

# PPP 证券化来了，PPP 项目落地加速

数据研究部 杜永康

2017 年 2 月 3 日，全国首单 PPP 资产证券化项目——“太平洋证券新水源污水处理服务收费收益权资产支持专项计划”成功发行，拉开了 PPP 资产证券化序幕。PPP 项目资产证券化是指将未来可以产生稳定收入流的 PPP 项目作为基础资产，通过产品设计变成面向投资者销售的金融产品，并以这种未来的稳定收入流作为偿付。通过发行资产证券化产品，发起人提前获得了未来的收入，投资者也获得未来一段时间内的稳定收入，双方都从资产证券化的过程中受益。

PPP 资产证券化作为一种创新融资方式，将政府与投资者之间的风险隔离起来，有效解决了目前社会资本普遍担忧项目合作年限过长和退出机制问题，可以真实反映出产品的违约风险，为社会资本方投资 PPP 项目提供了新的退出渠道，并有效地降低了融资成本，同时，还可打破以刚性兑付为保证的低利率融资，有效降低政府及社会资本合作方的金融杠杆，对于防范金融风险具有积极意义。

PPP 项目的资产证券化，关键在于所选 PPP 项目是否有稳定收入流，具有稳定收入流的 PPP 项目在资产证券化之后，个人投资者也能够通过基金等形式参与到 PPP 项目中，获得相应的投资收益，地方政府和参与 PPP 项目的社会资本也能较快地回收投资成本，缓解支出压力。就目前的 PPP 项目而言，具有长期稳定收费类的 PPP 项目（如高速公路、地铁公司、电力公司等），其能够满足作为资产证券化基础资产的条件。

## 一、相关政策及重点解读

2016 年 5 月 13 日，中国证监会在《资产证券化监管问答》明确表示，PPP 项目可以开展资产证券化，但原则上需为纳入财政部 PPP 示范项目名单、国家发展改革委 PPP 推介项目库或财政部公布的 PPP 项目库的项目。PPP 项目现金流可来源于有明确依据的政府付费、使用者付费、政府补贴等。其中涉及的政府支出或补贴应当纳入年度预算、中期财政规划。

2016 年 8 月 10 日，国家发改委发布了《关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作工作的通知》。明确提出：“推动 PPP 项目与资本市场深化发展相结合，依托各类产权、股权交易市场，通过股权转让、资产证券化等方式，丰富 PPP 项目投资退出渠道。提高 PPP 项目收费权等未来收益变现能力，为社会资本提供多元化、规范化、市场化的退出机制，增强 PPP 项目的流动性，提升项目价值，吸引更多社会资本参与”。再一次提出了 PPP 项目的资产证券化问题，明确表达了国家政策层面对 PPP 项目资产证券化的鼓励和支持。

2016 年 12 月 26 日，国家发展改革委、中国证监会联合印发了《关于推进

传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》（以下简称《通知》），共推 PPP 项目资产证券化融资。这是对《中共中央 国务院关于深化投融资体制改革的意见》（中发〔2016〕18 号）、《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》（国发〔2014〕60 号）国家顶层设计的响应和细化。其主要内容如下：

1. 充分认识 PPP 项目资产证券化的重要意义。资产证券化是基础设施领域重要融资方式之一，对盘活 PPP 项目存量资产、加快社会投资者的资金回收、吸引更多社会资本参与 PPP 项目建设具有重要意义。
2. 明确重点推动资产证券化的 PPP 项目范围。一是项目已严格履行审批、核准、备案手续和实施方案审查审批程序，并签订规范有效的 PPP 项目合同，政府、社会资本及项目各参与方合作顺畅；二是项目工程建设质量符合相关标准，能持续安全稳定运营，项目履约能力较强；三是项目已建成并正常运营 2 年以上，已建立合理的投资回报机制，并已产生持续、稳定的现金流；四是原始权益人信用稳健，内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近三年未发生重大违约或虚假信息披露，无不良信用记录。
3. 优先鼓励符合国家发展战略的 PPP 项目开展资产证券化。鼓励支持“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带建设，以及新一轮东北地区等老工业基地振兴等国家发展战略的项目开展资产证券化。
4. 积极做好 PPP 项目管理和配合资产证券化尽职调查等工作。项目实施单位要严格执行 PPP 项目合同，保障项目实施质量，切实履行资产证券化法律文件约定的基础资产移交与隔离、现金流归集、信息披露、提供增信措施等相关义务，并积极配合相关中介机构做好 PPP 项目资产证券化业务尽职调查。
5. 着力优化 PPP 项目资产证券化审核程序。证券交易所、中国证券投资基金业协会等单位应建立专门的业务受理、审核及备案绿色通道，专人专岗负责，提高国家发展改革委优选的 PPP 项目相关资产证券化产品审核、挂牌和备案的工作效率。
6. 营造良好的政策环境，共同培育和积极引进多元化投资者，建立完善沟通协作机制。
7. 各省级发展改革委于 2017 年 2 月 17 日前，推荐 1-3 个首批拟进行证券化融资的传统基础设施领域 PPP 项目，正式行文报送国家发展改革委。

## 二、PPP 资产证券化市场现状

近年来，随着国家大力推进 PPP 项目的落地实施，PPP 项目数量和投资金额呈现爆发式增长，项目落地率迅速提升。财政部 PPP 中心数据显示，截至 2016

年 11 月 30 日，全国 PPP 综合信息平台项目库中入库 PPP 项目达 10828 个，入库项目总金额约 12.95 万亿元。截至 2016 年 10 月，946 个 PPP 项目已落地，总投资额 1.56 万亿元。虽然从数据上看，我国的 PPP 项目已经取得了不小的成绩，但是就目前已有的 PPP 示范项目来看，大部分项目还是以国有企业为代表的社会资本参与为主，真正意义的民营资本参与并不多，少了民营资本的广泛参与，真的很难说目前的 PPP 模式是成功的。因此，在稳增长和严控地方政府债务规模的背景下，推进 PPP 模式的改革是十分必要的。

为进一步引导社会资本进入 PPP 项目，《通知》一方面明确了 PPP 项目资产证券化的范围和标准，规定了 PPP 项目资产证券化的工作机制；另一方面，还要求各省级发展改革委于 2017 年 2 月 17 日前，推荐 1 个至 3 个首批拟进行证券化融资的传统基础设施领域 PPP 项目，报送给国家发展改革委。这是国家层面大力推进 PPP 项目资产证券化破冰。

2017 年 2 月 3 日，“太平洋证券新水源污水处理服务收费收益权资产支持专项计划”在机构间私募产品报价与服务系统成功发行，成为首单落地的 PPP 资产证券化项目，拉开了 PPP 资产证券化序幕。作为首单落地的 PPP 资产证券化项目，本次新水源 PPP 资产支持专项计划的发行总规模为 8.4 亿元，采用结构化分层设计，其中优先级 8 亿元，共分为 10 档，评级均为 AA+；次级 0.4 亿元。本次专项计划由新疆昆仑新水源科技股份有限公司作为发起人并担任特定原始权益人，由作为中介机构的太平洋证券担任计划管理人并安排交易。基础资产系特定原始权益人新水源公司依据《特许经营协议》在特定期限内因提供污水处理服务产生的向付款方收取污水处理服务费及其他应付款项的收费收益权，污水处理服务费付款方为乌鲁木齐市水务局。

### 三、PPP 资产证券化未来展望

现有的 PPP 项目中，无论是现金流极好足以覆盖自身建设的优质资产（如水电站、自来水厂等），还是没有现金流完全政府付费类项目（如园林、市政建设等），均不能满足 PPP 资产证券化要求。然而，那些前期需投入大量资金建设，后期有稳定现金收入流的项目（如污水管网、配电网、流域治理等），最为符合 PPP 资产证券化基础资产的要求，必将是未来 PPP 资产证券化的主力军。因此，对于未来 PPP 项目资产证券化产品，可以优选具有稳定需求的供热、供水、供气、供电、污染治理等公用事业收费权类项目及符合国家鼓励方向的棚户区改造、安居房建造等项目；此外，也可以考虑纳入地方重点建设项目，具有良好社会效应的纳入 PPP 财政补贴的项目。

2017 年 PPP 将进入规范发展阶段，财政资金兜底的做法将受到进一步规范，项目落地将真正依赖于社会资本。PPP 资产证券化的方式将为 PPP 项目拓宽融资渠道，推动更多的产业型 PPP 项目加速落地，同时，也会在未来 PPP 项目资产

证券化产品出现可能的违约事件时，隔离政府与民间投资者之间的风险，有助于打破刚性兑付。

总体来看，PPP 项目资产证券化解决了目前社会资本普遍担忧 PPP 项目合作年限过长和退出机制问题，《通知》从政策层面进一步规范了 PPP 项目资产证券化市场环境，充分体现了 PPP 模式在当前国际国内复杂形势下的重要战略地位。随着首单 PPP 资产证券化项目的落地，民营资本将会更多的参与到 PPP 项目中，预计未来我国 PPP 项目资产证券化将进入加速期。