

项目收益债券研究报告

2017 年 4 月 24 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱: lianhe@lhratings.com

街 2 号 PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

项目收益债券¹研究报告

作者：联合资信 公用事业二部 赵起锋 顾喆彬

一、产生背景

2007年，金融危机引发全球经济动荡。在世界宏观经济下行的不利环境中，为应对国际金融危机的冲击，我国采取了积极的财政政策和适度宽松的货币政策。国务院办公厅印发的《关于当前金融经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126号）中提到：“发挥债券市场避险功能，稳步推进债券市场交易工具和相关金融产品创新。开展项目收益债券试点。”项目收益债券的概念是在应对金融危机的背景下提出的，是在借鉴西方发达国家经验和教训的基础上，进行的金融产品创新和融资渠道拓宽。以此宏观经济和政策思路为背景，2009年国务院印发的《关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》（国发〔2009〕3号）中提出，利用项目收益债券推进投资主体多元化，以重庆为试点探索建立统筹城乡的金融体制。2013年到2014年上半年，国务院和国家发改委陆续印发了多个文件，在针对循环经济发展、国家重大技术装备自主化、改善能源结构等方面的项目建设上，提出通过项目收益债券等产品创新的方式进行融资。国家发改委《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》（发改办财金[2014]1047号）和《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》（国办发〔2014〕27号）中，提出利用项目收益债券拓宽棚户区改造及城市地下管廊建设的融资渠道，鼓励引入社会资本参与到城镇化基础设施建设项目中。

从中央的一系列文件中，可以梳理出项目收益债券推出的主要政策目的包括：（1）鼓励创新金融产品、推进债券市场发展、稳定金融市场；（2）投资主体多元化，引导社会资本投向具有较强社会效益的项目；（3）结合稳增长和地方政府债务管理，为基础设施项目开拓新融资渠道和偿债模式。2014年10

¹ 除指定部分外，本文所指项目收益债券包含项目收益票据

月《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号）出台以来，因项目收益债券能解决基建项目融资问题且符合政府债务规范化管理的政策目标，而成为除发行地方政府债之外，被倡导的基建项目投融资模式之一。

二、相关政策分析

项目收益票据方面，2014年7月，交易商协会公告《银行间债券市场非金融企业项目收益票据业务指引》（以下简称“《指引》”）。《指引》是监管机构针对项目收益类产品公布的第一个具体的业务指导性文件，明确了依靠项目经营性现金流入为主要偿债资金来源的产品特点。项目收益票据发起人为“城镇建设企业”，企业可通过成立项目公司作为发行主体，实现风险隔离。募投项目以城镇化建设为主，同时强调不允许任何形式的地方政府担保，使项目收益票据成为逐步疏导和化解既有地方政府融资平台隐性政府债务、解决地方债务问题总体方案的一项举措。发行方式和期限方面，企业可选择公开发行或非公开定向方式发行，发行期限可涵盖募投项目的整个生命周期，需充分考虑与项目现金流回收进度的匹配，从而借助金融市场平滑城镇化建设项目建设支出与资金回流的时间错配。监管要求方面，强调了资金使用、信息披露和投资者保护机制等方面的要求，提出应设立募集资金监管账户。风险管控更加体系化、规范化。

2015年5月，发改委出台《项目收益债券试点管理办法（试行）》（以下简称“《试点办法》”），针对项目收益债券进行了较为具体、全面的规范。

《试点办法》中对项目收益债券的定义与项目收益票据相近，均强调项目导向，要求项目收益作为主要偿债来源。项目实施主体为项目建设管理及债券发行的发行人和主要责任人。《试点办法》中还规定，项目收益债券在银行间债券市场发行，可以公开或者非公开发行。《试点办法》对募投项目的要求比较严格，其必须符合国家产业政策和固定资产投资管理规定，并且重点支持有利于经济结构调整和改善民生的项目通过项目收益债券融资。且在项目收益债券存续期内的每个计息年度，项目收入（包括财政补贴）能完全覆盖债券当年还

本付息的规模。项目内部收益率（税后）应该大于现阶段社会折现率8%。而且限制财政补贴占项目收入的比例，不得超过50%。因此，《试点办法》对项目收益预测的第三方专业机构资质要求也比较高。

此外，《试点办法》在项目收益债券的风险管理方面也提出了比较严格的要求：首先，增信措施方面，项目收益债券应设置差额补偿机制，也可以设置外部担保，应将项目建设、运营形成的资产或收益权可以抵质押的部分在项目竣工验收后向债券代理人办理质押手续；其次，资金管理要求进行了细化，项目收益债的项目实施主体应设置募集资金使用专户、项目收入归集专户、偿债资金专户。

2015年8月，发改委出台《项目收益债券管理暂行办法》（以下简称“《办法》”），在《试点办法》基础上进行了小幅调整。首先，发行人由项目实施主体拓展至项目实施主体或其实际控制人，将新成立的项目公司发债门槛放低。其次，发行市场不再限制在银行间市场，有利于降低融资成本。再次，对项目的要求有所放松：一方面，对于政府购买服务项目，或债券存续期内财政补贴占全部收入比例超过30%的项目，或运营期超过20年的项目，内部收益率的要求可适当放宽，但原则上不低于6%，降低项目门槛；另一方面，项目收入覆盖偿债资金的时间由“债券存续期”调整为“项目运营期”，以缓解公益性项目建设与收入周期错配的压力。最后，在风险管理和信息披露方面进一步规范。《办法》中鼓励类重点支持基础设施和公用事业特许经营项目，稳增长意图明显。

表1 项目收益债券政策比较

	《银行间债券市场非金融企业项目收益票据业务指引》	《项目收益债券试点管理办法（试行）》	《项目收益债券管理暂行办法》
定义	项目收益票据是指非金融企业（以下简称企业）在银行间债券市场发行的，募集资金用于项目建设且以项目产生的经营性现金流为主要偿债来源的债务融资工具。	项目收益债券是指与特定项目相联系的，债券募集资金用于特定项目的投资与建设，债券的本息偿还资金完全或基本来源于项目建成后运营收益的债券。	项目收益债券是指由项目实施主体或其实际控制人发行的，与特定项目相联系的，债券募集资金用于特定项目的投资与建设，债券的本息偿还资金完全或主要来源于项目建成后运营收益的企业债券。

发行主体	可通过成立项目公司等方式	项目实施主体	由项目实施主体或其实际控制人发行
鼓励类项目	与城镇化建设有关的	有利于经济结构调整和改善民生的项目	基础设施和公用事业特许经营项目，以及其他有利于结构调整和改善民生的项目、提供公共产品和服务的项目
发行市场	银行间市场	银行间市场	未明确要求
期限	可涵盖项目建设、运营与收益整个生命周期。	存续期不得超过募投项目运营周期	存续期不得超过募投项目运营周期
项目收益能力	能产生持续稳定经营性现金流，以项目产生的经营性现金流为主要偿债来源	在项目收益债券存续期内的每个计息年度，项目收入应该能够完全覆盖债券当年还本付息的规模。项目内部收益率（税后）应该大于现阶段社会折现率8%。	在项目运营期内的每个计息年度，项目收入应该能够完全覆盖债券当年还本付息的规模。项目投资内部收益率原则上应大于8%。对于政府购买服务项目，或债券存续期内财政补贴占全部收入比例超过30%的项目，或运营期超过20年的项目，内部收益率的要求可适当放宽，但原则上不低于6%。
政府支持	获取财政补贴等行为必须依法、合规，不应存在任何直接、间接形式的地方政府担保。	财政补贴应逐年列入有权限政府的财政预算并经同级人大批准列支，条件成熟后还需纳入有权限政府的中期财政规划。债券存续期内合法合规的财政补贴占项目收入的比例合计不得超过50%。	财政补贴应逐年列入相应级别人民政府的财政预算并经同级人大批准列支，条件成熟后还应纳入有权限政府的中期财政规划。债券存续期内合法合规的财政补贴占项目收入的比例合计不得超过50%。
增信方式	未明确要求	应设置差额补偿机制，也可以同时增加外部担保	应设置差额补偿机制，也可以同时增加外部担保
信用评级	鼓励对项目收益票据采用投资者付费模式等多元化信用评级方式进行信用评级。	定期跟踪。公开发行的项目收益债券，还应按有关要求对发行人进行主体评级和跟踪评级。	定期跟踪。公开发行的项目收益债券，还应按有关要求对发行人进行主体评级和跟踪评级。
资金监管	应设立募集资金监管账户，由资金监管机构负责监督募集资金投向。同时制定切实可行的现金流归集和管理措施，通过有效控制项目产生的现金流，对项目收益票据的还本付息提供有效支持。	项目实施主体应该在银行设置独立于日常经营账户的债券募集资金使用专户、项目收入归集专户、偿债资金专户，分别存放项目收益债券的募集资金、项目收入资金和项目收益债券还本付息资金。	项目收益债券发行人应该在银行设置独立于日常经营账户的债券募集资金使用专户、项目收入归集专户、偿债资金专户，分别存放项目收益债券的募集资金、项目收入资金和项目收益债券还本付息资金。

三、风险特征

作为以项目为导向的创新品种，项目收益债券具有以下较为突出的风险：

（1）项目实施风险：由于现阶段项目收益债券基本用于项目新建，因此项目自身面临较高的建设风险及试运营阶段风险。项目是否能够如期完工、是否能够满足正常运营的要求，是决定现金流是否能达到预期的重要因素。建设风险来自项目施工技术难度及项目方管理经验、建设方和供应商实力等方面。试运营阶段应重点考察试运行时间、相关经济和技术指标、项目质量的考核是否符合预期的风险。

（2）项目收益风险：除不能如期完工或不满足正式运营条件的风险外，项目现金流的顺利实现还会受到项目经营管理、市场条件和政策环境等方面的影响。对于基建项目，需要重点考察现金流形成机制、项目公司产品供应的稳定性及成本定价机制、下游需求可能的变化及售价定价机制和回款保障情况。项目所处的产业政策、法律环境等外部环境变化导致项目提前终止，也会导致项目偿债能力受到重大影响。

（3）项目偿债资金管理风险：项目收益债券以项目收益作为偿还债务的主要资金来源，除外部增信外，很难调剂其他资金偿还债务。因此，债务的按时足额偿还不仅依赖于项目现金流入的顺利实现，而且必须设置有效的监管和隔离机制，保证项目建设资金按计划投入、项目产生现金流入有效归集。若募集资金未按约定使用或者项目收益未按约定归集，出现资金混同或挪用，发行人又难以调剂其他资金，就很可能引起偿债资金无法按时到位的风险。

四、项目收益债券市场发展

银行间市场为项目收益债券主要发行市场。截至2017年3月底，根据联合资信GOS系统和Wind数据，已发行的项目收益债券共计73支，其中发改委口径的项目收益债券52支，项目收益票据21支，发行人共计63家。52支项目收益债

券中，在银行间市场和交易所市场双市场发行的债券共15支，仅在银行间市场发行的债券共37支，银行间市场为项目收益债券主要发行市场。

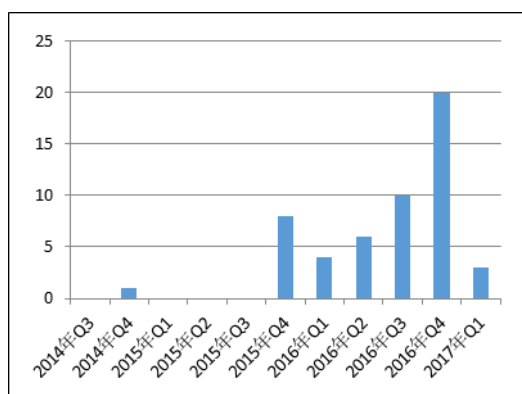
1.项目收益债券市场概况²

发行总量较小，2016年增长明显

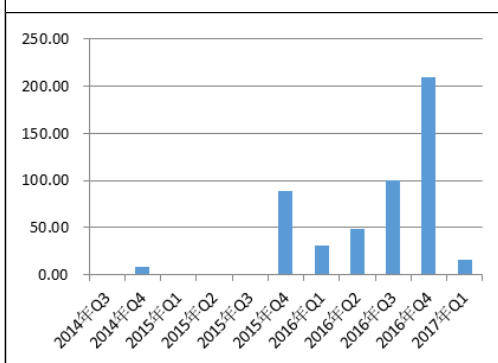
52支项目收益债券发行总额合计503.40亿元，平均每支债券发行额度为9.68亿元，发行额度小于7亿元的债券共16支，发行额度大于7亿元（含）小于10亿元的债券共6支，发行额度大于10亿元（含）小于15亿元的债券共21支，发行额度大于15亿元（含）的债券共9支。

从发行规模的历史变化看，在首支项目收益债券（“14穗热电”）于2014年第四季度正式发行后，在监管规则尚不明晰的背景下，2015年前三季度没有项目收益债券发行。经历了近一年的观望和储备期，随着《办法》的出台，项目收益债券于2015年第四季度起在发行数量和发行规模上均呈现出明显的爆发性增长态势（见图1和图2）。其中2016年为首个各季度均有项目收益债券成功发行的年份，当年共计发行项目收益债券40支，发行总额390.40亿元。受到市场资金成本波动和季节性因素等原因的影响，2016年项目收益债券的发行数量和发行规模均呈现逐季度上升态势；受债券市场资金面紧张的影响，2017年一季度发行数量锐减。

图 1 项目收益债券各季度发行数量（支） 图 2 项目收益债券各季度发行规模（亿元）



数据来源：联合资信GOS系统



数据来源：联合资信GOS系统

² 本部分所指“项目收益债券”不包含项目收益票据

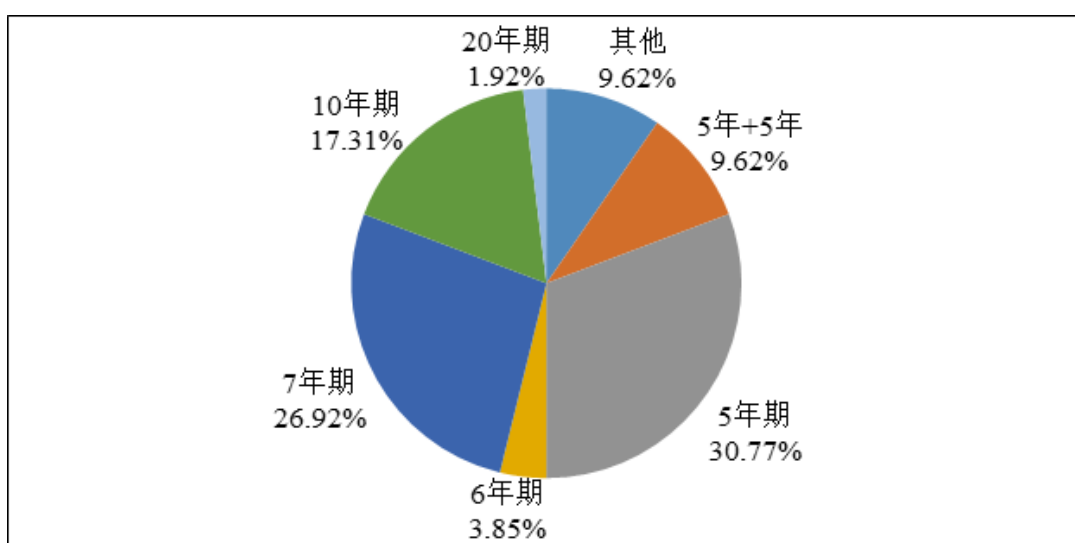
债项级别以AA为主，整体信用水平比较稳定

从债项级别分布来看，截至2017年3月底，52支项目收益债券中债项级别为AA级的31支、AA⁺级15支、AAA级6支。AA级债券占比59.62%。上述债券中，3支债券在发行日至2017年3月底期间出现级别调整，2支债券债项级别由AA级调升至AA⁺级，1支债券级别由AA⁺级调升至AAA级，债券级别调整主要由于差额补偿人主体级别调整所致。目前多数募投项目尚处于建设期，项目实际运营情况尚未对债项等级产生明显影响。

长期限债券比例较高，均采用分期还本条款，符合项目收益长周期特征

从债券发行期限看，52支项目收益债券中，5年期债券、7年期债券和10年期债券在52支项目收益债券中的占比合计达到75%，发行期限为6年和20年的项目收益债券数量较少（见图3）。另有10支设置了回售条款，其中5+5年占一半。项目收益债券发行期限整体以中长期为主，且所有项目收益债券在发行条款中设置了分期还本条款，反映出发行人倾向于通过以较长发行期限与项目运营期相匹配，这既满足了监管法规对每年项目收益偿债覆盖的要求，同时又实现分散偿还本金、降低还款压力的目标。但期限较长也必然面临更长周期的宏观波动和市场风险，给未来远期收益带来一定的不确定性。

图3 项目收益债券发行期限分布图

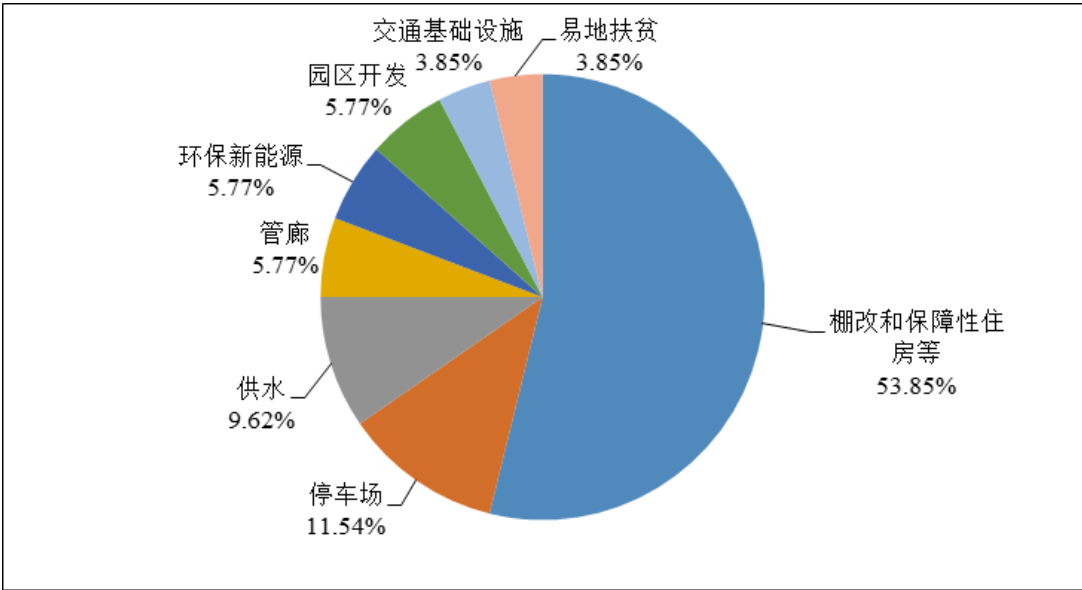


数据来源：联合资信GOS系统

项目行业集中于棚改项目和市政建设，符合政策鼓励方向

从募投项目行业分类来看， 52支项目收益债券募投项目中， 28支债券所对应的募投项目归属于棚户区改造、安置房建设、公租房建设、危旧房改造等； 6支债券所对应的募投项目为停车场建设； 5支债券所对应的募投项目归属于自来水生产和供应，具体包括供水工程或供水改扩建工程； 3支债券所对应的募投项目归属于架线和管道工程建筑，具体包括管廊建设。总体来看，棚户区改造、停车场建设、给水工程和综合管廊建设为项目收益债券募集资金的主要投资方向，募投项目分布与国家发展改革委颁布的系列文件所鼓励的投资方向基本吻合。上述类型的项目以保障房销售收入、车位出租出售收入、管网租赁收入等作为项目收益，预期项目运营后现金回流较为稳定，但这些收益的实现与当地房地产市场行情和城市规划密切相关，项目收益存在不确定性。

图4 项目收益债券募投项目行业分类



数据来源：联合资信GOS系统

全部使用外部增信，差额补偿与担保为主要形式

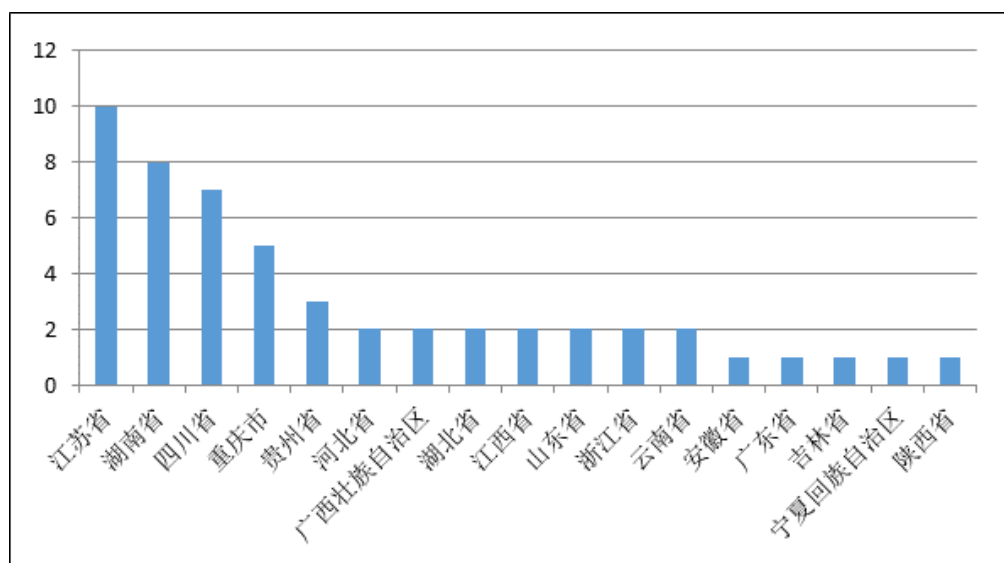
从增信方式来看， 52支项目收益债券均采用增信措施以提升债券信用等级，其中以差额补偿居多，部分项目收益债券通过差额补偿和担保并用或双差额补偿的形式进一步实现增信。

从发行人与差额补偿人的关系看，52支项目收益债券中，22支债券由母公司提供差额补偿（其中2支由母公司的股东提供）；9支债券由与发行人在同一地区经营的其他企业提供差额补偿；5支债券由同属相同实际控制人的关联企业提供差额补偿；9支债券未发现差额补偿人和发行人之间存在明显关系（包含第三方专业担保机构）。除此之外，少数发行人选择由区域外企业、非控股股东、上级平台公司或其自身提供差额补偿。总体看，差额补偿人主要为母公司、兄弟公司和相互熟悉的区域内企业。由母公司或兄弟公司做差额补偿人，其履行差额补偿义务的意愿较强，其他关系的差额补偿人可能意愿相对较弱。对于发行人与差额补偿人位于同一地区的，会同时受到同一区域的经济状况影响。外部增信方的主体级别以AA级为主，企业属性以城投企业居多，债项级别受到地方政府信用水平影响。

发行人区域分布比较集中，江苏、湖南发行最多

从项目收益债券发行人地区划分看，江苏省、湖南省、四川省和重庆市的发行数量在5支及以上（见图5），其他区域发行项目收益债券数量相对较少，项目收益债券与传统企业债券在发行人区域分布上具有一定一致性。较多项目所在地位于二线以下城市，地方财政和区域经济抗风险能力相对不强。

图5 项目收益债券地区分布图（单位：支）

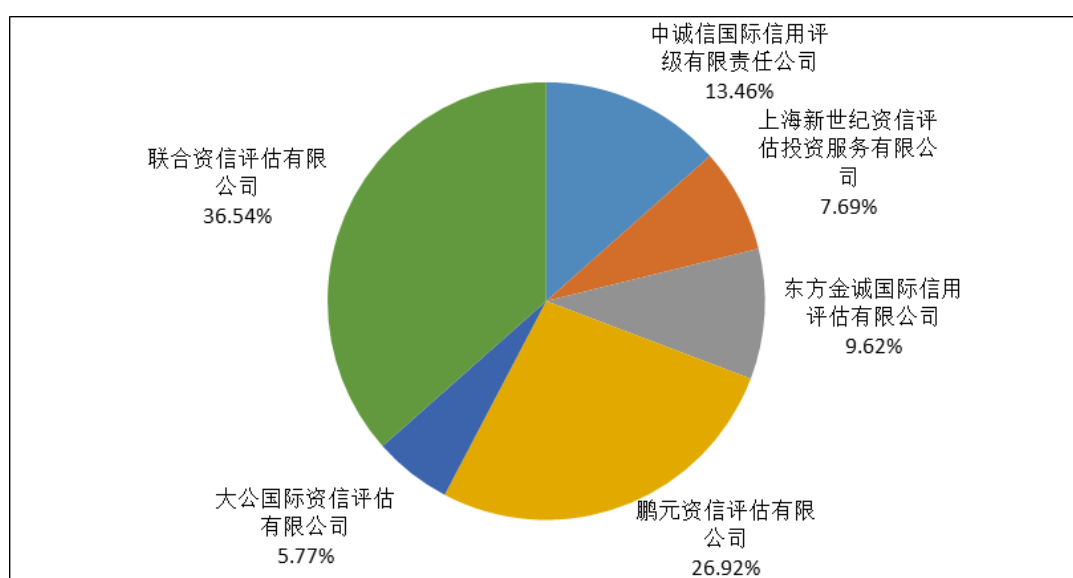


数据来源：联合资信GOS系统

海通、申万宏源和银河证券承揽数量较多，联合资信在信用评级市场占有率最高

从项目收益债券主承销商份额来看，共有28家证券公司参与52支项目收益债券的承销。28家证券公司中，海通证券、申万宏源证券和银河证券共计承销了13支项目收益债券，其他证券公司承销的项目收益债券数量为1~3支。从信用评级机构来看，联合资信评估有限公司和鹏元资信评估有限公司在项目收益债券市场中所占份额明显高于其他信用评级机构（见图6）。

图6 项目收益债券信用评级机构业务市场份额



数据来源：联合资信GOS系统

2.项目收益票据市场概况

截至2017年3月底共发行21支项目收益票据。由于其中14支为非公开定向债务融资工具，公开披露信息较少，导致项目收益票据整体情况难以统计。截至2017年3月底，项目收益票据总发行规模超过91.50亿元，平均每支约4.82亿元，明显小于项目收益债券的平均发行规模。各票据发行规模在0.50亿元至10.00亿元间波动，发行人仅分布于江苏省、河南省、山东省、湖北省和天津市等地，其中江苏省发行人数量明显多于其他省（市）。项目收益票据发行年限分布于2年至23年间，10年期限及以上占比较高。

公开发行的项目收益票据共7支，发行总额36亿元，发行时间集中于2015年四季度和2016年四季度。其中5支债项级别达到AAA，2支为AA+。发行人5家，集中位于江苏和湖北。发行年限以7年期（含）以上为主。7年期（含）以上的4支票据均设置了分期还本条款，其中1支同时还设置了回售条款。募投项目主要为高速公路和房地产。其中2支采用质押担保，5支采用了外部担保（关联企业为主）作为增信方式。

表2 公开发行的项目收益票据情况

债券简称	发行额 (亿元)	起息日	债项 级别	期限 (年)	是否分期 还本	募投项目 行业	增信方式
15 鄂交投 PRN001A	9.30	2015-11-10	AAA	15+8	是	高速公路	差额补 足、质押 担保
15 鄂交投 PRN001B	3.70	2015-11-10	AAA	23	是	高速公路	差额补 足、质押 担保
16 金融城建 PRN001	5.00	2016-06-17	AAA	2	否	商业地产	担保
16 兴淮水务 PRN001	5.00	2016-10-25	AAA	10	是	水务	担保
16 苏州乐园 PRN001	2.00	2016-10-27	AA+	7	是	游乐园	担保
16 金融城建 PRN002	5.00	2016-11-25	AAA	2	否	商业地产	担保
17 紫金科技 PRN001	6.00	2017-03-17	AA+	3+3+2	否	科技创业 园	担保

数据来源：联合资信GOS系统、wind资讯

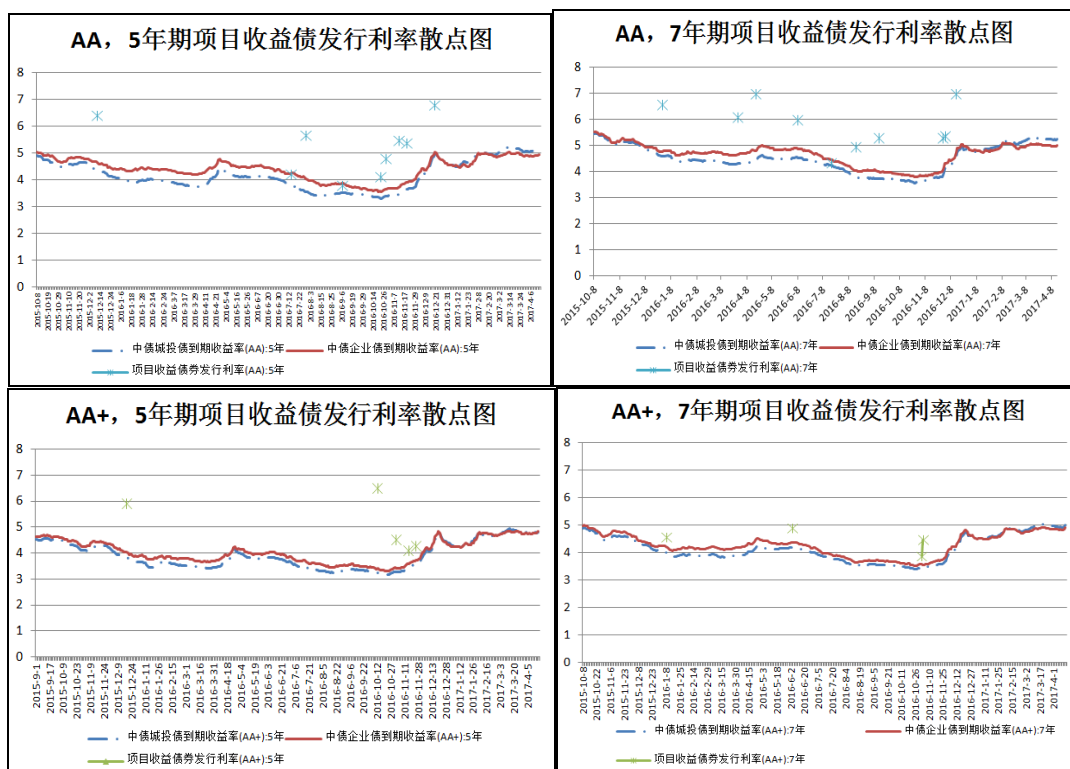
3.项目收益债券发行成本及利差分析

债券发行利率在微观上受到债券资信情况、期限等因素的影响，同时受整体宏观经济和市场环境的波动影响。由于样本量小且分散，本文以样本较为集中的AA和AA+级、5年期与7年期项目收益债券为例，以同级别、同期限的中

债企业债、中债城投债到期收益率反映市场因素的变化，对项目收益债券的发行成本进行分析。

2015年四季度至2016年11月，市场整体呈现利率下行的趋势。同期，项目收益债券发行成本整体也有所下降。同期限、不同级别债券的成本情况有一定分化：5年期项目收益债券的不同级别成本差异较小，AA与AA+债券发行成本均在4%~7%之间；7年期项目收益债不同级别的成本差异较大，AA级债券发行成本在5%~7%之间，AA+级债券基本保持在5%以下。而同级别、不同期限债券成本相近。2016年12月以来，市场呈利率上行趋势，项目收益债券发行利率明显上升，发行规模锐减。

图 7 项目收益债券发行利率散点图



数据来源：联合资信GOS系统

注：图中散点代表项目收益债券的发行利率及对应日期，实线与虚线分别代表中债企业债与中债城投债到期收益率。

此外，本文还通过选取同时期发行、同级别、同期限的普通企业债进行利差分析。经过筛选，13支项目收益债券有符合条件的可比债券。对于AA级7年期的项目收益债券，利差范围在-34bp~180bp，仅一支债券为负利差，10支样

本债券的平均利差76bp。而AA+级7年期的3支样本债券有2支为负利差，平均利差-7.6bp。通过与可比债券的发行利率均值比较，可以发现AA级别的项目收益债券的发行成本要高于同级别的普通企业债，投资者对资质一般的差额补偿人进行增信的认可程度较低。对于发行人而言，如果无法找到较强资质的差额补偿人，发行项目收益债券可能导致较高的融资成本。

表3 项目收益债券利差明细表

债券简称	发行额 (亿元)	发行日	发行 利率	发行时债 项级别	期限 (年)	可比债券 利率均值	利差 (BP)
15 匀棚改项目债	13.00	2015-12-25	6.60%	AA	7	5.28%	132
16 随供水项目 NPB	3.50	2016-03-25	6.10%	AA	7	4.56%	154
16 川煤气化项目 NPB01	10.00	2016-04-15	7.00%	AA	7	5.20%	180
16 盘县棚改项目 债	15.00	2016-06-06	6.00%	AA	7	5.45%	55
16 如东公租项目 债	10.00	2016-07-15	4.37%	AA	7	4.71%	-34
16 巴南棚改项目 NPB	7.50	2016-08-15	4.99%	AA	7	4.47%	52
16 常棚改项目 NPB	15.00	2016-09-12	5.33%	AA	7	4.25%	108
16 郴州停车场项 目 NPB	15.00	2016-11-23	5.34%	AA	7	4.85%	49
16 广交停车项目 NPB	13.40	2016-11-30	5.39%	AA	7	5.14%	25
16 川煤气化项目 NPB02	5.00	2016-12-13	7.00%	AA	7	6.58%	42
16 如东棚改项目 债	12.00	2016-01-07	4.57%	AA+	7	4.77%	-20
16 宁棚改项目债 01	5.00	2016-06-02	4.89%	AA+	7	5.06%	-17
16 宁棚改项目债 02	10.00	2016-11-01	3.88%	AA+	7	3.74%	14

数据来源：联合资信GOS系统

注：“可比债券”指在目标债券发行日前后各一周内发行的同级别、同期限债券。

总体看，项目收益债券并未显现出成本优势。由于现阶段项目收益债券发行数量与规模仍然有限，统计结果可能存在偏差和局限性。

六、展望

总体看，目前项目收益债券发行数量和规模较小，2016年度呈现出明显增长趋势。项目收益债券的发行市场以银行间市场为主。项目收益债券债项级别以AA为主，级别分布与市场整体相接近。因考虑到与项目运营时间匹配，长期限债券（10年及以上）占比较高，且绝大多数设置分期还本以缓解集中偿付压力。江苏、湖南项目收益债券发行量较大。募投项目以棚户区改造、停车场、地下综合管廊为主，符合政策鼓励方向，但项目收入受到当地房地产行业行情及城市整体规划发展影响较大。虽然全部项目收益债券及公开发行的项目收益票据均设置了增信措施，但是外部增信主体中有关联关系或者位于同一区域的城投平台类企业较多，债项级别间接受到地方政府信用水平的影响。而且市场对目前的差额补偿方式认可程度不高，项目收益债券成本优势未显现。因此，项目收益债券面临期限较长、区域和行业风险比较集中、外部增信资质有限且与发行人相关性较强、流动性偏弱、其抗风险能力受到地方政府信用的影响等方面的不利影响。

项目收益债券在设计理念和政策支持上有较大优势，未来仍有较大的发展空间。

首先，项目收益债券的创新借鉴了西方发达国家公用事业融资经验，符合中央长期政策思路方向和国际市场发展规律。随着现有地方政府平台类企业融资职能的剥离，经营性和准经营性公用事业项目将更多的依靠项目自身收益实现资金平衡，以项目为导向的融资工具有望增加供给，并实现对地方政府债务的规范化管理，减轻政府债务风险。

其次，由于项目收益债券以项目为导向，不纳入地方政府债务，因此不受普通债券发行过程中关于发债指标、地区债务率等相关限制，债券发行规模可根据项目收益情况确定。因而，虽然没有成本优势，但对于无法通过普通企业债融资的项目而言，项目收益债券还是提供了一个可以直接融资的新选择。

《指引》等政策性文件对项目收益债券提出了强制性的外部增信要求，差额补偿制度和担保制度提升了债券信用级别并在一定程度上缓释了债券信用风

险。同时，《指引》对项目收益债券募集资金的归集、运用和日常管理做出了明确、严格的监管要求，进一步控制风险。

但严格的监管也成为限制项目收益债券发展的因素之一。与普通企业债相比，《指引》等政策性文件对募投项目收益情况、外部增信情况提出了更高的硬性要求，趋于复杂的交易结构及第三方专业机构的强制性评估要求，进一步提升了项目收益债券的发行周期和发行费用。而且通过普通债券进行融资，仍然是相对简易的替代方式，加上项目收益债券没有成本优势，对项目收益债券市场的短期快速发展也带来一定制约。

随着监管的完善和品种的成熟，未来项目收益债券的信用资质有望减少对外部增信的依赖，更多的依靠项目自身的运营管理水平。运行成熟的项目也有望与资产证券化等新兴的融资工具相结合，其偿债来源将更加侧重于项目自身产生的现金流。