

我国 PPP 项目资产证券化发展展望

研发部 王力

2016 年 12 月 26 日，发改委联合证监会发布《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》（发改投资[2016]2698 号）（以下简称“《通知》”），拉开了我国 PPP 项目资产证券化的序幕。

PPP 项目资产证券化，是指以 PPP 项目未来所产生的现金流为基础资产的结构化产品。其中，PPP（Public-Private-Partnership）模式¹，指的是政府采取竞争性方式择优选择具有投资、运营管理能力社会资本，双方按照平等协商原则订立合同，明确责任权利关系，由社会资本提供公共服务，政府依据公共服务绩效评价结果向社会资本支付相应对价，保证社会资本获得合理收益。资产证券化，指的是以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过设立特殊目的载体，采用结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。PPP 项目资产证券化对盘活 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。

一、PPP 项目资产证券化的发展现状

（一）PPP 项目资产证券化推进情况

作为连接 PPP 项目和资本市场的重要桥梁，PPP 项目资产证券化可拓宽 PPP 项目融资渠道，并为社会资本退出指明新方向，受到发改委、证监会的高度重视，在过去的几个月内取得了突破性进展。

2016 年 12 月 26 日，发改委联合证监会发布《通知》，标志着我国 PPP 项目资产证券化的开启；2017 年 1 月 9 日和 2017 年 1 月 17 日，发改委、证监会和基金业协会在北京先后举办 PPP 项目资产证券化座谈会和 PPP 项目资产证券化业务专题培训，为 PPP 项目资产证券化落地做准备；2017 年 2 月 8 日，证监会对《关于实施 PPP 项目资产证券化的建议》进行了答复，表示将与发改委加强合作，并建立绿色通道促进首批 PPP 项目资产证券化产品落地；2017 年 3 月 10

¹ PPP 模式目前没有统一定义，本文采用的是国务院办公厅转发财政部发展改革委人民银行《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》（国办发〔2015〕42 号）中的定义。

日，上交所发布公告称首批传统基础设施领域 PPP 项目证券化正式落地。

PPP 项目资产证券化从开启到落地，前后不到 3 个月时间，发改委、证监会和基金业协会通力合作，使得 PPP 项目资产证券化有了一个良好的开端。

首批落地的传统基础设施领域 PPP 项目证券化产品共有四单，基础资产均为公共事业类 PPP 项目。四个产品均采用了优先/次级的分层结构，优先级均已通过合格投资者完成资金募集，次级为原始权益人自行持有。优先级信用等级均为 AAA 级，四个产品发行规模合计 27.14 亿元，优先级发行利率从 3.70% 到 4.15%，其中三个在上交所发行上市，一个在深交所发行上市。

图表 1. 首批落地 PPP 项目资产证券化产品概况

落地项目	产品规模 (元)	优先级规模 (元)	基础资产	优先级信用等级	上市时间	发行地点
中信证券-首创股份污水处理 PPP 项目收费收益权资产支持专项计划	5.3 亿	5 亿	污水处理收益权	AAA	2017.4.11	上交所
华夏幸福固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权资产支持专项计划	7.06 亿	6.7 亿	供热收费收益权	AAA	2017.3.31	上交所
中信建投-网新建投庆春路隧道 PPP 项目资产支持专项计划	11.58 亿	11 亿	隧道专营权合同债权	AAA	2017.3.28	上交所
广发恒进-广晟东江环保虎门绿源 PPP 项目资产支持专项计划	3.2 亿	3 亿	污水处理收益权	AAA	2017.4.7	深交所

资料来源：新世纪评级整理

(二) PPP 项目资产证券化的相关政策

2016 年 12 月 26 日，发改委证监会联合印发《通知》，这是国务院有关部门首次正式启动 PPP 项目资产证券化。《通知》明确了 PPP 项目资产证券化的范围和标准，并对后期推进 PPP 项目资产证券化工作进行了详细部署。但是，PPP 项目资产证券化并非首次提出，在此前发布的相关政策中，多次提到 PPP 项目

资产证券化，这些政策文件的发布为 PPP 项目资产证券化的顺利进行打下了基础。

2014 年 9 月 21 日，国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）（以下简称“43 号文”），43 号文在提出加强地方政府性债务管理，剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务的同时，要求推广使用政府与社会资本合作模式，投资者或特别目的公司可以通过资产证券化等市场化方式举债并承担偿债责任。

其后，2014 年 11 月 16 日国务院印发的《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）、2015 年 4 月 25 日发改委和财政部等六部委联合发布的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》（第 25 号令）、2015 年 5 月 5 日交通运输部发布的《关于深化交通运输设施投融资改革的指导意见》（交财审发[2015]67 号）和 2015 年 8 月 10 日银监会《关于银行业支持重点领域重大工程建设的指导意见》（银监发〔2015〕43 号）等政策文件中，分别提出在 PPP 项目领域“大力发展资产支持计划等融资工具”“鼓励特许经营项目公司进行结构化融资”，“特别目的公司可以通过资产证券化的市场化方式举债”，“积极推进资产证券化，盘活重大项目信贷资产，针对 PPP 项目的特点，创新金融服务，拓展重大工程建设的融资渠道和方式”。

2016 年 8 月 30 日，发改委发布的《关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作有关工作的通知》（发改投资[2016]1744 号）则称得上发改委开启 PPP 项目资产证券化的前奏。它明确提出：“要构建多元化退出机制，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。”

此外，在资产证券化相关的政策文件中，2014 年 12 月 24 日，证券投资基金业协会发布《资产证券化业务基础资产负面清单指引》，将在政府与社会资本合作模式（PPP）下应当支付或承担的财政补贴排除在负面清单之外，表明 PPP 项目中政府对社会资本支付的付费和补贴款项可以进行资产证券化。而 2016 年 5 月 13 日，证监会发布的《资产证券化监管问答（一）》则提出可以开展资产证券化的 PPP 项目的范围：“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。”

二、PPP 模式在我国的发展

（一）PPP 模式在我国的发展历程

PPP 模式在我国的发展历程，大致可以分为探索、试点、推广、调整和快速发展五个阶段。

图表 2. PPP 模式在中国的发展历程

阶段	时间	理论背景	现实背景	参与资本	典型案例
探索	1984-1992 年	改革开放	对外开放 吸引外资	外资企业	深圳沙角 B 电厂
试点	1993-2002 年	建设社会主义 市场经济体制	分税制改革	外资企业	广西来宾 B 电厂
推广	2003-2007 年	放宽非公有制 资本准入限制	经济持续 高速增长	民营企业	北京地铁 4 号线、 国家体育场
调整	2008-2013 年	中国模式	金融危机、 四万亿计划	国有企业	江西峡江水利 枢纽工程项目
快速 发展	2014 年至今	市场在资源配置 中起决定性作用	经济新常态	社会资本	北京地铁 16 号线

资料来源：新世纪评级整理

1. 探索阶段（1984-1992 年）

在此阶段，PPP 模式以外资参与的 BOT 模式为主。随着我国改革开放政策的实施，吸引外资参与我国建设逐步成为现实。1986 年，国务院颁布《关于鼓励外商投资的规定》，其中部分外资便采用 BOT 模式进入我国基础设施建设领域。1984 年，深圳经济特区电力开发公司与香港合和电力（中国）有限公司采取合作经营方式建设沙角 B 电厂，项目采取 BOT 模式，于 1988 年 4 月正式投入商业运营。深圳沙角 B 电厂项目是我国第一个实际意义上的 BOT 项目，也是我国第一个具有现代意义的 PPP 项目，以此为起点，中国开始逐渐探索 PPP 模式在基础设施等领域的应用。

2. 试点阶段（1993-2002 年）

1993年后，PPP模式在基础设施建设中的作用逐渐被政府关注，并开始进行试点。1992年末，我国确立了“社会主义市场经济体制”的改革目标，1994年，我国实行了分税制改革。前者使得在基础设施建设中实行PPP模式成为可能，后者则在基础设施建设领域为PPP模式创造了一定的需求空间。1995年，原国家计委选择了广西来宾B电厂、成都第六水厂、广东电白高速公路等五个BOT项目进行试点。同年8月，原国家计委、原电力部、原交通部联合下发了《关于试办外商投资特许权项目审批管理问题的通知》，为试点项目提供政策依据。

3. 推广阶段（2003-2007年）

在此期间，我国经济经历了一段持续高速的发展，也带来了巨额基础设施投资缺口，PPP模式作为民间资本进入基础设施领域的重要途径，开始被政府大力推广。同时，我国放宽了非公有制资本准入限制，2002年原建设部发布了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》（建城[2002]272号），“鼓励社会资本、外国资本以多种形式参与市政公用设施的建设”；2003年党的十三届三中全会上明确提出“放宽市场准入，允许非公有资本进入法律法规未禁入的基础设施、公用事业及其他行业和领域。”这在很大程度上推进了各地市政公用领域PPP模式的发展，这一时期外资和民营资本较大规模的参与市政公用基础设施的建设，如北京地铁4号线和国家体育场均引入了社会资本，以特许经营的方式建设运营。

4. 调整阶段（2008-2013年）

2008年到2013年，我国PPP模式发展经历了一段调整时期。2008年全球金融危机后，我国实行了四万亿经济计划。2009年3月，央行和银监会联合提出：“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道。”地方政府组建的投融资平台开始大规模进行基础设施建设，国有企业逐步取代民营企业，成为PPP模式中代表社会资本的一方。例如，2010年开始建设的江西峡江水利枢纽工程，即由中央国企中国电力投资集团公司江西分公司和地方国企江西省水利投资集团公司合作以PPP模式建设。

5. 快速发展阶段（2014 年至今）

2014 年以来，我国 PPP 模式进入了快速发展阶段。党的十八届三中全会提出，“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”，随后我国开始全面统筹推进 PPP 改革，在这一阶段，中国政府出台了许多规范 PPP 发展的政策文件。2015 年 5 月 19 日，国务院办公厅转发财政部、发改委和人民银行《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》（国办发〔2015〕42 号）（以下简称“42 号文”），大力推广 PPP 模式，42 号文明确了要在能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业、科技、保障性安居工程、医疗、卫生、养老、教育、文化等公共服务领域，广泛采用政府和社会资本合作模式，将 PPP 模式提升到了前所未有的战略高度，PPP 模式在我国进入了快速发展阶段。

随着我国经济发展进入新常态，城镇化改革、财税体制改革和土地制度改革深入推进，原来完全由政府主导的基础设施建设投融资模式的供给能力进一步受到约束，PPP 模式成为我国政府投融资改革的重要方向。

首先，城镇化进程带来了庞大的公共服务基础设施建设投资需求，财政部预计，2015~2020 年城镇化带来的公共基础设施投资需求高达 42 万亿元。其次，财税体制改革和土地制度改革厘清了市场与政府关系、规范了地方政府投融资行为，新预算法要求地方政府全部收支将纳入预算管理，43 号文则提出加强地方政府债务管理，规范融资平台融资行为，地方政府预算约束趋紧，基础设施供给能力趋于下降。PPP 模式，将社会资本引入了公共服务基础设施建设，不但能提高公共服务基础设施建设的供给效率，还能缓解地方政府债务压力，实现政府投融资制度变革，提升政府投融资效益，在经济新常态背景下，PPP 模式已成为稳增长、调结构、促改革、惠民生、防风险的重要抓手。

（二）PPP 模式在我国的发展现状

目前我国 PPP 模式的推广工作由财政部和发改委负责，其中财政部统筹推进公共服务领域深化 PPP 改革工作，发改委统筹负责基础设施领域的 PPP 推进工作。在财政部和发改委的支持推动下，近年来我国 PPP 模式取得了快速的发展。

1. 全国 PPP 项目入库情况

自 2016 年以来,全国 PPP 入库项目和落地项目均呈逐月持续稳步上升态势。截至 2017 年 2 月末,全国 PPP 入库项目 11,784 个,同比增长 65.74%,入库项目投资总额合计 13.94 万亿元,同比增长 67.95%。截至 2016 年末,全国入库 PPP 项目中已签约落地 1,351 个,落地率 31.6%。

图表 3. 2016 年以来 PPP 入库项目变化情况



资料来源: PPP 综合信息平台, 新世纪评级整理

图表 4. 2016 年以来 PPP 入库项目落地情况

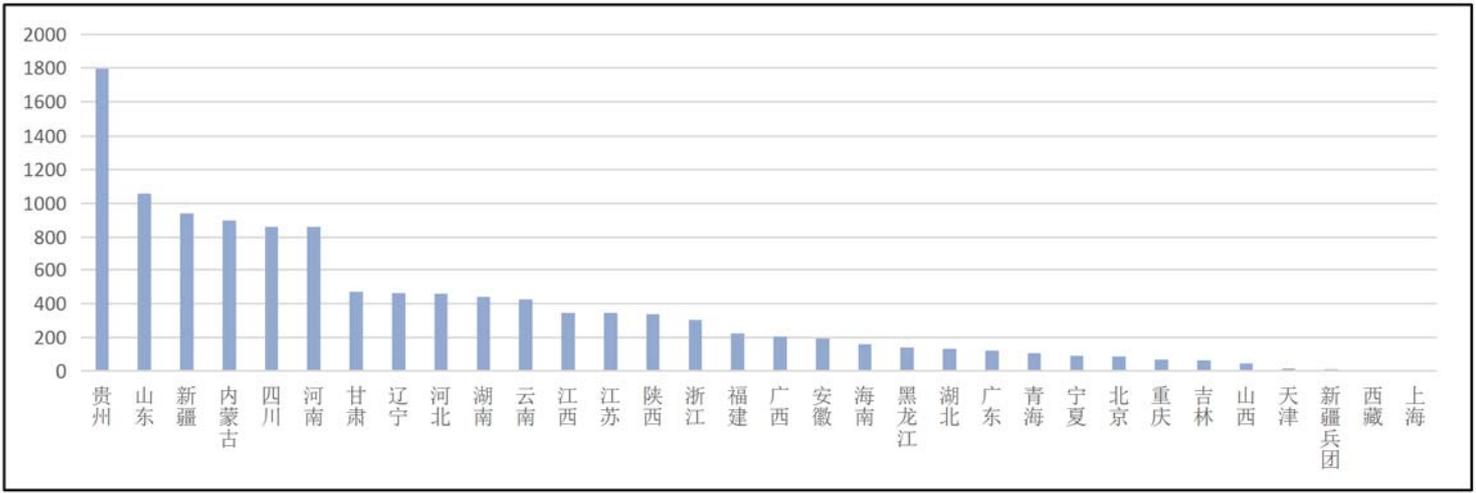


资料来源: PPP 综合信息平台, 新世纪评级整理

从入库项目区域分布来看,项目地区集中度较高。截至 2017 年 2 月末入库

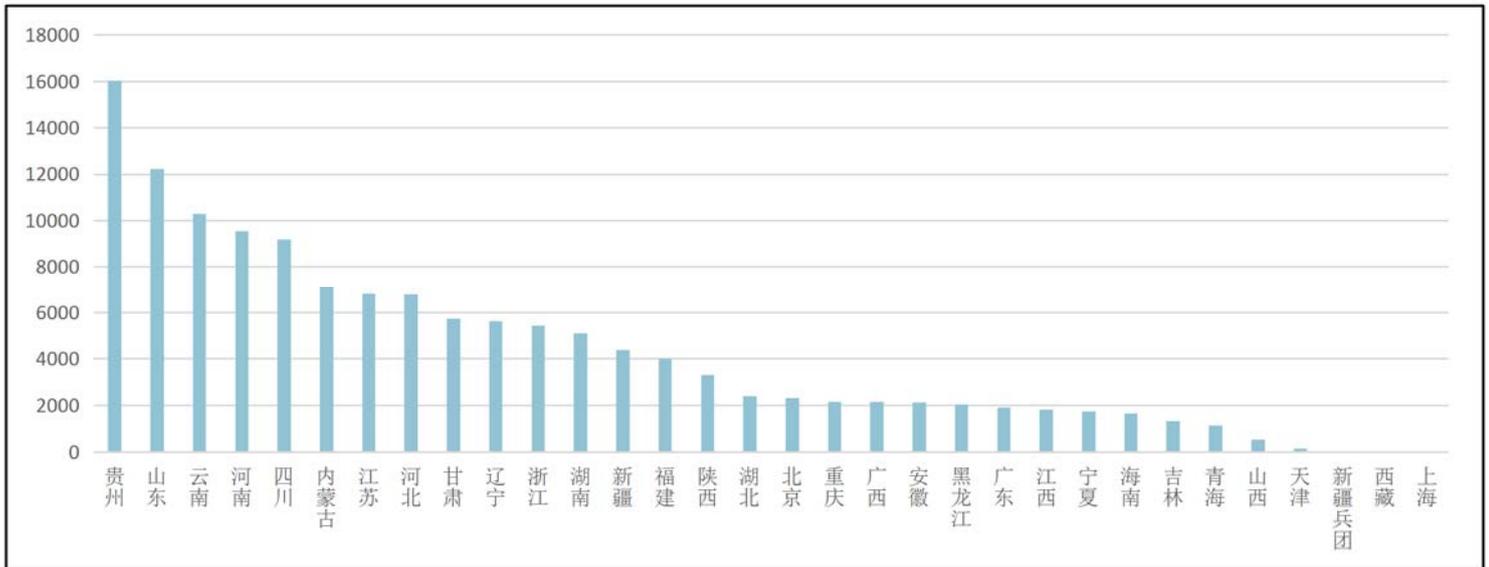
项目数方面，贵州、山东、新疆、内蒙古、四川位居前五名，分别为 1,794 个、1,058 个、940 个、898 个和 863 个，合计占入库项目总数的 47.12%。截至 2016 年末，入库项目投资方面，贵州、山东、云南、河南、四川位居前五名，分别为 16,034 亿元、12,229 亿元、10,302 亿元、9,538 亿元、9,180 亿元，合计占入库项目总投资的 42.4%。

图表 5. 截至 2017 年 2 月末入库项目数量区域分布情况



资料来源：PPP 综合信息平台，新世纪评级整理

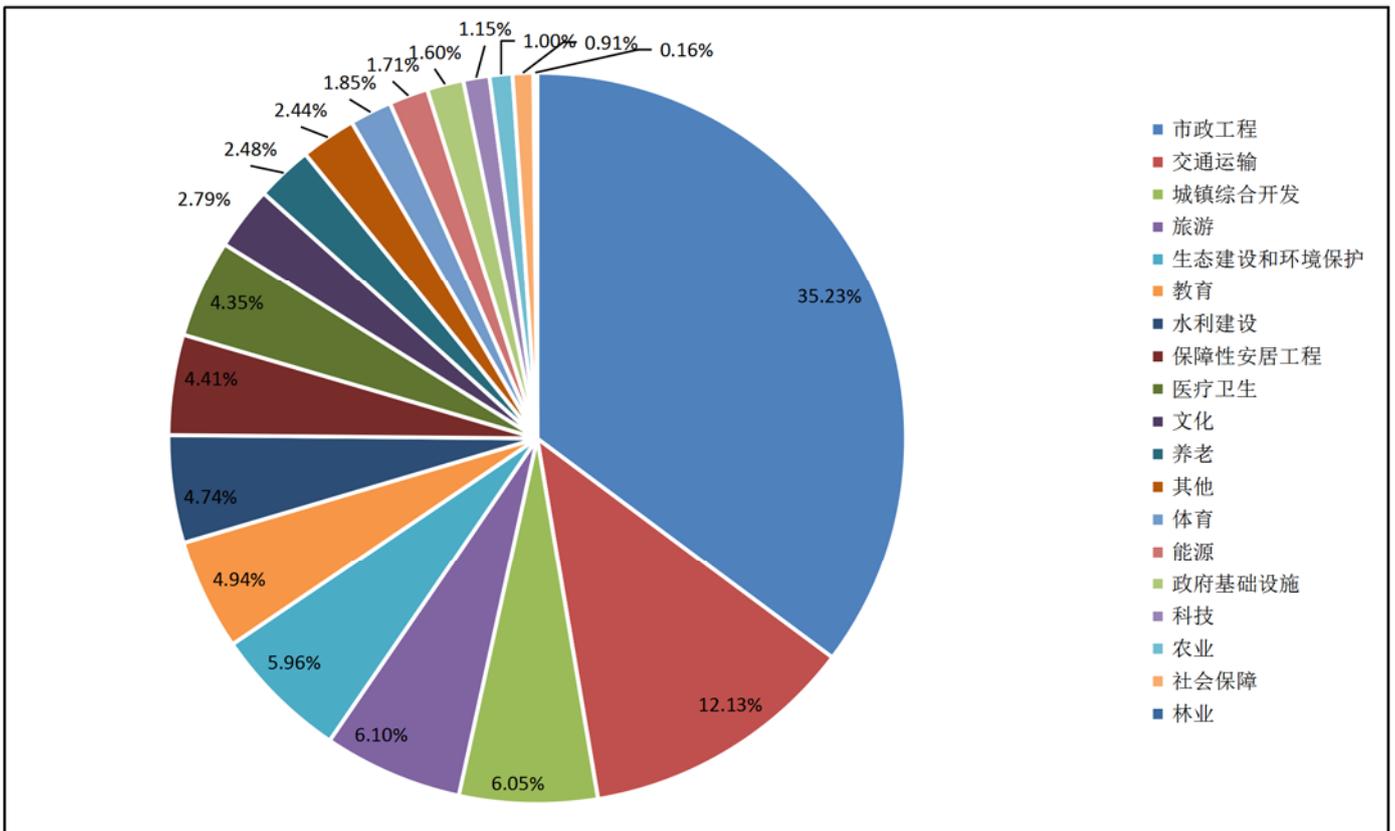
图表 6. 截至 2016 年末入库项目投资金额区域分布情况



资料来源：PPP 综合信息平台，新世纪评级整理

从入库项目行业分布来看，市政工程和交通运输行业的 PPP 入库项目最多。截至 2017 年 2 月末，市政工程、交通运输、城镇综合开发和旅游等行业入库项目数位居前列。其中，市政工程占比 35.23%，居所有行业之首。市政工程包括轨道交通，垃圾处理，污水处理，供水、供气、供热、市政道路、停车场等。市政工程领域的项目一般有现金流，市场化程度较高，PPP 模式运用较为广泛，尤其是污水、垃圾处理等我国政府规定要强制应用 PPP 模式。

图表 7. 截至 2017 年 2 月末入库项目行业分布情况



资料来源：PPP 综合信息平台，新世纪评级整理

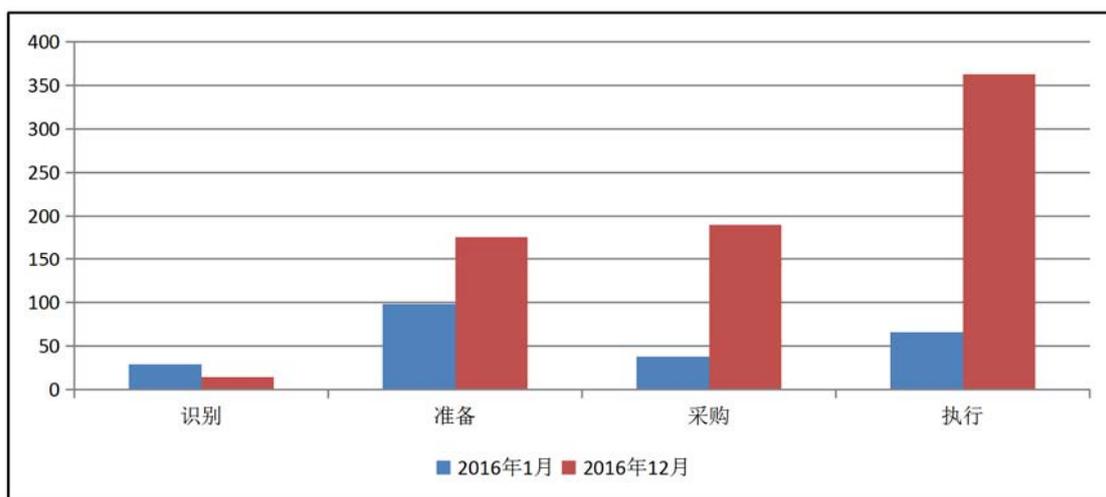
2. 国家示范项目情况

截至 2016 年 12 月末，国家三批示范项目共计 743 个，投资额合计 1.86 万亿元。其中，2014 年第一批 22 个，投资额 709 亿元；2015 年第二批 205 个，投资额 6,267 亿元；2016 年第三批 516 个，投资额 1.17 万亿元。

PPP 项目按全生命周期分为识别、准备、采购、执行和移交 5 个阶段，目前

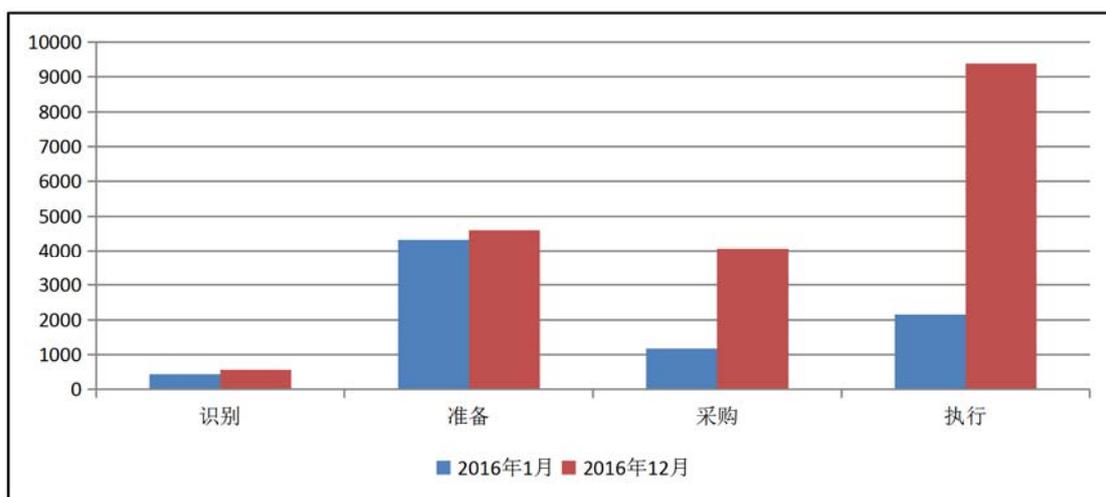
国家示范项目均处于前四个阶段。截至 2016 年末，已签约落地的示范项目 363 个，比年初增加 297 个；落地示范项目总投资额为 9,380 亿元，比 2016 年 1 月末增加 7,234 亿元。

图表 8. 2016 年示范库项目数量阶段分布变化情况 (单位: 个)



资料来源: PPP 综合信息平台, 新世纪评级整理

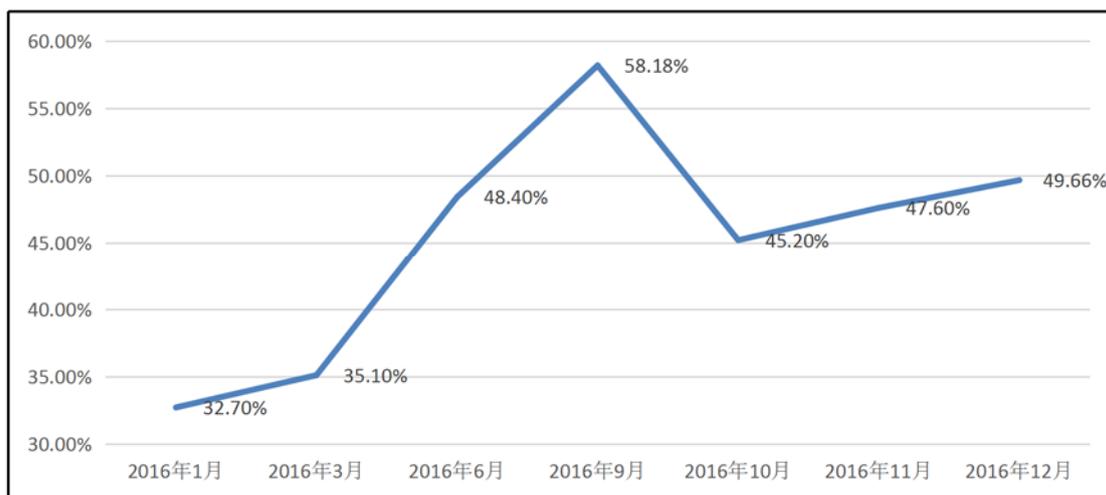
图表 9. 2016 年示范库项目投资总额阶段分布及变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: PPP 综合信息平台, 新世纪评级整理

从落地率来看,国家示范项目落地率稳步提高,已从 2016 年 1 月末的 32.70% 提高到 2016 年 12 月末的 49.66%。2016 年 10 月第三批国家示范项目入库,使得示范项目落地率从 2016 年 9 月的 58.18% 降至 2016 年 10 月的 45.20%。

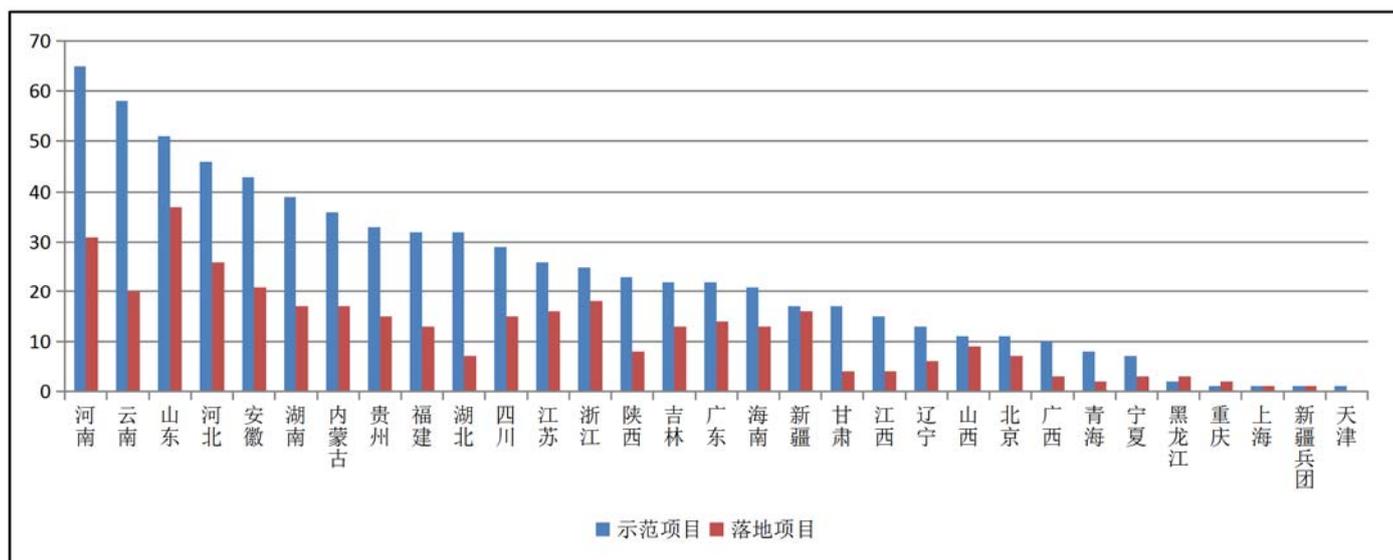
图表 10. 2016 年国家示范项目落地率变化情况



资料来源：PPP 综合信息平台，新世纪评级整理

从国家示范项目区域分布看，示范项目数量排名靠前的依次为河南、云南、山东、安徽和湖南，分别为 65 个、58 个、51 个、46 个和 43 个。而落地示范项目数量靠前的依次为山东、河南、河北、安徽和云南，落地项目数分别为 37 个、31 个、26 个、21 个和 20 个。

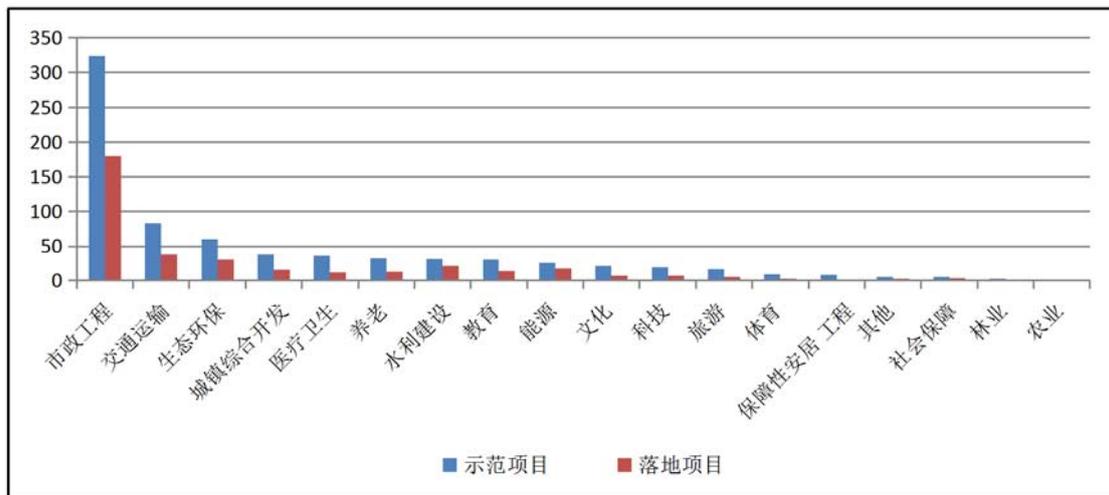
图表 11. 2016 年末示范库项目及落地项目区域分布情况 (单位：个)



资料来源：PPP 综合信息平台，新世纪评级整理

从国家示范项目行业分布看，市政工程类项目最多，其次是交通运输类，和入库项目分布一致。国家示范项目中，市政工程类 324 个，占比 43.61%，交通运输类 83 个，占比 11.17%；落地示范项目中，市政工程类 180 个，占比 49.72%，；交通运输类 37 个，占比 10%。

图表 12. 2016 年末示范库项目及落地项目行业分布情况（单位：个）



资料来源：PPP 综合信息平台，新世纪评级整理

三、PPP 项目资产证券化发展展望

（一）我国 PPP 项目资产证券化面临的机遇

第一，PPP 项目资产证券化对于 PPP 模式发展具有重要意义。PPP 项目资产证券化有利于盘活 PPP 项目存量资产，开拓 PPP 项目的融资渠道，是社会资本重要的退出渠道之一，也是实现 PPP 项目标准化、规范化的重要方式和金融创新，是我国 PPP 模式发展的内在需求，将成为公共服务基础设施建设投资对接资本市场的重要路径。

第二，PPP 模式的良好发展为 PPP 项目资产证券化提供了广泛的基础资产。在 PPP 模式推广和调整阶段，我国已经开展了 3000 多个特许经营项目，其中不少项目符合资产证券化的条件。因此，在 PPP 项目资产证券化的初始阶段，也不缺乏可进行资产证券化的 PPP 项目。而随着我国 PPP 模式进入快速发展阶段，许多 PPP 项目将逐步进入运营阶段并产生稳定的现金流，未来可资产证券化的

PPP 项目越来越多，PPP 项目资产证券化市场规模会越来越大。

第三，在经济发展进入新常态、全面深化改革稳步推进的背景下，推广 PPP 模式和 PPP 项目资产证券化是公共服务、供给机制的配合，是供给侧结构性改革的重要内容。

第四，未来 PPP 政策体系将逐步健全，PPP 模式将迎来更大的发展机遇，PPP 项目资产证券化前景广阔。当前 PPP 模式推广最主要的障碍在于 PPP 领域顶层法规缺失，国务院法制办将采取先出条例，后出法律的策略逐步解决这一问题。根据《国务院 2017 年立法工作计划》，《基础设施和公共服务项目引入社会资本条例》（以下简称“该条例”）作为“全面深化改革急需的项目”列入，由法制办、发改委和财政部起草，将抓紧办理，尽快完成起草和审查任务。因此，2017 年将成为 PPP 的立法之年，未来 PPP 的政策体系将更加健全。

（二）PPP 项目资产证券化面临的挑战

我国 PPP 项目资产证券化面临着良好的发展机遇，但在其发展过程中也将面临不小的挑战。

首先，PPP 项目资产证券化的推广亟需相关法律法规的完善，以推动 PPP 项目资产证券化的标准化进程。在发改委和证监会的大力推动下，首批 PPP 项目资产证券化产品在短时间内迅速落地，这对于 PPP 项目资产证券化的推广和发展具有重要的示范意义。但是，PPP 项目资产证券化的推广更需要法律法规的指引和保障，支持 PPP 项目资产证券化的相应法律体系与制度规范亟待建立，包括 PPP 项目资产证券化统一发行、上市和交易规则，以及在此基础上的原始权益人退出、资产隔离及存续期管理等细则。

其次，PPP 项目资产证券化推广过程中风险防范不可忽视。与其他创新产品一样，PPP 项目资产证券化也会放大风险，而且 PPP 项目本身情况也比较复杂，风险更具有多元化特征。因此，必须建立针对 PPP 项目资产证券化的风险防范机制、违约处置机制和市场化增信机制，研究完善相关信息披露要求，使得资产证券化的 PPP 项目信息披露公开透明，确保项目有序推进，以推动 PPP 项目资产证券市场健康有序发展。

参考文献

- [1]. 陈志敏,张明,司丹.中国的 PPP 实践:发展、模式、困境与出路[J].国际经济评论,2015(04):68-84.
- [2]. 刘穷志,张森.中国 PPP 的发展历程、主要问题与改革展望[J].财政监督,2017(04): 5-9.
- [3]. 顾永超.供给侧改革背景下 PPP 模式热潮的冷思考[J].价值工程,2017(04):229-233.
- [4]. 史耀斌.推广 PPP 模式是供给侧改革的重要内容[J].中国经济周刊,2015(50): 34-37.
- [5]. 张云迪,王满.PPP 模式助力供给侧结构性改革[J].财政监督,2016(15): 18-21.
- [6]. PPP 资产证券化:特点、模式与主要问题.民生证券: 宏观专题报告.