

收费公路专项债落地 地方专项债进一步细化

研发部 黄田

7月12日，财政部联合交通运输部发布了《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》”或“97号文”），我国地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债券”）正式落地，是继6月2日财政部首推土储专项债后又一以地方政府性基金收入项目分类发行的专项债券创新品种。在当前地方政府举债融资日益规范化的背景下，收费公路专项债券的推出疏通了我国地方政府举债融资的渠道，丰富了我国专项债券的品种，有利于防范和化解交通领域新增债务风险。

在金融去杠杆持续推进和金融严监管的背景下，上半年地方债融资成本一路走高，地方债发行节奏放缓，发行规模较小，但预计年内地方政府债尤其是专项债的规模在预算内增长空间较大，发行速度将有所加快。同时，为满足不同类别基础设施建设项目的融资需求，专项债券的创新品种或将越来越细化。

一、收费公路专项债落地

在当前地方政府举债融资日益规范化的背景下，《办法》推出收费公路专项债券，是继上月财政部首推土储专项债后又一地方政府专项债券创新品种，将成为解决政府新建收费公路举债融资问题的唯一正规渠道，有利于防范和化解交通领域新增债务风险。

随着2014年新预算法的实施和地方政府债务管理的加强，地方原有各类交通融资平台的政府融资功能被取消，发行地方政府债券成为地方政府实施债务融资新建公路的唯一渠道，原政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金，此次推出收费公路专项债券则是针对地方政府新建公路举债融资方式的进一步细化。

《办法》明确：地方政府收费公路专项债券是地方政府专项债券的一个品种，是指地方政府为发展政府收费公路举借，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还的地方政府专项债券。收费公路专项债券纳入地方政府专项债务限额管理。其收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理。财政部在国务院批准的年度地方政府专项债务限额内，根据政府收费公路建设融资需求、纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入和专项收入状况等因素确定年度全国收费公路专项债券总额度。各省、自治区、直辖市年度收费公路专项债券额度在国务院批准的分地区专项债务限额内安排。

《办法》指出：发行收费公路专项债券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。对应的政府性基金收入包括车辆通行费收入、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。除根据省级财政部门规定支付必须的日常运转经营外，对应的政府性基金收入专门用于偿还收费公路专项债券本息。与土储专项债一样，收费公路专项债券的偿债资金来源限定于对应项目的收益，均要求实现项目收益和融资自求平衡。

《办法》对于优先支持的政府收费公路项目做了明确安排。收费公路专项债券资金应当专项用于政府收费公路项目建设，优先用于国家高速公路项目建设，重点支持“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略规划由政府收费公路项目建设，不得用于非收费公路项目建设，不得用于经常性支出和公路养护支出。任何单位和个人不得截留、挤占和挪用收费公路专项债券资金。除以上规定外，《办法》答记者问再次明确了发债资金用途，收费公路专项债券资金不得用于经营性收费公路，不得用于偿还存量债务。因此，收费公路专项债券资金不能通过借新还旧来周转偿还，而土储专项债则明显不同，其在不能偿还到期债券本金时，可在专项债务限额内发行土储专项债券周转偿还。值得注意的是，与国家长期发展战略相关的收费公路项目是国家予以优先支持的领域之一，未来融资需求更易得到满足。

考虑到与政府收费公路收费期限的适应性，《办法》规定，收费公路专项债券期限原则上单次发行不超过 15 年。为了匹配募投收费公路项目的特殊性，收费公路专项债券的期限打破了地方专项债 10 年的上限，也体现了与土储专项债不超过 5 年期限的差别。此外，《办法》明确：收费公路专项债券发行时，可以约定根据车辆通行费收入情况提前或延迟偿还债券本金的条款。鼓励地方政府通过结构化创新合理设计债券期限结构。此前土储专项债券约定可以提前偿还本金的条款已属于地方债条款上的重大创新，此次延迟偿还债券本金条款亦有异曲同工之妙。此外，为了体现收费公路建设运营与土地收储之间的期限差异，延迟偿还债券本金条款或将对“周转偿还条款”的一种创新。

二、地方债发行机制日益完善，专项债或有增长空间

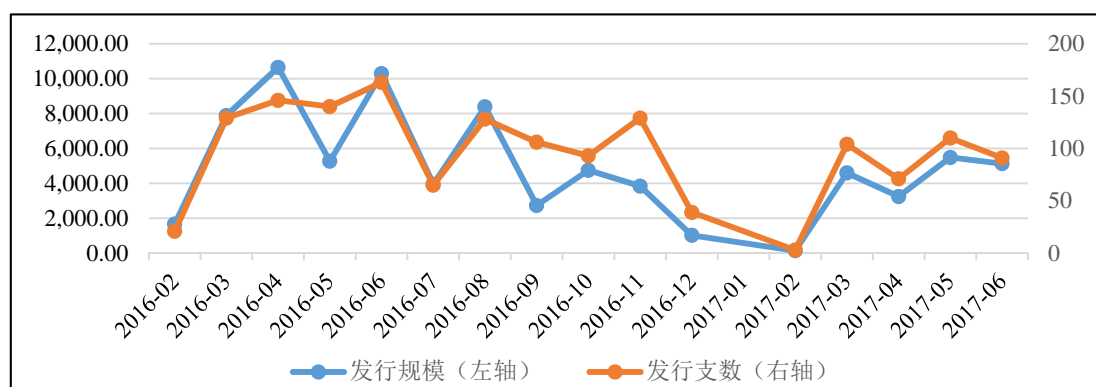
2017 年以来，在金融去杠杆持续推进和金融严监管的背景下，上半年地方债融资成本一路走高，地方债发行节奏放缓，发行规模较小，但预计年内地方政府债尤其是专项债的规模在预算内增长空间较大，发行速度将有所加快。

Wind 数据显示，截至 2017 年 6 月末，我国地方政府债共发行 379 支，较上年同期减少 220 支，同比下降 36.73%；发行金额合计 1.86 万亿元，较上年同期

大幅减少 1.71 万亿元，同比大幅下降 47.95%。可见，上半年地方债发行节奏和规模均低于去年同期水平。

从新增债券情况来看，2017 年上半年地方政府新增债券共发行 4647.72 亿元¹，其中，新增一般债券 2714.60 亿元，新增专项债券 1933.12 亿元。根据 2017 年政府工作报告中对 2017 年地方政府债券工作的安排，2017 年计划发行新增地方政府债券共计 1.63 万亿元，其中新增一般债券 8300 亿元，新增专项债券 8000 亿元，而上半年新增债券的发行速度较慢，仅完成了全年发行计划的 29.04%，其中新增专项债券仅完成了全年总量的 24.16%。

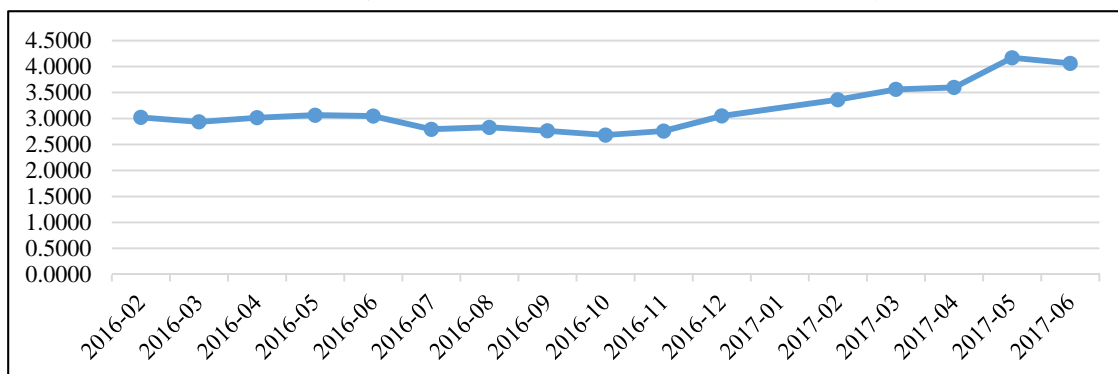
图 1 2016 年以来地方债发行情况（单位：支、亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

从平均发行利率走势来看，2017 年以来，在金融去杠杆持续推进和金融严监管的背景下，上半年地方债融资成本一路走高，我国地方政府债券平均发行利率持续上升，5 月各期限地方债平均发行利率达到上半年的最高点，为 4.16%；6 月，资金面有所缓解，发行成本有所下降，6 月地方债平均发行利率下降到 4.06%，但发行成本仍处于 2015 年地方债自发自还全面推行以来的高位。

图 2 2016 年以来地方政府债平均发行利率走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

¹ 在 2017 年上半年已发行的地方政府债券中，由于辽宁省、天津市、贵州省、新疆维吾尔自治区、湖北省、内蒙古自治区、黑龙江省和陕西省未明确披露当批债券中新增债券和置换债券发行金额，故文中统计新增债券发行金额时将其全部作为新增债券统计在内。

发行利率走高带来的地方债发行成本增加、进而导致地方政府发债意愿下降，是上半年地方债的发行节奏和规模放缓的主要原因之一。但与此同时，由于地方政府在基础设施建设领域依然有巨大的融资需求，因此，近期财政部联合相关部委陆续推出的《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》以及 97 号文的利好政策为地方政府专项债券融资开辟了新的天地。鉴于市场流动性紧张局面在近期已有所改善，市场利率在进入 7 月以来已有所回落，而下半年地方债仍有约 70% 的年度计划发行额度，预计下半年地方政府债尤其是专项债的规模在预算内增长空间较大，发行速度将有所加快；同时，为满足不同类别基础设施建设项目的融资需求，专项债券的创新品种或将越来越细化。