

深圳市首发轨道交通专项债简评

公用事业二部 赵起锋

2017年12月11日，深圳市招标发行总额20亿元人民币的轨道交通专项债，期限五年，中标利率为3.82%。这是继土储专项债和收费公路专项债之后的第三个地方政府专项债新品种。

一、为何深圳市首发轨道交通专项债

深圳市财政实力很强，2016年，深圳市本级一般公共预算收入为1995.95亿元，本级政府性基金预算收入956.02亿元。同时，深圳市政府债务规模小，政府债务负担很轻，专项债券限额有较大空间可以利用。截至2016年底，深圳市本级负有偿还责任的债务余额97.08亿元，可能承担一定救助责任的债务1.83亿元，市本级债务率为3%。债务限额方面，2017年财政部核定深圳市本级地方政府债务限额301.78亿元，其中专项债务限额31.50亿元。通过专项债直接融资既可以降低项目融资成本，同时又不会对政府造成过重的负担，这是深圳市自主创新并发行轨道交通专项债的基本条件。

从现有的专项债品种看，深圳市土地出让收入高，占基金预算收入的92.78%；且深圳没有新建政府收费还贷高速，对土储专项债和收费公路专项债需求低。而深圳市地铁在四大一线城市中开通最晚、里程最短、线路最少，未来轨道交通建设和投资需求大，轨道交通专项债便成为深圳市结合自身需求发行专项债的选择之一。

二、新品种新在何处

1. 从政府专项债券的偿债来源看，土储专项债和收费公路专项债的偿债来源于指定地块的出让收入和指定公路的通行费收入，原本就是纳入基金预算管理的收入，并对应着基建预算中现有的“国有土地出让收入”和“通行费收入”，且国有土地出让收入占地方基金性收入的比例较高。普通专项债也较多以国有土地出让收入作为偿债来源的对应科目。而《深圳市轨道交通项目专项债券管理办法（试行）》（以下简称《轨道交通专项债管理办法》）中规定“以项目对应的运营收入、沿线土地出让收入、开发等专项收入”作为偿债来源。根据

《2017年深圳市（本级）轨道交通专项债券（一期）信息披露文件》（以下简称“《披露文件》”），该项目预计收入来源于地铁14号线票务收入、站内资源开发收入等地铁运营收入和大运站、昂鹅车辆段及清水站上盖地的物业开发收入两大板块。本期债券期限五年（2017年12月~2022年12月），在债券存续期内，票务收入尚未形成，全部项目收入来自物业开发收入。

根据《披露文件》，本期债券存续期内形成的项目收入仅为2022年发生的98.44亿元物业开发收入，对本期债券本金覆盖能力强。但是由于在2022年之前建设期较长而运营期很短，项目收入还比较单一，因此本期债券的偿债能力将主要依赖于物业开发进度，并受到房地产政策和区域房地产行情的影响。

2. 从政府专项债创新方式来看，土储专项债和收费公路专项债都是由财政部研究相应品种的管理办法，之后由地方政府组织发行。而轨道交通专项债是由深圳市针对其自身需求设计并发行的债券，发布《轨道交通专项债管理办法》，成为《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）的践行者。

3. 从债券期限看，由于轨道交通建设和投资回报周期长的特点，轨道交通专项债的债券周期具有一定灵活性。《轨道交通专项债管理办法》中提到：“因轨道交通项目取得的专项收入暂时难以实现，不能偿还到期债券本金时，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”，但是“不得通过其他项目对应的项目收益偿还到期债券本金”。如果14号线项目对应的物业开发进度慢于预期，深圳轨道交通专项债可以利用后续发行的专项债券偿还存续债券以延长偿债周期。

三、新品种面对的新问题

1. 预算管理方面，《轨道交通专项债管理办法》明确了“以项目对应的运营收入、沿线土地出让收入、开发等专项收入”偿还，但没有明确偿债资金对应基金预算科目。这可能是由于涉及的项目收入性质多样，可能被归入不同的基金性收入或者被归入专项收入（例如物业开发收入过程中可能产生“国有土地出让收入”，票务收入可能被归入“其他基金性收入”或被认定为专项收入）。但根据财政部《地方政府专项债务预算管理办法》，“专项债务收支应当按照对应的政府性基金收入、专项收入实现项目收支平衡，不同政府性基金科目

之间不得调剂。”因此，对于项目收入较为多样化的项目如何进行项目收入的分类、预算管理和债务预算编制应当进一步明确。

2. 与运营方合作模式方面，本期债券《披露文件》中提到项目采用公司化经营的总体思路，运营主体为深圳地铁集团。但是《轨道交通专项债管理办法》和《披露文件》中并没有提到政府与深圳地铁集团的具体合作模式，政府和建设运营方之间如何分配项目收入以及资产归属等问题应进一步细化。另外，根据财政部《地方政府专项债务预算管理办法》，“执行中专项债务对应的政府性基金收入不足以偿还本金和利息的，可以从相应的公益性项目单位调入专项收入弥补。”《轨道交通专项债管理办法》中亦提到还本支出应考虑“调入专项收入”等因素，但可调入专项收入的公益性项目单位尚待明确。

3. 从推广角度看，轨道交通项目投资规模大、投资周期长，本身资金压力也较大，多数城市的地方财力及债务压力难以支撑全部由政府融资的模式。大部分建设地铁的城市财政实力和债务状况无法与深圳相比，发行轨道交通专项债的基础条件相对薄弱，因而该专项债品种推广范围或有限。

轨道交通专项债有着一定政策指向意义，通过轨道交通专项债，将进一步强化政府债务管理的政策思路，即明确政府债务的融资主体必须是政府，融资方式只能通过发行地方政府债券。地方政府创新政府债品种也将促进政府债预算管理制度的完善。根据轨道交通专项债创新思路，未来其他与城市运营相关的项目也可能发专项债的新品种，“开正门”与“堵后门”将更加紧密的结合。