

张希

高级研究员，期货执业证书编号 F0283816
zhangxi@dxqh.net

PPP 模式主要疑问梳理

PPP 模式是指政府与私人组织之间，为了合作建设城市基础设施项目。或是为了提供某种公共物品和服务，以特许权协议为基础，彼此之间形成一种伙伴式的合作关系，并通过签署合同来明确双方的权利和义务，以确保合作的顺利完成，最终使合作各方达到比预期单独行动更为有利的结果。接下来，将由以下四个问题来展开讨论。

1、PPP 模式开展的项目规模究竟在什么量级，对整体基建投资有多大影响。

2016 年固定资产投资总额为 59.7 万亿，年度增速 8.1%。其中，占比最大的三个分项制造业总额 18.8 万亿，增速 4.2%；基础设施建设投资 15.2 万亿，增速 15.7%；房地产投资 10.3 万亿，增速 6.9%。在固投总额中，民间固定资产投资总额为 36.5 万亿，金额占比 61%，增速仅为 3.2%。2017 年，官方研究预测固投增速在 8%，基建增速如果维持在 18% 左右，绝对增量在 2.7 万亿。

PPP 目前入库项目累计投资额 14.6 万亿，已落地项目 2.9 万亿，2017 年一季度净增落地投资 6400 亿。注意，此处金额不能直接计成基建投资完成额，落地意味着项目已经进入了执行和移交阶段（数据显示目前还没有移交的项目）。从统计的项目实施方案来看，项目建设期集中在 1 至 3 年的时间，大多数在两年。按照财政部综合信息披露，2016 年二季度开始，进入执行阶段的项目明显提速，参照项目计划 2017 下半年开始示范项目以及落地项目将陆续建成移交，这就意味着总量上基建增速下滑的概率大大降低。

2、PPP 项目是什么融资模式，初始资金从哪里来。

PPP 项目之所以存在争议,从根本上是因为财政支出的正常增速不足以覆盖如此大的增量。我们重新梳理示范项目方案发现,PPP 项目主要融资方为社会资本,也就是说加杠杆的是企业而非政府,地方推 PPP 项目不会占用筹资当年新增地方债额度。具体来看,通常初始资本金在 30%左右,在这笔资金中,地方政府部门持有的股权又小于 50%。地方政府的资金来源主要是政策银行专项基金(低息)或者是财政预算,社会资本出资的主要部分是债权。

3、对地方政府财政指标有什么影响。

2017 年中央一般公共预算收入增长 3.8%,支出增长 6.1%。中央对地方的转移支付增速 9.5%,主要向民生和老少边穷地区倾斜。从这个结构来看,政府支出增速远不及基建增速,引入社会资金的 PPP 模式一方面节约成本当前成本,一方面延长了支付酬劳的时间,缓解了当年记账压力。地方债务置换以及表内债务增量均可按照计划进行,融资风险大大降低。

4、PPP 项目盈利模式，对社会资本的吸引力在哪里。

PPP 项目的盈利方式分为三种,包括政府采购、用户付费和可行性补贴。政府的支出从四个方面核算,包括股权投资、运营补贴、风险承担、配套投入,原则上是覆盖企业的融资成本,是企业盈利不暴利。对于民营资本来说,PPP 项目如果能解决融资部分,建设期结束以后每年可以获得稳定的现金流。如果是特许经营权转让的项目,更加可以在一定程度上参与公共服务定价。

正文目录

一、PPP 总规模	5
二、PPP 主要集中的行业	5
三、PPP 项目模式	6
四、PPP 项目融资模式	7
附：两个 PPP 典型案例	10

PPP 模式主要疑问梳理

一、PPP 总规模

全国入库项目：共计 12287 个，累计投资额 14.6 万亿元，覆盖 31 个省（自治区、直辖市）及新疆兵团和 19 个行业领域。其中，已签约落地项目 1729 个，投资额 2.9 万亿元，覆盖除天津、西藏以外的 29 个省（自治区、直辖市）及新疆兵团和 19 个领域，落地率 34.5%（落地率指执行和移交两个阶段项目数之和与准备、采购、执行、移交 4 个阶段项目数总和的比值，不考虑识别阶段项目），比上月增加 1.4 个百分点。

需要说明，截至 3 月末，库内 59.2% 的项目仍处于识别阶段，属于 PPP 备选项目。一是规划实施时间分布在未来若干年，二是尚未完成物有所值评价和财政承受能力论证，只表明地方政府部门有意愿采用 PPP 模式，要真正成为 PPP 项目，还必须经过严格论证把关。尽管如此，截至 3 月末签约进入执行阶段的项目 1729 个、投资额 2.9 万亿元，落地项目投资额依然可观。

按入库项目数排序，贵州、山东（含青岛）、新疆位居前三名，分别为 1805 个、1132 个、1050 个，合计占入库项目总数的 32.4%。按入库项目投资额排序，贵州、山东（含青岛）、云南位居前三名，分别为 16195 亿元、12468 亿元、11037 亿元，合计占入库项目总投资的 27.3%。

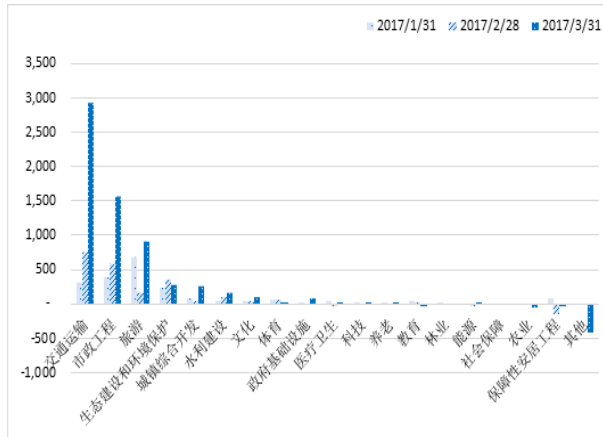
二、PPP 主要集中的行业

项目库共包括能源、交通运输、水利建设、生态建设和环境保护、市政工程、城镇综合开发、农业、林业、科技、保障性安居工程、旅游、医疗卫生、养老、教育、文化、体育、社会保障、政府基础设施和其他 19 个一级行业。市政工程包括：供热、供水、轨道交通、垃圾处理、污水处理。

464 个落地示范项目中（总数 700），前三名为市政工程、交通运输、生态建设和环境保护类。按各省落地示范项目数统计，河南 52 个国家示范项目签约进入执行阶段，居全国第一。其后山东 40 个、云南 29 个、河北 28 个、安徽 28 个、福建 23 个、浙江 21 个、内蒙古 21 个，其他地方均在 20 个以下。上述 8 个省合计占落地示范项目总数的 52.2%。

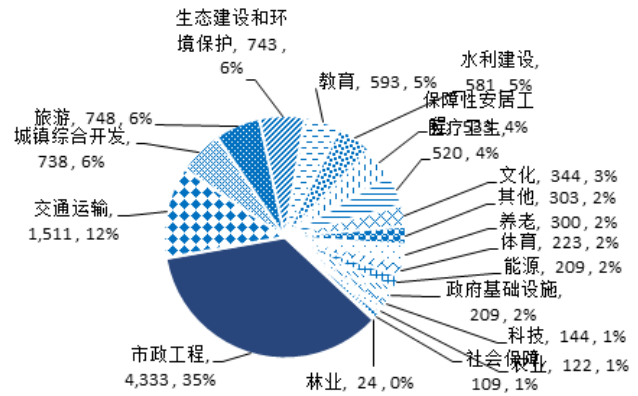
全部项目来看，项目库内各行业截至 3 月末 PPP 项目数及投资额，市政工程、交通运输、旅游三个行业项目数居前 3 名，分别为 4333 个、1511 个和 748 个，合计占入库项目总数的 53.7%；交通运输、市政工程、城镇综合开发三个行业项目总投资居前 3 名，分别为 43573 亿元、40347 亿元和 14421 亿元，合计占入库项目总投资的 67.1%。

图表 1：一季度各行业项目投资额增量分布



数据来源：政府和社会资本合作中心，东兴期货研发中心

图表 2：3月末入库项目数行业分布情况



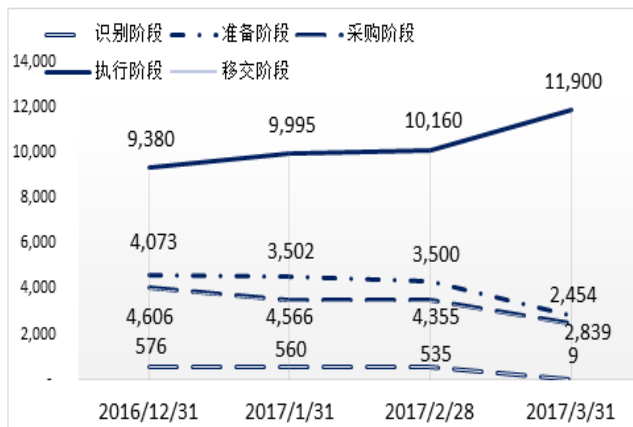
数据来源：政府和社会资本合作中心，东兴期货研发中心

三、PPP 项目模式

PPP 项目公司模式分为单一型和复合型，复合型指有政府参与的情形。

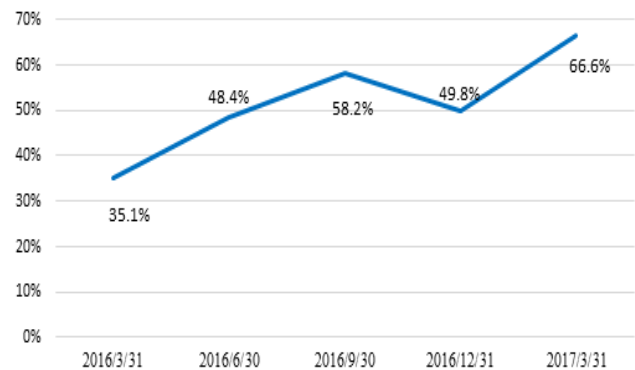
1) PPP 项目按全生命周期分为识别、准备、采购、执行和移交 5 个阶段。执行和移交两个阶段项目数之和与准备、采购、执行、移交 4 个阶段项目数总和的比值为项目落地率。

图表 3：2017 一季度各阶段示范项目投资额对比（亿元）



数据来源：政府和社会资本合作中心，东兴期货研发中心

图表 4：示范项目总体落地率变化



数据来源：政府和社会资本合作中心，东兴期货研发中心

2) PPP 模式单一、复合

单一型是由社会资本全额出资的项目公司，按照主营业务及在 PPP 项目中的功能定位，社会资本可分为对接项目资金的金融机构、负责施工建设的建筑承包商、提供运营维护服务的运营商及上述各方组建的联合体等。

复合型是指政府方通常会部分出资入股 PPP 项目公司。组合模式包括：政府+金融，政府+建筑承包商，政府+运营商，政府+金融+建筑承包等等模式。对于有些体量巨大的 PPP 项目，金融机构、建筑承包商、运营商组成联合体，三方各司其职，共同参与 PPP 项目。但有些资质优良的大型央企，可同时兼顾建设和运营。

金融机构已成为 PPP 项目主要的资金来源，银行、信托、保险、券商及子公司、基金等金融机构纷纷参与 PPP 项目。但为了保障资金安全，金融机构一般会要求政府出资，作为金融机构资金的安全垫。但通常情况下，政府出资比例不会太高，多为 5%-30%。银行是目前参与 PPP 项目最全面的金融机构，不仅可通过认购优先级份额参与股权部分，还可为项目提供信贷支持，参与项目贷。由于商业银行无法直接对 PPP 项目进行股权投资，一般会借助一定的通道，PPP 产业基金是较为常见的方式。

四、PPP 项目融资模式

PPP 项目主要有以下几种融资模式：

1) 税收、财政补贴及其他政策优惠。税收方面，对 PPP 项目公司成立阶段和执行阶段的资产交易转让进行税收优惠；财政补贴方面，财政部国家级 PPP 示范项目补贴在 300-800 万元，各省地方补贴在 40-2000 万元不等。除了税收和财政补贴外，中央也在其他方面给予一定政策优惠，鼓励 PPP 落地实施，如养老领域的 PPP 项目，政府可以国有建设用地使用权直接作价入股。

2) 政府引导基金。16 年 3 月财政部牵头十大机构出资 1800 亿成立中国 PPP 融资支持基金，承担为 PPP 项目增信、助益项目融资职能。按 PPP 基金管理要求，其在一个 PPP 项目中最高投资额不得超过该项目总投资的 10%。PPP 基金通过项目签约和在 9 省区设立省级 PPP 子基金两种方式，累计签约金额 517 亿元，拉动投资约 8000 亿元。其次，2015 年开始国开、农发行推出专项建设债券，2016 年进一步扩大规模，所筹集的专项建设基金同样可以为符合条件的 PPP 提供部分种子基金。

3) 规范 PPP 项目运行。财政部于 17 年初公布《政府和社会资本合作 (PPP) 综合信息平台信息公开管理暂行办法》，规范了 PPP 项目各阶段的信息披露要求和披露方式；17 年 3 月，财政部发布《政府和社会资本合作 (PPP) 咨询机构库管理暂行办法》，宣布搭建 PPP 咨询机构库，规范 PPP 中介业务运作。目前，上海联合产权交易所在财政部 PPP 中心的指导下，搭建 PPP 项目交易流转平台（3 月 1 日成立），相当于 PPP 的二级市场。

4) 拓宽融资渠道和推出机制。根据相关部委的表态,目前有多种 PPP 相关债务融资工具正在研究推进中,包括:PPP 企业债券(发改委)、交易所 PPP 资产证券化(发改委、证监会)、银行间 PPP 资产证券化(财政部、央行)。目前首单 PPP 资产证券化——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已于 2 月落地,总规模 8.4 亿元(项目具体情况如下文)。3 月又有 4 单 PPP 资产证券化发行,合计规模 27.14 亿元。

资产证券化中,ABS 审批非常快速。截至 2017 年 2 月 22 日,累计上报 41 单 PPP 资产证券化项目,目前已有 5 单 PPP-ABS 项目成功发行,首批 PPP-ABS 从受理到获准发行仅 2 个工作日,从获准发行到发行完毕仅需 1-5 个工作日,审核效率高,发行速度快,且中标利率显著低于基准利率;我们预计继发改委联合证监系统之后,财政部有望联合“一行三会”持续推动 PPP-ABS,政策红利将持续,未来将有越来越多的 PPP 项目进行 ABS,资产证券化浪潮来袭。财政部示范项目都是经过专家严格论证,拥有较好的盈利前景,项目质量较高,这些项目 ABS 的可能性较大。如果以财政部示范项目简单预测,PPP-ABS 有近 2 万亿元的市场空间。同时,具有较好盈利前景和稳定现金流 PPP 项目资产证券化的概率也较大,比如高速公路、轨道交通、污水处理、自来水等使用者付费的 PPP 项目资产证券化概率较大,这类项目难以具体量化金额,但整体规模也很大,PPP-ABS 前景广阔空间巨大。

PPP 项目专项债是继 PPP 项目资产证券化后又一个推动 PPP 项目发展的金融支持方案。具有发行形式多样、审核效率高、发行条件宽、用途灵活、融资成本低的特点,最大的亮点是能为项目建设提供新的融资方式,解决 PPP 项目前期问题,同时 PPP +ABS 可解决投资者退出需求,两项叠加将形成有效互补。

上述项目具体情况:

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”(以下简称“新水源 PPP-ABS”)在机构间私募产品报价与服务系统(以下简称“报价系统”)成功发行,成为市场首单落地的 PPP 资产证券化项目。根据《通知》要求,各地发改委在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,截至2月22日累计上报41单 PPP 资产证券化项目,其中污水垃圾处理项目21单,公路交通项目11单,城市供热、园区基础设施、地下综合管廊、公共停车场等项目7单,能源项目2单。3月8日首批3个 PPP 资产证券化项目(首创5.3亿元的 PPP-ABS 项目、华夏幸福7.06亿元的 PPP-ABS 项目和东江环保3.2亿元的 PPP-ABS 项目)分别获得上交所和深交所的受理,3月10日上交所审理首创 PPP-ABS 项目和华夏幸福 PPP-ABS 项目和深交所审理的东江环保 PPP-ABS 项目均取得无异议函,正式获准发行。3月10日华夏幸福 PPP-ABS 成功发行,3月13日首创 PPP-ABS 成功发行,3月15日东江环保 PPP-ABS 项目成功发行,中标利率分别为3.9%、3.7%和4.15%。PPP-ABS 从受理到获准发行仅2个工作日,从获准发行到发行完毕仅需1-5个工作日,审核效率高,发行速度快,且中标利率显著低于基准利率。3月10日网新建投庆春路隧道 PPP-ABS 获上交所审核通过并成功发行,成为第5单 PPP-ABS 项目,预计未来将有越来越多的 PPP 项目进行 ABS,资产证券化浪潮来袭。

附：两个 PPP 典型案例

案例一：北京市房山区琉璃河湿地公园 PPP 项目，该项目经营期限为 10 年，其中包含 2 年建设期和 8 年运营期，项目采用投资-建设-运营维护-移交模式。项目总投资为 21.75 亿元，其中直接费用 17.86 亿元，工程其他费 1.82 亿元，征地拆迁费 0.51 亿元，预备费 1.56 亿元。本项目资金筹措方式为社会资本投入和债务性融资，社会资本投入 6.525 亿元，占工程总投资的 30%；债务性融资 15.225 亿元，占工程总投资的 70%。政府用棚户区改造相关的一二级土地出让收益来支付经营期内项目公司采购服务和服务费用，其中费用包括用于覆盖本项目的投资建设成本与运营维护成本。2010 年至 2014 年一般公共预算支出年均增速为 13.9%，最近一年的一般公共预算支出增长率为 6.4%，结合本市的财政预算支出历史数据，按照保守估计，未来一般公共预算支出增速为 12%。

案例二：石河子地下综合管廊 PPP 工程，该项目经营期限为 30 年，其中建设期 3 年，运营期 27 年，项目采用建设-运营-移交模式。初期股权投资项目公司资本金为 6 亿元，其中作为国企的天富集团出资 20%，市财政无股权支出责任。本项目运营补贴支出表现为财政对项目公司的可行性缺口补助，故由政府承担部分运营补贴支出责任，地方政府的资金来源主要是财政预算。2010 年至 2018 年石河子市一般公共支出平均增长率为 14.64%，结合国家现行经济情况相关数据，预计未来一般公共预算支出增速为 14%。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。