



# 政策解读专报

2018 年第 1 期

2018 年 4 月

2018 年 3 月 28 日，财政部出台《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），旨在规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为，与地方政府债务管理等政策形成合力，共同防范和化解地方政府债务风险。《通知》明确地方政府应该避免违法违规和变相举借债务的问题，防止举债方式日益多样化，不断降低风险；金融企业应该在经营过程中提高风险管控能力、避免地方债务规模持续膨胀。

2018 年 3 月 1 日，财政部出台《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）相关政策，旨在完善地方政府专项债券管理，规范棚户区改造融资行为，坚决遏制地方政府隐性债务增量，有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作，探索建立棚户区改造专项债券与项目资产、收益相对应的制度，发挥政府规范适度举债改善群众住房条件的积极作用。



# 目 录

## 一、《财金 23 号》出台

- (一) 出台的背景
- (二) 遵循的原则
- (三) 主要内容
- (四) 评估重点
- (五) 具体要求
- (六) 具体规定

## 二、《财金 23 号》规范国有金融企业行为

- (一) 发债对象
- (二) 化解风险
- (三) 核心前置
- (四) 提前置换
- (五) 地方债供给
- (六) 城投债储备项目

## 三、《财金 23 号》意味投融资行为监管再升级

- (一) 23 号文的逻辑框架
- (二) 城投债投资

## 四、《财金 23 号》的深意与影响

- (一) 规范金融机构的约束力
- (二) 核心出发点
- (三) 四个“不得”的总体要求
- (四) 违规新增融资平台贷款
- (五) 审查重点
- (六) 穿透资本金核查要求

## 五、《财预 28 号》的具体解读

- (一) 棚改专项债券采取试点方式有序推进
- (二) 试点明确不棚改专项债券纳入政府购买棚改计划
- (三) 试点明确不棚改专项债券纳入政府购买棚改计划
- (四) 稳步推进政府债券管理改革



## 一、《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》出台

近日，财政部印发了《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，以下简称《通知》）。

### （一）《通知》出台的背景

2014年修订的预算法和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号）实施以来，地方各级政府加快建立规范的举债融资机制，防范化解财政金融风险，取得了阶段性成效。

以习近平同志为核心的党中央高度重视地方政府债务风险防控工作。中央政治局会议、全国金融工作会议、国务院常务会议均对防范化解地方政府债务风险做出专门部署。党的十九大提出，特别是要坚决打好防范化解重大风险等攻坚战。为进一步督促金融企业加强风险管控和财务管理，严格执行国有金融资本管理制度，进一步防控地方政府债务风险，进而起草了《通知》。

### （二）起草《通知》遵循的原则



一是坚持强化监管。国有金融企业在满足实体经济融资需求、服务地方发展建设等方面发挥了积极作用。在肯定成绩的同时，《通知》以强化监管为主要目的，对国有金融企业参与地方建设融资过程中确实存在的乱象和不规范行为加强监管，及时纾解和纠偏。二是坚持突出重点。《通知》在梳理国有金融企业参与地方建设投融资各条线业务的基础上，重点从财务管理和国有金融资本管理的角度，如资本金出资的真实性和现金流是否全面覆盖等予以规范。三是坚持问题导向。《通知》以问题为导向，以解决当前国有金融企业参与地方发展建设存在的不规范、高风险问题入手，提出可持续的监管约束，为国有金融企业主动加强风险管控和财务管理营造良好的制度环境。四是坚持稳妥有序。《通知》禁止国有金融企业协助地方政府违法违规和变相举借债务的行为，同时注意把控政策力度，既要避免对国有金融企业正常运营造成过大冲击，又要防范存量债务资金链断裂，形成“处置风险的风险”。

### **（三）《通知》的主要内容**

《通知》共十七条意见。一是关于总体要求和审查重点。要求国有金融企业严格落实《预算法》等要求，在支持地方发展建设过程中，规范投融资行为。明确国有金融企业应加强“穿透式”资本金审查，并审慎评估融资主体还款能力，确保自有经营性现金流覆盖应还债务本息。二是关于投资基金、资产管理、PPP等



重点领域风险防控。要求国有金融企业在与地方政府合作设立投资基金、开展资产管理和金融中介业务，以及参与PPP项目融资时，不得为地方政府违法违规或变相举债提供支持。要求政策性、开发性金融机构和政府性融资担保机构按照市场化方式运作。同时，明确国有金融企业不得对地方政府统一授信。三是关于财务、资本管理要求和绩效评价。明确国有金融企业应严格执行出资管理、财务管理和产权管理有关规定，防范财务风险和国有资产流失。要求国有金融企业积极配合整改。对于违法违规提供融资的，下调金融企业绩效评价等级。同时，明确了财政部门的监督检查职责。

#### **（四）《通知》要求国有金融企业参与地方建设融资时应审查评估的重点**

为督促国有金融企业尽职调查、严格把关，《通知》第二、三条明确了国有金融企业参与地方建设融资时应审查评估的重点。其中，第二条要求资本金审查应坚持“穿透原则”，既要关注项目资本金本身是否符合规定，若发现存在“名股实债”等违规操作的，不得向其提供融资，还需向上“穿透”审查，重点关注以债务性资金违规出资等问题。第三条重点要求自有经营性现金流能够覆盖应还债务本息，避免国有金融企业依赖政府信用、放松风险管控。同时，项目现金流涉及可行性缺口补助、政府付



费、财政补贴等财政资金安排的，应认真核实地方政府履行相关程序的合规性和完备性。

### **（五）《通知》对国有金融企业与地方政府合作设立投资基金等行为提出的具体要求**

当前，国有金融企业参与地方政府违法违规和变相举债，存在一些重点风险领域。如，与地方政府合作设立实为债务融资平台的投资基金，发行资产管理产品筹资与地方建设项目债务对接，通过与地方政府及其部门签署一揽子协议等方式“捆绑”地方政府信用，在为地方国有企业提供债券发行中介服务时强调政府背景，参与“伪 PPP”项目投融资等。

《通知》第四至十条根据上述业务的不同特征，提出了规范要求。其中，第四条重点防控将投资基金异化为债务融资平台。第五条重点要求资产管理业务按“穿透原则”加强资金投向管理。第六条重点要求政策性开发性金融按市场化原则在业务范围内审慎合规授信。第七条重点防控对地方政府统一授信的行为。第八条重点防控金融中介业务中明示或暗示政府信用支持的行为。第九条重点规范了国有金融企业参与 PPP 项目的经营行为，要求国有金融企业以 PPP 项目规范运作为融资前提条件，避免 PPP 异化为新的融资平台。第十条重点规范了政府性融资担保机构行为。

## **（六）《通知》从出资管理等方面对国有金融企业规范投融资行为作出的规定**

《通知》第十一、十二、十三条分别从出资管理、财务管理和产权管理的角度，提出了规范要求，以防控金融企业财务风险和国有金融资产流失。其中，出资管理方面，针对个别金融企业股东违规注资、套取资金等问题，要求国有金融企业加强对股东资质的审查，股东应以自有资金入股国有金融企业。财务管理方面，结合金融企业财务管理规定，要求国有金融企业按照“实质重于形式”的原则，充足提取资产减值准备，严格计算占用资本，不得以有无政府背景作为资产风险的判断标准。产权管理方面，针对个别金融企业机构层级过多、管控不到位等问题，要求国有金融企业严格遵守国有金融资产管理有关规定；合理设置机构法人层级，压缩管理级次，原则上同类一级子公司只能限定为一家。

## **三、《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》规范国有金融企业行为**

### **（一）内容表述无新突破，发文对象值得关注。**

就文件内容而言，23号文没有突破预算法、资管新规征求意见稿等涉及内容，但发文对象是针对国有金融企业这点值得注意。



具体来说，23号文从资本金审查、还款能力评估、投资基金、资产管理业务、政策性开发性金融、合作方式、金融中介业务、PPP、融资担保、出资管理、财务约束、产权管理、配合整改、绩效评估、监督检查等十几个方面对金融企业的投融资行为进行了规范建议，市场已存在较多的逐条解读，解释各种的“不得”。

我们反过来正向梳理了一下还有什么可以“做得”，至少可以理解为：

1、金融机构可以继续通过走正门即购买地方债的方式参与地方政府融资；

2、金融机构也可以继续以市场化的方式参与地方平台和地方国企的融资。

据此，我们预计该情境下的推演模式是：

1、地方政府以政府信用和公益资产等作背书发地方债及专项债等利率债品种实现融资；

2、而平台及地方国企等只能靠企业自身信用和经营性资产发信用债品种实现融资。

所以我们认为，文件的初衷和目的其实是，厘清债务边界，严格控制隐性债务的增长。而上述推演的模式也是我们预计未来政府债务化解的可行及可靠模式，即厘清边界、划清权责、疏堵结合，有序化解。



此外，针对国有金融企业这点值得注意，这是在继 2014 年 43 号文将用资方（平台）、2017 年 87 号文将管理人（政府）纳入问责链条后，将出资方纳入问责全链条，完成了全链条监控问责。但该政策后续在部门间的协同及其执行力尚有待观察。

## （二）债务化解各有其招，增量影响大于存量

23 号文延续了国务院及各个部委的思路，一方面是规范地方政府的负债行为，另一方面是从不同的角度限制不规范的融资，特别是平台公司的融资。上面也提到，以前监管更多是从地方政府和平台本身出发，而这次是从金融机构的角度，但不管如何，关键点还是在于未来地方政府债务和平台公司债务的化解。

这几年来，平台公司一直不断在对存量进行规范，新的融资则按照新的制度执行。目前各个地方对债务化解也都各有办法，但这不是一朝一夕的工作而是一个系统性的工程。目前来看主要有几个方面：

第一，地方债务置换。很多平台债务都纳入了地方债务，这两年一直在推进，包括今年有很多平台到期债务都要进行置换。

第二，地方政府增加财政投入。地方融资平台这几年通过承担基础设施建设与政府有很多的商业行为，包括土地出让、应收款等。随着地方政府财力的增强，其对平台的支持能力也会增强，土地出让收入，应收款也会不断的兑付。

第三，平台公司转型。很多平台在进行市场化转型，利用地方资源、资产的支持，经营有收入、现金流的项目，包括城市公



用服务的运营，水电气，各种收费权，旅游资源等等，提高自身融资能力，真正成为市场化主体。这也是我们近期对平台公司、地方政府的建议。

第四，地方政府整合自身各种有收费的资源资产，包括水电气、旅游、停车场，以及特许经营权。这些收费权，特许经营权能产生比较稳定的现金流，通过资产证券化的形式盘活经营性资产进行融资，化解既有的债务问题。

23号文对新增的项目融资影响较大，包括资本金穿透，对非标融资的限制，地方政府新增项目也会减少，间接减轻平台的债务压力和投资压力。

### **（三）核心风险不是违约，乃估值及置换价格**

目前，我们仍认为存量城投债的核心风险不是违约风险，而是估值风险及提前置换的价格风险。为什么我们坚定的认为城投债当前的核心风险不是违约风险？

第一、厘清债务边界，对于整个存量债务风险是缓释的。按照两会肖部长的发言，认定为政府债务的负债率自2013年债务审计以来有效下降，2017年为36.2%，较2016年下降了0.5个百分点。这是在近年来逐步加码的债务厘清和债务置换下共同实现的阶段性成绩。所以，控制住债务边界及隐性债务，对于有效的继续降低政府杠杆，从而缓释政府债务风险至关重要。

第二，正门开得够大，化解债务风险决心和努力都很大。



1、预算赤字规模保持不变。虽然预算内赤字我们看到是2.6%，似乎较去年有所降低，但是由于经济增长的分母因素，实际预算内赤字规模是基本不变的。

2、放松预算有手段可依靠。需要注意的是，政府债务包括中央国债、中央特别国债、地方政府一般债、地方政府专项债。其中，中央国债和地方一般债纳入预算，而特别国债和地方专项债不计入预算赤字，且特别国债仅在特殊年份发行，所以地方专项债是实际放松预算的重要手段。

3、年内专项债能覆盖到期。如果按照34号文“用好地方政府债务限额”的指导上限操作，以2017年留存额度1.13万亿加上2018年新增的1.35万亿元额度，2018年可增加的地方政府专项债达到2.48万亿元。而对应2018年年内到期的全部城投债规模为1.1万亿，年内到期地方政府债规模为2414亿元。按照调研了解，我们认为城投置换存在一定“置换债项先近后远，置换价格由高及低”的特征。据此匡算，年内要在总量上要保证城投债务不出现实质违约风险是完全可以实现的。

4、给足空间传递强烈决心。按照地方专项债“新增限额”口径和“限额余额”口径进行调整预测，实际的赤字率将会达到4.4%和5.6%，从预留的空间可以看出，中央化解地方政府债务的决心也是非常强的。

5、明确范围有利消减规模。截至目前，整个城投债存量余额7.13万亿元、地方政府债余额14.96万亿、地方平台有息债



务 31.78 万亿。如果地方政府债续发成为长效机制，且地方政府债务与平台新发债务厘清边界，平台自身造血机制得以良性启动，那么对于地方既有隐性债务的化解，可以说只是时间换空间的问题。划清边界，严控隐性债务的目的就是此处灭火，请彼处不要再浇油。

#### **（四）提前置换将会提速，投资人谈判码趋弱**

城投公开债置换将会显著提速。我国从 2015 年中开始启动地方债置换，2017 年底已经置换 10.9 万亿，占地方政府债余额的 75%左右，截至 2017 年底，非政府债券形式存量政府债务 1.7 万亿元左右，其可视为剩余需置换的债务额度。在 88 号文《地方政府性债务风险应急处置预案》发布以前，置换的存量债务主要为银行借款、BT（建设-移交）应付款等非公开债务，公开债券被置换的不多，自 2016 年末开始逐渐加快对公开债券进行置换。考虑到窗口期结束后，置换额度由中央统一收回等考虑，发行人有动力加快公开债券置换进度。

置换多以估值加补偿方式兑付。当前提前偿还的案例看，基本为 2014 年底之前发行的城投债，中低主体评级居多，兑付价格大多数高于面值，由于债券面值低于估值，按估值偿付仍是主流方案。不完全统计，2017 年共有接近 150 家主体、190 多只个券公告提前置换，涉及债券余额近 1600 多亿，其中年内完成偿还工作有近 860 亿元，其中 7 成左右是地级市及以下行政级别的平台，AA、AA-以下主体评级占比近四分之三，偿还较多的位辽



宁、河南、山东、江苏等地，以估值兑付仍是主流方式。到了今年一季度，持有人会议表决通过提前置换议案的主体近 52 家，涉及个券 58 只和债券余额 450 多亿，其中 1 季度完成提前偿还的规模余额 160 亿元。从公布兑付决议的案例看，地级市、县级市平台占比近 8 成，AA 及 AA-评级占比达 85%，福建、辽宁、山东等省份置换数量居前，从兑付方式看，估值方式兑付占主导，估值+补偿也占三分之一以上，从期限看，7 年期的居多。从兑付方案看，兑付价格高于面值的占绝大多数，兑付价格高于公告日中债估值净价接近 8 成。

#### **（五）地方债供给压力在，基建热情面临降温**

二季度地方债供给压力犹在。我们看到一季度在流动性超预期宽松和高频数据弱化的环境下，利率债出现了一波小阳春行情，城投债也闻风而动，收益率跟随下行，短端表现更为明显，一级发行也比去年同期要明显增加，增长幅度接近一倍，接近 5100 亿元；净融也达到 1400 亿元左右，而去年一季度净融为负。整体看，流动性环境边际改善也带动了一级市场一定程度转暖。但是从当前时点看，二季度债市是否能充分享受这种流动性“中性偏松”，我认为是要打个问号的，这个边际变化对于城投债也会有影响。首先，数据上看，对比 2016 年和 2017 年一季度地方债发行近 9500 亿元和 4700 亿元，今年一季度地方政府债的发行量明显没有释放出来，一季度仅发行 2200 亿元左右，而二季度的利率债供给还是存在压力的。其二，按照财政部规定，今年 8 月



底前地方债置换将会完成，预计在融资监管趋严和估值风险的压制下，今年符合置换要求的存量城投债中，公告提前偿付的平台会增加，提前偿付压力加上今年地方专项债限额还进一步提高，在置换债窗口期，发行量仍有放量压力。

主客观夹击下基建增速趋缓。23号文等政策叠加资管新规的后续出台，降杠杆、穿透监管、防范风险等系列要求，我们认为客观上资金管控对于项目增量的影响将是较大的。此外，对增长的考量弱于对债务风险的评判，也促使地方政府做项目的主观热情将一定程度减弱。项目难做将制约基建增速，我们认为基建增速面临调整。

#### **（六）城投二季度不乐观，宜调研储备项目**

总量上，我们认为年内城投实质违约风险不大，尤其是级次向上的公益类核心平台。但结构上，不排除政策摩擦下个别低层级，业务边缘化、自身经营困难的平台出现现金流问题。但这也可能恰恰是政府释放后续政策意图的边际点，需要关注。

基于二季度利率债供给压力较大、资管新规出台、货币政策中性、利率基准短期难下、产业债违约事件还将延续、地方债务融资规范等政策频发，我们不看好城投债二季度估值走势，认为利差还将有抬升空间。同时，随着投资人心理预期的变化和债务置换工作接近尾声，存量债务的价格风险可能将有所体现。但后续看，待以上风险释放和缓释后，对于存量城投债或将迎来新的投资机遇。



目前，在投资策略上，我们仍坚持高评级短久期的防御策略，区域利差上可挖掘贫困地区、边疆地区、民族地区、革命老区，主题看好扶贫攻坚、棚改收尾、一带一路。配置建议公益类核心平台避险、经济实力较弱省份不宜在行政级次上过度下沉以防范尾部风险，经济强省投资如下沉行政级次则聚焦核心公益平台；交易上目前看不到趋势性机会。

后续，待上述风险点释放后，建议关注两类平台：1、有 2015 年后至今这段时期发行但目前未纳入置换的存量城投债，后续只能使用地方债及专项债做项目的纯公益平台；2、市场化程度较高，自身经营状况较好，或有优良经营性资产、适宜转型的平台。

#### **四、《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》意味着投融资行为监管再升级**

23 号文主要是从国有金融企业的维度（其他金融企业参照执行），系统梳理了过去一段时间地方债务监管文件和金融监管文件中针对金融企业和地方债务的条款，目的在于规范金融企业与地方政府和地方国企的投融资行为，出发点依然是防范和化解地方政府债务风险。

##### **（一）详解 23 号文的逻辑框架**

在理解 23 号文的影响之前，首先需要梳理清楚 23 号文的逻辑框架。23 号文整体可以分为五大部分：法律基础、两大合作



原则、具体业务中的违法违规行为、约束金融企业的三个角度、23号文之后的整改与监督要求。

23号文明确了文件的法律基础依然是《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）；23号文解读进一步指出为什么要针对金融企业出台规范文件，金融企业推波助澜是地方政府违法违规和变相举借债务的重要原因之一。

审计署在2017年12月向人大提交了《财政部关于坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》（下文简称财政部审计报告）中针对地方政府违法违规举债问题的成因分析，有更为详细的解读。

### 1. 金融企业与地方政府合作的四条底线

23号文列举了金融企业涉嫌参与地方政府违法违规举债的四种模式，实际上是画出了未来金融企业与地方政府合作的四条底线：

（1）除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资。预算法和43号文规定地方政府唯一合法举债渠道就是在地方债务限额内发行地方政府债券，因此金融企业为地方政府融资的唯一合法渠道，也只能是参与地方债的认购和交易。这是金融企业与地方政府融资之间的唯一合法渠道，但是并非合作的唯一渠



道,也不意味着金融企业无法参与地方国有企业(包括城投平台)的融资。

(2) 不得违规新增地方政府融资平台公司贷款

按照 2013 年银监会发布的《关于加强 2013 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》(银监发〔2013〕10 号)的规定:

“各银行业金融企业法人不得新增融资平台贷款规模”,同时对于融资平台的新增贷款,具有明确的放贷条件,还需要控制贷款投向。23 号文“不得违规新增”贷款的要求,应主要来自银监 10 号文。

(3) 不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任

按照 2017 年财政部、发展改革委、司法部、人民银行、银监会和证监会联合印发的《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50 号)(下文简称 50 号文),“金融企业为融资平台公司等企业提供融资时,不得要求或接受地方政府及其所属部门以担保函、承诺函、安慰函等任何形式提供担保”。23 号文针对金融企业“不得要求”地方政府违法违规担保或承担偿债责任的要求,可以追溯到 50 号文的要求。

(4) 不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金

或政府和社会资本合作(PPP)项目资本金

按照 2017 年财政部印发的《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金〔2017〕92 号)

(下文简称 92 号文),要求 PPP 项目不得“以债务性资金充当



资本金”。事实上，项目资本金不得为债务资金的要求，最早可追溯至 1996 年国务院《关于固定资产投资项项目试行资本金制度的通知》（国发[1996]35 号），并在 2009 年《关于调整固定资产投资项项目资本金比例的通知》（国发〔2009〕27 号）中明确了城市各类基础设施建设的最低资本金比例要求；银监会在 2009 年的《关于信托公司开展项目融资业务涉及项目资本金有关问题的通知》（银监发[2009]84 号）也明确提到，股东借款、银行贷款等债务性资金不得充作项目资本金。

23 号文所划出的四条底线，是金融企业和地方政府或融资平台合作的前提，无论何种合作模式，均不可违背；而这四条底线实际上在以前的监管文件中已经被反复提及，从这一点可以看出，23 号文主要是梳理以前监管文件中涉及到金融企业和地方政府债务相关的监管内容。

## 2. 市场化融资的两大原则

按照 23 号文，金融企业依然可以参与地方建设融资，包括向地方政府融资平台或者 PPP 项目提供融资，但是这里的融资必须是“市场化融资”，需要符合两大原则：

### （1）按照“穿透原则”加强资本金审查

不但需要确保融资主体的资金来源合法合规，而且融资项目的资本金需要满足固定的要求。

按照最新的国务院《关于调整和完善固定资产投资项项目资本金制度的通知》（国发〔2015〕51 号），保障性住房、铁路、



公路和城市轨道交通项目最低资本金比例为 20%，港口、沿海及内河航运、机场项目为 25%。这一条原则也与 23 号文第一条提到的第四个底线保持一致。

(2) 还款能力评估原则：确保其自有经营性现金流能够覆盖应还债务本息

23 号文要求金融企业参与融资时，需要按照市场化原则评估融资平台的还款能力和还款来源。

市场化原则，实际上就是“确保其自有经营性现金流能够覆盖应还债务本息”，按照 23 号文的要求，这里的“自由经营性现金流”允许项目现金流中包含来自地方政府的财政资金。

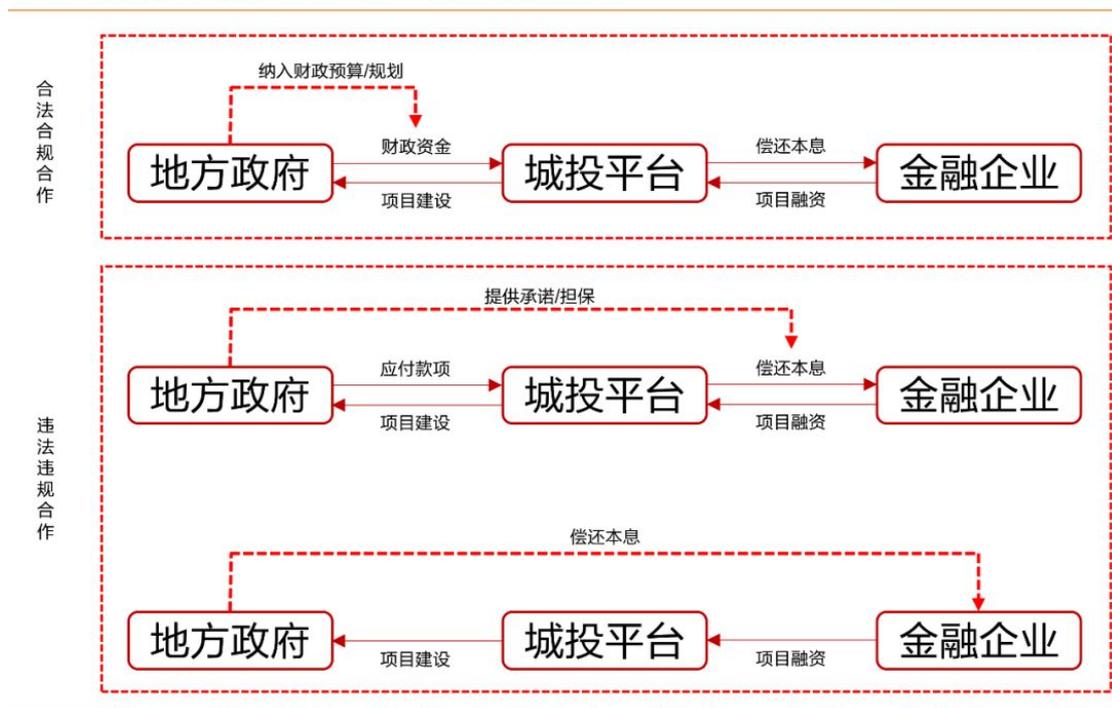
这里需要厘清一个容易被混淆的内容：地方政府、城投平台和金融企业之间的现金流关系。

23 号文中允许项目现金流包含财政资金，且要求落实“地方政府履行相关程序的合规性和完备性”；从现金流的角度，这部分财政资金应该先流向城投平台（因为承担了项目建设），然后再流向金融企业（城投平台偿还债务）。

现金流的前半截是从地方政府到城投平台，依据的是项目建设相关的合同约定，且对应的财政资金支出应该合法合规、不超出地方财力；现金流的后半截是从城投平台到金融企业，这是项目融资之后的还本付息行为。这种现金流动是合法合规的，并不造成地方政府违法违规融资，原因在于地方政府只对前半截现金流负责，而不对后半截现金流的实现有任何担保责任。

23号文也明确提到，严禁金融企业“要求或接受”，“地方政府及其部门以任何方式提供担保、承诺回购投资本金、保本保收益等兜底安排，或以其他方式违规承担偿债责任”。这个严禁的，其实是地方政府对金融企业的直接“承诺”行为，对前文所说后半截现金流的“担保”或“承诺”行为，或者说不允许地方政府与金融企业之间产生现金流关系/潜在现金流关系。

图 1：地方政府、城投平台和金融企业的现金流关系评价



资料来源：天风证券研究所

23号文提出的两大是市场化融资原则，其实也是金融企业发放一般商业贷款/提供商业融资时需要遵循的商业化原则，实际上是要剥离传统地方政信类项目中的“地方政府隐性担保”。

### 3.7 种参与违法举债的合作模式



23 号文在四大底线和两大原则的基础上，进一步梳理了 7 种常见的金融企业合作模式中触碰底线或违背原则的行为，或者说是，金融企业参与地方政府违法违规和变相举债的 7 种模式。

(1) 投资基金：不得回购、保本保收益

共同出资设立投资基金，是地方政府与金融企业常见的合作方式，23 号文针对这种合作方式，提出了两条涉及地方政府违法违规举债的模式：

一是要求或接受地方政府及其部门作出承诺回购投资本金、保本保收益等兜底安排；

二是通过结构化融资安排或采取多层嵌套等方式将投资基金异化为债务融资平台。

2017 年 50 号文要求：“地方政府及其所属部门参与 PPP 项目、设立政府出资的各类投资基金时，不得以任何方式承诺回购社会资本方的投资本金，不得以任何方式承担社会资本方的投资本金损失，不得以任何方式向社会资本方承诺最低收益，不得对有限合伙制基金等任何股权投资方式额外附加条款变相举债。”

2017 年发布的《关于规范金融企业资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》对投资基金的多层嵌套、结构化融资均有明确要求。

(2) 资产管理业务：不能兜底、回购、承诺最低收益

金融企业通过发行资管产品参与到地方建设项目时，需要从两个维度符合监管要求：



一是符合《关于规范金融企业资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》中关于针对资管产品需要满足穿透监管、期限匹配、规范资金池、打破刚兑等相关规定；

二是要求金融企业在销售产品时，不得宣传产品中包含地方政府信用。

### (3) 政策性开发金融：市场化原则授信

23号文要求政策性、开发性金融企业需要按照市场化原则“针对项目”授信，而不是针对“政府信用”提供融资，也需要符合50号文中的不得要求或接受各类“隐性担保”的规定。

### (4) 禁止对地方政府统一授信

23号文对于金融企业与地方政府的合作方式提出了明确规范：

一是必须针对项目提供融资；

二是不得采取与地方政府及其部门签署一揽子协议、备忘录、会议纪要等方式开展业务；

三是禁止对地方政府统一授信，授信应该针对参与项目建设的企业（城投平台）。

(5) 金融中介业务：不得披露财政、债务信息，严禁挂钩政府信用

针对金融企业为城投平台提供融资服务时，比如发债，禁止在募集说明书中披露“所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息”，并且需要声明“地方政府作



为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还”。

这些要求实际上是对 50 号文中融资平台需要在融资时“主动书面声明不承担政府融资职能，并明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务”等要求的进一步细化。

#### (6) PPP：严格规范

再次声明 PPP 项目必须符合 2017 年 11 月《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92 号）中的相关规范。

#### (7) 融资担保：严格限制政府责任

2017 年 50 号文首次针对地方政府举债融资机制提出：“允许地方政府结合财力可能设立或参股担保公司（含各类融资担保基金公司），构建市场化运作的融资担保体系，鼓励政府出资的担保公司依法依规提供融资担保服务，地方政府依法在出资范围内对担保公司承担责任”。

财政部审计报告针对开好地方政府规范举债融资的“前门”工作中，明确提出：“鼓励政府出资的担保公司依法依规提供融资担保服务，地方政府在出资范围内对担保公司承担责任”。

50 号文和财政部审计报告均鼓励市场化的融资担保方式，在这种模式中，融资担保公司（可以由地方政府出资设立）针对城投平台融资提供明确的、合法合规的担保服务，以此替代违法违规的“地方政府隐性担保”。实际上是一种“地方政府隐性担



保”显性化的市场化方式，地方政府对融资担保公司负责（责任范围明确在出资范围内，承担有限责任），而融资担保公司对城投平台融资承担实际“无限连带责任”。

#### 4. 约束金融企业的三大规范要求

23号文还从从出资管理、财务管理和产权管理三大角度，提出了规范要求，目的是“防控金融企业财务风险和国有金融资产流失”，其中所提到的内容，主要是为了规范国有金融企业和国有股东（同时也是城投平台的实际控制人）之间的各类关系，防范金融企业股权层面涉及地方政府违法违规举债问题。

2018年1月，银监会印发《商业银行股权管理暂行办法》，要求加强商业银行股权管理；3月28日中央全面深化改革委员会第一次会议审议通过《关于加强非金融企业投资金融企业监管的指导意见》；3月30日，证监会就证券公司股权管理规定公开征求意见。

#### 5. 监管三要素：整改、评价和检查

(1) 存量项目整改：不得盲目抽贷、压贷和停贷，防范存量债务资金链断裂风险

23号文要求金融企业要配合有关方面对“存在地方政府违法违规举债担保、变相举债等问题的存量项目”的整改工作。

50号文要求各级政府全面改正地方政府不规范的融资担保行为，92号文同样要求对存量PPP项目进行整改，两个文件的目都是防范地方政府债务风险，在这类整改中，金融企业应该



主动积极配合，比如修改相关的合作协议等，目的在于化解存量债务风险（财政部审计报告也明确提及化解存量债务风险）。

同时，23号文也要求：“在配合整改的同时，国有金融企业不得盲目抽贷、压贷和停贷，防范存量债务资金链断裂风险”，23号文解读中更加明确提出防范形成“处置风险的风险”。这也意味着，存量债务的整改是一个长期的工作，一方面要求整改、完善地方政府、城投平台、金融企业之间的合作协议，明确地方政府应该履行的义务（及时支付，防止恶意拖欠工程款）；另一方面也要求金融企业需要配合整改，不能因为缺失了地方政府的“承诺”、“担保”，就对存量项目抽贷、压贷和停贷。

《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194号）（下文简称194号文）明确提出，“各地财政部门应当按规定在年度预算中安排资金及时支付给依法合规承接政府投资项目的企业，防止地方政府恶意拖欠企业工程款”。

## （2）绩效评价

财政部门本身就具备对国有金融企业的评价责任。

同时，针对金融企业与地方政府、城投平台的合作监管要求，基本均来自于已发布的监管规则，既包括金融监管部门和财政部联合下发的50号文，也包括资管新规等。

（3）监督检查：涉及违法违规企业，应暂停或审慎提供融资和融资中介服务



2017 年以来，财政部已经开展了多轮地方政府债务的查处问责，涉及重庆、山东、河南、湖北、贵州、江苏、江西、四川等 8 个省市，未来或许会有更多的查处问责情况公开。

表 1：2017 年财政部公开的地方政府违法违规举债情况

公布日期	省份	违规债务类型	规模	所属地区
		承诺协调资金支付融资产品本息	0.55 亿元	
2017/3/24	重庆市	黔江区财政局对黔江区教委融资租赁担保	1.2 亿元	黔江区
		黔江区财政局对黔江区教委融资租赁担保	1.0 亿元	
2017/4/19	山东省	邹城市政府发行信托产品违法违规举债		邹城市
		驻马店市政府对贷款出具承诺函	6.4 亿元	
2017/6/30	河南省	驻马店市政府对信托贷款本息出具承诺函（实际未出）	1.78 亿元	驻马店市
2017/7/12	湖北省	使用地方政府置换债券资金对借款进行偿还	1.1 亿元	黄石市经济开发区 黔东南自治州镇远县 铜仁市碧江区
2017/12/22	贵州省	涉及违法违规举债担保承诺行为		遵义市汇川区 黔东南州凯里市 黔西南州兴义市
2017/12/22	江苏省	通过信托或资产管理计划等方式违法违规举债担保	共 32 个项目	常州市金坛区，南通市通州区、海安经济技术开发区，淮安市淮阴区、洪泽县，盐城市响水县、阜宁县、建湖县，扬州市江都经济技术开发区、高邮市，镇江市镇江新区、扬中市、句容市，泰州市泰州港核心港区，宿迁市泗阳县等 8 个设区市的 15 个县（市、区）
2017/12/29	江西省	江西省丰城市置换债券资金存在违规使用置换债券资金、个人违法代持国有股份、私设账外账挪用财政资金等问题	10861 万元	丰城市
		市政府、市财政局对借款融资出具承诺函	23.12 亿元	巴中市
2017/12/29	四川省	区政府将国有公司通过信托、私募债、银行贷款等方式融资的资金划拨给街道办、行政事业单位、国有公司，用于征地拆迁和道路建设等支出	23.22 亿元	成都市新都区

资料来源：财政部，天风证券研究所

23 号文明确要求，对财政部公开通报涉及地方政府违法违规举债担保行为的地方国有企业，国有金融企业应暂停或审慎提供融资和融资中介服务，也就意味着相关主体进行再融资将面临极大的压力。

## （二）城投债投资

### 1. 金融企业与地方政府合作模式

按照市场化原则合作，要合法合规合作，不能以任何形式涉及地方政府违法违规融资。

23号文中列举的投资基金、PPP、金融中介服务、融资担保等模式仍然是合法合规的合作方式，只要不涉及地方政府违规提供担保、承诺等行为，并不禁止金融企业参与地方政府项目融资。针对城投平台承担的政府投资项目，金融机构依然可以按照市场化原则（23号文最为关注项目资本金穿透和经营性现金流覆盖）为城投平台提供融资，但是不得涉及地方政府担保或承诺。

### 2. 未来监管政策

财政部审计报告针对未来如何防范化解地方政府债务风险有比较明确的框架，其中在“坚决遏制隐性债务增量”章节明确要求“督促金融机构尽职调查、严格把关，对没有稳定经营性现金流作为还款来源或没有合法合规抵质押物的项目，金融机构不得提供融资，严格按商业化原则提供融资”，这实际上也预示了23号文的出台。

按照财政部审计报告提出的工作重点，未来在完善地方建设项目和资金管理、强化中央企业债务融资管控，建立市场化、法治化的债务违约处置机制，规范融资平台公司融资管理，推进融资平台公司市场化转型等多个维度，均有可能继续出台相关的监管政策或者指导意见。



2018 年注定是严格防范化解地方政府债务的重要年份，对于城投债投资而言，必须做好一定的心理准备，要有短期风险暴露的预期，但是也不需要盲目悲观，监管仍然遵循系统性风险底线、防范“处置风险的风险”等要求，更需要关注如何准确识别风险、防范风险、寻找确定性。

### 3. 城投债投资面临的风险

2018 年城投债投资面临两大风险：

一是金融机构对城投平台的态度：

2017 年 50 号文、87 号文、92 号文主要针对地方政府提出监管要求，财政部审计报告和 194 号文也主要针对地方政府和城投平台，但已经开始涉及金融机构的相关规范要求，23 号文相当于从金融机构参与地方政府投融资的各个维度，全面梳理了此前的相关监管要求，在这种环境下，金融机构对于参与城投平台融资的态度会发生怎样的变化，具有比较大的不确定性。

二是城投债务违约预期：

金融机构对城投平台融资的态度具有不确定性，但是包括资管新规在内的诸多金融监管文件，则更为明确的限制了银行资金、资管产品资金进入城投平台投融资的渠道，尤其是以信托贷款、委托贷款为主的非标融资在资金来源维度已经受到极大的限制。因此城投平台再融资问题如何解决一直是市场比较关心的问题，而由此引发的城投债务违约预期也越来越浓，即便城投债务实际违约未出，但违约预期仍将逐渐体现在城投债估值中。



因此，我们对于 2018 年城投债的估值风险较为悲观，金融机构态度和违约预期的持续发酵与实现，均会对城投债估值产生较大的负面影响，既有长期的持续影响，也会有短期的冲击。

#### 4. 城投债投资逻辑

城投平台债务违约风险整体依然可控，长期来看，打击地方违法违规举债有助于稳定存量债务的实际偿付能力，194 号文要求防止恶意拖欠、23 号文要求防范存量债务资金链断裂，存在防范系统性风险的底线。

城投债依然具备投资价值，但是需要更加深入的筛选，不是所有的城投平台依然可以获得融资，不是所有的平台都能获得来自地方政府的现金流。

目前市场主流投资策略在于筛选、识别不同地区的城投主体，这实际上是从“地方政府救助能力”的维度来进行投资；而在打破刚兑、违约预期已经逐渐体现在估值中的背景下，更需要关注的是“地方政府有限出资责任范畴内的企业自身偿债能力”。

具备较高“偿债能力”的城投债实际上可以更为明确的对应来自地方政府的现金流（比如公益性投资项目中来自地方政府的现金回流），这是首先需要考虑的因素。

推荐两种城投债投资逻辑：

一是关注城投平台项目的公益性，也就是项目与地方政府的紧密程度，从城投平台的发展历史来看，地方政府违法违规举债一般都是由于地方财力无法覆盖公益性项目投资（盲目的投资冲



动、不正确的政绩观），存量债务风险化解实际上有助于打通地方政府与城投平台的现金流通道，而这个通道主要跟公益性项目挂钩。具体而言，我们更为推荐涉及棚改、扶贫、地下综合管廊等具有中央政策支持公益性项目所对应的城投债及其发行主体。

二是关注政策性融资担保公司担保城投债，从担保公司本身业务模式的角度（以项目为核心，关注来自地方政府的现金流）出发，被担保的城投债在项目和现金流两个层面更具有确定性，同时担保公司自身行政资源对于偿债资金来源具有更好的支撑。我们较为推荐省级政策性担保公司担保的城投债。

## 五、《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》深意与影响

### （一）财政部发文规范金融机构的约束力

这次财金 23 号文引发了金融业巨大震动：因为这是财政部首次通过单独发文的形式，全面规范金融机构对地方政府的投融资行为。此前虽然也有一些条款提及对于金融机构的约束，但这些均散见于其他规范性文件中，未成体系。

需要明确的是，财政部并不属于金融监管部门。此次得以专门针对金融机构发文，主要因其站在出资人的角度，享有一定管理权。

### （二）财金 23 号文的核心出发点



财政部在本次发文中，再次明确零容忍监管红线：即无论何种产品和业务模式（投资基金、资管产品、PPP等），地方政府不得提供担保、回购、承诺收益。

这是财预[2017]50号、财预[2018]34号等多个政策一再强调明确的政策红线，也是前期财政部多批对地方政府问责的核心。

值得注意的一个变化是：限制性规定的表述，由“捆绑地方政府”拓展为“捆绑地方政府、捆绑国有企业”。

现实是，目前确实已有很多案例要求第三方不相干的国有企业为产业基金、股权投资、资管计划等提供回购、担保及固定收益，地方政府迫于项目建设压力要求所属国有企业配合提供。所以有这样的前提也就并不奇怪了：国有企业债务可能属于地方政府负有救助义务的或有债务。

不过，这里并没有像国资委194号文那样，明确禁止央企提供回购、担保、承诺收益规定。

### （三）财金23号文四个“不得”的总体要求

首先，23号文明确：“除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款”。本句的两个“不得”，限制了金融机构的信贷业务和自营业务：

- 1、对银行贷款、信托借款等间接融资手段提出了限制；



## 2、对金融机构购买公司信用类债券进行了规范。

目前市场上，除了企业债券长期以来规定募投项目实现自身经营收益，并对收益现金流覆盖总投资情况提出具体要求外，其他公司信用类债券品种并未作出详细规定。由于资金投向不明确，地方政府及其部门通过国有企业发债融资，造成地方政府硬性债务的风险就难以规避，此处通过对资金供给方进行要求，与 2014 年的国发 43 号文从资金需求方进行要求形成了合力。

“不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任。”则是一直以来政府对地方政府对外担保的唯一性要求的重申。即只有经国务院批准，地方政府可以为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行转贷提供担保。除上述外债转贷外，地方政府及其所属部门不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保。

“不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。”则是这次财金 23 号文规范的重点：即穿透审查项目资本金合规性。

### **（四）违规新增融资平台贷款的情况**

事实上，近几年来已有多个监管政策都明确规定：金融机构不得违规新增融资平台贷款、扩大地方政府债务。

#### **1. 新预算法出台前融资平台监管规定**

---



2008年四万亿投资计划出台后，各级地方政府纷纷成立各种类型的融资平台行使投融资职能，银监会每年都会针对融资平台出台年度融资平台贷款风险监管指导意见，最新的为2013年出台的《关于加强2013年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（银监发[2013]10号文），融资平台相关规定为：

一是按照融资平台自身现金流覆盖债务本息情况，将融资平台分为“全覆盖”、“基本覆盖”、“半覆盖”、“无覆盖”。

融资平台新增贷款前提条件之一就是要求现金流全覆盖。

“全覆盖”是指借款人自有现金流量占其全部应还债务本息的比例为100%（含）以上。

二是将融资平台划分为“仍按平台管理类”（简称“监管类”）和“退出为一般公司类”（简称“退出类”或监测类）。

退出类是指经核查评估和整改后，已具备商业化贷款条件，自身具有充足稳定的经营性现金流，能够全额偿还贷款本息，整体转化为一般公司类客户管理的融资平台，同时明确融资平台退出程序和要求。凡不符合退出条件以及未完成退出流程的融资平台，均作为“监管类”管理。

三是不得对未纳入“名单制”管理的融资平台发放任何形式由财政性资金承担直接或间接还款责任的贷款。不得向“退出类”平台发放保障性住房和其他公益性项目贷款。



当时环境下，监管类融资平台可以发放由财政性资金承担直接或间接还款责任的贷款（政府性债务），如向土地储备机构发放的土地储备项目贷款、保障性安居工程贷款、符合公路法的收费公路项目贷款、国务院审批或核准的重大项目等。退出类融资平台已整改退出为一般公司，可以按商业化原则为企业自身举借债务，但不得举借政府性债务。

## 2. 新预算法出台后监管规定

---

2014年新出台的预算法修正案及国发[2014]43号文，赋予了地方政府举债融资权利，且仅限发行地方政府债券方式，同时明确划清政府与企业界限，政府债务只能通过政府及其部门举借，不得通过企事业单位等举借。同时要求剥离融资平台的地方政府融资职能监管类平台，由于尚未整改为退出类平台，不具备商业化贷款条件且自身不具有充足稳定的经营性现金流，因此，监管类融资平台不仅不能代替地方政府新增融资，而且本身也不具有商业化新增贷款资格，即监管类融资平台不得新增任何形式的融资。

退出类平台，由于已实现整改退出，具备商业化贷款条件且自身具有充足稳定的经营性现金流（现金流全覆盖），可以按市场化融资原则，为企业自身经营新增融资作为企业自身债务，但不得代替地方政府新增融资（即新增政府性债务），换成“三三四专项检查”术语为不得违规新增融资扩大政府债务。

### 3. 融资平台新增贷款条件

---

银监发[2013]10号文：融资平台已实现整改退出为一般公司类，具备商业化贷款条件且自身具有充足稳定的经营性现金流。

经营性现金流包括：自身经营性收入（包括地方政府已按照合规性和完备性履行相关程序的可行性缺口补助、政府付费、财政补贴等，如PPP项下财政付费及可行性缺口补助、政府采购项下政府采购支出等）；以明确归属企业的规费收入（如自来水收费、公路收费、取暖费）；企业拥有产权和处置权的自有资产的收益及变现收入等。

经营性现金流不得包括：地方政府未履行法定程序或履行程序不具备合规性和完备性的可行性缺口补助、政府付费、财政补贴等，如新增BT代建工程的政府承诺支出、政府承诺土地出让收入、违规政府购买服务项目政府承诺支出等。

### 4. 融资平台新增贷款用途

---

- 融资平台公司作为社会资本，采取合法合规方式中标PPP项目、棚改项目、政府购买服务、政府采购等项目的，新增贷款用于PPP项目、棚改项目、政府采购项目的购买或生产的，均不存在合规问题。



- 融资平台公司以地方政府名义，代表地方政府从事 PPP、棚改、土地整治工作而新增贷款的，为违规新增贷款扩大地方政府债务。
- 融资平台公司新增贷款，名义上用于自身生产经营及周转需求（多为流贷、综合授信、项目贷款名义）的，实际上挪用于不合规政府类项目（新项目或以前未结清项目），可能被监管认定为违反“三三四十”专项检查违反宏观调控政策中的融资平台违规新增贷款扩大地方政府债务。

需要注意的是，在 2017 年 4 月份开始的银行业监管“三三四十”专项检查中，点名了“违规新增融资平台公司贷款，扩大地方政府债务”，将违规新增融资平台贷款与扩大地方政府债务捆绑。但银行如果矢口否认新增贷款属于扩大政府债务，则可以蒙混过关。

本次财金 23 号文只提上半句“不得违规新增地方政府融资平台公司贷款”，足见在监管部门观念中，这些违规新增融资平台贷款的行为，基本上就可以直接认定与扩大地方政府债务有关。即：口径更加严格。

### **（五）金融企业参与地方建设融资时应审查的重点**

财金 23 号文的第二、三条明确了国有金融企业参与地方建设融资时应审查评估的两大重点。

#### **1、资本金审查应坚持“穿透原则”。**



这里既要关注项目资本金本身是否符合规定，若发现存在名股实债等违规操作的，不得向其提供融资；还需进行“向上穿透”审查，重点关注以债务性资金违规出资等问题。

**2、自有经营性现金流能够覆盖应还债务本息，避免国有金融企业依赖政府信用、放松风险管控。**

同时，项目现金流涉及可行性缺口补助、政府付费、财政补贴等财政资金安排的，应认真核实地方政府履行相关程序的合规性和完备性。

### **（六）穿透资本金核查的要求**

**1、中国银监会关于信托公司开展项目融资业务涉及项目资本金有关问题的通知（银监发[2009]84号）**

一信托公司要严格执行国家固定资产投资项目资本金管理制度，对股东借款、银行贷款等债务性资金和除商业银行私人银行业务外的银行个人理财资金，不得充作项目资本金。

信托公司应要求借款人提供资本金到位的合法、有效证明，必要时应委托有资质的中介机构进行核实认定。

二信托公司不得将债务性集合信托计划资金用于补充项目资本金，以达到国家规定的最低项目资本金要求。前述债务性集合信托计划资金包括以股权投资附加回购承诺（含投资附加关联



方受让或投资附加其他第三方受让的情形)等方式运用的信托资金。

2、财政部金融司司长、PPP工作领导小组办公室主任王毅在 2017 第三届中国 PPP 融资论坛财讲话中提到：

政府和合作伙伴一定要掏出真金白银，拿自有资金做资本金。对不具备条件，没有规范开展“两个论证”的项目，特别是不具备公共产品属性、**资本金不到位或资本金穿透后不是自有资金**、没有建立长期按效付费机制，以及过度依赖政府付费的项目，要予以剔除。

3、《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92号）

2017年11月，财政部办公室发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92号），明确要求在资本金方面不符合规定的PPP项目要求清理出库。

（1）违反相关法律和政策规定，**未按时足额缴纳项目资本金、以债务性资金充当资本金或由第三方代持社会资本方股份**的。

（2）构成违法违规举债担保。包括**由政府或政府指定机构回购社会资本投资本金或兜底本金损失的；由政府或政府指定机构回购社会资本投资本金或兜底本金损失的。**



#### 4、《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》（国资发财管[2017]192 号）

192 号文是国资委对央企在本轮 PPP 热潮中过热投资、非规范投资的约束，强调防风险、控负债，其中的具体措施之一就包括要求严格遵守资本金制度，禁止名股实债和购买劣后级份额。

一是落实股权投资资金来源。各企业要**严格遵守国家重大项目资本金制度**，合理控制杠杆比例，做好拟开展 PPP 项目的**自有资金安排**，根据项目需要积极引入优势互补、协同度高的其他非金融投资方，吸引各类股权类受托管理资金、保险资金、基本养老保险基金等参与投资，多措并举加大项目资本金投入，但**不得通过引入“名股实债”类股权资金或购买劣后级份额等方式**承担本应由其他方承担的风险。

此次 23 号文对项目资本金融资做了更加严格的规范。

此前，财政部 92 号文主要是针对 PPP 项目，要求不得以债务性资金做项目资本金，现在**扩大到了参与地方建设的国有企业**。

23 号文作此规定的主要原因在于，部分地方政府已经将地方国有企业直接视同其投融资平台公司，在融资平台受限情况下，由其承担地方建设。而且由于 PPP 受限较多且有 10%红线控制，不少地方政府倾向于采取 PPP 以外的模式进行地方建设，如棚户区改造采取政府购买服务模式、土地一级开发采取政府采购模式等。



## 五、《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》出台

近日，财政部印发了《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）。

### （一）棚改专项债券采取试点方式有序推进

新规明确提出“有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作”。显而易见，财政部对本次棚改专项债政策出台较为谨慎。为什么财政部如此谨慎呢？原因在于以下几方面：

#### 1、棚户区改造的重大意义

棚户区改造作为党中央国务院确定的重大民生工程和发展工程，是缓解城市内部二元矛盾、提升城镇综合承载能力及促进经济社会协调发展的有效途径，既可以带动社会投资，促进居民消费，扩大社会就业，又可以发展社区公共服务，加强社会管理，推进平安社区建设，是扩内需、惠民生、保稳定的重要结合点。

国务院高层多次召开专门会议强调棚户区改造的重大意义，并与地方政府签订棚户区改造责任状，地方政府作为重大的政治任务纳入必须完成事项。

#### 2、棚改已实施多年，剩余的棚改项目地处偏远项目本身无法实现收支平衡



棚改自 2005 年开始实施，2009 年成为全国性的任务，2013 年后提速，2015 年进入实质性攻坚阶段并进行棚改货币化，目前进入攻坚阶段。2015-2017 年第一个三年计划收尾，大部分地区提前且超额完成棚改货币化任务，2018-2020 年第二个三年计划即将开始，部分地区已做好任务规划。2020 年将大概率全部完成棚改货币化任务。

目前，地段较好的已经开发完毕，剩余的都是地处偏远项目收支难以自求平衡，尤其是林区、垦区、工矿区，项目资金自求平衡根本不可能。商业化棚改难以找到投资方，只能由地方政府主导运作。

### 3、棚改作为重大民生工程已成为地方政府的政治任务

财政部 87 号文严厉打击地方政府利用政府购买服务变相增加地方政府债务，并将工程项目建设作为政府购买服务负面清单，但唯独留下棚改和易地扶贫搬迁两类项目，足以看出，棚改的地位和战略意义。

数据显示，2012 年底全国棚户区存量约有 4200 万户，截至 2017 年底，棚户区存量不足 1600 万户，同时国务院确定 2018 年至 2020 年计划完成 1500 套。

2017 年棚改货币化增加的商品房需求面积为 2.8 亿平方米。如果 2018 年实际完成量为 600 万套，根据部分地区 2018 年棚改货币化计划保守估计 2018 年货币化安置比例为 60%，在三四线



城市房价不发生大幅波动的情况下，2018 年全国棚改货币化总投资额预计为 2 万亿。

## **(二) 试点不会废除政府购买棚改服务模式**

仔细阅读 28 号文可以发现，第三条对于棚改专项债的定义如下：

本办法所称地方政府棚户区改造专项债券（以下简称棚改专项债券）是地方政府专项债券的一个品种，是指遵循自愿原则、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。

这里就可以看出，棚改专项债的试点发行基本原则是：地方政府自愿原则。

地处偏远、房地产过剩地区的棚改项目无法实现自求平衡，不可能采取专项债券方式。政府层级低、财力弱、地处偏远的政府，本身无财政实力主导棚改，只能采取逐年纳入预算方式支付，本身也符合代际公平原则。

绝大多数地方政府会选择无上限限制的政府购买服务，列入中长期支出责任，所以，还要继续采取政府购买服务方式建设棚户区改造，财预(2017)87 号文明确：党中央、国务院统一部署



的棚户区改造、易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。

另外，地方政府债务限额本身不多，能分给专项债券的额度就更少了。2017年收费公路专项债券700亿元，土地储备债券，与每年收费公路和土地储备资金差异较大。未来三年棚改1500万套棚改，大约资金需求3万亿，无法通过专项债券解决。

值得注意的是，原来征求意见稿中第五条“地方政府为棚户区改造举借政府债务采取发行棚改专项债券方式”，在正式稿中被删除。也就是说，地方政府为棚户区改造举借政府债务的途径，至少目前来看并未被局限在棚改专项债。

与之形成对比的是，土储和收费公路专项债都有如下表述：

- 财预〔2017〕62号：第五条 地方政府为土地储备举借债务采取发行土地储备专项债券方式。
- 财预〔2017〕97号：第五条 地方政府为政府收费公路发展举借债务采取发行收费公路专项债券方式。

### **（三）明确棚改要纳入国家棚改计划**

棚改债的范围为纳入国家棚改规划的棚改项目，与原先政策规定一致。纳入国家棚改规划其实就是纳入省级棚改规划（省级上报住建部备案）。



2009年12月24日，五部委《关于推进城市和国有工矿棚户区改造工作的指导意见》（建保[2009]295号）：市县人民政府要编制城市和国有工矿棚户区改造规划和年度工作计划，报省级人民政府批准后实施。省级人民政府编制本地区棚户区改造规划和年度工作计划，报住房城乡建设部备案。住房城乡建设部把棚户区改造规划和年度工作计划纳入保障性安居工程规划。

2013年12月2日，财政部 国税总局《关于棚户区改造有关税收政策的通知》（财税〔2013〕101号）棚户区改造是指列入省级人民政府批准的棚户区改造规划或年度改造计划的改造项目。三、废除政府购买棚改服务模式的可能性较小，两种方式并行的可能性较大。

#### **（四）稳步推进政府债券管理改革**

财政部在去年年底公开的《财政部关于坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》中，就提出了下一步要进行的六大任务安排。



而在上周发布的《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》中，财政部亦提出完善专项债券管理，在严格将专项债券发行与项目一一对应的基础上，加快实现债券资金使用与项目管理、偿债责任相匹配，以及债券期限与项目期限相匹配。

此次棚改专项债试点亦是开前门的重要举措。目前为止所有的专项债都没有突破地方政府债务额度限制，但这个全国总额度并没有大幅增长。

新预算法和43号文实施后，仅允许地方政府在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券的方式来举借债务。目前，地



方政府债务限额偏低，加之与地方融资需求在规模、时间、期限上的不匹配，总体开前门效果有限。

财政部未来考虑适当增加地方政府专项债务限额，主要是考虑相比一般债券主要支持无收益的公益性事业，专项债券支持的则是有收益的公益性事业。

这样的专项债券，是以对应的政府性基金或专项收入偿还。财政部是希望地方着力发展实现项目收益与融资自求平衡的专项债券，打造中国版“市政项目收益债”，保障重点领域合理融资需求，发挥对地方稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险的支持作用。

本次有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作，亦是出于类似的考量。

加入棚改专项债，我国专项债券体系如下：

	土地储备专项债	收费公路专项债	项目收益专项债	棚改专项债
相关发文	财预[2017]62号文	财预[2017]97号文	财预[2017]89号文	财预〔2018〕28号
发文日期	2017.5.16	2017.6.26	2017.6.2 (7.24 公开)	2018.3.1 (4.3 公开)
资金用途	为土地储备举借、使用、偿还债务	为政府收费公路发展举借、使用、偿还债务	保障重点领域合理融资需求	规范棚户区改造融资行为
还款来源	土地出让收入，包括： 1.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 2.或国有土地收益基金收入	项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入 专项收入包括政府收费公路项目对应的广告收入、服务设施收入、收费公路权益转让收入等	专项债券对应的项目取得的政府性基金或专项收入	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 <b>专项收入包括属于政府的棚改项目配套商业设施销售、租赁收入以及其他收入</b>
期限要求	应当与土地储备项目期限相适应，原则上不超 <b>5年</b>	与政府收费公路收费期限相适应，原则上单次发行不超 <b>15年</b>	<b>89号文无明确规定。</b>	原则上 <b>不超过15年</b> <b>可根据项目实际适当延长，避免期限错配风险</b>
额度限制	应当在国务院批准的分地区专项债务限额内安排	应当在国务院批准的分地区专项债务限额内安排	应当在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末专项债务余额低于限额的部分。	应当在国务院批准的分地区专项债务限额内安排
项目要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 土地储备项目应有稳定的预期偿债资金来源。</li> <li>✓ 对应政府性基金收入</li> </ul> 应能保障偿还债券本金和利息 <b>✓ 项目收益和融资自求平衡</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 政府收费公路项目应有稳定的预期偿债资金来源</li> <li>✓ 对应的政府性基金收入应能保障偿还债券本金和利息</li> <li>✓ <b>项目收益和融资自求平衡</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 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</li> <li>✓ 现金流入应能完全覆盖专项债券还本付息的规模</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 应当有稳定的预期偿债资金来源</li> <li>✓ 对应的纳入政府性基金的国有土地使用权出让收入、专项收入应当能够保障偿还债券本金和利息</li> <li>✓ <b>实现项目收益和融资自求平衡。</b></li> </ul>
债券设计	鼓励地方政府通过结构化创新合理设计债券期限结构	鼓励地方政府通过结构化创新合理设计债券期限结构	无明确限定	<b>鼓励地方政府通过结构化设计合理确定债券期限。</b>
特殊条款	可以约定 <b>提前</b> 偿还债券本金的条款	可约定根据车辆通行费收入情况 <b>提前/延迟</b> 偿还债券本金的条款	-	可以约定根据项目收入情况 <b>提前</b> 偿还债券本金的条款
周转偿还	可在 <b>专项债务限额内</b> 发行土地储备专项债券周转偿还	无明确限定	可在 <b>专项债务限额内</b> 发行土地储备专项债券周转偿还	可在 <b>专项债务限额内</b> 发行棚改专项债券周转偿还

内容均来自于网络，版权归原作者所有