

政府与社会资本合作模式，即PPP，已上升为经济发展的重要行动纲领和治国战略

CAS
中国资产证券化研究院

联合评级
United Ratings

资产证券化对银行业而言是一项非常重要的创新业务，一方面可以优化银行的资产负债结构，另一方面可以通过疏通利率传导机制推进利率市场化改革

PPP模式是1+1大于3

中国资产证券化系列

PPP与资产证券化

林 华◎主编

PPP+资产证券化，财政与金融联姻，
促进投融资体制市场化改革

PPP模式是1+1大于3

PPP模式是1+1大于3

国家开发银行原副行长 **高 坚**

财政部财政科学研究所原所长 **贾 康**

倾情作序

邢早忠 中国资产证券化研究院理事长

姚余栋 中国人民银行金融研究所所长

魏革军 《中国金融》主编

黄世忠 厦门国家会计学院院长

唐 斌 深圳前海金融资产交易所总经理

曹德云 保险资产管理协会副会长

联袂推荐



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

邢早忠 / 《金融时报》社社长，中国资产证券化研究院理事长

当前我国金融体系总体稳健、风险可控，但仍需高度关注经济下行压力下可能暴露的风险问题，进一步强化宏观和微观审慎监管的有机结合，防范经济运行中可能出现的风险，尤其是房地产泡沫破裂风险、地方政府融资平台风险等。正是在上述背景下，中央提出对地方政府性债务的全面规范治理框架，大力推动政府与社会资本合作（即 PPP 模式）。本书结合我国最新政策和市场动态，对 PPP 与资产证券化的具体实务进行了系统性介绍，值得推荐给相关的金融业从业人员。

姚余栋 / 中国人民银行金融研究所所长

资产证券化对银行业而言是一项非常重要的创新业务，一方面可以优化银行的资产负债结构，另一方面可以通过疏通利率传导机制推进利率市场化改革。本书是林华教授团队立足于资产证券化专业水平，进一步对我国地方政府债务融资热点难题所做出的一次深入探讨，是一本难得的佳作。

魏革军 / 《中国金融》主编

PPP 项目通常资金规模大、项目周期长，在项目建设和运营期间可能面临很多风险，而且由于地方政府财政的覆盖方式和程度、财政收入存在差距，导致不同 PPP 项目的交易结构和运营效果在地区间存在很大差异，再加上现实中不同地方政府的信用不同，各种因素都给信用等级评估带来了挑战，但也意味着一定的机遇。本书是 PPP 模式与资产证券化方面的专业作品，对于现实中的困难和问题有系统性分析。

黄世忠 / 厦门国家会计学院院长

林华组织编撰的这本书，对 PPP 与资产证券化业务进行了最全面的阐述。资产证券化可以成为国内银行和企业盘活存量、做大增量、拓宽融资渠道、提高运营效率的有效手段，也将成为国内机构投资者有效配置资产的得力工具。PPP 这种创新的融资模式，在公共基础设施建设领域大有可为，与资产证券化一同被政府寄予厚望。本书有助于读者在当今 PPP 与资产证券化大潮中，领略金融发展与创新的精髓。

唐 斌 / 深圳前海金融资产交易所总经理

随着金融市场的逐步发展与成熟，以及市场对 PPP 的理解日益加深，各方都意识到 PPP 模式的顺利实施，离不开政府和社会资本的深度合作，充分利用各方的资源与优势，满足各自的核心利益诉求，创新思路解决融资便利性等现实问题。本书对于已开展和将开展 PPP 与资产证券化业务的机构及从业人员都有很大的帮助。

曹德云 / 保险资产管理协会副会长

这是一本系统而务实的工具参考书，是了解 PPP 模式与资产证券化业务的最佳学习读物。对于各类参与中国资产证券化业务的商业银行、证券公司、基金公司、律师事务所、会计师事务所、评级公司乃至监管机构，都有很大的参考价值。



ISBN 978-7-5086-6231-2



9 787508 662312 >

定价：96.00元

中国资产证券化系列

PPP与资产证券化

林 华◎主编

图书在版编目 (CIP) 数据

PPP 与资产证券化 / 林华主编; 罗桂连, 张志军等编著. —
北京: 中信出版社, 2016.7
(中国资产证券化系列)
ISBN 978-7-5086-6231-2

I. ① P… II. ① 林…② 罗… III. ① 政府投资—合作—社会资本—研究—中国② 资产证券化—研究—中国
IV. ① F832.48 ② F124.7 ③ F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 105983 号

PPP 与资产证券化

主 编: 林 华
编 著 者: 罗桂连 张志军 等
策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)
出版发行: 中信出版集团股份有限公司
(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)
(CITIC Publishing Group)
承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16 印 张: 31.75 字 数: 460 千字
版 次: 2016 年 7 月第 1 版 印 次: 2016 年 7 月第 1 次印刷
广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号
书 号: ISBN 978-7-5086-6231-2
定 价: 96.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由销售部门负责退换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

PPP 与资产证券化

主 编 林 华

副主编 罗桂连 张志军

作 者 黄长清 米 涛 许余洁

张 武 李耀光 洪 浩

刘洪光 王 观 史 航

陈诣辉 高端东 陈 刚

序一
高坚

改革开放以来，中国的基础设施投资经历了不同阶段。最初的20年，国家重点建设和基础设施投资由中央和地方政府主导，由各级计委实施。20世纪80年代地方政府财力有限，无法解决基础设施的投资问题。20世纪80年代后期，国家计委（现在的发改委）建立了国家能源投资基金，集中部分财力用于中央政府的有计划的基础设施投资。到20世纪90年代初期，财政收入占国内生产总值的比重一度降到了11%。为了集中更多的财力进行建设投资，1994年国务院进行了分税制改革。这次改革使中央政府财政收入主要来自增长潜力大的税种。中央政府的重点建设和基础设施投资更多是由隶属于国家计委的六大投资公司进行的，由于地方政府的财政收入低于中央政府财政收入的增长速度，地方政府缺少用于基础设施投资的资金。到2000年初期，除北京、上海外，全国主要城市的基础设施仍然非常落后。

1994 年，金融体制改革决定在国家计委六大投资公司的基础上建立国家开发银行（简称“开行”），旨在推动基础设施、基础产业和支柱产业的投资。但是直到 1998 年，开行的投资仍然处于“计委挖坑、开行种树”的模式。当 1998 年开行解决了自主投资 and 市场化发债以后，才开启了社会主体自主进行基础设施投资的先河。

1998 年，开行的“芜湖模式”开创了地方政府合作进行基础设施投资的时代。这种开发性金融的投资模式推动了中国基础设施的迅速发展。到 2013 年，中国城市基础设施发生了翻天覆地的变化，基础设施的发展带动了经济增长和社会资本的迅速增加。为了适当控制地方政府的债务规模，自 2014 年 8 月 31 日通过新的《预算法》开始，国务院和各相关部门陆续发布了一系列具体措施，PPP 模式成为地方政府新的融资模式。国务院及发改委、财政部等有关部门从政策法规、融资支持等方面予以 PPP 模式直接的指引和扶持，尤其是在城镇化建设中，为应对资金缺口、减轻政府债务负担，PPP 发展空间巨大。

当前，城镇化融资压力巨大，按照到 2020 年实现 60% 城镇化的目标和目前近 2 亿“半城镇化”人口市民化测算，预计新增投资将超过 50 万亿元。在城镇化、基础设施大力推进的同时，中央加强对地方债务的规范治理，可能出现我们担心的“债务断层”或者说“债务断崖”现象——地方政府基础设施建设需要大量资金，旧有的以土地财政为核心的融资模式遭遇瓶颈，再融资受阻于资产负债率红线，贷款压力和债务风险逐渐积聚和暴露，而 PPP 模式还在探索中，股权产品、企业债、公司债、资产证券化产品和项目收益债券等相关融资工具还未能有效承接，短期内地方政府融资渠道面临紧缩困境。

具体而言，一方面，政府面临土地财政的困境。国土资源部数据显示，2014 年国有建设用地出让合同总价款为 3.34 万亿元，财政部数据显示，2014 年地方本级财政收入为 7.59 万亿元，土地出让收入占地方政府本级财政收入的比例高达 44%。同时，在人口结构老龄化加速以及房价持续多年快速上涨的背景下，国内房地产市场普遍进入调整期，根据国土资源部数据，2014 年的土地出让金同比减少 27.4%，在房地产进入拐点的背景下，这一趋势还可

能延续。鉴于土地财政在地方政府收入中所占的巨大比重和土地出让金快速下降的趋势性变化，地方政府严重依赖土地财政的模式难以为继。另一方面，地方政府通过融资平台举债的模式也将不可持续，地方政府的债务融资渠道将发生巨大变化。在 2014 年之前，地方政府主要通过各类融资平台大量举债，根据审计署 2013 年 12 月 30 日公布的《全国政府性债务审计结果》，截至 2013 年 6 月底，全国各级政府负有偿还责任的债务为 206 988.65 亿元，负有担保责任的债务为 29 256.49 亿元，可能承担一定救助责任的债务为 66 504.56 亿元。

地方政府的创新，是中国经济发展的真正推动力，开行和地方政府合作，就曾是其中的一个方面。地方政府融资平台融资，最早开始于国开行与地方政府合作建立的融资平台，以上面提到的安徽“芜湖模式”为样板，破解了当时困扰地方政府的城建融资难题，视为一种典型的特殊目的载体（SPV）创新。随着城镇化的深入发展，基础设施、公共设施的不断完善会在未来得到稳定的回报，会使城市地价和租金提高，商业活动越来越繁荣，其他税收也会相应提高。如果可以把未来可预期的收入贴现到现在，就可以据此设立一个 SPV。

PPP 项目通常是设立专门的 SPV，由 SPV 负责项目投融资、建设和运营管理。但不同于地方融资平台，该模式下的 SPV 融资不再纳入政府债务，PPP 项目通常投资期限长、投资规模大、投资收益率不高，为方便搭建复杂的表外融资结构，实现融资的有限追索或无追索，有效隔离投资风险，项目还款来源主要为项目自身收益及政府补贴，通过 PPP 模式形成的项目公司债务不再纳入政府债务，项目融资不再有政府信用兜底。社会资本可依法设立项目公司，项目融资可以由社会资本或项目公司负责。另外，更重要的一点在于，PPP 项目融资需要通过多层次的资本市场实现证券化形式的创新，尤其是随着城镇化进程的推进，银行贷款将进一步深入县级平台，银行及相关金融机构有动力要求地方政府将一部分优质的存量资产证券化。

本书的最大特色可能就在于资产证券化。中国资产证券化研究院院长林华教授组织的写作团队，正是立足于资产证券化领域的专业水平，以当前大

力推动的 PPP 项目融资为切入点，思考我国当前地方财政与金融市场之间的制度问题。我个人始终认为，金融市场实际上是一种制度的安排，重要的是金融市场、金融体制模式和制度上的创新。中国金融市场改革的方向，就是要建立一个高效率、低成本的资本市场。而金融市场发展的方向必然是向以资本市场为主的方向发展。金融市场的发展与实物市场的发展遵循一样的规律，从专业化到降低交易成本。金融市场降低交易成本的方式是权利义务关系的产品化、规格化和标准化，我们可以称作证券化。比方说债券是债权的产品化、规格化和标准化，可以让它更好地交易。原来一家公司的债务在市场上不好流通，变成债券就能流通了。股票则是股权的证券化，证券化有标准后就好交易了；期货是远期交易的证券化，把合同标准化再交易就成了期货。由于有了这样的标准化、规格化，才有了二级市场，因为互相之间好交易了。有二级市场，价格就成了一级市场的一种反射，为一级市场新的发行提供基准。没有二级市场就不能为一级市场定价，但是不标准化也就没有二级市场。比方说期权，它是一种不确定性的证券化。掉期就是现期和远期、固定和浮动之间互换关系的证券化，之后发展到住房抵押贷款证券化（MBS）和资产证券化（ABS）。现在来看，所有东西，只要有现金流，都可以证券化，也就是说所有的资产都可以在市场中流动起来，标准化、证券化。

我们多年来学习日本和欧洲的以银行为主的模式，那我们是否还继续按照它们的模式来做呢？欧洲的主权债务危机暴露出来以银行体系为主的金融体制问题。比方说，这次主权债务危机出现以后，它的债务主要是银行来认购的，不是通过资本市场吸收的，这也导致银行大量地吸收国债。国债虽安全，但是银行购买国债的能力受到巴塞尔协议以及资本充足率的约束，所以欧洲现在提的是资本市场的一体化，而不是银行体系的一体化。美国金融体系是以资本市场为主的，这一体系到目前为止证明是比较成功的，资本市场尤其是证券市场发展的初衷就在于转移和化解银行体系的风险集中问题，强化信息披露和注册标准，走向专业化、标准化和证券化。危机以后，为什么美国经济比其他国家恢复的更快，主要是因为资本市场的效率，它把大量不同的资产流动起来。美国做资产证券化，通过各种方式流转资产，重新定价，

去杠杆的速度快，很快就能轻装上阵。金融危机以后，投资者抛售其他资产，去购买美元资产，而不是买其他资产，这恰恰说明美国资本市场的效率高，大家愿意持有美元资产，以随时变现，因为美元资产的流动性是最好的。

随着金融市场的逐步发展与成熟，以及市场对 PPP 的理解日益加深，各方都意识到 PPP 模式的顺利实施，离不开政府和社会资本的深度合作，充分利用各方的资源与优势，满足各自的核心利益诉求，创新思路解决融资便利性等现实问题。未来 PPP 项目应该控制规模，同时明确政府、社会资本的权利与义务，完善各项合同、标准，建立长效回报机制。衷心希望林华教授团队的这本新书，能够推动中国金融市场的进一步创新与发展。

高坚

国家开发银行原副行长

序二 贾康

近年来，国家加强了对地方政府债务融资管理及相应风险的制度建设，在法规、政策和市场力量的双重约束下，地方政府及其融资平台债务在公共基础设施建设中的地位出现了明显下降，社会资本在公共基础设施建设中开始发挥越来越重要的作用。一种新的融资模式——PPP 在公共基础建设领域发展壮大，并被寄予厚望，从 2013 年以来中央政府出台的大量文件中可以看到，政府大力推广政府与社会资本合作模式，明确鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。

PPP 是一种新型的项目融资与实施方式，但并非是对项目融资的彻底颠覆，主要运作思路可以概括为：政府部门或地方政府通过政府采购形式与中标单位组成特殊目的公司、签定特许经营合同（特殊目的公司一般是由中标的建筑公司、服务经营公司或对项目进行

投资的财务投资者组成的项目开发股份公司)，由特殊目的公司负责筹资、设计、建设、经营及维护。政府通常与提供贷款的金融机构达成直接协议，这个协议不是对项目进行担保的协议，而是一个向借贷机构承诺将按与特殊目的公司签定的合同支付有关费用的协议，这个协议使特殊目的公司能比较顺利地获得金融机构的贷款。这种融资是政府、战略投资者和财务投资者基于某个项目而形成的一种“双赢”或者“多赢”的合作模式，其实质是：政府通过给予项目公司长期的特许经营权和收益权来换取基础设施的加快建设及有效运营；政府公共部门通过特许经营权、合理定价、财政补贴等事先公开的收益约定规则，使投资者及其组建的项目公司有长期稳定收益。投资者按照市场化原则出资，按约定规则独自或与政府共同成立特殊目的公司建设和运营合作项目。投资者或特殊目的公司可以通过银行贷款、企业债、项目收益债券、资产证券化等市场化方式举债并承担偿债责任。政府对投资者或特殊目的公司按约定规则依法承担授予特许经营权、合理定价、财政补贴等相关责任，不承担投资者或特殊目的公司的偿债责任。

可以看出，PPP 项目融资是未来基础设施建设的发展方向，但是对于吸引投资者尤其是社会资本而言，这种期限长（项目的存续期一般为 20 ~ 30 年，甚至更长）、投资回收慢、风险复杂的项目融资要成为成熟的市场模式，可能还缺少包括全套法律体系在内的顶层设计，市场也还没有形成较好的信任环境，这都构成了项目签约率上不去的实质障碍。

从投资者角度来看，我国 PPP 模式的合格投资者群体中，社会资本并没有排除按市场化运作的国有企业这一重要参与主体，比如国家发改委 2014 年年底印发的《政府和社会资本合作项目通用合同指南》中，社会资本指的是符合条件的国有企业、民营企业、外商投资企业、混合所有制企业，或其他投资经营主体。与传统政府项目融资相比，PPP 模式的最大区别就在于政府部门在参与 PPP 模式时的双重角色——投资者与监管者，政府部门必须明确自身在 PPP 全流程不同环节上的角色及责任。特别是在政府部门具有远强于社会资本的行政权力的背景下，政府必须尊重 PPP 项目中与社会资本签署的协议，维护社会资本的应有利益，履行自身应负的责任和义务，坚定履行契

约精神，才能实现 PPP 项目的稳定有序推进。

本书是林华继《金融新格局：资产证券化的突破与创新》和《中国资产证券化操作手册》之后，组织团队紧贴中国地方政府债务融资热点难题的又一延伸。PPP 项目都存在明显的投资回收期长、资本流动性不足等问题，与期限分割、信用分层和流动性多样的可上市交易的资产证券化产品有着天然的结合需求，资产证券化可以作为实现 PPP 项目建设期首轮融资后的再融资和退出的重要金融工具。PPP 项目资产证券化，未来有望成为基础设施领域的常用投融资模式，有利于盘活地方政府和项目相关各方的资产存量。正是在立足于资产证券化这种金融创新基础之上，作者们用专业、易懂的方式对 PPP 项目做了包括政策研究、项目融资、业务流程、PPP 基金、法律实务、会计与税务处理、信用评级等在内的系统性介绍。同时，本书也通过大量的案例，对国内外的 PPP 项目融资模式进行了详细介绍与梳理。本书既能为相关领域的专业人士提供可供借鉴的意见和经验，也可供政策制定部门参考和研究。

PPP 融资任重道远，依然需要政府和市场各方的积极探索，全力配合，共同破解难题，保障 PPP 创新发展过程顺利推进。衷心希望这本著作可以帮助国内 PPP 项目融资的从业者、学习者、监管部门和研究工作者更深入地了解 PPP 与资产证券化，共同促进中国财政与金融和政府与社会资本合作的现代化事业，在供给侧结构性改革的轨道上健康发展。

贾康

财政部财政科学研究所原所长

政府与社会资本合作（PPP）模式，已上升为党的执政纲领和国家战略。国务院及国家发改委、财政部等有关部门从政策法规、融资支持等方面予以 PPP 模式直接的指引和扶持，尤其是在城镇化建设中，为应对资金缺口、减轻政府债务负担，PPP 发展空间十分巨大。

随着地方政府债务管理问题的日益规范，随着 PPP 模式的法律法规及相关文件逐步推出，随着公共服务和公共事业领域应用资产证券化盘活存量资产的案例日益增多，我个人越来越看好资产证券化业务作为 PPP 项目融资的引擎和重要推动力。我国 PPP 项目的大力推进与资产证券化大发展的结合，就好比是一场“财政与金融的有效联姻”，为这场婚姻的长久共赢，政府及市场的专业人士都应做出积极而深入的探讨，在发展中集思广益，多提出有针对性的建议。基于此，我组织中国资产证券化研究院主要团队人员，编

写了这本书。

本书系统地阐述了国内 PPP 实务运作流程及方法，对于 PPP 项目融资与资产证券化市场的从业人员、监管机构人员及理论研究人员均具有很好的参考价值。本书结合发展 PPP 模式的关键要点与国内现状，从业务运作模式与实务操作入手，对 PPP 融资结构、项目的资产证券化、PPP 基金、会计和税务处理要点、法律实务、信用评级等系列关键问题进行了全面、具体而深入的介绍与分析。全书共七章，具体的写作分工如下：

第一章“绪论”，由洪浩、罗桂连主笔；第二章“PPP 项目融资”，由米涛、李耀光主笔；第三章“PPP 项目的资产证券化”，由黄长清、高瑞东主笔；第四章“PPP 基金实务”，由王观主笔；第五章“PPP 项目的会计与税务”，会计部分由张武主笔，税务部分由陈刚、史航主笔；第六章“PPP 法律实务”，由刘洪光主笔；第七章“PPP 项目资产证券化的信用评级”，由陈诣辉主笔。我、罗桂连和张志军，一起统筹了全书最初的整体规划与写作安排，校对了全书初稿，对全书做出了共计 3 次以上的修改。另外，许余洁博士也参与了全书审阅，并提出了许多宝贵的修订意见。

在全书的写作过程中，大家的通力合作让我非常感动，尤其是在农历新年的长假里，作者们能够抽出时间，多次电话会议讨论修改，部分上一本《中国资产证券化操作手册》写作团队的成员，已经是连续两年春节加班写作。

感谢在本书写作过程中给予关心和关注的各位领导和朋友们，除了给予精神的鼓励与支持外，他们还为我们的写作提供了许多相关思考与素材。最后，特别感谢中信出版社编辑们的耐心与付出，使得该书的出版成为可能，这本书的顺利出版也凝聚了编辑老师们的大量心血。

由于作者自身水平有限，PPP 项目要求的专业性非常高，书中难免存在纰漏甚至很多不足之处，还请读者多多批评指正，希望通过这本书进一步加强市场上有关 PPP 与资产证券化理论以及业务实践方面的交流。

林华（于北京）

序一 XI

序二 XVII

前言 XXI

第一章

绪论 1

第一节 PPP 概述 3

- 一、PPP 的定义与内涵 3
- 二、PPP 的主要特征 6
- 三、PPP 模式的优点和缺点 8
- 四、PPP 的主要运作模式 16

第二节 国内外 PPP 实践 19

- 一、主要融资结构 19
- 二、主要融资工具 24
- 三、PPP 的国内发展历程 47
- 四、存在的主要难点 50

第三节 实施 PPP 的关键点 51

- 一、合理的利益分享和风险共担机制 52
- 二、良好的法律制度环境 57
- 三、理性的争议解决机制 59
- 四、政府必要的引导和支持 61

第二章

PPP 项目融资 65

第一节 PPP 项目融资概述 66

- 一、PPP 项目融资相关概念 66
- 二、PPP 项目融资结构 69
- 三、PPP 项目融资实施流程 71
- 四、PPP 项目融资风险管理 75
- 五、政府部门的支持措施 80

第二节 PPP 项目股权融资 84

- 一、股东的核心地位 84
- 二、战略投资者 86
- 三、财务投资者 89
- 四、股权融资结构 91
- 五、风险控制措施 94
- 六、股权投资者的退出 96

第三节 PPP 项目债务融资 100

- 一、债务融资结构 100
- 二、主要资金来源 102
- 三、主要融资工具 106
- 四、主要增信方式 123

第四节 PPP 项目融资案例 130

- 一、基础设施投资机会 130
- 二、交通基础设施 PPP 投资价值分析 132
- 三、存量交通基础设施私有化案例 132
- 四、新建交通基础设施 PPP 案例 143
- 五、小结 153

第三章

PPP 项目的资产证券化 155

第一节 资产证券化简介及主要类型 156

- 一、资产证券化简介 156
- 二、国内资产证券化主要类型 158

第二节 PPP 项目资产证券化实务要点 166

- 一、政策支持 166
- 二、基本条件 169
- 三、主要特点 170
- 四、主要模式 173