

我国PPP项目资产证券化发展展望

■ 王力 / 文

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、运营管理能力的社会资本，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，

¹PPP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。

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。

（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

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		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		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		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

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有关问题的通知》，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，中国政府出台了許多规范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。

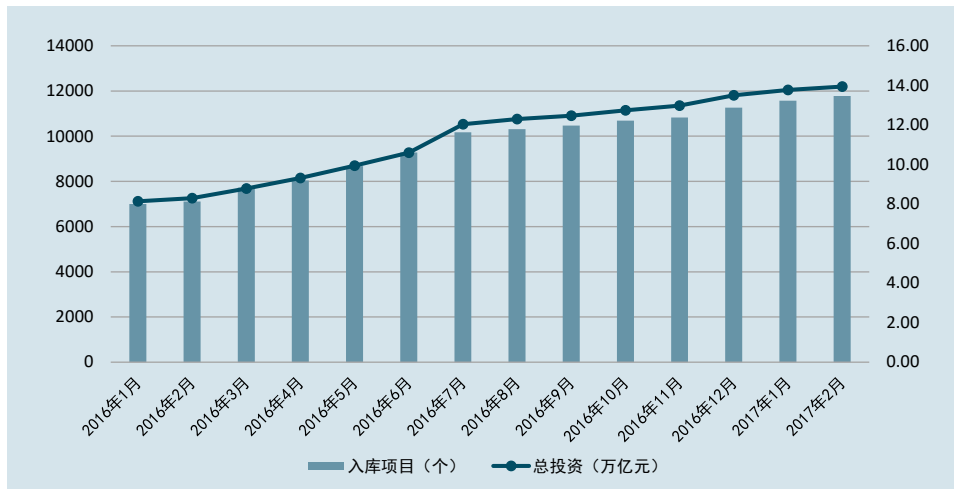
1. 全国PPP项目入库情况

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%。

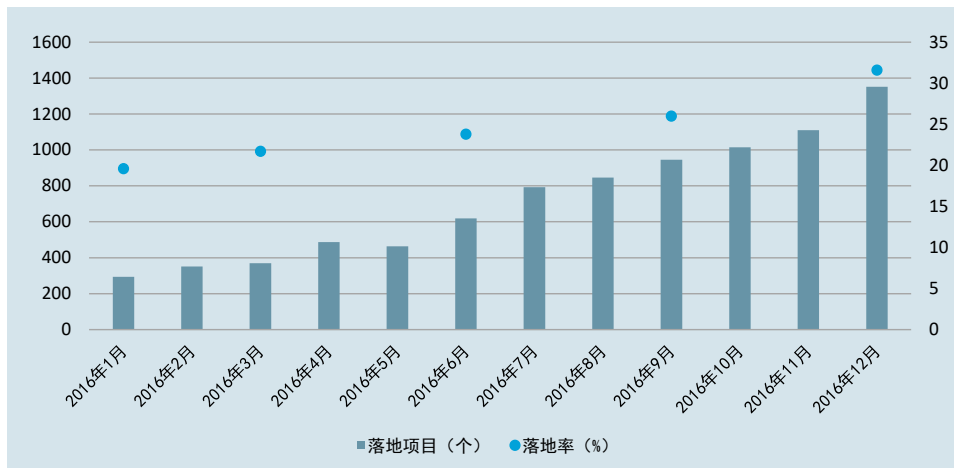
从入库项目区域分布来看，项目地区集中度较高。截至2017年2月末入库项目数方面，贵州、山东、新疆、内蒙古、四川位居前五名，分别为1,794个、1,058个、940个、898个和863个，合计占入库项目总数的47.12%。截至2016年末，入库项目投资方面，贵州、山东、云南、河南、四川位居前五名，分别为16,034亿元、12,229亿元、10,302亿元、9,538亿元、9,180亿元，合计占入库项目总投资的42.4%。

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

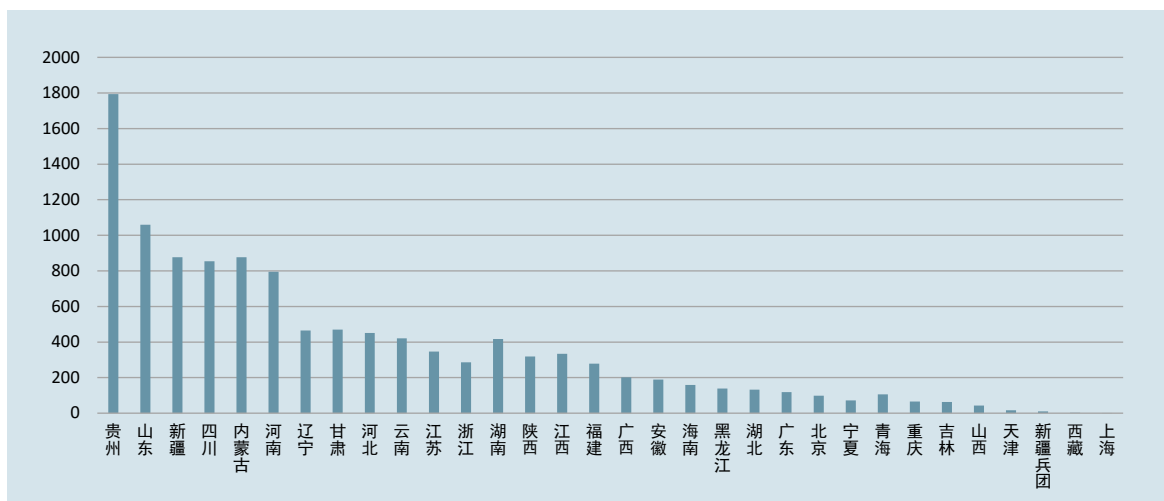
图表3 2016年以来PPP入库项目变化情况



图表4 2016年以来PPP入库项目落地情况



图表5 截至2017年2月末入库项目数量区域分布情况

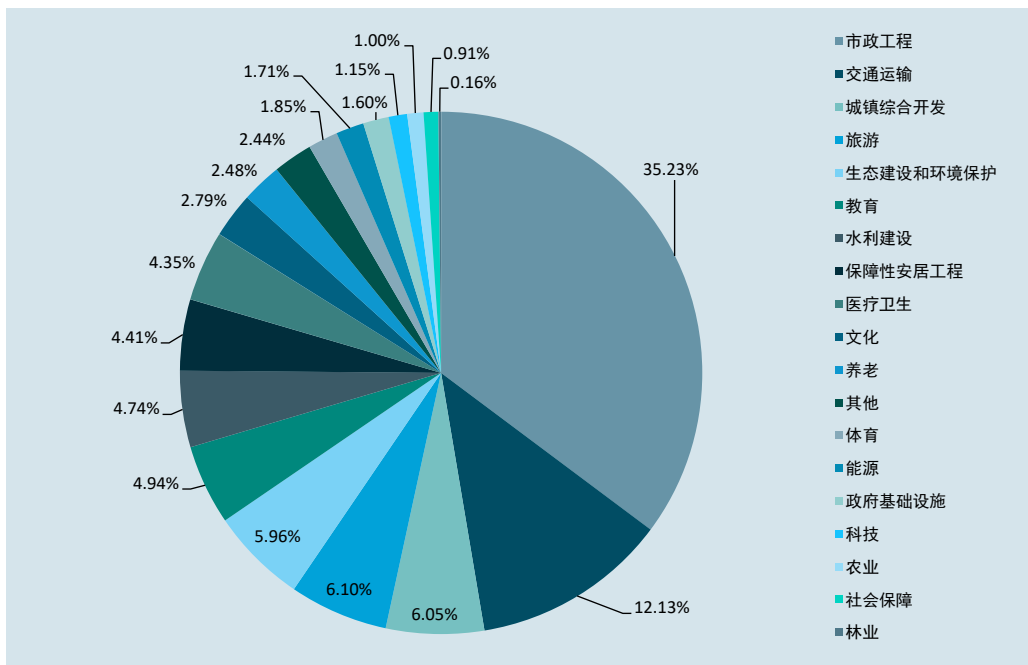


资料来源：PPP综合信息平台，新世纪评级整理

图表6 截至2016年末入库项目投资金额区域分布情况（单位：亿元）



图表7 截至2017年2月末入库项目行业分布情况



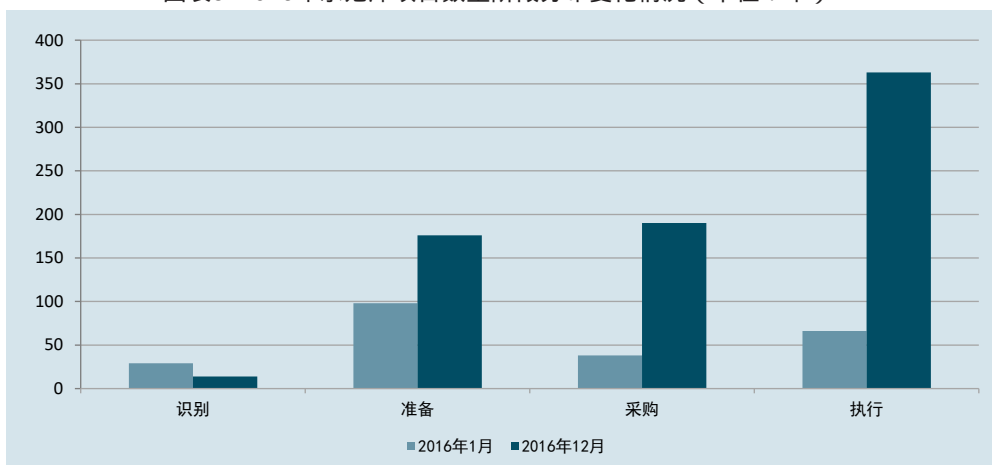
资料来源：PPP综合信息平台，新世纪评级整理

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。

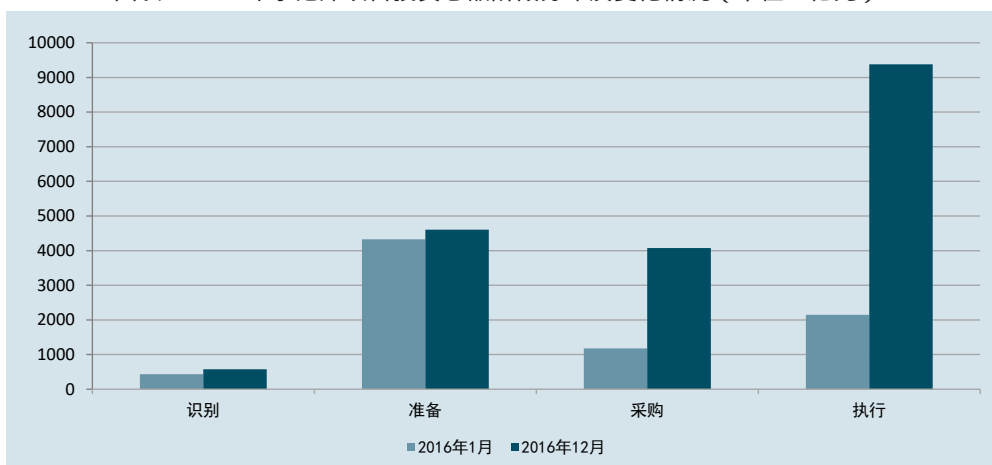
2. 国家示范项目情况

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。

图表8 2016年示范库项目数量阶段分布变化情况（单位：个）



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）



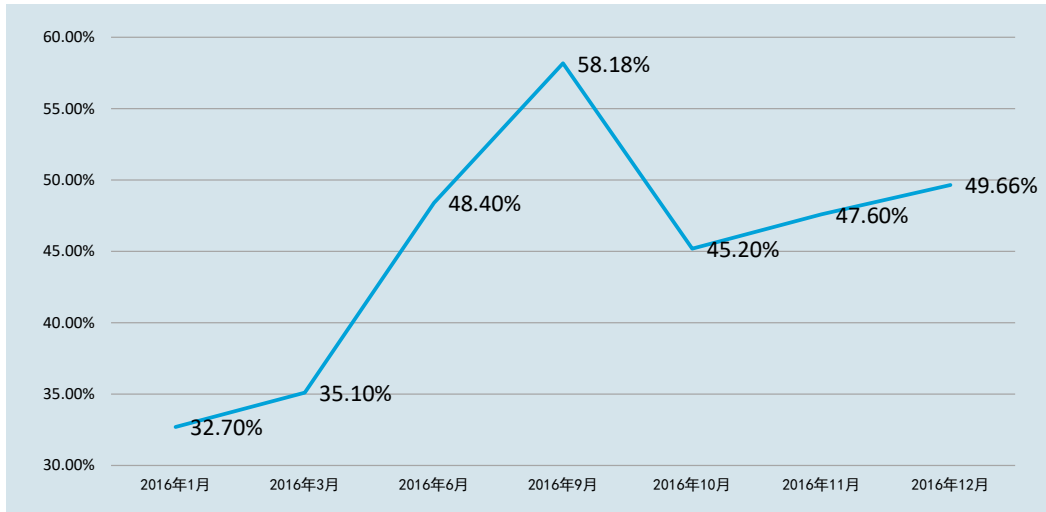
资料来源：PPP综合信息平台，新世纪评级整理

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。

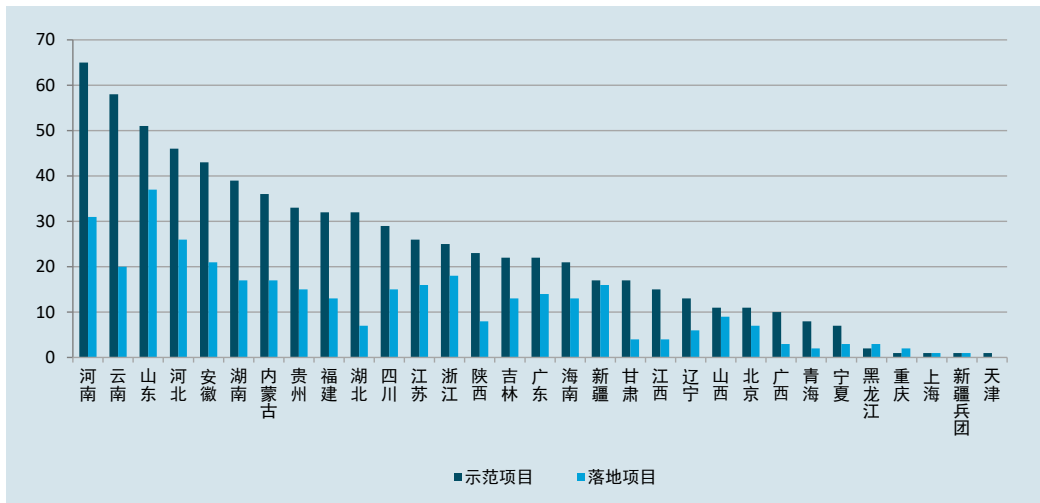
从落地率来看，国家示范项目落地率稳步提高，已从2016年1月末的32.70%提高到2016年12月末的49.66%。2016年10月第三批国家示范项目入库，使得示范项目落地率从2016年9月的58.18%降至2016年10月的45.20%。

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。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%。

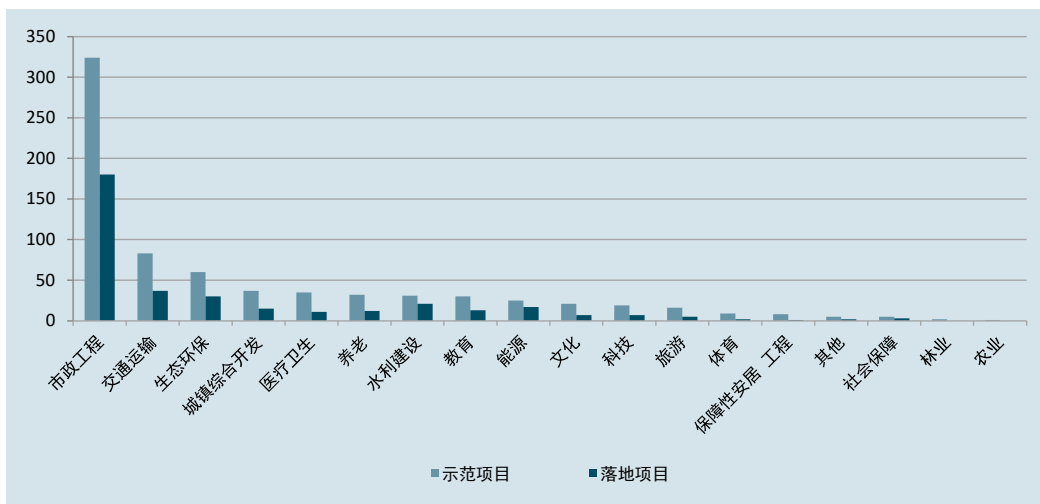
图表10 2016年国家示范项目落地率变化情况



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）



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。