场约束并重的思路，推动不同债券品种共管共治，建立保险增信体系等政策建议。

目前学术界对棚改专项债券的关注依然较少，探讨多在产品本身和政策层面，缺乏系统性研究。本文对棚改专项债券的政策内涵、特征、优势以及局限性进行分析并提出政策建议，旨在为地方政府通过合理合法举债推进棚改项目持续稳健发展提供理论支持。

二、棚改专项债券的政策内涵与特征

（一）棚改专项债券的政策内涵

棚户区改造是指纳入国家棚户区改造计划，依法实施棚户区征收拆迁、居民补偿安置以及相应的腾空土地开发利用等的系统性工程，包括城镇棚户区（含城中村、城市危房）、国有工矿（含煤矿）棚户区、国有林区（场）棚户区和危旧房、国有垦区危房改造项目等。棚改专项债券是地方政府专项债券的一个创新品种，募集资金专门用于棚户区改造，偿债资金来源为棚改项目对应的相关收入。笔者认为，可以从以下三个方面来理解棚改专项债的政策内涵：

1. 从金融支持角度看，棚改专项债券是一种财税和金融保障政策。棚户区改造是中央多年持续关注的重大经济和民生课题，2013年至今，国务院先后出台了《关于加快棚户区改造工作的意见》（国发〔2013〕25号）、《关于进一步加快棚户区改造工作的通知》（国办发〔2014〕36号）、《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》（国发〔2015〕37号）以及《“十三五”推进基本公共服务均等化规划》（国发〔2017〕9号）等支持棚户区改造的指导性文件。上述文件针对棚改项目资金投入大、建设周期长的特点，均提出了相应的财税和金融保障政策，主要包括：（1）支持符合条件的企业发行债券融资，用于棚改建设；（2）推动政府购买棚改服务，将购买棚改服务资金逐年列入财政预算；（3）推广特许经营等各种政府与社会资本合作（PPP）模式，建立健全城市基础设施建设财政投入与价格补偿统筹协调机制；（4）构建多元化棚改实施主体，鼓励多种所有制企业作为实施主体承接棚改任务。地方融资平台公司可通过市场化改制，在明确公告不再承担政府融资职能的前提下，作为实施主体承接棚改任务；（5）发挥开发性、

政策性金融机构作用，加大对棚改项目的信贷支持力度；（6）鼓励商业银行在风险可控、商业可持续的前提下，开发适合的棚改项目信贷产品。在上述政策支持下，在棚改专项债券推出之前，地方政府棚改项目资金来源主要有以下四种类型（如表 1 所示）。

表 1 棚改项目资金来源对比表

棚改资金来源	占比	特征
财政资金，包括中央和地方财政拨款，中央拨款计入城镇保障性安居工程专项资金科目，地方拨款计入地方住房保障支出科目	15%~20%	可列入年度财政预算，资金安排有保障，来源合法合规，但挤占财政资源，且规模有限，一般作为项目资本金使用
政策性银行棚改专项贷款，即央行对国开行等政策性银行发放的抵押补充贷款（PSL）	40%	资金成本低，供给充裕。但 PSL 属于货币政策工具，过度依赖投放基础货币解决棚改资金会干扰货币政策独立性，并扭曲资产市场价格，产生寻租空间
商业银行贷款	20%~25%	遵循商业可持续原则，资金成本较高，审批流程长，通常要求抵押或担保
信用债，即地方城投企业发行的募集资金用于棚改项目的债券	20%	市场化定价，资金成本高，经济欠发达地区发行困难，且存在地方政府隐性担保等合规性风险

棚改专项债券的推出是中央对金融支持棚改项目融资的政策延续和产品创新，有利于进一步实现棚改融资多元化。2018 年我国地方财政赤字规模 8 300 亿元，与去年持平，但不列入赤字的地方政府专项债券规模为 1.35 万亿元，比去年增加 5 500 亿元，要求优先支持在建项目平稳建设，合理扩大专项债券使用范围^[10]。可见，本次棚改专项债券出台带有明确的保障棚户区改造工作持续推进的政策导向，是财政部落实中央一系列加大财税金融政策支持棚改力度、拓宽棚改融资渠道的保障政策。

2. 从地方政府性债务管理角度看，棚改专项债券是一项规范地方政府举债行为的重要举措。《中华人民共和国预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）是棚改专项债券在政府预算和地方政府性债务管理方面的根本出发点。《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预〔2018〕34 号）和《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号）提出了加强地方政府债务管理，坚决遏制违法违规举债，有效化解地方债务风险等政策目标，并明确指出发行地方政府债券是地方政府融资的唯一合法渠道。可见，以发行棚改专项债券方式为地方棚改项目提供资金是落实上述文件的重要举措。

当前，政策性银行专项贷款和商业银行项目贷款是棚改项目主要融资渠道，地方融资平台公司作为项目运作主体负责统借统还，名义上地方政府对地方融资平台公司债务并无兜底责任，投资棚改项目形成的债务原则上不属于政府三类债务，也不在地方债券的置换范畴。但在实际操作中，由于棚改和异地搬迁等公益性项目被豁免于地方政府债务清理范围之外，部分地方政府利用政策漏洞，通过包装假棚改项目的方式隐藏甚至扩大隐性债务规模。人民银行研究局局长徐忠^[11]曾在 2017 年 12 月指出，“很多地方政府将部分项目转为棚改项目和扶贫项目，并在 PPP 支出额度中予以扣除，随意扩大棚改适用标准，将一般项目包装为棚改项目以及发起设立引导基金等形式，继续向地方政府融资。”

对于监管层而言，一方面要避免地方政府“假棚改，真负债”的违规操作，全面封堵违规举债的“后门”、“偏门”；另一方面又要缓解棚改领域的投融资压力，为棚改提供足够的资金支持。通过发行棚改专项债券为棚改融资打开“正门”成为地方政府合法合规的举债途径，并向健全地方政府举债机制迈进一步。未来，伴随着中央政绩考核风向逐步转变，地方政府长期以来形成的融资冲动有望得到

根本性扭转，投资将更趋理性化和效率化，相应融资的规模和期限也会更加合理。

3. 从产品延续性角度看，棚改专项债券是一种财政创新融资工具。作为财政创新融资工具，其产品延续性可追溯到《地方政府专项债务预算管理办法》（财预〔2016〕155号）。该办法规定，非债券形式的专项债务应当在国务院规定的期限内置换成专项债券，专项债券由省、自治区、直辖市政府统一发行并转贷给市县级政府，专项债务收入通过发行专项债券方式筹措，并从预算管理、流程规范上对地方政府专项债务进行梳理和重塑，为专项债券的发行、使用和偿还搭建了基本框架。2017年5—6月，财政部联合相关部委先后推出了土地储备专项债券、收费公路专项债券，2017年11月又发布《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），提出将着力发展实现项目收益与融资自求平衡的专项债券品种，打造适应我国国情的“市政项目收益债”。2017年12月，深圳轨道交通专项债券成功发行。棚改专项债券出台标志了我国第四种专项债券问世，预计未来还会有更多专项债券品种出现。

需要注意的是，棚改专项债券不同于棚改债。棚改债是指地方政府控股的融资平台公司作为当地棚改项目实施主体，在公开市场发行并将募集资金用于棚改项目建设的城投债。棚改债的发行主体为地方融资平台，属于城投债范畴，由商业信用担保，其募集资金用途未限定专项用于棚改项目，还款来源也不与棚改项目未来收益相匹配。地方融资平台公司在剥离政府信用后，债券市场投资人对城投债的信用风险考量标准逐步由发行人所在地区经济发展水平、政府财力等因素转向发行人自身财报表现、现金流创造能力等指标。目前，地方融资平台公司的资产构成主要以土地为主，流动性弱，经营性现金流入不足，偿债能力一般，违约案例频出，从2016年底开始的一轮债市熊市中，城投债收益率一路向上，利率走势显著弱于其他种类信用债。截止2018年6月末，市场上存续期内的棚改债发行规模约7000亿元，存续只数约650只，主要为企业债，以及部分公司债和债务融资工具。而棚改专项债券是地方政府专项债券的一个品种，指遵循自愿原则，纳入试点的地方政府为推进棚户区改造发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入、专项收入偿还的地方政府专项债券。棚改专项债券由省级政府统一发行并将募集资金转贷给市县级政府，属于市政债范畴，由政府信用担保，债券价值评估来自于地方政府还款能力和相应棚改项目未来收益水平，信用风险有财政兜底，市场认可度高，流动性好。棚改专项债券的募集资金用途由棚改主管部门专项用于棚户区改造，严禁他用。未来，随着棚改专项债券有序发行，地方融资平台公司承担棚改项目前期融资职能将逐步剥离，但仍会作为实施主体参与项目的建设和运营。在未来三年棚改任务不减的情况下，由于棚改专项债券发行规模受制于年度地方政府专项债务限额，以及部分棚改项目达不到应有的发行条件，棚改债仍会扮演重要融资角色。

（二）棚改专项债券的特点

当前，市场上存续的政府项目收益专项债券品种主要有土储专项债券、收费公路专项债券、棚改专项债券和轨道交通专项债券。根据《地方政府专项债务预算管理办法》和《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》的政策要求，健全规范的地方政府举债融资机制，推动地方按照地区政府性基金收入项目分类发行专项债券已经成为防范化解地方政府债务风险，深化财政与金融互动，保障重点领域融资需求的重要手段。相较于其他专项债券，棚改专项债券在融资可选择性、期限、偿债资金来源、还款周转安排等方面具有不一样的特征。

1. 项目融资的可选择性更加开放。棚改项目融资遵循“自愿原则”，鼓励因势利导，采用多元化融资模式，这就认可了前期相关政策对棚改类业务特殊的债务安排。《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87号）提到，党中央、国务院统一部署的棚户区改造、异地扶贫搬迁工作中涉及的政府购买服务事项，按照相关规定执行，即棚户区改造项目仍然可以通过政府购买服务方式融资。而土储专项债券则具有排他性，地方政府为土地储备举借债务

只能通过发行土储专项债券的方式进行。

2. 债券发行期限更灵活。相比土储和收费公路专项债券发行期限分别不超过 5 年和 15 年的限定,棚改专项债券发行期限可根据项目实际情况适当延长,即突破了 15 年上限,从而避免了期限错配风险,使项目的建设运营与资金偿还安排更加匹配。

3. 偿债资金来源更多样化。棚改专项债券的偿债资金既可以是土地市场产生的国有土地使用权出让收入,也可以是未来运营配套商业项目产生的销售收入、租金收入等。

4. 设置了提前还款或周转还款条款。发行人可根据项目在实施过程中可能出现的变化更合理地设计还款计划,可提前还款也可用借新还旧方式解决项目到期前可能产生的兑付困难,为投资人本金安全提供保障。

三、棚改专项债券的优势与局限性

目前,棚改项目可使用的融资工具类型主要包括政策性专项贷款、商业银行贷款、信用债(公司债、企业债、债务融资工具等)、资产证券化产品、棚改投资基金等。与上述融资工具相比,棚改专项债券在融资成本、融资期限、发行规模、操作流程等方面具有显著优势。

(一) 融资成本低

棚改专项债券的发行主体为省级政府,有政府信用背书,兼具安全性和流动性,债券市场认可度高,在发行方案和定价机制上与其他三类政府专项债券类似,发行利率略高于地方政府一般债券约 0—20 个基点。如图 1 所示,17 福建 08 和 17 福建 15 分别为福建省政府于 2017 年 7 月 24 日同时发行的地方政府一般债券和土储专项债券,票面利率分别为 3.81% 和 4.06%,从二者近一年的中债估值收益率走势可知,后者始终略高 15BP 左右。实际情况看,2018 年 6 月,全国首单棚改专项债券由天津市政府发行成功,期限 5 年,发行规模 15 亿元,全场认购倍数达 2.69 倍,票面利率 3.88%,低于同场同期限普通专项债券 22BP。

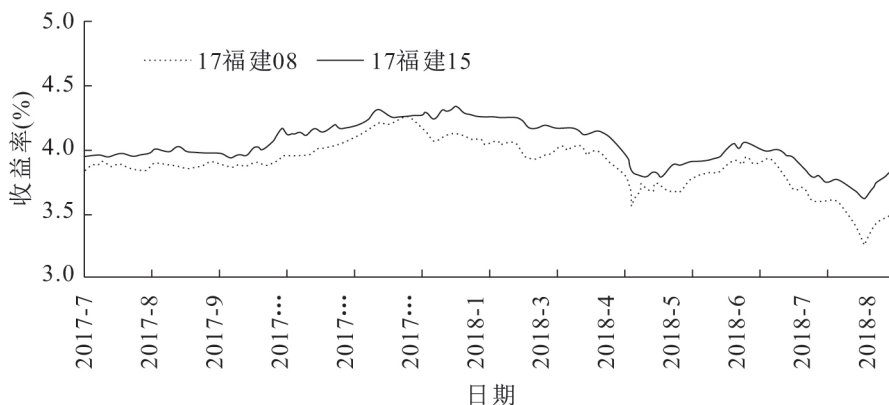


图 1 17 福建 08 与 17 福建 15 近一年中债估值收益率走势图

影响棚改专项债券发行价格的关键因素是市场投资人的认可程度,市场投资人主要包括商业银行、券商、保险和基金等。对于商业银行,我国省级地方政府具备极强的资源调配能力,财政存款存放一般直接与当地商业银行对地方债券的投资额度挂钩,投资量越大,配比的财政存款越多。另外,地方政府还能用未来其他项目资源优先合作权、优惠政策倾斜等方式激励商业银行加大债券认购力度以压低发行价格。商业银行为获配财政存款和业务资源,也倾向于大量投资地方政府债券。保险公司是仅次于商业银行的重要投资人群体,保险资金规模大,负债久期长,要求持续稳定

的现金流回报。近年来，险资另类投资业务迅速增长，2017 年末总规模近 6 万亿元，占总投资额的比例达 40.19%。再者，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号）出台后，监管部门对险资的运作模式和资金投向有更严格要求，险资另类投资业务中对非标准债权的配置规模将逐步下降，对标准化债权配置占比则会大幅提升。棚改专项债券是标准化资产，其受监管约束较小、发行规模大、期限长、信用风险小、结构简单、偿债来源稳定等特点与险资需求相契合，保险公司有望大量投资专项债券以替代相关领域的另类投资业务，实现配置盘的非标转标。另外，为配合财政部 8 月 14 日发布的《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，加快专项债券发行和使用进度，银保监会有计划将地方债的风险权重由原先的 20% 降至 0，使地方债在经济资本占用上享受国债和政策性金融债同等待遇，由于地方债的收益率相对后两者较高，对投资人的吸引力势必大增。

信用债发行成本取决于作为发行主体的城投公司的外部评级、经营业绩和区域地位等。商业银行棚改贷款利率一般为基准利率或基准上浮 10BP 左右。如图 2 所示，同等级同期限的棚改专项债券发行利率低于 AAA 级城投公司信用债和商业银行棚改贷款利率约 80~90BP，低于 AA+ 级城投公司信用债和资产支持证券约 100~110BP。棚改投资基金的资金来源主要为金融机构发行的资管产品，资金成本更高。

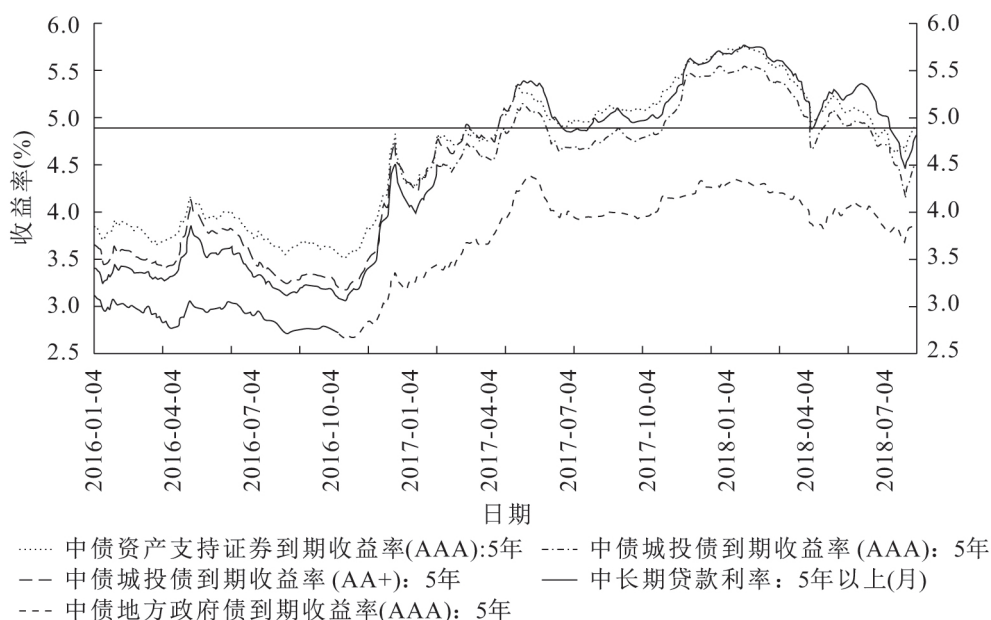


图 2 中债 5 年期相关产品到期收益率走势对比图

政策性专项贷款利率由 PSL 利率基础上加点产生，2015 年 11 月央行最后一次公布的 PSL 利率为 2.75%。2015 年底至今，央行公开市场操作利率已累计上调 30BP，且公开市场其他利率指标普遍有更大幅度上行，预计当前 PSL 成本保守估计在 3.05% 以上。据调查，2018 年一季度国开行投放 PSL 棚改贷款利率一般在 4.1%~4.4% 之间，低于商业银行贷款利率，略高于棚改专项债券。

综上所述，发行棚改专项债券是成本最低的棚改项目融资方式。

（二）融资期限长

棚改专项债券发行期限应当与棚户区改造项目的征迁和土地收储、出让期限相适应，原则上不超过 15 年，可根据项目实际适当延长，避免期限错配风险，即发行期限最长期限可突破 15 年。棚改贷款属于项目贷款业务，受银行内部项目贷款管理制度约束较多，贷款期限须与项目净现金流匹

配，一般在 15 年以内。且对银行内部评级较低的借款人而言，7 年以上超长期贷款的经济资本占用和内部资金转移价格较中长期贷款均大幅提升，存在一定的利率风险。棚改项目信用债和资产支持票据的发行期限基本在 5 年之内，原因在于市场上难以找到期限匹配的长期认购资金，且期限越长，债券发行成本越高。棚改基金的投资期限则要考虑基金退出机制和负债端久期，若投资期过长，会出现期限错配风险（如表 2 所示）。

表 2 棚改项目融资方式期限对比表

融资方式	期限
棚改专项债券	原则上不超过 15 年，可适当延长
政策性贷款	3—15 年
商业银行贷款	3—15 年
棚改投资基金	3—5 年
资产支持票据	3—5 年
信用债	3—5 年

（三）发行规模大

棚改专项债券年度限额由财政部在国务院批准的年度地方政府专项债务限额内确定。预算执行过程中，若额度不足或不需使用部分，财政部门可以在该地区专项债务限额内统筹调剂额度。2018 年全国地方政府专项债券额度为 1.35 万亿元，较上一年增长 68.75%。2018 年 7 月的国务院常务会议为下半年经济工作定调，要更好发挥财政金融政策作用，积极的财政政策要更加积极，加快 1.35 万亿地方政府专项债券发行和使用进度，推动在建基础设施项目早见成效。可见专项债券已成为地方政府基建工程最主要的融资渠道，预计未来债券额度将进一步增加。

PSL 是 2014 年央行在通过外汇占款投放基础货币面临失效的基础上新创设市场调控品种，基本属性为央行调节市场流动性的中长期货币工具。PSL 用于棚改项目投资相当于央行直接对政府债务进行消化，是货币政策对财政政策的一种替代。而按照权责对等原则，地方政府的棚改责任应由地方政府举债承担，不应靠央行投放基础货币解决，这不仅增加了操作成本，扭曲资产的市场价格，还会产生一定的寻租空间。2017 年 PSL 发行量为 6350 亿元，较上一年下降 34.63%，可见，央行并没有把 PSL 作为解决棚改项目贷款的长期手段，未来棚改专项债券对 PSL 替代效应将逐步显现。

对于棚改项目城投债而言，地方政府信用与融资平台公司完全分离后，经济相对落后地区的县市级融资平台公司正在步入信用风险集中爆发期，相关债券发行难度大幅增加，融资规模呈下滑趋势。

棚改投资基金受清理政府债务和资管新规影响，资产端和负债端均出现不利变化，资产端的市政信用类投资基金模式已经被银保监会叫停，企业信用类投资基金由于不再有政府托底承诺，业务量急剧萎缩。而负债端的期限结构设计在禁止资金池和期限错配后也将出现大幅调整，未来发展方向有待观察。资产支持证券运作模式复杂，发行量一直较小。上述二者只能作为棚改项目融资的有益补充，在融资规模上难有突破。综上可知，棚改专项债券发行量将在棚改融资总量中发挥主力军作用。

（四）具有主动性、确定性，且操作便捷

银行棚改项目贷款审批流程长，包括对借款人授信、尽职调查、项目评估及现金流测算、贷审会评议、等待放款规模等环节。至于项目是否能够通过审批，以及贷款金额、期限、利率、还款方式、资金监管措施等要素只有拿到贷款批复函后才能确认，批复结果可能与项目启动时的融资方案有巨大偏差，存在较大不确定性。另外，棚改贷款通常设有担保条款，需要抵押或第三方担保，从

而增加了贷款成本，也损失了资产流动性。总体而言，棚改项目贷款手续较繁琐、限制性条件多，借款方处于被动地位。

棚改专项债券由地方政府自行发行，享有指定承销商、确定发行方案等自主决定权，是标准化产品，招标发行流程简易严谨，从公告发行方案到缴款日不超过五个工作日，发行人对募集资金使用无限制性条件，不需要抵押或担保，披露材料高度模块化，发行结果与发行方案相符，基本不会出现流标情况。总之，棚改专项债券具有主动性、确定性、灵活高效、操作便捷等优势。

正是由于具有上述优势，棚改专项债券应该也能够成为未来棚改项目最主要的融资方式。棚改专项债券虽然相比其他棚改项目融资方式具有显著优势，但在实际应用过程中也存在一定的局限性。

1. 对棚改项目条件要求高。发行棚改专项债券的项目必须有稳定的预期偿债资金来源，即土地出让收入、商业配套设施销售或租赁收入等，以实现收益和融资自求平衡，且不得通过其他项目对应的收入偿还到期债券本息。然而，部分棚改项目处于县市的城乡结合部或老城区，所属区域经济发展水平相对较低，周边商业环境一般，未来的土地价值和配套收入有限，这类项目会因为自身条件无法达到收益和融资平衡的要求而被排除在外。另外，地方政府倾向于将地段优越、具有较强商业持续经营能力的项目以棚改专项债券融资，从而对其他无现金流支持的项目产生资金挤出效应，使其融资愈发困难。

2. 融资规模相对有限，短期内难以大范围替代其他融资方式。地方政府专项债券实施债务限额管理，2018年全国棚改项目融资总需求在1万亿以上，地方政府专项债券总额度虽然达到1.35万亿，但扣除其他品种专项债券后，留给棚改专项债券额度预计不会超过5000亿元，可见，短期内棚改专项债券难以完全满足巨大的棚改资金需求，仍然要依靠多元化的融资方式解决棚改资金问题。

3. 各地区棚改专项债券发行利率差别化程度高。棚改专项债券的发行遵循市场化原则，债券发行价格与发行人即地方政府的经济发展水平、财政实力、债务情况直接相关，在实际情况中，经济相对落后省份的棚改需求较大，但由于自身财政实力较弱、政府债务率高等因素，其债券发行利率明显高于经济发展水平较高的省份。由此会出现经济发展水平越落后，棚改需求越大的地区的发债成本越高，偿债负担越重的情况。2018年8月16日，同天发行的期限均为5年的两只棚改专项债券18新疆债16和18广东债24，发行价格分别为3.97%和3.71%，二者相差达26个基点。

4. 棚改专项债券配套政策需要尽快完善。自在上交所首次发行2018年天津市红桥区棚户区改造专项债券（一期）后，棚改专项债券并未出现密集发行的局面，原因之一在于配套政策不够完善，后续实施细节未有提及，如棚改项目涉及的住建、财政等十余个部门的协作问题尚未明确。

四、政策建议

与其他棚改项目融资工具相比，棚改专项债券具有融资成本低、发行规模大、存续期限长、操作便捷且兼具主动性和确定性等优势，但也存在对项目条件要求较高、融资规模相对有限、各地区发行利率差别化程度大、配套政策有待完善等局限性，因此，在发行棚改专项债券为棚改项目募集资金时，不仅要充分发挥其自身的优势，也要注意其局限性，应因地制宜，主辅结合，采取多种方式解决棚改融资难题。

（一）深刻理解棚改专项债券对规范地方政府举债行为的重要意义

按照2017年底中央经济工作会议要求，未来三年决胜全面建成小康社会的关键就是要打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战。2018年8月2日，财政部部长刘昆在《求是》

杂志撰文指出^[12], 打好防范化解重大风险攻坚战, 重点是防控金融风险。财政部门必须坚决刹住无序举债之风, 牢牢守住不发生系统性风险的底线。

首先, 严控法定限额内的地方政府债务风险。地方政府依法一律采取发行政府债券方式规范举债。合理确定地方政府债务限额, 推进专项债券管理改革, 保障地方合法融资需求。

其次, 防控地方政府隐性债务风险, 坚决遏制隐性债务增量, 积极稳妥化解存量隐性债务。对于棚改融资而言, 地方融资平台公司作为项目实施主体往往缺乏足够的现金流和可变现资产, 不具备独立借款能力, 多以地方政府出具承诺书等形式进行财政兜底后才能够获得金融机构贷款, 这属于典型的违法违规举债, 应坚决制止。

最后, 未来按照财政部“开前门, 堵后门”并举的措施, 地方政府还应深刻理解棚改专项债券对规范地方政府举债行为的重要意义, 合理安排新增债务规模, 降低融资成本, 通过在年度债务限额内发行地方政府棚改专项债券解决棚改资金。同时, 遏制以非政府债券形式举借的, 未来需要财政性资金偿还或财政承担支出责任的隐性债务增长。

(二) 充分发挥棚改专项债券优势, 用好用足发债额度

目前, 政府专项债券品种中的棚改专项债资金需求量大, 投向明确, 项目未来效益看好, 易达到收益和融资自求平衡的要求, 是新增专项债券额度的主要承接者。地方政府应充分发挥棚改专项债券的优势, 及时上报符合发行条件的棚改项目, 争取更大的发行额度, 提升棚改专项债在棚改项目融资的比重。同时, 债券发行市场的标准化程度高、公开透明、注重信息披露, 接受市场化定价, 地方政府应认真研究债券市场交易规则, 遵守场内契约精神, 注重信息披露的真实、准确、及时、完整等原则, 在债券发行阶段, 可以通过公开路演、电话会议等形式, 主动推介债券, 与市场投资人对话, 寻求价值共同点, 争取更有利的发行利率。

另一方面, 地方政府须加强棚改专项债券资金的高效使用和妥善监管, 将任务指标层层分解, 建立健全问责制度和相应的评价体系, 兼顾棚改专项债券资金的经济与社会效益。坚持“规划统领、适当连片、同步配套”, 实施棚改规划与城市功能布局相结合, 社区建设和公共服务配套相结合, 严格把好棚改范围和标准, 重点改造老城区内脏乱差的棚户区和有工矿区、林区、垦区棚户区, 同时要区分收支能否平衡, 为发行棚改专项债券做准备。另外, 加强使用棚改专项债券资金的安置房项目等的工程质量监管, 落实工程质量终身责任制及项目信息公开制度, 严把质量关, 打造棚改债安置房精品工程, 大力宣传棚户区改造的重大意义、优惠政策和实施办法, 赢得群众的理解和支持, 推动棚改专项债券资金的良性循环与周转使用。

(三) 因地制宜, 主辅结合, 采取多种方式解决棚改融资难题

棚改专项债券具有诸多优点, 符合国家政策导向, 是棚改首选和重要的融资方式。但也存在一定局限性, 不可能作为棚改资金唯一来源。也就是说, 从融资供需平衡上看, 当前全国范围内匹配的政府专项债券总限额难以满足万亿以上级别的棚改融资需求, 其他融资方式的有效补充必不可少。从产品特点上看, 发行棚改专项债券的募集资金支出要求专款专用, 与相关项目支出一一对应, 且必须有稳定的预期偿债资金来源, 以实现收益和融资自求平衡。这在一定程度上限制了棚改专项债券的使用范围, 部分项目只能另辟他径。从产品对比上看, 棚改融资可选择的金融工具各有特色, 如PSL具有成本低、期限长等优势, 信用债具有额度充足、流程规范、募集资金使用灵活等优势, 资产证券化具有可盘活存量资产、外部评级征信等优势。总之, 棚户区改造是我国一项系统性长期性的民生工程, 需要投入大量资金, 地方政府应结合实际情况, 因地制宜, 一事一策, 主辅结合, 采取多种方式解决棚改项目融资难题, 而非抱一而终, 有所偏废。

参考文献

- [1] 王优玲. 我国未来3年将改造棚户区1500万套[EB/OL]. <http://www.xinhuanet.com/politics/2017-05/>

24/c,2017-05-24.

- [2] 巴曙松,王志峰.资金来源、制度变革与国际经验借鉴:源自公共廉租房[J].改革,2010(3).
- [3] 寇元虎.棚户区改造的实施难点与对策建议[J].宏观经济管理,2015(5).
- [4] 孟延春,郑翔益,谷浩.渐进主义视角下2007—2017年我国棚户区改造政策回顾及分析[J].清华大学学报(哲学社会科学版),2018(3).
- [5] 赖小慧,唐孝文,冯华.利益分析视角下棚户区改造问题与对策[J].广西社会科学,2017(7).
- [6] 刘晓亮.开发性金融支持棚户区改造的路径分析[J].宏观经济管理,2015(5).
- [7] 刘殷捷.项目收益债在棚户区改造中的应用研究[J].中国高新区,2018(10).
- [8] 孙彬彬,高志刚.为什么推荐棚改债[J].债券,2017(8).
- [9] 张立承.地方政府项目收益债券:比较与借鉴[J].地方财政研究,2017(12).
- [10] 李克强.政府工作报告[N].人民日报.2018-03-23(1).
- [11] 李苑,徐忠.要加快理顺中央地方财政关系[N].上海证券报.2017-12-11(002).
- [12] 刘昆.充分发挥财政职能作用 坚决支持打好三大攻坚战[J].求是,2018(15).

The Policy Connotation, Suggestion, Advantages and Limitations of the Shantytown Renovation Specific Bond

XU Peng

Abstract: Under the dual background of local government's illegal borrowing rectification and financial deleveraging, it's crucial to further regulate and expand modes and sources of financing, so as to push forward shantytown renovation. Shantytown renovation special bond is an important way of financing, which is specifically policy-oriented and consistent with parity principle of local government's authority and responsibility. On the connotation of policy, shantytown renovation special bond is a safeguard policy of finance and taxation, an important step of regulating government borrowing and an innovative and practical way of financing. This bond, as a means of fiscally active borrowing, has both advantages such as low financing cost, large issuing scale, long duration, convenient operation, initiative determination and limitations such as high requirement, limited financing scale and differential interest rate.

Key words: shantytown renovation; shantytown renovation specific bond; the local government debit behavior

(责任编辑 孙 洁)