

作者：徐骥，CFA  
 邮箱：research@fecr.com.cn

## 从收费公路公报看各地专项债偿债能力

2020年9月28日，交通运输部公开发布了《2019年全国收费公路统计公报》。各地方（省、自治区、直辖市）交通运输管理部门也于近期陆续公布了地方收费公路统计公报。

从里程构成来看，2019年末高速公路里程占收费公路总里程的比重为83.5%，比2018年末提高了1.5个百分点。2010年末至2019年末，高速公路里程占收费公路总里程的比重提高了36个百分点。

■ 高速公路   
 ■ 一级公路   
 ■ 二级公路   
 ■ 独立桥梁、独立隧道

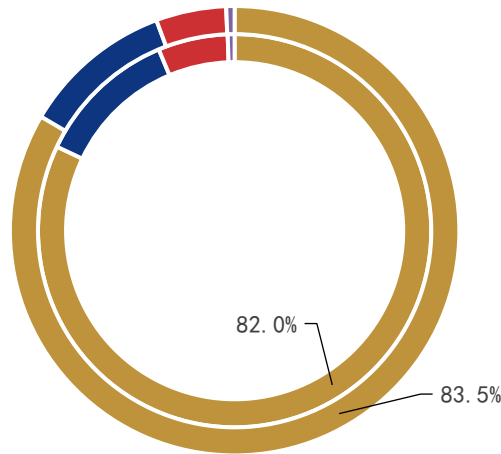


图1：2018年（内环）、2019年（外环）全国收费公路里程构成百分比

注：按技术等级构成，收费公路包括高速公路、一级公路、二级公路、独立桥梁、独立隧道。

资料来源：交通运输部、Wind 资讯，远东资信整理

### 收费公路收支缺口扩大

2019年度，全国收费公路通行费收入5937.9亿元，比上年增长6.9%；支出总额为10787.7亿元，比上年增长12.1%；通行费收支缺口（通行费收入和支出的差值）4849.8亿元，比上年增长19.2%。

此前3年（2016-2018年），通行费收支缺口分别为4143.3亿元、4026.5亿元、4069.4亿元，连续3年基本稳定在4000亿元的水平。2019年，收支缺口扩大了780.4亿元，缺口增幅较大（见图2）。

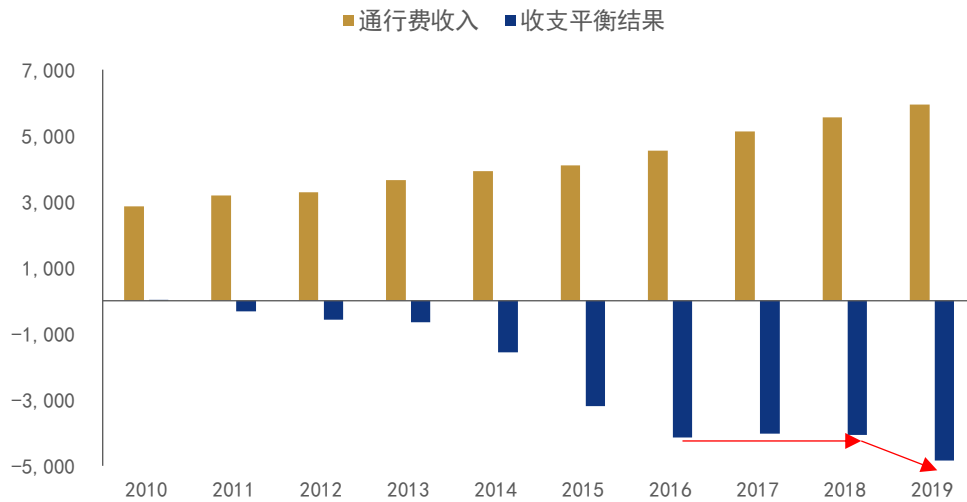


图 2：2010-2019 年全国收费公路通行费收入和收支平衡结果（单位：亿元）

注：收支平衡结果，即通行费收支缺口，是指使用通行费收入减去支出总额，通行费收入大于支出总额为盈余，通行费收入小于支出总额为缺口

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从技术等级构成来看，收支缺口的扩大主要是由高速公路的收支缺口扩大造成。2019 年，高速公路收支缺口较上年扩大 816.6 亿元，一级公路收支缺口较上年扩大 11.2 亿元，二级公路收支盈余较上年增长 1.5 亿元，独立桥梁收支缺口较上年收窄 18.6 亿元，独立隧道则由收支缺口转为收支盈余。

图 3：2019 年全国收费公路支出构成

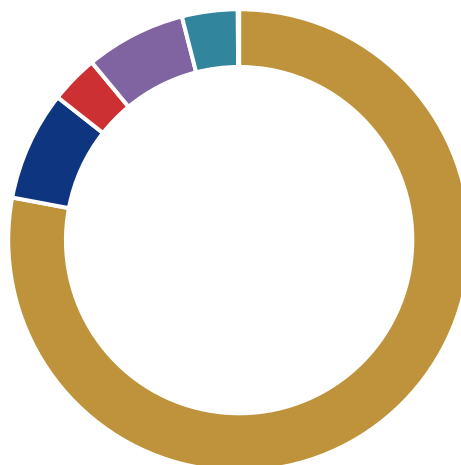


图 3：2019 年全国收费公路支出构成

资料来源：交通运输部、Wind 资讯，远东资信整理

从支出构成来看（见图 3），收费公路的支出由还本付息支出（包括偿还债务本金、偿还债务利息）、养护支出、公路及附属设施改扩建工程支出、运营管理支出、税费支出、其他支出等 6 项组成。从绝对值来看，2019 年度，支出增长较大的两项支出是还本付息支出和养护经费支出；其中，还本付息支出较上年增加了 694.9 亿元，养

护支出较上年增加了236.6亿元。从支出变动的百分比来看，还本付息支出较上年增长了9.0%，养护支出较上年增长了40.2%，公路及附属设施改扩建工程支出较上年增长了90.0%，税费支出较上年增长了11.4%；这四项支出的增长百分比都要明显高于通行费收入的增长百分比（6.9%）。

### 各地收支情况差异巨大

全国收费公路的收支数据仅能反应整体情况，而各地（省、自治区、直辖市）的收费公路数据则差异巨大。由于各地的收费公路里程差异较大，以每公里的通行费收入和每公里收支平衡结果或更能反应各地实情。

从每公里通行费收入情况来看（见图4），上海、北京、广东位列前三位，其中，上海收费公路2019年度每公里通行费收入为1124.6万元/公里，高居榜首。排在后7位的省份的每公里通行费收入都不足200万元/公里。

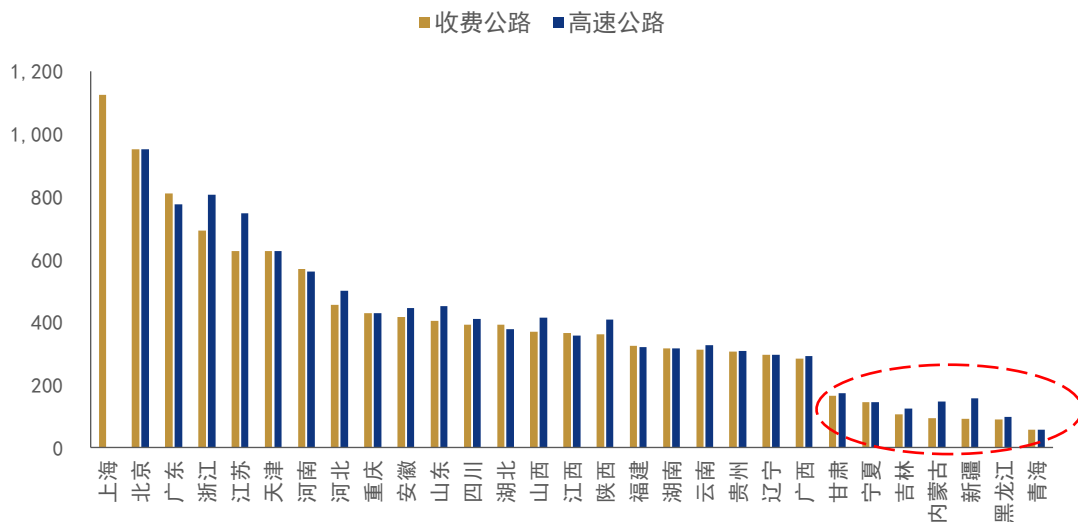


图4：2019年各地收费公路每公里通行费收入（单位：万元/公里）

注：上海高速公路相关数据缺失。每公里通行费收入=当年通行费收入÷（上年末和当年末里程平均值）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

各地收费公路每公里通行费收入的差异可能和当地经济发展情况、收费标准、通行量、新建收费公路投入使用时间、公路布局等多个因素都有关联。长期来看，2010-2019年，收费公路和高速公路的每公里通行费收入均出现缩水下降的地区有黑龙江和辽宁。2019年，黑龙江收费公路和高速公路的每公里通行费收入分别为88.45万元/公里和96.52万元/公里，较上年分别下降2.82万元/公里和3.64万元/公里；2018年末至2019年末，黑龙江的收费公路总里程和高速公路里程基本没有变化。

除了受制于经济发展状况、收费标准、通行量等多重因素影响以外，作为纯粹的收入指标，每公里通行费未将支出纳入考量。因此，将支出扣除以后的每公里收支平衡结果更有参考价值。

从每公里收支平衡结果来看（见图5），2019年，除上海和新疆实现收支盈余以外，其他各地都呈现收支缺口。其中，每公里收支缺口最大的2个地区为北京和贵州。

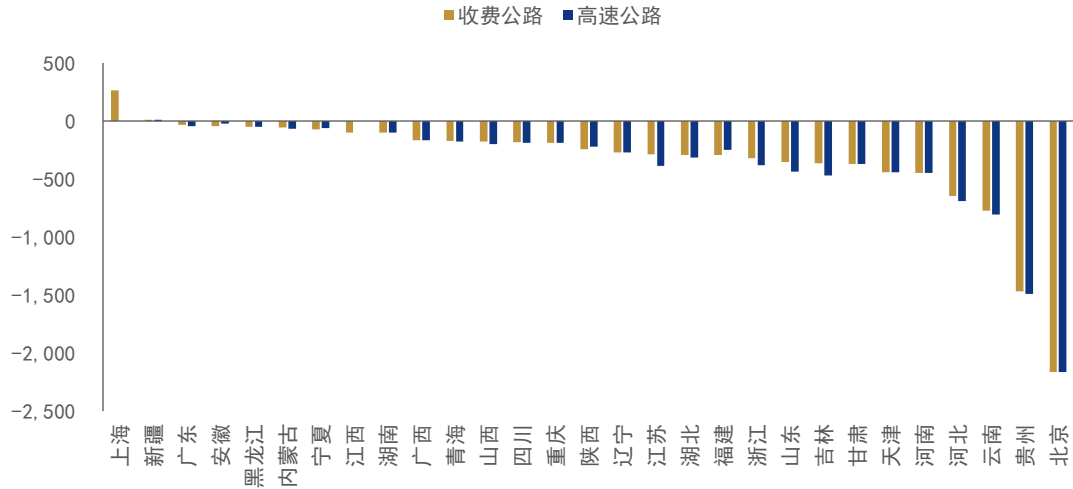


图5：2019年各地收费公路每公里收支平衡结果（单位：万元/公里）

注：上海和江西的高速公路相关数据缺失。每公里收支平衡结果=当年收支平衡结果÷（上年末和当年末里程平均值）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

北京作为首都，拥有特殊的地位，和超强的资源调配能力，能够承受较大收支缺口。相较来看，贵州的收支缺口可能更让人忧虑。

2019年，贵州的每公里收支缺口为1469.71万元/公里，比上年扩大了132%。收支缺口的扩大主要是由支出大幅增长所致，而支出大幅增长主要是由还本付息支出的大幅增加所致。2019年，贵州收费公路还本付息支出为1120.31亿元，比上年大幅增长了108%。当然，如果偿还债务能够降低杠杆率，也许这并非坏事，甚至能够降低后续的还本付息金额，从而缩减收支缺口。但是，目前贵州收费公路面临的债务负担依旧较重，而从下文可知，放眼全国来看，贵州收费公路的债务负担还不是最重的。

### 地方政府收费公路专项债券能否实现资金平衡？

2017年，财政部、交通运输部印发了《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕97号，以下简称《办法》）。作为地方政府项目收益专项债的一种（属于地方政府专项债券），地方政府收费公路专项债券（简称“收费公路专项债券”）对应的政府收费公路项目“应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡”。

收费公路专项债券若要实现项目收益和融资自求平衡，则对应收费公路项目在债券存续期内的收入应当至少能够覆盖包括债务性还本付息在内的支出。通过计算各地收费公路的**债务收入比**（年末债务余额÷当年通行费收入），我们可以得出各地收费公路的负债情况（见图6）。

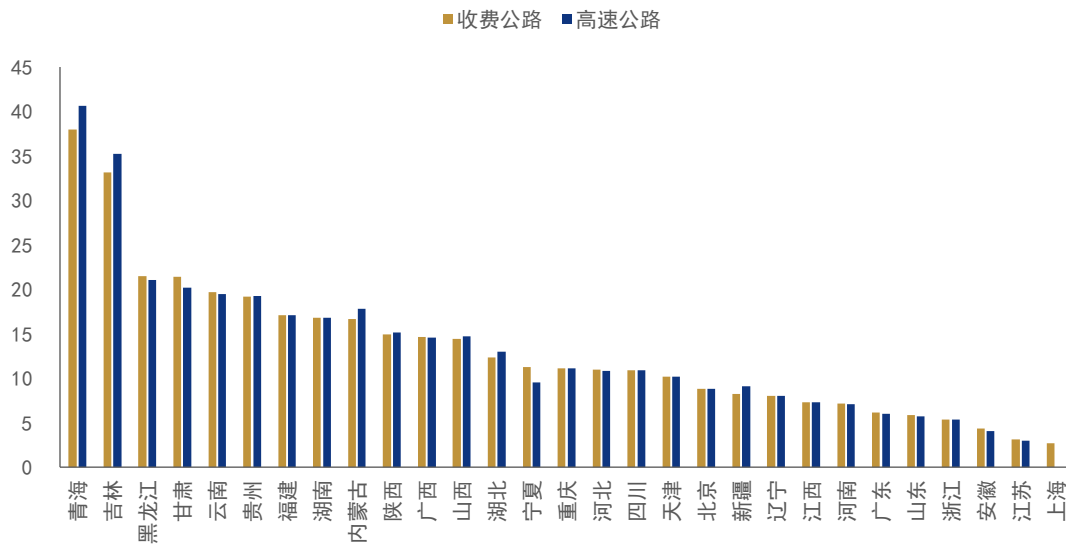


图6：2019年各地收费公路债务收入比（单位：倍）

注：上海的高速公路相关数据缺失。债务收入比=年末债务余额÷当年通行费收入

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

在不考虑其他支出并假设通行费收入不变等条件下，债务收入比反映了偿还现有债务所至少需要的时间(年)。2019年各地收费公路债务收入比显示，青海和吉林的债务负担最重；按2019年通行费收入计算，青海至少需要38.0年的时间才能清偿现有债务，吉林则需要至少33.2年。过去3年（2017-2019年），青海和吉林的“债务收入比”均值（3年简单平均）分别为41.6和24.4；和3年均值相比，2019年青海的偿债能力有所增强，而吉林的偿债能力则有所弱化。在数据的另一端，上海、江苏、安徽的收费公路债务收入比都小于5，偿债能力较强。

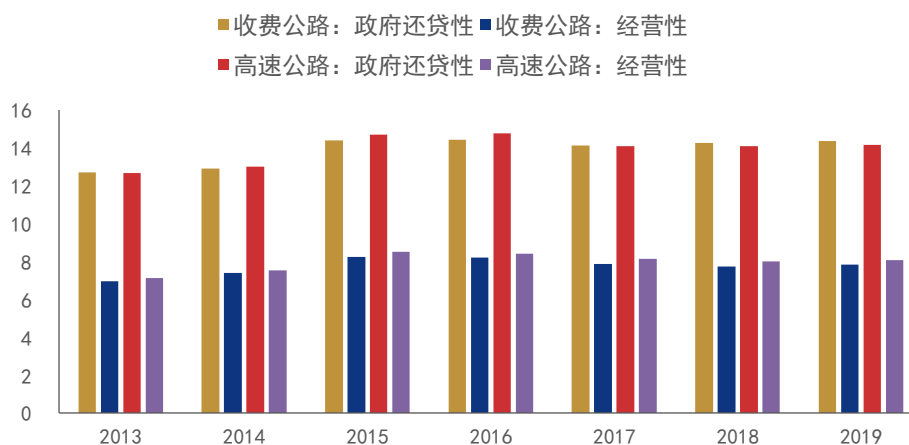


图7：政府还贷性收费公路、经营性收费公路的债务收入比（单位：倍）

注：根据《2019年全国收费公路统计公报》，**政府还贷公路**，是指县级以上地方人民政府交通运输主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，收费时使用财政票据；**经营性公路**，是指国内外经济组织投资建设或者依照公路法的规定受让政府还贷公路收费权的公路，收费时使用税务票据

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

在计算债务收入比时,我们发现,政府还贷性收费公路和经营性收费公路的债务收入比存在较大差异(见图7)。过去3年(2017-2019年),政府还贷性收费公路的债务收入比分别为14.1、14.3、14.4,经营性收费公路的债务收入比分别为7.9、7.7、7.8。经营性收费公路的债务负担明显较轻,偿债能力相对较强。不过,地方政府专项债券一般针对的是有一定收益的公益性项目,政府还贷性收费公路可能匹配度更高,而收益状况较好的经营性收费公路项目可能不太需要政府通过举债方式投入资金。

Wind数据显示,从2017年至2020年9月30日,各地共发行收费公路专项债券181只,发行规模4557亿元,平均发行期限约为12年(简单平均值)。图8显示,各地发行的收费公路专项债券的平均期限和各地收费公路的债务收入比(3年均值)之间存在或大或小的差距。在一定程度上,如果发行平均期限长于债务收入比,我们可以认为其债券的偿付保障度较高,如果发行平均期限短于债务收入比,我们可以认为其债券的偿付保障度较低。数据显示,青海和吉林的平均发行期限要明显短于债务收入比,相关收费公路项目能否在债券存续期内产生足以覆盖债务性支出的收入,令人担忧。

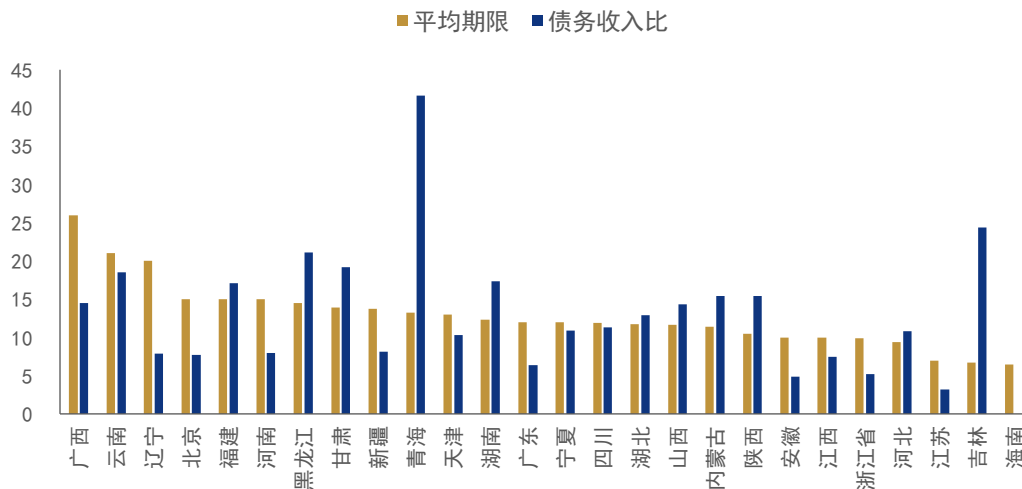


图8：各地收费公路专项债券平均期限和债务收入比(单位：年、倍)

注：海南的债务收入比数据缺失。专项债券的发行区间为2017年至2020年9月30日，债务收入比为2017-2019年的平均值

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

当然,上述比较也有一些局限性。**首先**,同一地方(省、自治区、直辖市)的项目具体情况有所差异,可能存在收益情况较好(或较差)的收费公路项目,优于(或劣于)该地收费公路的平均收益水平。**其次**,债务收入比的分子是通行费收入(通行费收入是收费公路的最主要收入),没有考虑其他收入来源(如广告、服务设施收入等),同时也没有扣减其他非债务性支出(如养护支出、运营管理支出等)并忽略了无收入的建设期。**再次**,地方政府专项债券的期限要求是在逐步放宽的,2017-2020年,收费公路专项债券的平均发行期限呈现不断拉长的现象,合理拉长债券期限或有助于缓解项目偿债压力。**最后**,其他一些未列明或未考虑到的因素也会对上述比较的实际内涵产生影响。

基于各地收费公路发行期限和债务收入比的比较结果,在后续发行收费公路专项债券方面,以下因素或可纳入政策考虑。

一是，各地应当根据项目收入测算情况和当地收费公路近期实际收入状况合理设置债券期，确保债券存续期内，收费公路产生的现金流能覆盖债务性支出。如果通行费收入能够合理保障经营支出和还本付息支出，那么可以做分期偿还本金的安排。目前发行的收费公路专项债券绝大部分都是到期一次性还本，缺乏合理的还本设计。如果到期时项目不做再融资，一次性还本压力很大。

二是，项目建成并运营收费之后，应当至少按年度公布经审计的收费公路的收入和支出情况。对于收入没有达到预期的项目，地方政府应当采取补救措施，确保“项目收益和融资平衡”。

三是，严格控制收费公路项目收益债券到期后的再融资比例。地方政府项目收益专项债券的创设初衷之一就是“打造立足我国国情、从我国实际出发的地方政府‘市政项目收益债’，防范化解地方政府专项债务风险”。如果项目收益债券在到期后，出现大比例的再融资，那么“项目收益和融资平衡”就无从谈起。

2020年上半年，受新冠疫情和免费政策影响，收费公路的收入大幅下滑，偿债压力陡升，全年收支缺口料将进一步扩大。未来，在收费公路规划建设和举借债务时，各地方政府应当实事求是、量力而为。

### 【作者简介】

徐骥，CFA，纽约大学理工学院数学硕士，研究部高级研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



## 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话：010-57277666

### 上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层  
电话：021-61428088 021-61428115

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。