

## ◆ 公司新闻

### 远东资信参加中国开促会召开的全国“首次技术评价鉴定会议”



为贯彻执行国家创新驱动发展战略,服务《中国制造 2025》,助力产业发展,8月18日,中国开发性金融促进会(以下简称“开促会”)组织召开全国“首次技术评价鉴定会议”。全国政协副主席、开促会会长陈元出席会议并作重要讲话,开促会执行副会长李吉平陪同出席,会议在开促会秘书长邢军的主

持下进行。陈元会长表示召开这次技术评价鉴定会议就是为了把工业专家、技术专家、融资和风险管理、市场定价等方面金融专家请到一起研讨、评价、打分,从具体案例入手发掘有价值、有市场、有潜力的技术产品,并在金融系统提倡和推动,把技术的价值和市場潜力转化成为可以有效评估市場价值和

防范风险的资产,从根本上解决科技型中小企业和民营企业融资难、融资贵的问题。首次技术评价鉴定会议是一个开端、一颗种子,是万里长征第一步,希望这颗种子能够不断发展壮大,为促进金融支持技术创新、金融服务实体经济做出应有的贡献。远东资信副总裁兼技术总监彭丹、研发咨询部余哲和刘广华参会为贯彻执行国家创新驱动发展战略,服务《中国制造 2025》,助力产业发展,8月18日,中国开发性金融促进会(以下简称“开促会”)组织召开全国“首次技术评价鉴定会议”。全国政协副主席、开促会会长陈元出席会议并作重要讲话,开促会执行副会长李吉平陪同出席,会议在开促会秘书长邢军的主持下进行。陈元会长表示召开这次技术评价鉴定会议就是为了把工业专家、技术专家、融资和风险管理、市场定价等方面金融专家请到一起研讨、评价、打分,从具体案例入手发掘有价值、有市场、有潜力的技术产品,并在金融系统提倡和推动,把技术的

价值和 market 潜力转化成为可以有效评估市场价值和防范风险的资产,从根本上解决科技型中小企业和民营企业融资难、融资贵的问题。首次技术评价鉴定会议是一个开端、一颗种子,是万里长征第一步,希望这颗种子能够不断发展壮大,为促进金融支持技术创新、金融服务实体经济做出应有的贡献。远东资信常务副总施建军、副总邓明玉、副总朱菁、副总兼技术总监彭丹、研发咨询部刘广华参会。

会议选择了四大领域的特色技术开展评价鉴定,分别是苏氏集成精密成型技术、微普生物环保消防技术、易特科互联网+社区健康医疗技术、易特科海上生命搜救系统。来自中科院、军事科学院、航空航天部、公安部、环保部、国家开发银行专家委、中国国际金融有限公司、北京邮电大学、深圳大学、北京中医药大学、海军总医院等 20 余位院士、专家、博导参加了会议,对参加评价鉴定的技术进行提问、讨论、打分、发表评价意见。

## 远东资信参加中国保险资产管理业协会的换届调研交流工作会议

2016年8月24日上午,中国保险资产管理业协会在上海太平资产会议室举行了换届调研交流工作会议,远东资信副总裁兼技术总监彭丹参会。会议主要讨论了协会章程、

会费管理办法、会员管理办法和会员服务等工作修改意见和建议,以便于协会深入了解会员需求与意见,优化与完善协会治理机制,促进行业发展,提升会员服务能力。

## 远东资信参加中国保险资产管理业协会举办的 基础设施建设与 PPP 模式操作实务专题培训会

中国保险资产管理业协会于 2016 年 9 月 7 日至 2016 年 9 月 8 日,举办了为期两天的“基础设施建设与 PPP 模式操作实务专题

培训”。保监会资金运用监管部投资处赵俊处长、郭欲晓副处长,财政部金融司金融五处易贻副处长、国家发改委投资司 PPP 中心李泽

正副主任、中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云、人力资源及国际事务部总监杜建、教育培训中心总监邓小娟出席培训,远东资信研发部余哲、刘广华参加培训。

课程分为五个部分,第一部分是当前最新 PPP 相关政策的解读。由国家发改委投资司 PPP 中心李泽正副主任与财政部金融司金融五处易贇副处长分别对国家发改委与财政部的 PPP 相关政策进行了要点分析与解读;第二部分为 PPP 项目的运作与相关法律探讨,吕汉阳副主任首先讲授了 PPP 项目的发起与实施,北京市鑫诺律师事务所高级合伙人黄华珍讲解国内 PPP 项目的实施、风险识别及法律实践;第三部分为国际 PPP 项目投资经验借鉴,麦格理投资顾问(北京)有

限公司高级董事总经理 Steve Gross 介绍了全球基础设施投资及韩国 PPP 项目的经验,董事总经理 Neil Johnson 分享了对于中国基础设施投资的经验和关于 PPP 的一些思考;第四部分为 PPP 项目运作案例,由中国建筑第八工程局有限公司投资发展公司副总经理金浩分享了 PPP 项目公司实战经验。第五部分为 PPP 项目主要融资模式案例,中国农业发展银行债券管理处处长高春霞分享 PPP 项目的选择、评估、运作模式与投资策略经验,中交投资管理有限公司投资总监李越川讲授 PPP 项目基金的募集、设立和管理及典型案例课程。最后,全体嘉宾参加了以 PPP 融资模式的创新与发展趋势为主题的圆桌论坛并发表了看法。



## ◆ 专题研究

# PPP 国内外发展现状分析

上海远东资信评估有限公司 刘广华

PPP 在我国被译为“政府和社会资本合作模式”，是国际公认的市场参与公共资源配置，包括公共产品或公共服务提供领域的最有效途径之一。自 2013 年十八届三中全会提出“允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营”以来，PPP 模式便作为落实国家战略的一项重要工具正式进入大众视线。随着经济的下行压力加大，发展 PPP 模式已俨然成为经济新常态下稳增长、促进资本脱虚向实的重要举措之一。根据财政部数据显示，截至 2016 年 6 月末，在不到三年的时间里，全国各地全部入库项目 9285 个，总投资额 10.6 万亿元，超出前期预期。财政部也于 10 月 13 日对外发布了第三批共 516 个示范项目涉及投资总额逾 1.17 万亿元。本文将梳理 PPP 项目模式及特点、国内发展历程及目前在国内的发展现状。

## 一、PPP 项目介绍

### (一) PPP 定义

PPP (Public-Private Partnership) 在西方国家定义为政府和私营部门合作模式，在我国则翻译为政府和社会资本(国有资本也列入其中)合作模式。同时，由于我国 PPP 项目

是由财政部、发改委双头监管，因而在 PPP 的定义上有细节方面的差异，但总体上而言，两部委给出的 PPP 基本框架大方向一致，后文会有详细对比。

财政部定义：政府和社会资本合作模式是在基础设施及公共服务领域建立的一种长期合作关系。通常模式是由社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作，并通过“使用者付费”及必要的“政府付费”获得合理投资回报；政府部门负责基础设施及公共服务价格和质量监管，以保证公共利益最大化。(财金[2014]76 号)

发改委定义：政府和社会资本合作 (PPP) 模式是指政府为增强公共产品和服务供给能力、提高供给效率，通过特许经营，购买服务，股权合作等方式，与社会资本建立的利益共享，风险分担及长期合作关系。(发改投资[2014]2724 号)

可见，PPP 是公共基础设施中的一种项目融资模式。在该模式下，鼓励私营企业、民营资本与政府进行合作，参与公共基础设施的建设。双方首先通过协议的方式明确共同承担的责任和风险，其次明确各方在项目各个流程环节的权利和义务，最大限度地发挥各方优势，使得建设摆脱政府行政的诸多干

预和限制,又充分发挥民营资本在资源整合与经营上的优势,在合作的前提下,实现公共部门和私营部门利益共享。

然而,鼓励民营企业参与 PPP 项目并不代表排挤国有企业。需要认识到,与西方国家较为纯粹的市场经济体制的国情不同,我国的国有企业在基础实施和社会事业投资建设领域占主导地位,因此允许符合特定条件的国有企业以社会资本的身份参与 PPP 项目才是符合当前我国国情的做法。

## (二)PPP 提出背景

当前我国面临经济增速下滑,稳增长压力加大的发展现状,同时当前政府供给侧改革极力推动的新型城镇化建设,也对基础设施建设产生巨大需求。此前的政府单一主导的方式已无法满足巨大的基础设施建设需求,尤其是在当前地方债务问题以及地方融资平台受限等融资问题日益突出的情况下更是如此。于是,PPP 模式重新走入大众视野并受到热捧。

### 1、经济增速下行趋势下稳增长压力加大

自 2014 年末以来,宏观经济政策便开始大幅调整,稳增长力度日益增强。主要原因在于,产能过剩去库存的供给侧改革进展缓慢,且其效果显现是一个漫长的过程,对于经济结构调整的效果较为迟缓,还无法起到缓解经济下行压力的作用。因而,短期来看,为了托底经济、稳定就业,在供给侧改革的同时,政府仍然需要进一步加强需求管理的力度,刺激经济短期企稳。在外部需求萎缩导致外贸不断下降的情况下,通过投资拉动内需依然是刺激需求的中坚力量。在产能投资和房地产投资疲弱的背景下,基础设施建设成为政府稳增长的重要力量。

### 2、银行信贷受限、地方投融资平台规范

转型迫在眉睫

经济下行,银行放贷谨慎。根据万德统计数据计算得出,截至 2013 年 6 月底,地方政府负有偿还责任的债务 108859.17 亿元。从债务资金来源看,银行贷款、BT、发行债券是政府负有偿还责任债务的主要来源,分别为 55252.45 亿元、12146.30 亿元和 11658.67 亿元,占比分别为 50.76%、11.16%、10.71%,可见,银行贷款是地方政府的主要融资渠道。然而,2014 年以来商业银行坏账率出现抬头的迹象,巴塞尔协议 III 的实施要求更高的资本充足率,风控要求和经济下行压力都制约着银行的放贷意愿。

城投企业融资渠道受限。从举借主体看,截至 2013 年 6 月底,融资平台公司、政府部门和机构、经费补助事业单位是政府负有偿还责任债务的主要举借主体,分别举借 40755.54 亿元、30913.38 亿元、17761.87 亿元,占比分别为 36.77%、27.89%、16.03%。然而,国发(2014)43 号文明确划清了政府与企业界限,政府债务只能通过政府及其部门举借,不得通过企事业单位等举借。新的监管政策下,城投平台的融资功能已经被基本剥离,虽然原有项目的续发不会停止,但城投公司已无法为新项目提供资金支持,从而 PPP 成为重要出路。

### 3、城镇化加速,基础设施建设资金缺口加大

根据《国家新型城镇化报告》数据,我国常住人口城镇化率从 2003 年的 37.7%,到截至 2015 年达到 56.1%,且预计我国 2020 年城镇化率达到 60%。然而,发达国家城镇化率普遍在 75%-90%之间,金砖国家除了印度之外,也都在 65%以上,与此相比,我国城镇化的未来发展空间仍然十分巨大。

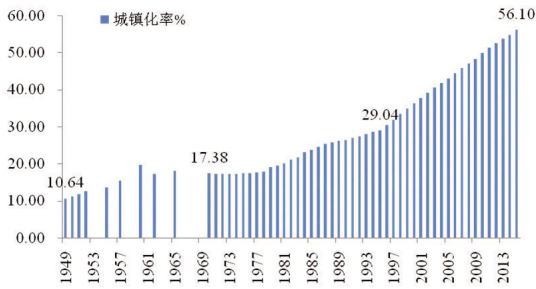


图 1 1949 年-2015 年我国城镇化率变化情况

资料来源:万得资讯

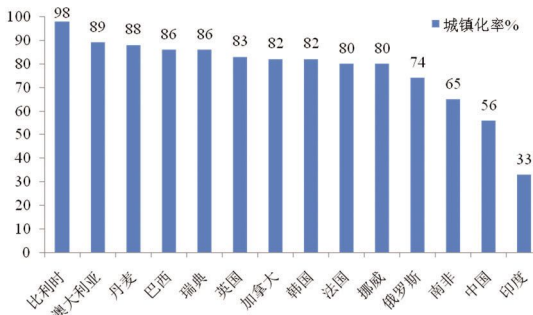


图 2 2015 年主要发达国家及金砖国家城镇化率

资料来源:世界银行数据库

根据世界城镇化发展普遍规律,当城镇化率超过 10%以后,进入城镇化初期阶段,城镇人口增长较慢;当城镇化率超过 30%以后,进入城镇化加速阶段,城镇化进程逐渐加快;当城镇化率超过 70%以后,进入城镇化成熟阶段,城镇化速度趋缓或停滞。据此判断,我国 56.1%的城镇化率正处于加速发展阶段。我国 2015 年底人口达 13.75 亿,若以 70%的城镇化目标来看,未来将有 1.91 亿人从乡村迁移到城镇,如果以每人成本 10 万元计算,且不考虑通胀的保守估计下,我国新型城镇化带来的投资需求将达到 19.1 万亿元。通过 PPP 模式的引入,可以在很大程度上解决城镇化建设所需的大量资金,提高基础设施建设和公共服务的运营效率,缓解政府债务压力。

4、全面深化经济体制改革,发展混合所有制经济的重要内容

以往公共事业一直被地方政府控制,然而从实际经营情况来看,像水务、天然气以及电力这些资产盈利并没有达到理想状态,运营效率也较为低下,面临体制深化改革的需求。从社会角度看,通过发挥公私部门的各自优势,能“让专业的人做专业的事”,并建立激励相容的约束机制,把政府的政策目标、社会目标和私人部门的运营效率、技术进步内在动力结合起来,充分提高公共产品供给效率。从市场角度看,通过 PPP 模式,私人部门可以进入电力、道路、供水、供热等公共服务领域,大幅拓宽了国内企业特别是民营企业的发展空间。这也是全面深化经济体制改革,发展混合所有制经济的一项重要内容。

PPP 模式提供了一个新的、有别于传统政府采购模式发展基础设施的可行模式,成功的 PPP 项目既有效扩大了公共基础设施的供给,提高公共服务质量,又为地方政府分担了风险和责任,同时也给社会资本拓宽了投资领域。应该说成功规范的 PPP 模式带来的是社会大众、政府、投资者的三赢局面。

### (三)PPP 项目分类

1、按照服务于社会经济发展的不同方面分类

PPP 模式主要适用于投资规模较大、需求长期稳定、价格调整机制灵活、市场化程度较高的基础设施及公共服务类项目。具体而言,项目大致可分为经济、社会和政府三类。经济类包括交通运输、市政公用事业、园区开发、节能环保等领域;社会类包括保障性住房、教育、文化、卫生等领域;政府类主要服务于司法执法、行政、防务等领域。此外,根据发改委 2724 号文“各地新建市政工程、新型城镇化试点项目、应优先考虑采用 PPP 模式”,也拓展了 PPP 模式的适用范围。

同时,在此基础上,各地方政府在PPP模式的具体应用中也有侧重。例如,河北省围绕京津冀协同发展、城镇化建设、冬奥会设施建设等筛选储备一些试点项目;北京市则在2015年即将排水领域作为PPP试点;安徽省利用PPP模式支撑保障性安居工程建设;天津是鼓励社会资本进入城市供水供暖供气、垃圾污水处理等基础设施和公共服务领域。

### 2、按照PPP项目运作模式分类

依据世界银行对PPP契约形式的划分,PPP模式主要包括12类,其中管理合约(MC)、租赁(Leasing)、修复-运营-转让(ROT)、修复-租赁-转让(RLRT)、建设-运营-转移(BOT)、建设-修复-运营-转让(BROT)、建设-拥有-运营-转让(BOOT)、建设-租赁-拥有(BLO)、建设-拥有-运营(BOO)等形式较为常见。

依据PPP模式中政府和私营部门的关系,PPP模式又可以分为外包类、特许经营类以及民营化类,这三类模式的公有化程度依次下降。如图中所示,沿着箭头的方向是私有化程度越高,投资者承担责任越大。相反的方向则是公有化程度越高,政府承担的责任越大。

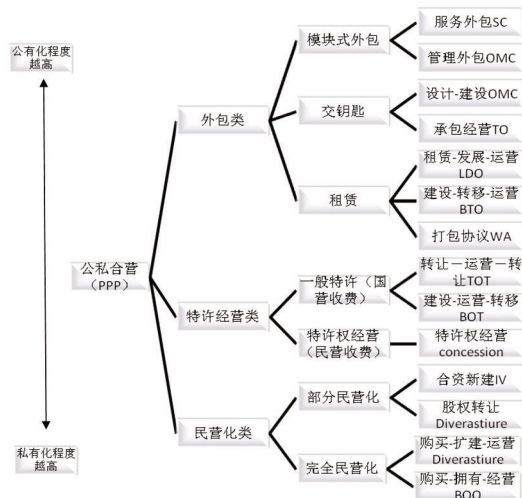


图3 PPP模式分类

资料来源:远东资信整理

例如,在外包模式中,SC是一种较为典型的形式,政府一般是将基础设施的服务外包给私营企业,但是仍负责设施的运营和维护额,承担项目的融资风险,时间一般小于5年,私营资本的风险也相对较低。在特许经营模式中,BOT是一种较为典型的形式,主要是由政府提供特许经营协议,私营部门作为项目的投资者和经营者自行安排融资,开发建设项目,并在特许经营协议的期限内获得利润,在项目结束后,有偿或者无偿转让给政府,一般项目可以长达20年以上,私营资本面临的风险要高于外包类;而在民营化模式中,BOO是一种较为典型的形式,主要是有私营部门负责基础建设的融资,拥有这个项目的设施,并对其进行永久性经营,并不将此项基础产业项目移交给公共部门,是一种最高级别的私有化,私营部门的风险也相对最高。

### 3、按照PPP项目付费方式分类

目前PPP项目回报机制主要包括使用者付费、可行性缺口补助和政府付费等支付方式。

一是政府付费(Government Payment),是指政府直接付费购买公共产品和服务。在政府付费机制下,政府可以依据项目设施的可用性、产品或服务的使用量以及质量向项目公司付费。政府付费是公用设施类和公共服务类项目中较为常用的付费机制,在一些公共交通项目中也会采用这种机制。若是政府支付,则政府需要定期向项目实施方购买设施或服务,这也同样缓解了政府一次性的支出压力。经济效益差的公益性项目大多数属于这一范畴,如医院、学校等。

二是使用者付费(User Charges),是指由最终消费用户直接付费购买公共产品和服

务。项目公司直接从最终用户处收取费用，以回收项目的建设和运营成本并获得合理收益。高速公路、桥梁、地铁等公共交通项目以及供水、供热等公用设施项目通常可以采用使用者付费机制。若 PPP 模式是由消费终端的用户支付，那么就不会再对政府产生债务，政府仅需承担项目初期的资本金投入（公私合营 SPV 模式下）、项目运营期间的部分补贴以及合同结束期的回购（BT、BOT、TOT 等）。这类模式多对应经济效益好的经营性及准经营性项目，如路桥、水电燃气、公共交通等。

三是可行性缺口补助（Viability Gap Funding, 简称 VGF），是指使用者付费不足以满足项目公司成本回收和合理回报时，由政府给予项目公司一定的经济补助，以弥补使用者付费之外的缺口部分。可行性缺口补助是在政府付费机制与使用者付费机制之外的一种折衷选择。在我国实践中，可行性缺口补助的形式多种多样，包括土地划拨、投资入股、投资补助、优惠贷款、贷款贴息、放弃分红权、授予项目相关开发收益权等其中的一种或多种。

值得注意的是，根据国发【2014】43 号《关于加强地方政府性债务管理的意见》中“将政府与社会资本合作项目中的财政补贴等支出按性质纳入相应政府预算管理。”，对于社会资本方的收益来说也是一重保障。

#### （四）PPP 项目交易结构

PPP 项目的交易结构主要包括项目投融资结构、回报机制和相关配套安排等方面。

##### 1、项目投融资结构

项目投融资结构包括项目公司的资本构成、股权结构、项目设立情况、项目公司资本性支出的资金来源、性质和用途、资产负

债安排，项目资产的形成和转移等。

PPP 项目虽然有多种模式，但是结构上有类似的形式。首先，由政府部门和私人部门等项目发起人成立特殊目的公司（SPV，但并不是一定要设立 SPV 公司，如采用 OMM 的模式，社会资本方没有设立项目公司的必要）；然后由 SPV 负责建设和实施，其中所需要的资金由社会资本或 SPV 负责融资，其中资金来源主要有发起人的资本、银行贷款以及债券等形式；其次，项目建成后在政府授权下，由 SPV 继续负责运行，运行所需的资金主要来自发起人的资金、债券持有人、第三方投资者等，运行中的收入主要包括公共产品使用者的费用、服务费用、政府的保证费用等；最后，项目结束后，SPV 将公共产品移交给政府。

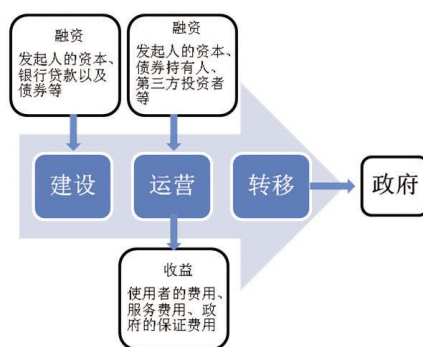


图 4 PPP 融资结构

资料来源：远东资信整理

其中地方政府身兼三种职能：行政监督、资本投入及运营管理。社会资本则是可以通过多种方式参与到 PPP 项目中，以现金资产参与发起产业基金、认筹产业基金、与政府共同出资组建 PPP 项目公司等。项目公司负责项目全生命周期的运作。

从融资来源来说，项目公司可以筹措发起人、银行以及通过券商、基金、保险等通道募集的第三方投资者资金；从融资方式来说，项目公司可以使用发起人自有资金，通



过银行贷款、发债、基金公司等资本成立 PPP 引导基金、资管通道发行资管计划、资产证券化等各种融资方式来实现。目前,各路资金与项目公司的对接方式仍然在不断探索过程中。

## 2、项目回报机制

项目回报机制主要说明社会资本取得投资回报的资金来源,对私人资本而言,可以从以下两方面获得收入:一是初始股权投资回报,即资金回报;二是建造合同收入或供货合同收入,即服务回报。对于服务回报,财政部《政府和社会资本合作模式操作指南(试行)》中规定了 PPP 项目的 3 种回报机制:使用者付费、政府付费、可行性缺口补助。在前文 PPP 项目分类中有过相关介绍,这里就不再赘述。项目回报机制进行价格制定时,应当满足保证社会资本合理回报、使用者可承受、综合考虑价格的其他影响因素、动态可调整等原则。

## 3、相关配套安排

主要说明由项目以外相关机构提供的配套设施和项目所需的上下游服务。通常包括,国家或当地政府的支持政策与制度环境;土地使用、税收优惠、价格调整、信贷扶持等机制,通常实施方案中会明确政府提供的配套政策;PPP 项目以外相关机构提供的土地、水、电、气和道路等以及项目所需的上下游服务等工程。

## (五)PPP 项目特点

### 1、规模大

PPP 一般涉及市政、交通类公共项目,投资规模较大。再加上,PPP 公私合营的模式需要较多的资源配合,较高的资源整合技巧,同时还存在招投标、咨询、会计师等 PPP 程序成本,因而一般起步门槛为 5000 万以

上。从发改委、财政部项目库推介的项目数据也可以加以验证:从投资体量看,发改委推介的第三批 1233 个项目中,1-10 亿元项目占比达 57.26%;10-50 亿元项目占比达 23.28%;财政部发布的第三批 516 个示范项目中,1-10 亿元区间的项目占比达 54%,10-50 亿元区间的项目占比达 32.56%。

### 2、周期长

PPP 模式一般周期较长,例如,特许经营期限一般而言在 20-30 年期间。此外,发改委、财政部等 6 部门共同公布《基础设施和公用事业特许经营管理办法》,首次为 PPP 项目设定最长 30 年的特许经营期限。

### 3、利润低

PPP 项目中多涉及公共服务类行业,收益较低,尤其是非经营类行业,尚且需要政府可行性补贴来弥补项目收入,政府一般会将项目收益控制在 10% 以下。因而,一般 PPP 项目属于低利润率项目,因此追求高收益率的产业资金、及高风险高回报的资金均不适合投资于 PPP 项目。而追求长期稳定回报的养老基金、保险资金则与 PPP 的收益回报特点具有高度的匹配性。

### 4、杠杆高

PPP 项目的特点之一是高负债运行,财政部《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》文件规定:“每年全部 PPP 项目从预算安排的支出责任占一般公共预算支出比例不超过 10%”。一般而言,PPP 项目融资方式大多是通过银行贷款(含银团贷款)和发行债券,债权资金占 PPP 项目公司总资产的 70% 或以上。

### 5、参与方多,结构复杂

PPP 模式是一个十分复杂的系统工程,参与者众多。参与方通常包括政府、社会资

本方、融资方、承包商和分包商、原料供应商、专业运营商、保险公司以及专业机构等,涉及多种法律合同关系,组织结构和形式非常复杂,需要牵头人有很高的协调组织能力。

## 二、国际 PPP 发展情况

### (一)全球 PPP 发展

从全球的发展情况来看,依据世界银行的统计,PPP 模式主要使用在能源、电力、交通以及水处理等行业,采用的形式以 BOO/BOT/BROT 等方式为主。从总量上看,依据全球 PPP 研究机构 PWF 的统计,1985—2011 年以来,全球基础设施 PPP 名义价值达到了 7751 亿美元。其中,欧洲处于领先地位,大约占全球 PPP 名义价值的 45.6%,接下来是亚洲和澳大利亚,所占份额为 24.2%,墨西哥、拉丁美洲和加勒比海地区三者合计占 11.4%。美国和加拿大所占的份额分别是 8.8%、5.8%,非洲和中东地区 PPP 名义价值为 315 亿美元,占全球份额的 4.1%。

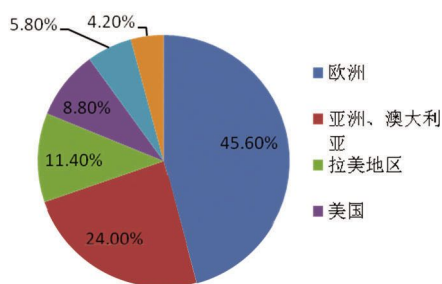


图 5 1985—2011 年全球基础设施 PPP 名义价值各区域占比

资料来源:PWF 数据

在国外 PPP 实践中,英国是最早采用 PPP 模式的国家,发展较成熟;加拿大和澳大利亚也是公认的 PPP 模式运用较好的国家。

需要注意的是,PPP 作为传统交付模式的一种补充,仅在能够更好的实现物有所值的情况下才得以使用,在公共投资中的比例

只占一小部分。从下表可以看出,即便是 PPP 运用较为成熟的澳大利亚、英国等国家,PPP 投资占公共投资的比列也不超过 15%、例如,澳大利亚有约 50%的基础设施由私营部门交付,但只有约 10%—15%是通过 PPP 方式提供。实行市场化改革并不必然采用 PPP 模式。

表 1 世界各国 PPP 项目占公共投资比例

国家	ppp占公共投资的比例	国家	ppp占公共投资的比例
澳大利亚	10%-15%	墨西哥	15%
英国	10%-13%	芬兰	10%-15%
德国	5%-10%	卢森堡	5%-10%
德国	3%-5%	南非	3%-5%
挪威	3%-5%	西班牙	3%-5%
加拿大	1%-3%	意大利	1%-3%
新西兰	1%-3%	捷克	1%
澳大利亚	10%-15%	墨西哥	15%
英国	10%-13%	芬兰	10%-15%
德国	5%-10%	卢森堡	5%-10%
德国	3%-5%	南非	3%-5%

资料来源:PWF 数据

#### 1、澳大利亚模式

澳大利亚已经成为世界上 PPP 模式应用体系最为成熟的国家之一。目前,澳大利亚的公私合作项目盛行于各个方面,澳大利亚政府不仅利用 PPP 模式进行基础设施建设,如建设公路、铁路、港口等,还利用这种模式建设学校、医院(例:墨尔本皇家儿童医院)、监狱(例:维多利亚州监狱)这样的公益机构。

澳大利亚在上世纪 80 年代开始在基础设施领域应用 PPP 模式,主要也是通过设立 SPV 来运行。但是随着 PPP 项目的不断增加,私人部门享受的收益与风险之间出现不匹配,导致一些项目失败。澳大利亚政府在 1995 年 4 月采纳了国家竞争政策 (National Competition Policy, NCP),要求澳大利亚联邦

和州在基础设施发展上引入竞争。该政策促使了许多原先由政府独占和垄断的基础设施经营业务得到了重组。另一方面,澳大利亚政府重新认识了提供公共服务的隐性成本,如资金成本、价格风险,及公共利益的需要等,由此使得 PPP 模式被采纳作为澳大利亚提供基础设施的重要方式。2000 年以来,澳大利亚政府修订和制定了与 PPP 相关的法律,在保障私人部门利益的同时,PPP 项目也得到了快速的推广。与英国的 IUK 类似,澳大利亚也成立了相关的管理部门—澳大利亚基础设施局(IAU),负责全国各级政府的基础设施建设需求和政策的制定,推广 PPP 也是其重要职能之一。

## 2、英国模式

自 20 世纪 90 年代以来,英国政府积极改革了向公众提供公共服务的模式,其 PPP 项目的主要形式是 PFI 私人融资计划。在英国,PPP 项目的相关工作由财政部成立的基础设施建设局(IUK)专门负责。

特许经营的项目,需要使用者付费,而 PFI 项目则是政府付费的。由于英国的教育和医疗是全民免费,所以英国的 PPP 模式较少采用特许经营,多数情况下选择 PFI(2012 年后进一步改进为 PF2)。即便是交通(高速公路、铁路等)绝大多数也是采用 PFI 模式。根据英国财政部 2014 年 12 月发布的报告,截至 2014 年 3 月,英国一共有 728 个 PFI 项目,资本总额达 566 亿英镑。

PFI 模式是政府通过与投资人签订合同,由投资人设计、建设、投融资、运行并维护基础设施,并在合同结束后,投资人将这些公共产品设施交给政府。由 PFI 改进为 PF2,最大的改进在于政府在特殊目的公司(SPV)参股的项目股权结构,并对合约灵活

度、透明度、融资和风险分配等机制进行了改进。

英国 PPP 项目行业主要以教育、医疗、交通、废弃物处理为主。2014 年 3 月底,英国共有 895 个存量 PFI 项目中,教育、医疗、交通、废弃物处理等行业数量占比超过 50%,总投资额占比超过 60%;且运营期限较长,在 20~30 年的项目合计占比为 81.45%。

## 3、加拿大模式

近年来 PPP 在加拿大稳步发展,无论从市场活跃度还是发展模式看,都堪称世界一流。经过多年的摸索和经验积累,形成了独具特色的加拿大模式。尤其是自本轮全球金融危机以来,该国的 PPP 市场持续活跃,与世界其他地方的低迷形成了鲜明的对比。

与英国为缓解财政约束而引入私人资金不同,加拿大政府预见 PPP 对促进经济增长和创造就业的巨大作用,因此从一开始就出资参与项目。2007 年,政府设立“PPP 基金”和加拿大 PPP 局,由后者负责协调基金的使用。通过五轮项目征集,该局将全部 12.5 亿加元的基金投资于 20 个项目,并撬动 60 多亿加元的私人资金,使 PPP 在全国 6 个省区、13 个市得到了推广。这也部分解释了为何金融危机以来该国的 PPP 市场仍然相当活跃。2013 年,联邦政府设立新的“建设加拿大基金”,计划在未来 10 年调动 140 亿加元用于支持各级政府的基础设施建设,以促进经济增长、创造就业和提高生产率。

截至 2013 年末,加拿大一共有 220 个 PPP 项目,按照累积项目金额排序,前五大 PPP 行业分别为:交通、医疗健康、司法/劳改、能源与教育。

2014 年 3 月,CCPPP 发布了一份报告,对 2003 年至 2012 年这 10 年期间加拿大

PPP项目的经济绩效进行了评估，结论是PPP的实施极大地促进了加拿大的经济发展、就业创造与居民福利。此外，这十年间，PPP项目还帮助公共部门节约了99亿美元，并为联邦和地方政府创造了75亿美元税收。在2015年发布的白皮书中，CCPPP将PPP在加拿大的成功归结为四个关键因素：一是稳定的项目储备；二是高效的招标流程；三是多元的融资来源；四是有利的政治环境。

#### 4、法国模式

法国私营部门参与提供公共服务有着很长的历史，可以追溯到16世纪。在20世纪70年代，PPP的浪潮再次席卷法国，在更多领域和行业有了新的应用。

法国PPP项目合同主要分为特许权合同 (concessions) 和 合伙合同 (partnership contracts) 两类。前者开始于19世纪，为公共服务授权和经营权转让，要求社会资本承担税收风险，此类合同年营业额约850亿欧元；法国于2004年开始实施合伙合同 (partnership contracts)，自2009年起十年内每年营业额可达到60亿欧元。

2005年法国专门成立了服务与合伙合同项目的工作小组，主要负责项目获得预算部批准前的评估工作。法国在PPP项目实施和采购合同方面已经拥有比较成熟的法律体系，在2009年，由于经济下滑，法国政府提出多项措施鼓励公共服务和实施投资项目，PPP项目的实施取得了迅速发展。

#### 5、美国模式

20世纪八九十年代，美国政府正式提出采用PPP模式提供公共服务。然而，由于联邦制结构导致政府层面向各州推行有障碍，再加上美国无论是政府还是私人部门的融

资体系均较为发达，美国的PPP发展一直相对落后，其市场规模目前在几十亿美元。

PPP模式上，总体上看，美国PPP项目中大多数为DB项目，占总数的67%，其投资额占总投入的52%。近年来，DBFOM (Designs Builds Finances Operates and Maintains) 模式发展较为迅速，数量上占总数的12%，而其总投资额占24%。范围上，据统计1989-2011年美国32%的交通PPP项目位于前列，其中高速公路、桥梁、隧道项目在数量和投入资金总额上占总数的80%左右，其次是铁路和机场项目。但是美国并没有建立一个统一的政府机构推动PPP的发展，也没有形成一个独特的、作用突出的PPP模式。

### (二) 国际经验总结

从各国PPP发展情况来看，有的国家PPP模式推行的比较成功且发展速度快、领域广泛、成功案例较多，然而有的国家则相对缓慢，没有形成突出有效的模式。根据对比分析，我们得出如下一些在推行PPP模式方面的国际经验以供借鉴：

#### 1、致力于PPP项目的中央级别机构

从以上国家的发展路径中，我们看到处于PPP前沿水平的国家在汲取地方PPP单位成功经验的基础上，纷纷建立了全国性的PPP单位。中央和地方级别的专业PPP单位，多数在财政部内设或向财政部报告，可以支持PPP项目的质量控制、技术援助、标准化、促进工作和政策指引，帮助公共部门设计和实施PPP项目，为推广PPP提供国家层面的组织保障，同时处理PPP推广过程中的瓶颈因素。从而可以有效筛选优质适宜项目，推动PPP模式的推广发展，促进国家基础建设的同时，刺激社会资本投资，拉动经济增长。

## 2、适合自己国情的 PPP 模式

PPP 模式可以区分为两种基本类型,分别是传统的特许经营(使用者付费)模式和政府购买服务的模式。通过纵览英法的 PPP 模式,我们发现,英国主要实行 PFI,即政府购买服务模式的 PPP 项目,原因在于英国在 80 年代后大力实行私有化,因此英国在基础设施领域的私有化程度很高。法国的情况则不一样,法国的基础设施领域的私有化程度较低,PPP 项目多使用特许经营模式。然而,情况也不是一成不变的,伴随着英国卓有成效的 PFI(政府购买服务)模式,法国也开始鼓励和支持建设政府购买服务的 PPP 项目。

因此,我们在选择发展 PPP 项目模式时,应该基于我国的基本国情,不应直接模仿或者直接采用哪个国家的 PPP 模式。我国现为处于中等的发展中国家,基础设施不发达,还需要建设大量的基础设施项目,这些项目适合使用特许经营类的 PPP 模式。对于不适合实行特许经营模式的 PPP 项目,仍然使用政府购买服务的 PPP 模式。有鉴于此,我们既要坚持发展特许经营的 PPP 模式,也要继续实行政府购买服务的 PPP 模式。

## 3、不断完善法律环境和制度

PPP 项目通常前期投资额高,回报周期长,影响项目的因素多,收益不确定性大。如果没有相应法律、法规保障私人部门利益,PPP 模式难以有效推广。如果收益分配结构不当,就会损伤合作双方的积极性,从而导致项目合作破裂。通过立法等形式,解除原有法律框架的技术障碍,对私人部门利益予以保障,才能吸引更多社会资本进入。

## 4、多样化的融资渠道

PPP 项目一般体量较大,周期长,由于涉及公用事业或公益项目,一般收益也不会太

高,从而寻找配套资金也有一定难度,国际上通常为养老金、保险等长期资金较为匹配。同时,PPP 项目的债务率较高(一般在 70%-90%),因此,发达的融资体系和多样化的融资渠道,对于 PPP 项目的推广非常重要。

目前,融资方式除了传统的企业贷款方式外,在项目初期,PPP 基金可以通过债权、股权等形式,为难以获得市场融资的 PPP 项目提供资金支持,在项目条件改善后择机退出;或者在公募市场发行企业债、项目收益债及其他定向融资工具;在稳定现金流可期的情况下可以考虑资产证券化;引入养老金及保险基金等追求长期稳定收益的资金;或以联合体设立有限合伙基金、各类资管计划等方式参与项目的投融资。

## 三、我国 PPP 市场的发展

### (一)我国 PPP 发展沿革

自十八届三中全会提出“允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营”以来,PPP 模式便作为落实国家战略的一项重要工具开始变得炙手可热。截至 2016 年 6 月末,在不到三年的时间里,全国各地全部入库项目 9285 个,总投资额 10.6 万亿元,PPP 也从一个陌生的概念到目前为大众所熟悉。然而,事实上 PPP 于十九世纪 80 年代中期就已经引入我国,至今近 30 年历史,且 PPP 模式已经在诸如能源、通信等各大领域得以应用。具体而言,我国 PPP 模式的发展过程大致可分为如下四个阶段:

1、萌芽阶段(上世纪 80 年代中期—1993 年)

上世纪 80 年代中期开始,PPP 以 BOT 的形式在我国显现雏形,由此进入萌芽阶段。80 年代中期,随着 1978 年的改革开放,

外资开始涌入基础设施领域,BOT概念也首先由香港商人带入我国,此阶段PPP项目中社会资本也以外国资本为主。然而,萌芽阶段的中国PPP并没有被大规模的推广和应用,仅由地方政府自发推送,中央政府关注度低,无法律法规,无严格招标和审批过程,但也出现了如广东沙角B电厂这样得到国内外广泛认可的成功案例,这也是我国第一个成功兴建、成功移交的BOT项目。

## 2、探索阶段(1994—2002)

20世纪90年代后期,国际上逐步流行PPP概念,并普遍将特许经营视为PPP的组成部分。1993年开始,我国PPP项目虽仍然属于BOT模式,但以此开始由国家计委发起并推动。1993年底由国家计委发起成立的博拓投资公司(即BOT音译),由此开启了我国的PPP项目试点。之后的一年中,无论国家还是地方都逐步开展了各种BOT项目试点,可以说1994年是我国PPP试点的开元之年。此阶段PPP项目中社会资本仍以外国资本为主。

这一阶段PPP项目是由政府部门有组织地推动,中央、地方政府一齐参与的形式,来弥补以电力、交通等为重点项目的基建投资资金缺口。并且也出现了法律依据《关于试办外商投资特许权项目审批管理有关问题的通知》,从而,这一新模式在我国开始崭露头角。但是仍然是试点性质,还没有成为地方常规的投融资方式。这个阶段的典型案例,武汉军山长江大桥项目,其合同文本至今仍被广泛参考,起到了标准文本的作用。

## 3、发展阶段(2003—2013)

大约从2003年开始,PPP概念传入我国,开始将BOT等特许经营模式称为PPP模式,但基本上按照特许经营项目进行管

理,并在实践上将特许经营项目和PPP项目视为同等概念。

这一阶段,随着我国PPP项目的不断推进,基本法律依据开始逐渐成形:建设部于2002年底出台了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》,之后又陆续颁布并实施了如2004年的“126号文”(《市政公用事业特许经营管理办法》)等一系列针对性的文件,特许经营的概念正式引入市政公用事业,各级地方政府随之先后出台了大量旨在引导和规范特许经营项目的地方性法规、政府规章及政策性文件,2005年国务院颁布的《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》(国36条),再次指出“允许非公有资本进入公用事业和基础设施领域”,中国大地上掀起了新一轮PPP热潮。

在此阶段,市场经济特征非常明显,外企、民企、国企同台竞争;项目竞标过程公开透明,竞争达到白热化;溢价频出,效率提高的改革效果开始显现,且多数项目是成功的,北京地铁四号线就是第一个官方称为PPP的项目。然而,由于缺乏统领性的上层设计作为指导,实际操作中仍旧面临各种问题,也出现了一些失败案例。随着2008年美国爆发金融危机,年底我国推出了“四万亿经济刺激计划”,2009年成为PPP受冲击最严重的一年。此后,PPP的发展处于调整停滞状态。

## 4、热潮阶段(2013至今)

2013年以来,我国PPP模式的制度化建设提上议事日程,在国务院、财政部、发改委齐力推动下,PPP相关政策密集出台,一系列顶层设计的逐步推进,正在逐渐形成由法律法规、管理机构、操作指引、标准化工具和专业培训构成的相对完整的PPP政策框架的过程中。

2013年11月,中共十八届三中全会决定允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营。之后,我国的PPP发展进入了全新发展阶段,且步伐逐渐加快,法律环境不断完善,框架体系逐步成型。2014年5月,财政部政府和社会资本合作(PPP)工作领导小组正式设立。2014年11月和12月,我国财政部和发改委对PPP陆续颁布了部门规章,相应的对国内PPP进行了定义,正式提出了PPP概念。财政部在2014年12月批准成立了政府和社会资本合作(PPP)中心,并下发了首批30个PPP合作示范项目名单和操作指南;国家发改委同期下发了关于开展政府和社会资本合作的指导意见和通用合同指南。2015年1月《基础设施和公用事业特许经营管理办法(征求意见稿)》公开征求意见。2015年9月25日,财政部下发《关于公布第二批政府和社会资本合作示范项目的通知》,发布了第二批PPP示范项目名单,共206个,总投资金额6589亿元。2016年9月,发改委向社会公开推介第三批针对传统基础设施领域PPP项目,锁定七大传统基建投资领域,项目数量1233个,总投资约2.14万亿元。2016年10月13日财政部对外发布了第三批示范项目名单,共有516个示范项目投资总额逾1.17万亿。

同时,值得注意的是,当前阶段在新的PPP框架体系下,特许经营模式BOT也与此前产生较大区别。此前BOT项目中,政府只参与项目前期的立项、招标等,企业几乎承担了投资、建设、运行的所有风险,合同也较为简单,权利义务关系不够详细明确,后期项目建设和运行都缺乏监管。

而在目前推行的PPP模式操作规则下,

在PPP项目初期阶段,项目公司尚未成立时,政府方即先与社会资本(即项目投资人)签订意向书EOI、备忘录MOU或者框架协议,以明确双方的合作意向,详细约定双方有关项目开发的关键权利义务。待项目公司成立后,由项目公司与政府方重新签署正式PPP项目合同,或者签署关于承继上述协议的补充合同。在项目中标后,合同执行前,还要完成前期工作,包括承包人一般要签署履约保函,项目公司和融资方完成融资交割,获得项目相关审批,保险的生效,其他分包合同的签署等。

完成前期工作后,接下来是履约PPP合同阶段,在新建和改扩建项目中,通常采用BOT、BOO (Build Operation Own) 或ROT (Reconstruction Operation Transfer) 等运作方式,通常包括设计、建设和运行。在设计阶段,可行性研究一般由政府机构负责,初步设计和施工图设计由私营企业负责。在建设和运行阶段,均由私营企业实施,政府有监督和介入的权利。

可见,新的PPP框架体系下,政府和企业同时参与投资,共担风险。民营企业可以参与到公共建设项目的前期工作,如项目确认、设计和可行性研究等,政府也参与到后期建设和运行的监督管理中,从而降低了民营企业的投资风险,提高运营效率,使民营企业在投资项目中发挥更加有效的作用,较好地保障了国家与民营企业各方面利益。

## (二)我国PPP项目决策管理体系

我国PPP项目在中央级别由财政部及发改委双头监管,同时两部都建立有自己的项目库,以及PPP综合信息服务平台,来共同促进PPP项目的推动工作、规范PPP市场的健康有序发展。

## 1、财政部和发改委分工

2016年7月7日国务院常务会议专题研究部署推进PPP工作,进一步明确要求财政部要发挥好在公共服务领域推进PPP工作的牵头作用。

2016年8月10日,国家发改委印发《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》,明确要求各地发展改革部门会同有关行业主管部门,切实做好能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业以及重大市政工程等基础设施领域政府和社会资本合作(PPP)推进工作。

《通知》印发,标志着我国推进PPP工作职责分工更加明确,由国家发展改革委牵头负责基础设施领域PPP项目推进获得国务院认可。至此,国家发展改革委与财政部两部门推进PPP工作职责分工得以明确,传统基础设施领域PPP项目由国家发展改革委牵头负责,公共服务领域PPP项目的推进工作自然由财政部牵头负责,两部门分领域牵头负责工作机制正式建立。

同时在财政部内部各级也有PPP中心,具体分工如下:

财政部门(或PPP中心)会同行业主管部门:开展PPP项目财政承受能力论证工作、必要时可通过政府采购方式聘请专业中介机构协助。

各级财政部门(或PPP中心):负责开展行政区域内PPP项目的财政承受能力论证工作,并以此为依据,会同有关部门统筹做好项目规划、涉及、采购、建设、运营、维护等全生命周期管理工作。

省级财政部门:汇总统计行政区域内的全部PPP项目财政支出责任,对财政预算编制、执行情况适时监督管理。

## 2、PPP综合信息服务平台

### 1)政府和社会资本合作(PPP)研究中心

2016年4月22日,发改委、保监会和清华大学联合发起成立清华大学政府和社会资本合作(PPP)研究中心(简称清华PPP研究中心)。中心的主要任务是对PPP领域的重大理论和实践问题进行研究,提出有学术价值的研究成果和有建设性的对策建议;开展PPP领域博、硕士研究生和博士后的培养,开设PPP课程;承担政府和国际组织等委托的研究课题;面向国内外开展PPP培训,推进PPP从业人员的专业化和职业化;以及提供咨询服务、推进国际交流与合作、创办中心媒介、促进学术交流等。中心目标是逐步建设成为PPP领域的国家级专业智库、高端人才培养基地和国际交流中心。

2016年7月7日国务院常务会议明确的政府和社会资本合作部门职责分工,按照《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)等文件精神,为进一步做好传统基础设施领域政府和社会资本合作工作,国家发展改革委拟组建PPP专家库,具体工作由清华大学政府和社会资本合作(PPP)研究中心承担。

### 2)财政部政府和社会资本合作中心

财政部政府和社会资本合作中心(PPP中心)主要承担政府和社会资本合作(PPP)相关的政策研究、咨询培训、能力建设、融资支持、信息统计和国际交流等工作。具体职责包括:收集整理国内外PPP相关的理论与案例分析,研究PPP项目实践中政府采购、预算管理、投融资机制、风险控制等问题。制定PPP操作指引、合同指南,协助政府筛选



适用 PPP 的行业、选择合适的 PPP 模式、制定规范的 PPP 项目流程等,开展 PPP 示范项目建设。开展咨询培训,在 PPP 项目识别、评估、招标采购、合同管理等环节,为政府提供技术支持;开展培训提高 PPP 工作人员的业务能力。通过股权、贷款和担保等方式支持 PPP 项目融资,推动融资便利化。建立 PPP 信息平台,完善统计制度。开展与国际组织和机构的 PPP 工作合作与交流。

PPP 中心的成立,将为进一步推进 PPP 工作提供必要的技术支撑和组织保障,更好的促进 PPP 规范健康发展。

### (三)我国 PPP 市场政策推动

从 2014 年财政部提出 PPP 概念后,国家开始密集型推出各项支持政策及文件,来规范 PPP 项目的建设和管理,不断完善 PPP 项目操作的框架体系,激发社会资本参与的积极性,拓展投融资渠道,国务院鼓励创新投融资机制。以下为节选的部分政府及相关机构出台的主要推动性政策:

#### 1、规范性文件

2015 年 1 月 19 日,国家发改委公布了关于《基础设施和公用事业特许经营管理办法》征求意见稿,财政部也公布了《关于规范政府和社会资本合作合同管理工作的通知》,并发布了 PPP 项目合同指南。

2015 年 4 月 21 日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,通过《基础设施和公用事业特许经营管理办法》。4 月 25 日,国家发改委、财政部、交通部、住建部、水利部、中国人民银行等联合印发了《基础设施和公用事业特许经营管理办法》,《办法》规定将“转变政府职能,强化政府与社会资本的协商合作”作为特许经营实施的四项原则之一。并强调“行政区划的调整、政府的换

届、部门调整和负责人的变更都不得影响特许经营协议的履行”。

2015 年 5 月 5 日,国务院转发了文化部、财政部、新闻出版广电总局、体育总局等《关于做好政府向社会力量购买公共文化服务工作的意见》,要求努力营造政府向社会力量购买公共文化服务的良好环境,积极有序推进政府向社会力量购买公共文化服务工作,并下发了《政府向社会力量购买公共文化服务指导性目录》,成为公共文化服务领域推进 PPP 模式的首个指导性文件。

2015 年 8 月 3 日,国家发展改革委、财政部、国土资源部、住房城乡建设部、交通运输部、公安部、银监会等联合下发了《关于加强城市停车设施建设的指导意见》,明确提出,吸引社会资本、推进停车产业化是解决城市停车难问题的重要途径,也是当前改革创新、稳定经济增长的重要举措。

2015 年 12 月 18 日,财政部印发《PPP 物有所值评价指引(试行)》,要求我国境内拟采用 PPP 模式实施的项目,应在项目识别或准备阶段开展物有所值评价。物有所值评价包括定性评价和定量评价。现阶段以定性评价为主,鼓励开展定量评价。定量评价可作为项目全生命周期内风险分配、成本测算和数据收集的重要手段,以及项目决策和绩效评价的参考依据。

2016 年 1 月初,财政部对外发布了《中华人民共和国政府和社会资本合作法》(征求意见稿),共七章 59 条,成为我国 PPP 领域的第一部对外发布并征求意见的法律。随后,国家发改委发布了《中国基础设施和公用事业特许经营法(草案征求意见稿)》。据 2016 年 7 月份最新消息,目前立法工作由国务院法制办统一主导,财政部和发改委则由

原来的立法主导方转变为了参与方,国务院授权法制办来统筹管理。业内专家表示,特许经营法和 PPP 立法这两部正在起草中的法律,许多内容重复交叉,还有不少意见相左,可能会合二为一融合为一部法律。

2016年2月22日,财政部、交通运输部联合下发《关于推进交通运输领域政府购买服务的指导意见》,明确要求通过引入市场机制,将公路水路交通运输领域部分政府公共服务事项从“直接提供”转为“购买服务”。购买内容包括公路服务事项、水路服务事项、运输服务事项、事务管理事项等方面,将逐步交由社会力量承担。

2016年6月12日,财政部、住建部、交通部、国土部、环保部、水利部等二十个部委联合印发《关于组织开展第三批政府和社会资本合作示范项目申报筛选工作的通知》,对开展第三批示范项目全流程进行了详细

介绍和规范。并附录 PPP 示范项目的评审标准、申报 PPP 示范项目的材料清单和 PPP 示范项目申报清单。

2016年10月19日,中国资产评估协会发布《PPP项目资产评估操作指引》,该《操作指引》对评估行业执行 PPP 项目涉及的资产评估业务和相关咨询业务进行指导,适应了现阶段 PPP 项目实施政策环境和执业需求。

## 2、执行细则

PPP 项目获得国家层面的大力支持,但具体执行层面为财政部与发改委双头监督。十八届三中全会《决定》中允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营,6 部委共同制定《基础设施和公用事业特许经营管理办法》经国务院同意,于 2015 年 6 月 1 日正式实施。但是财政部与发改委文件的具体执行层面存在一些不一致之处。

**表 2 国家发改委与财政部细则差异**

	发改委	财政部
PPP 定义	政府和社会资本合作 (PPP) 模式是指政府为增强公共产品和服务供给能力、提高供给效率,通过特许经营,购买服务,股权合作等方式,与社会资本建立的利益共享,风险分担及长期合作关系	政府和社会资本合作模式是在基础设施及公共服务领域建立的一种长期合作关系。通常模式是由社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作,并通过“使用者付费”及必要的“政府付费”获得合理投资回报;政府部门负责基础设施及公共服务价格和质量监管,以保证公共利益最大化
实施机构 (签约主体)	行业管理部门、事业单位、行业运营公司或其他相关机构。	政府指定的有关职能部门或事业单位可作为项目实施机构。国有企业或融资平台公司作为政府方签署 PPP 项目合同的,不再列为备选项目。
社会资本方	已经剥离政府性债务、并承诺不再承担融资平台职能的地方融资平台公司可以作为社会资本方。	已建立现代企业制度的境内外企业法人,但不包括本级政府所属融资平台公司及其他控股国有企业。
项目实施单位	已建立现代企业制度的境内外企业法人,但不包括本级政府所属融资平台公司及其他控股国有企业。	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。
项目储备	从准备建设的公共服务、基础设施项目中及时筛选 PPP 模式使用项目……各省区市发改委要建立 PPP 项目库。	财政部门会同行业主管部门,对潜在政府和社会资本合作项目进行评估筛选,确定备选项目。
项目识别	政府负有提供责任又适宜市场化运作的公共服务、基础设施类项目发改委对投资规模无明确要求。	投资规模较大、需求长期稳定、价格调整机制灵活、市场化程度较高的基础设施及公共服务类项目。
项目实施单位	已建立现代企业制度的境内外企业法人,但不包括本级政府所属融资平台公司及其他控股国有企业。	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。
项目分类	经营性项目	BOT
	准经营性项目	BOO
	非经营性项目	TOT

资料来源:远东资信整理

### 3、激励政策

2015年12月8日,财政部下发《关于实施政府和社会资本合作项目以奖代补政策的通知》,要求对中央财政PPP示范项目中的新建项目,财政部将在项目完成采购确定社会资本合作方后,按照项目投资规模给予一定奖励。其中,投资规模3亿元以下的项目奖励300万元,3亿元(含3亿元)至10亿元的项目奖励500万元,10亿元以上(含10亿元)的项目奖励800万元。奖励资金由财政部门统筹用于项目全生命周期过程中的各项财政支出,主要包括项目前期费用补助、运营补贴等。

### 4、拓展投融资渠道

2015年3月17日,国家发展改革委和国家开发银行发布《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》,对社会资本开出了更优厚的条件,其中包括贷款期限最长可达30年、贷款利率可适当优惠等。

2015年7月10日,国家发展改革委、财政部、国土资源部、银监会、国家铁路局等联合下发了《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》,指出吸引社会资本进入是深化铁路投融资体制改革、加快铁路建设的重要举措。

2015年8月10日,中国银监会、国家发展改革委印发《关于银行业支持重点领域重大工程建设的指导意见》,提出积极推进资产证券化,盘活重大项目信贷资产。针对政府和社会资本合作(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。

2015年11月12日,财政部印发《政府投资基金暂行管理办法》,办法明确,政府出

资设立投资基金,应当由财政部门或财政部门会同有关行业主管部门报本级政府批准。办法指出,各级财政部门一般应在以下领域设立投资基金:支持创新创业;支持中小企业发展;支持产业转型升级和发展;支持基础设施和公共服务领域。

保监会2016年7月3日公告显示,《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》(以下简称《办法》)已于保监会主席办公会审议通过,并自2016年8月1日起正式实施。办法明确,保险资金可以间接投资基础设施项目,同时参与PPP项目的投资。

2016年8月30日,发改委发布《做好传统基础设施领域政府和社会资本合作工作的通知》,提出要构建PPP(政府和社会资本合作项目)多元化退出机制;鼓励加大项目前期资本金投入,减轻项目运营期间政府支出压力;要使社会资本获得合理回报,也要防止政府和使用者负担过重;鼓励不同类型的民营企业、外资企业通过组建联合体等方式共同参与PPP项目。

### (四)我国PPP市场发展现状

从2014年5月,财政部政府和社会资本合作(PPP)工作领导小组正式设立,开始从制度、法律、项目库、融资等方面不断完善我国PPP制度体系,大力推动PPP项目的开展。2014年至2016年三年期间,伴随着PPP制度体系的不断完善、PPP参与方数量和积极性的显著增长、PPP项目数量和投资额的狂飙突进。我们从项目建设、推进以及资金参与情况方面,分别介绍我国PPP市场的整体推进情况。

#### 1、项目库建设

##### 1)发改委PPP项目库

各级发展改革部门要会同有关行业主

管部门,在投资项目在线审批监管平台(重大建设项目库)基础上,建立各地区各行业传统基础设施 PPP 项目库,并统一纳入国家发展改革委传统基础设施 PPP 项目库。

2015 年 5 月,国家发展改革委建立了首个国家部委层面 PPP 项目库,第一批向社会公开推介了 1043 个项目、总投资 1.97 万亿元。

2015 年 12 月 16 日,发展改革委发布了第二批 PPP 推介项目,共计 1488 个项目、总投资 2.26 万亿元,涵盖农业、水利、交通设施、市政设施、公共服务、生态环境等多个领域。

2016 年 9 月,发改委向社会公开推介第三批针对传统基础设施领域 PPP 项目,共计 1233 个,总投资约 2.14 万亿元,涉及能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业和重大市政工程等。发改委推介项目总额扩张至 6.37 万亿,考虑第一、第二批退库,截至目前项目库总容量为 5.1 万亿。

根据发改委网站的数据显示,截至 2016 年 7 月底,国家发展改革委公开推介的两批 PPP 项目中,已有 619 个项目签约,总投资 10019.1 亿元。

## 2) 财政部 PPP 项目库

2014 年 12 月 4 日,财政部公布首批 30 个政府和社会资本合作模式 (PPP) 示范项目,总投资规模约 1800 亿元,涉及供水、供暖、污水处理、垃圾处理、环境综合整治、交通、新能源汽车、地下综合管廊、医疗、体育等多个领域。财政部称,示范项目旨在形成可复制、可推广的实施范例,形成一套有效促进 PPP 规范健康发展的制度体系。

2015 年 9 月 25 日,财政部发布了第二批 PPP 示范项目名单,共 206 个,总投资金

额 6589 亿元。此次公布的第二批 PPP 项目仍以公路、轨交等基础设施,以及养老院、医疗设施、污水处理、教育设施、城市管廊等公用设施为主。

根据财政部建立的全国政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台统计,截至 2016 年 6 月 30 日,财政部两批示范项目 232 个,总投资额 8025.4 亿元。

财政部于 2016 年 9 月组织完成了第三批示范项目的评审工作,并于 10 月 13 日对外发布了第三批示范项目名单。经过评审,共有 516 个示范项目脱颖而出,占全部申报项目的 44%,投资总额逾 1.17 万亿。相较于第二批示范项目,项目数量翻番,投资额增加逾八成。

此外,财政部全部入库项目方面,根据财政部 PPP 中心数据显示,2016 年 6 月末全部入库项目 9285 个,总投资额 10.6 万亿元,其中执行阶段项目 619 个,总投资额已达 1 万亿元,规模可观。

## 3) 发改委与财政部 PPP 项目库的差异

在项目库的功能方面,发改委项目库主要起到推介功能,意在建立一个政府与社会资本合作的信息平台,增强政企交流;财政部项目库主要功能则在于建立政府、社会对 PPP 项目的监督机制。故此,发改委最终的重点在于 PPP 的发展,财政部最终则落脚于财政支出。

在项目入库机制方面,发改委要求各地发改部门按月报送 PPP 项目信息,但主要目的是用于项目推介,未报送的后果并未明确。但财政部明确要求对于不入库的项目原则上不得列入财政预算,所以想要做 PPP,特别是涉及政府付费的 PPP 项目,则需要首先入财政部的项目库。

## 2、项目推进情况

### 1) 发改委项目库进展情况

第一批 1043 个 PPP 项目中，因多种因素变化而不再采用 PPP 模式的项目为 254 个，占原推介项目数量的比例为 24.4%，其余 789 个项目中已签约 456 个、总投资 8151.7 亿元，占比分别为 57.8%、56.6%。由此可见，第一批推介的 PPP 项目质量较高，在各地政府积极推动下，项目签约率较高。第二批 PPP 项目中，除部分不再采用 PPP 模式的项目外，其余项目已签约 163 个、总投资 1867.4 亿元，占比分别为 16.8%、12.2%。该批项目公开推介时间较短，从发起、谈判到签约需要一定时间，此外一些条件更为成熟的 PPP 项目已在第一批中推介，因此目前的签约率稍低。

截至 2016 年 7 月底，发展改革委两批公开推介的 PPP 项目中，已有 619 个项目签约，总投资 10019.1 亿元。从项目数量来看，签约率为 24.5%，从投资金额看，签约率为 23.7%。

从投资体量看，发改委推介的第三批 1233 个项目中，1 亿元以下项目 141 个，占 11.44%；1-10 亿元项目 706 个，占 57.26%；10-50 亿元项目 287 个，占 23.28%；50 亿元以上项目 99 个，占 8.03%。

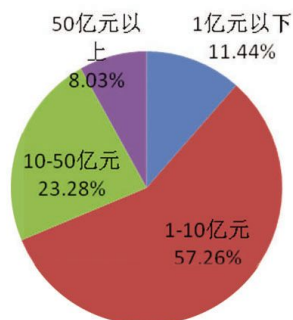


图 6 发改委第三批 PPP 项目分规模推介个数

资料来源：发改委、远东资信整理

从行业分布看，1233 个项目共涉及能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业和重大市政工程等七个领域。其中，重大市政工程项目 574 个，占 46.55%，投资 4133.02 亿元，占 19.30%；交通运输项目 373 个，占 30.25%，投资 14793 亿元，占 69.07%；水利项目 153 个，占 12.41%，投资 1438.1 亿元，占 6.71%。

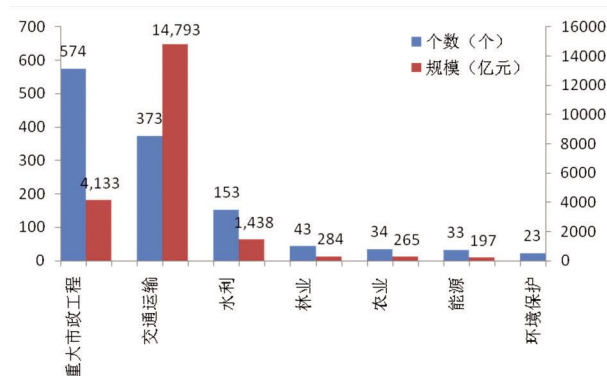


图 7 发改委第三批 PPP 项目分行业推介个数

资料来源：发改委、远东资信整理

从地区分布看，云南、四川、甘肃、安徽、兵团、山东、浙江、贵州、广西、湖南推介项目较多，其中前四地区的个数占比分别为，21.19%、15.38%、14.77%、11.99%。

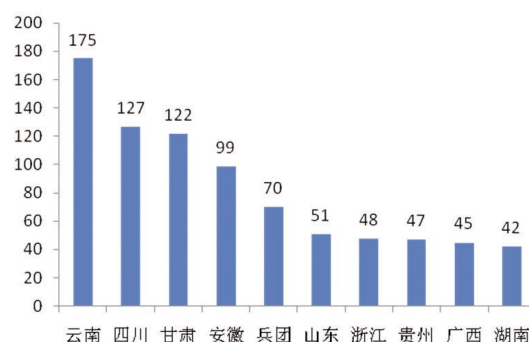


图 8 发改委第三批 PPP 项目分地区推介个数

资料来源：发改委、远东资信整理

### 2) 财政部项目库进展情况

从示范项目来看，根据财政部建立的全国政府和社会资本合作 (PPP) 综合信息平台统计，截至 2016 年 6 月 30 日，财政部两批

示范项目 232 个,落地率达 48.4%,与 3 月末相比,项目落地呈加速趋势。基于已录入的项目信息,对 53 个示范项目分析表明,平均落地周期为 13.5 个月;对 82 个示范项目分析表明,非国企参与率超四成;行业方面,市政工程类项目落地独占鳌头。

目前,财政部已经于 2016 年 9 月组织完成了第三批示范项目的评审工作,并于 10 月 13 日对外发布了第三批示范项目名单,共 516 个项目涉及投资总额逾 1.17 万亿。

图 9 显示了本次示范项目投资规模分布情况,具体而言,1-5 亿元区间的项目数量最多,为 168 个,5-10 亿元区间的项目为 111 个,二者占比达 54%;投资规模在 1 亿元以下的项目有 18 个;100 亿元以上的项目有 21 个,多数为交通运输类。从项目规模上看,本次示范项目体现出两个特点:一是以中小型项目为主,这类项目进入的门槛较低,更能吸引民营资本参与;二是大型项目主要集中在交通领域,这类项目投资额巨大,也一直是较为成熟的 PPP 模式适用领域。

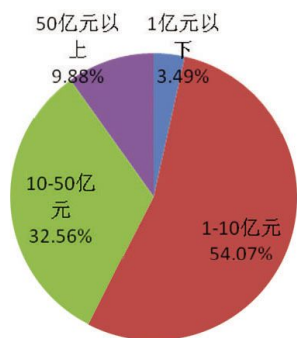


图 9 第三批示范项目投资规模分布

资料来源:财政部政府和社会资本合作中心

如图 10 所示,从行业投资金额上看,交通运输类项目总投资规模超过 5000 亿元,其次为市政工程类项目,总投资额超过 3000 亿元,两者占比超过 70%。与第二批相比,第

三批示范项目中交通运输、城镇综合开发、生态建设和环境保护类项目的投资金额大幅提升。新增投资额分别为 4164、794、540 亿元;市政工程、文化、医疗卫生、社会保障和其他类项目投资金额有所减少。

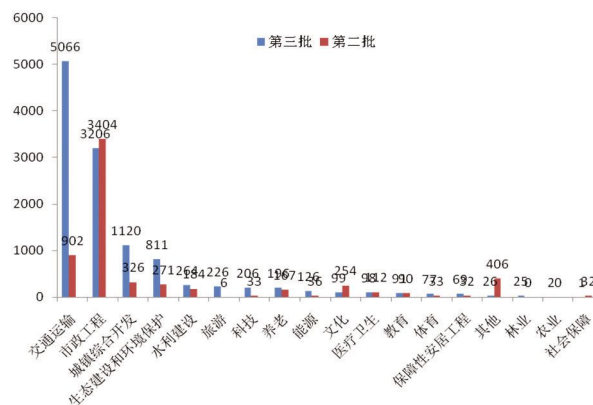


图 10 第三批与第二批示范项目一级行业投资额分布(投资额/亿元)

资料来源:财政部政府和社会资本合作中心

从全部入库项目情况来看,财政部项目库全国 6 月末全部入库项目 9285 个,总投资额 10.6 万亿元,其中执行阶段项目 619 个,落地率 23.8%。按落地率口径计算,1、3、6 月末落地率分别为 20%、21.7%、23.8%,呈现稳步提升特征。

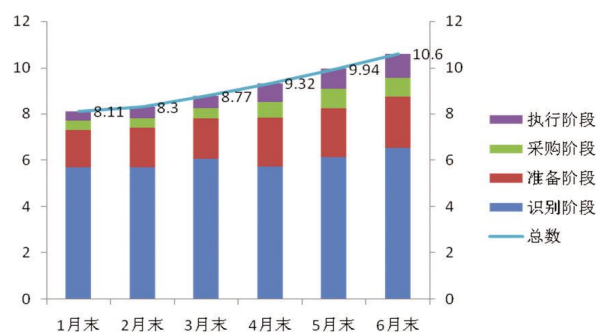


图 11 2016 年 6 月末财政部全部入库项目各阶段项目投资额月度变化(万亿元)

资料来源:财政部政府和社会资本合作中心

分析表明,全部入库项目的地区和行业

集中度均较高,贵州、山东(含青岛)、新疆、四川、河南居项目数前五位,合计超过入库项目的一半;市政工程、交通运输、片区开发3个行业项目居前三位,合计超过入库项目的一半。

### 3、资金参与情况

对于各路资金参与PPP项目的情况,由于缺乏官方数据,这里仅以不同来源资金参与案例的形式来说明资金进入情况,包括政策性银行、商业银行、基金、券商、保险等融资渠道。

政策银行作为PPP项目的基本融资渠道早已进入。2014年11月,国家开发银行全资子公司国开金融与南京雨花台区政府签署铁心桥、西善桥“两桥”区城市更新改造暨中国(南京)软件谷南园建设发展投资合作协议,参与南京旧城成片更新改造。

众多商业银行也开始以各种形式介入到PPP项目中。如2014年12月,河南省政府与建设银行、交通银行、浦发银行签署“河南省新型城镇化发展基金”战略合作协议,总规模将达到3000亿元,具体可细分为“建信豫资城镇化建设发展基金”、“交银豫资城镇化发展基金”和“浦银豫资城市运营发展基金”。首批25个募投项目已通过三家银行总行的审批,确定投放额度594亿元。2015年4月,中信银行郑州分行联合中信产业基金分别与郑州市污水净化有限公司、上海实业环境控股有限公司、MTI环境集团有限公司签署《合作框架协议》,同时中信银行郑州分行联合中信产业基金也与郑州地产集团有限公司、中电建路桥集团有限公司、中铁十八局集团有限公司签署了《合作框架协议》。

国家级及地方级PPP投资基金、PPP引

导基金也纷纷设立。2016年3月4日,一只注册资本为1800亿元的中国政企合作投资基金股份有限公司正式成立,这是我国第一只国家级PPP基金,也是目前最大的一只PPP基金。2016年7月,中央财政引导设立的1800亿元国家级PPP引导基金(中国政企合作投资基金股份有限公司)签约内蒙古1、2号线轨道交通项目和河南五个示范项目。其中,对内蒙古项目首单投资总额24亿元,对河南省内郑州棚户区改造、洛阳城乡一体化等五个项目投资20.5亿元,涉及项目总投资310亿元。与此同时,地方级的PPP引导基金设立也在提速。根据清科研究中心2016年8月份数据显示,目前已公开披露的国内PPP引导基金注册资金总规模已经超过7000亿元。其中地方层面,黑龙江、新疆两地省级引导基金均在千亿规模,分别为1340亿元和1000亿元,山东、福建、浙江等省级基金都在百亿规模。此外,湖南、海南、陕西、甘肃等地也在筹备设立PPP引导基金。

此外,伴随着《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》8月1日正式实施,更多的保险资金将通过多元化的融资结构参与投资PPP项目。呼市轨道交通1号线就是我国险资入股轨道交通PPP项目第一单。

券商也已经通过咨询、顾问、资产证券化、项目收益债等形式参与到PPP项目中。资产证券化方面,例如民族证券成立的“濮阳供水收费收益权资产支持专项计划”,通过设立资产支持专项计划(SPV),发行1-5年不等的五档优先级资产支持证券,所得收入用于购买濮阳市自来水公司的供水合同收益权,投资者收益来源于濮阳市自来水公司的供水收费,此类项目为PPP项目的资产

证券化提供了良好的解决方案。项目收益债形式方面,例如,2014年11月,海通证券承销的广州市第四资源热力电厂垃圾焚烧发电项目收益债券“14穗热电债”,成为发改委审批的首单项目收益债。其他还包括信托计划、资管计划等方式来实现项目融资,不再一一赘述。同时,由于证券公司受制于资金来源和牌照等限制,以服务中介的形式参与PPP业务较多,因此其介入程度无法和银行、保险相比。

#### 四、综述

我国PPP市场发展,从上世纪80年代中期开始,以BOT的形式显现雏形,经历了1994年国家计委发起并推动下的PPP项目试点开元之年,以及2004年126号文,2005年国36条等推动下的新一轮PPP热潮,随后受到2008年美国爆发金融危机的冲击发展陷入停滞。如今,随着2013年中共十八届三中全会决定允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营,以及面临经济下行、城镇化发展、全面深化经济体制改革、地方融资平台转型等压力和需求下,我国的PPP发展进入了全新发展阶段。形成了以政府及两部委各级为主的决策管理机构,PPP合作研究中心,共同推动PPP项目库建设、签约、落地事宜。然而,虽然项

目库推进工作有较大进展,各路资金纷纷寻求自己的参与方式,但是仍然存在长期资本不足、法律制度环境不够完善、融资方式创新不足等问题。相信未来随着两部委PPP项目不断在实践中探索,会逐渐走出一条合理、规范、健康、有序的发展路径。

#### 参考资料:

[1]财政部政府和社会资本合作中心,《全国PPP综合信息平台项目库季报第3期》,2016.07.11.

[2]政府和社会资本合作中心(PPP)研究中心,《发改委签约PPP项目619个投资超万亿》,2016.08.23.

[3]李泽正,《PPP模式发展及若干重点问题》,中国保险资产管理业协会培训,2016.09.07-2016.09.08.

[4]易贇,《财政部PPP政策解读》,中国保险资产管理业协会培训,2016.09.07-2016.09.08.

[5]政府和社会资本合作中心(PPP)研究中心,《2014-2016年PPP示范项目分析报告》,2016-10-25.

[6]财政部政府和社会资本合作中心,《第三批示范项目分析报告》,2016-10-13.

[7]周勤,《PPP的概念、特征与分类》,中国证券业协会培训课程.



# 我国 PPP 操作实务

上海远东资信评估有限公司 刘广华

政府和社会资本合作项目(PPP项目)的具体操作流程,财政部和发改委都有相关文件规定。具体来看,财政部于2014年11月29日下发了《政府和社会资本合作操作指南》(以下简称《操作指南》),覆盖了PPP项目的全生命周期,对PPP项目的设计、融资、建造、运营、维护至终止移交的各环节操作流程进行了全方位规范。发改委则于2016年10月24日《传统基础设施领域实施政府和社会资本合作项目工作导则》(以下简称《工作导则》),适用于在能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业以及重大市政工程等传统基础设施领域采用PPP模式的项目。与财政部的《操作指南》相比,发改委的《工作导则》则印发较晚,且其中PPP项目操作流程较为简略,分为项目储备、项目论证、社会资本方选择、项目执行四个阶段。目前PPP实务中多参照财政部《操作指南》中的5个步骤19个环节来进行项目规范。因而,本文介绍的PPP项目实务操作过程,以财政部版本为准。同时,由于PPP项目中,融资需求贯穿始终,且对项目成败具有直接重要影响,因此,我们将着重分析特定环节金融机构参与其中的风险。最后,以北京4号线为例,梳理项目流程与结构中的要点,以及该项目实施过程中值得借鉴之处。

## 一、PPP 项目操作流程

财政部《操作指南》中的PPP项目操作流程分为项目识别、项目准备、项目采购、项目执行和项目移交5个阶段,每个阶段又可分为19个步骤,一般简称为“519”。具体如下图所示:

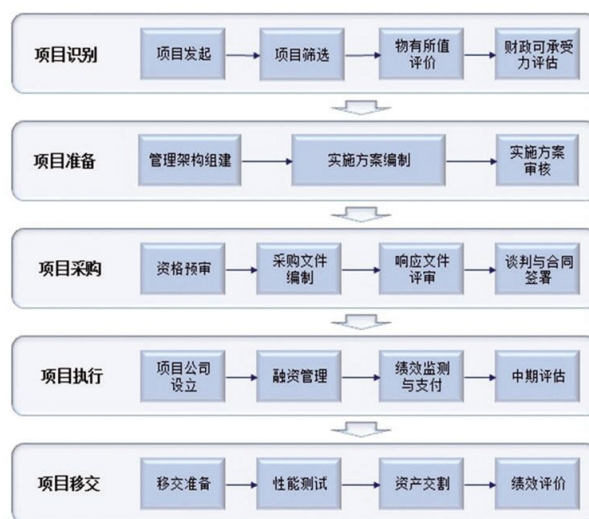


图1 财政部 PPP 项目操作流程

资料来源:政府和社会资本合作(PPP)研究中心

PPP项目操作较为复杂,且步骤多、周期长,因而对政府的管理能力要求较高。实践中,政府部门往往难以独立完成整个操作流程,需借助法律、技术、财务、环境以及其他领域的专业顾问力量。因此,合理选择并有

效管理顾问团队,对 PPP 项目的顺利实施至关重要,“519”过程就是从项目的判断到社会资本方筛选并执行的过程。

### (一)项目识别阶段

并不是所有项目都适合 PPP 模式,所以首先需要辨别哪些项目能够使用 PPP 模式,哪些项目不适合 PPP 模式,也就是判断项目本身与 PPP 模式的契合度。项目识别阶段的主要功能就是挑选适合采用 PPP 模式的项目,包括项目发起、项目筛选、物有所值评价和财政承受能力论证 4 个步骤。项目识别环节的各项工作主要由政府负责,其中发改委主要负责新建项目,财政部则同时负责新建和存量项目。

一般而言 PPP 模式适合投资规模较大、需求长期稳定、价格调整机制灵活、市场化程度较高的基础设施及公共服务类项目。由于政府和社会资本合作的模式与普通政府采购项目相比,具有结构复杂、参与方多、流程繁琐等特点,同时还需要较多的资源配合,较高资源整合技巧,从而造成了 PPP 模式成本也较高的特点,因而一般而言规模达到 5000 万以上的项目,采用 PPP 才能实现市场效益。同时,PPP 项目动辄二三十年的期限,具有长期稳定的需求才能保障投资方的稳定收益。此外,时间跨度过长、灵活的价格调整机制才能避免市场环境等变化对项目造成的损失。最后,市场化程度较高的基础设施及公共服务类项目,往往已经形成了比较成熟的商业模式,采用 PPP 模式方能达到较好的增益效果。

#### 1、项目发起:

政府和社会资本合作项目由政府或社会资本发起,以政府发起为主。

政府发起形式下,财政部门(政府和社

会资本合作中心)负责向交通、住建、环保、能源、教育、医疗、体育健身和文化设施等行业主管部门征集潜在政府和社会资本合作项目。行业主管部门则从国民经济和社会发展规划及行业专项规划中的新建、改建项目或存量公共资产中遴选潜在项目。

社会资本发起形式下,社会资本以项目建议书的方式向财政部门(政府和社会资本合作中心)推荐潜在政府和社会资本合作项目。但需要注意的是,在社会资本方发起的模式下,并不意味着就由该发起方承做,具体还是需要通过正常招投标程序来决定承做的社会资本方。

#### 2、项目筛选:

各地 PPP 中心呈报 PPP 项目后,财政部门(政府和社会资本合作中心)会同行业主管部门,对潜在政府和社会资本合作项目进行评估筛选,确定备选项目。

根据财政部 2015 年 4 月 7 日印发的《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》中规定,每一年度全部 PPP 项目需要从预算中安排的支出责任,占一般公共预算支出比例应当不超过 10%。因而,财政部门(政府和社会资本合作中心)需要应根据筛选结果对项目进行梳理、鉴别,制定项目年度和中期开发计划。

对于列入年度开发计划的项目,项目发起方应按财政部门(政府和社会资本合作中心)的要求提交相关资料。新建、改建项目应提交可行性研究报告、项目产出说明和初步实施方案;存量项目应提交存量公共资产的历史资料、项目产出说明和初步实施方案。

#### 3、物有所值评价:

物有所值(VFM, value for money)是实施 PPP 的基本原则之一。PPP 项目的选择,

首先要比较采用 PPP 模式和采用传统政府建设管理模式的优劣,提高项目决策的科学性和合理性。

财政部门政府和社会资本合作中心会同行业主管部门,从定性和定量两方面开展物有所值评价工作。目前操作以定性分析为主。定量评价工作由各地根据实际情况开展。

定性评价重点关注项目采用政府和社会资本合作模式与采用政府传统采购模式相比能否增加供给、优化风险分配、提高运营效率、促进创新和公平竞争等。定性评价其中包括全生命周期整合程度、风险识别与分配、绩效导向与鼓励创新、潜在竞争程度、政府机构能力、可融资性等基本指标,也包括项目规模大小、项目使用寿命长短、主要固定资产种类、全生命周期成本测算准确性、运营收入增长潜力、行业示范性等补充指标,基本指标与补充指标权重一般分别为 80%和 20%。通过定性分析专家小组(不少于 7 名专家,包括工程技术、金融、项目管理、财政和法律专家)评定分析结果后,上报财政部门和行业主管部门审定。

定量评价主要通过对政府和社会资本合作项目全生命周期内政府支出成本现值与公共部门比较值(PSC)进行比较,计算项目的物有所值量值,判断政府和社会资本合作模式是否能降低项目全生命周期成本。

物有所值的具体计算方法如下:

#### 1)PSC(公共部门比较值)

$PSC(公共部门比较值)=初始 PSC 值+竞争性中立调整值+风险承担成本。$

$初始 PSC 值=(建设成本-资本性收益)+(运营维护成本-第三方收入)+其他成本$

竞争中立性调整:政府比社会资本少支

出的土地费用、行政审批费用、所得税等有关税费。

风险承担成本:通过概率法、比例阀、蒙特卡洛模拟等方法,对不同情境下的风险值进行敏感性分析,从而得出政府方与社会资本方不同模式下的风险承担成本差异。

#### 2)PPP 值(影子报价政府支出成本净现值)

$PPP 值(影子报价政府支出成本净现值)=政府建设运营成本+政府自留风险承担成本$

$政府建设运营成本=(政府建设成本-资本性收益)+(政府运营维护成本-第三方收入)+其他成本$

$政府运营维护成本=(社会资本建设成本-社会资本额资本性收益+社会资本运营维护成本-第三方收入+社会资本其他成本)*(1+合理利润率)$

政府自留风险承担成本:政府因承担法律、政策等自留风险所支出的成本。

#### 3)定量分析结果:

$物有所值量= PSC -PPP$

$物有所值指数=(PSC - PPP)/ PSC*100%$

物有所值量和指数为正的,说明项目适宜采用 PPP 模式,否则不宜采用 PPP 模式。

目前相关行业的物有所值定量分析模型建立还有一定的难度,处于边实践边探索的阶段。实际操作中,政府如果还没有相应评价能力时,会聘请会计师事务所、咨询机构等来负责项目的物有所值评价。

#### 4、财政承受能力论证:

为确保财政中长期可持续性,财政部门应根据项目全生命周期内的财政支出、政府债务等因素,对部分政府付费或政府补贴的项目,开展财政承受能力论证,要根据财力

和偿付能力来安排 PPP 项目的实施。财政承受能力论证包括,责任识别、支出测算、能力评估和信息披露四个方面的内容。

### 1) 责任识别

PPP 项目全生命周期过程的财政支出责任,主要包括股权投资、运营补贴、风险承担、配套投入等。

股权投资支出责任,政府与社会资本共同组建项目公司的情况下,政府承担的股权投资支出责任。如果社会资本单独组建项目公司,政府不承担股权投资支出责任。

运营补贴支出责任,项目运营期间,政府承担的直接付费责任。

风险承担支出责任,项目实施方案中政府承担风险带来的财政或有支出责任。通常由政府承担的法律风险、政策风险、最低需求风险以及因政府方原因导致项目合同终止等突发情况,会产生财政或有支出责任。

配套投入支出责任,政府提供的项目配套工程等其他投入责任,通常包括土地征收和整理、建设部分项目配套措施、完成项目与现有相关基础设施和公用事业的对接、投资补助、贷款贴息等。

### 2) 支出测算

财政部门(或 PPP 中心)综合考虑各类支出责任的特点、情景和发生概率等因素,对项目全生命周期内已识别的支持责任分别进行测算。

股权投资支出,依据项目资本金要求以及项目公司股权结构确定。股权投资支出=项目资本金\*政府占项目公司股权比例。

运营补贴支出,根据项目建设成本、运营成本及利润水平合理确定,并按照不同付费模式分别测算。政府付费模式,政府每年直接付费数额包括:社会资本方承担的年均

建设成本(折算成各年度现值)、年度运营成本和合理利润。可行性缺口补助模式,政府每年直接付费数额包括:社会资本方承担的年均建设成本(折算成各年度现值)、年度运营成本和合理利润,再减去每年使用者付费的数额。在可行性缺口补助模式下,由于运营补贴支出责任受到使用者付费数额的影响,而使用者付费的多少因定价和调价机制而变化,因而在计算运营补贴支出数额时,应当充分考虑定价和调价机制的影响。

风险承担支出,采用比例法、情景分析法及概率法来测算各类风险出现的概率和带来的支出责任。

配套投入支出,政府将提供的其他配套投入总成本和社会资本方为此支付的费用。

### 3) 能力评估

财政部门(或 PPP 中心)识别和测算单个项目的财政支出责任后,汇总年度全部已实施和拟实施的 PPP 项目,进行财政承受能力评估。财政承受能力评估包括财政支出能力评估以及行业和领域平衡性评估。

财政支出能力评估,是根据 PPP 项目预算支出责任,评估 PPP 项目实施对当前及今后年度财政支出的影响。例如,中法塘山水厂项目由于付费机制不合理,导致合作经营 30 年后减去收益共亏损 55 亿元,然而法方获纯利 81 亿元,于是廉江自来水公司不得不违约,至今谈判 30 余次仍未达成解决方案。对于金融机构来说,需要密切关注特定地区(尤其是列入地方政府性债务风险预警名单的高风险地区)的财政收入状况、PPP 项目目录,并密切跟踪各级财政部门(或 PPP 中心)定期公布的项目运营情况,包括项目使用量、成本费用、考核指标等信息,确保所参与项目涉及的地区政府整体 PPP 支出控

制在一定比率之内。

行业和领域均衡性评估,是根据 PPP 模式适用的行业和领域范围,以及经济社会发展需要和公众对公共服务的需求,平衡不同行业和领域 PPP 项目,防止某一行业和领域 PPP 项目过于集中。

#### 4)信息披露

省级财政部门应当汇总区域内的项目目录,及时向财政部报告,财政部通过统一信息平台(PPP 中心网站)发布。

各级财政部门(或 PPP 中心)通过官方网站及报刊媒体,每年定期披露当地 PPP 项目目录、项目信息及财政支出责任情况。披露的财政支出责任信息包括:PPP 项目的财政支出责任数额及年度预算安排情况、财政承受能力论证考虑的主要因素和指标等。

项目实施后,各级财政部门(或 PPP 中心)应跟踪了解项目运营情况,包括项目使用量、成本费用、考核指标等信息,定期对外发布。

财政承受能力论证后,“通过论证”的项目,各级财政部门应当在编制年度预算和中期财政规划时,将项目财政支出责任纳入预算统筹安排。“未通过论证”的项目,则不宜采用 PPP 模式。

经过物有所值以及财政承受能力论证,才能使得项目真正的可行,技术可行、经济可行、财务可行、商业可行、财政可行。通过物有所值评价和财政承受能力论证的项目,可进行项目准备。

## (二)项目准备阶段

### 1、管理架构组建

由于 PPP 项目的审批耗时长久,于是,目前要求县级(含)以上地方人民政府建立专门协调机制以及组建项目实施机构,负责

项目评审、组织协调和检查督导等工作,实现简化审批流程、提高工作效率的目的。

项目实施机构一般为政府或其指定的有关职能部门或事业单位,负责项目准备、采购、监管和移交等工作。按照地方政府的相关要求,明确相应的行业管理部门、事业单位、行业运营公司或其他相关机构,作为政府授权的项目实施机构,在授权范围内负责 PPP 项目的前期评估论证、实施方案编制、合作伙伴选择、项目合同签订、项目组织实施以及合作期满移交等工作。考虑到 PPP 运作的专业性,通常情况下需要聘请 PPP 咨询服务机构。

项目组织实施通常会建立项目领导小组和工作小组,领导小组负责重大问题的决策、政府高层沟通、总体工作的指导等,工作小组负责项目公司的具体开展,以 PPP 咨询服务机构为主要组成。项目实施机构需要制定工作计划,包含工作阶段、具体工作内容、实施主体、预计完成时间等内容。

需要注意的是,项目识别和项目准备阶段不一定严格按照该顺序,管理架构可以提前组建,当地的 PPP 中心工作小组,也可以由该管理架构兼任。同时,对于政府方签约主体(实施机构),财政部的文件中,地方融资平台、国有资产交易中心、国有控股企业等是不可以作为实施机构的,但是发改委文件是允许的。实际操作实务中,最好避免由企业法人担任项目实施机构,以免出现政府职能部门协调问题。

### 2、实施方案编制

项目实施机构组织编制项目实施方案,政府可以在相关的中介机构、咨询机构或律师事务所等中介帮助下编制。该方案主要包括以下内容:

### 1)项目概况

项目概况主要包括基本情况、经济技术指标和项目公司股权情况等。

基本情况主要明确项目提供的公共产品和服务内容、项目采用政府和社会资本合作模式运作的必要性和可行性,以及项目运作的目标和意义。经济技术指标主要明确项目区位、占地面积、建设内容或资产范围、投资规模或资产价值、主要产出说明和资金来源等。项目公司股权情况主要明确是否要设立项目公司以及公司股权结构。

### 2)风险分配基本框架

按照风险分配优化、风险收益对等和风险可控等原则,综合考虑政府风险管理能力、项目回报机制和市场风险管理能力等要素,在政府和社会资本间合理分配项目风险。

原则上,项目设计、建造、财务和运营维护等商业风险由社会资本承担,法律、政策和最低需求等风险由政府承担,不可抗力等风险由政府和社会资本合理共担。但是如果设计完全是由政府来做,社会资本不具有规划的优化权和修正权,则该方面的规划设计风险应当由政府来承担。

PPP项目的运作在很大程度上受政府信用及政策影响。例如江苏某污水处理厂采用BOT融资模式,原计划于2002年开工,但由于2002年国务院颁布《关于妥善处理现有保证外方投资固定回报项目有关问题的通知》,项目公司必须重新与政府就投资回报率进行谈判。上海大场水厂和延安东路隧道也遇到了相同的问题,均被政府回购。

对于政府的政策风险,必须从当地产业结构、财政实力、市场化程度、过往资信记录等多方面进行考量,并建议在PPP合同中明确法律变更风险由政府方承担,一旦出台了

冲突政策,导致社会资本遭受极大损失的,根据合同约定可以要求政府方补偿。在区域选择优先考虑沿海经济发达地区和内地省会城市和财政实力较强的其他城市。

### 3)PPP运作模式

PPP运作模式主要包括委托运营、管理合同、建设-运营-移交、建设-拥有-运营、转让-运营-移交和改建-运营-移交等。PPP各种模式私有化程度不尽相同,选择适合的模式至关重要。

从财政部文件看,PPP包括:委托运营(O&M)、管理合同(MC)、建设-运营-移交(BOT)、建设-拥有-运营(BOO)、转让-运营-移交(TOT)、改建-运营-移交(ROT)。

从发改委文件看,PPP包括:BOT、BOOT、BOO。BT不包括在内。

总之,目前国家提倡的PPP模式,一般都要包括运营(O)在内。具体运作方式的选择主要由收费定价机制、项目投资收益水平、风险分配基本框架、融资需求、改扩建需求和期满处置等因素决定。

### 4)交易结构

交易结构主要包括项目投融资结构、回报机制和相关配套安排。

项目投融资结构主要说明项目资本性支出的资金来源、性质和用途,项目资产的形成和转移等。

项目回报机制主要说明社会资本取得投资回报的资金来源,包括使用者付费(项目本身的收益稳定性是比较重要的考察点,一般为污水垃圾处理、铁路公路等公共交通类,运作较为成熟、收益稳定的项目)、可行性缺口补助(项目的动态补贴机制的设定是否可靠是重要的考察点,如停车场等公共市政项目)和政府付费(政府财力是重要考察

点,如水环境的治理等公共服务类项目)等支付方式。

金融机构参与 PPP 项目,首先需要分析项目的收入实现形式,明确所要提供融资项目属于经营性项目、准经营性项目,还是非经营性项目,不同项目类型的盈利能力差别很大。对于经营性项目和准经营性项目,需要分析项目的收费机制和项目盈利测算的合理性和可实现性,重点关注特许经营期限、收费机制变更的补偿机制、项目唯一性等条款,例如,杭州湾跨海大桥项目和鑫远闽江四桥,由于出现了竞争性项目而导致项目收入无法达到预期,政府又无法按约定给予补偿,从而影响了社会资本的收益。对于准经营性项目,还需考虑政府补偿机制、社会环境变化对项目现金流的影响程度。

此外,市场环境等宏观运营风险也要充分考虑。在项目实际运营过程中,由于基础设施项目的经营状况或服务提供过程中受各种因素的影响,项目盈利能力往往达不到预期水平而造成较大的营运风险,比如供水、供热、供电等项目的在面临运营成本上升需要提高价格时,由于民众反对或政府出于维稳的目的不予调整等类似风险。

相关配套安排,项目以外相关机构提供的土地、水、电、气等。以及项目所需要的上下游服务,如电厂,热电厂,煤炭、燃料是否有保障。

#### 5) 合同体系

合同体系主要包括项目合同、股东合同、融资合同、工程承包合同、运营服务合同、原料供应合同、产品采购合同和保险合同等。项目合同是其中最核心的法律文件。成功的 PPP 项目合同体系非常繁琐,典型的成功案例北京 4 号线的合同(不含附件)达

95 页。而失败案例如泉州大桥项目的合同仅有 4 页。

项目边界条件是项目合同的核心内容,主要包括权利义务、交易条件、履约保障和调整衔接等边界。

权利义务边界:项目资产权属,社会资本承担的公共责任,政府支付方式和风险分配结果等。

交易条件边界:项目合同期限、项目回报机制、收费定价调整机制和产出说明等。

履约保障边界:强制保险方案以及由投资竞争保函、建设履约保函、运营维护保函和移交维修保函组成的履约保函体系。

调整衔接边界:应急处置、临时接管和提前终止、合同变更、合同展期、项目新增改扩建需求等应对措施。

#### 6) 监管架构

监管架构主要包括授权关系和监管方式。

授权关系主要是政府对项目实施机构的授权,以及政府直接或通过项目实施机构对社会资本的授权,如社会资本的特许经营权、聘请中介机构、政府授权出资的主体等需要授权的事宜。

监管方式主要包括履约管理、行政监管和公众监督等。

#### 7) 采购方式选择

项目采购应根据《中华人民共和国政府采购法》及相关规章制度执行,采购方式包括公开招标、竞争性谈判、邀请招标、竞争性磋商和单一来源采购。项目实施机构应根据项目采购需求特点,依法选择适当采购方式。

公开招标主要适用于核心边界条件和技术经济参数明确、完整、符合国家法律法规和政府采购政策,且采购中不作更改的项

目。可见,公开招标适用于有较多成功范例的项目。工程相关的项目必须采用公开招标的方式。

竞争性谈判,采购人或者采购代理机构直接邀请三家以上供应商就采购事宜进行谈判,价低者得之,主要是价格上的竞争。

邀请招标适用于涉及国家安全、国家秘密或者抢险救灾,适宜招标但不宜公开招标的,或技术、环境限制,只有少量潜在投标人可供选择的等非依法必须公开招标的项目,由招标人自主决定采用公开招标还是邀请招标。

竞争性磋商,适用于边界条件不太清晰的,无成熟操作范例及标准的项目,通过邀请有条件的合作资本方一起探索有效的合作方式,是一种综合实力竞争的招标方式。

单一来源采购也称直接采购,是指达到了限额标准和公开招标数额标准,但所购商品的来源渠道单一,或属专利、首次制造、合同追加、原有采购项目的后续扩充和发生了不可预见紧急情况不能从其他供应商处采购等情况。该采购方式的最主要特点是没有竞争性。

项目实施机构应根据项目采购需求特点,依法选择适当采购方式。

### 3、实施方案审核

财政部门(政府和社会资本合作中心)对项目实施方案进行物有所值和财政承受能力验证。项目识别阶段的物有所值评价和财政承受能力论证,是在还没有社会资本方介入的情况下进行的,因而并没有具体实施方案,属于项目可行性理论层面的初步论证;而项目准备阶段的物有所值评价和财政承受能力论证,是在社会资本方参与且提交了实施方案、设定交易条件期限等要素、通

过政府审核及补贴方案等情况下,对项目可行性实操层面的具体论证。

为提高工作效率,财政部门应当会同相关部门及外部专家建立 PPP 项目的评审机制,从项目建设的必要性及合规性、PPP 模式的适用性、财政承受能力以及价格的合理性等方面,对项目实施方案进行评估,确保“物有所值”。评估通过的由项目实施机构报政府审核,审核通过的按照实施方案推进。未通过验证的,可在实施方案调整后重新验证;经重新验证仍不能通过的,不再采用政府和社会资本合作模式。

### (三)项目采购阶段

采购阶段通常由所在地财政部门最终确定,项目准备阶段批准了实施方案,就相当于批准了项目的采购方式。接下来就是通过项目预审、采购文件评审、谈判与合同签署,找合适的社会资本方来承做 PPP 项目。

#### 1、项目预审

项目实施机构应根据项目需要准备资格预审文件,发布资格预审公告,邀请社会资本和与其合作的金融机构参与资格预审,验证项目能否获得社会资本响应和实现充分竞争,并将资格预审的评审报告提交财政部门(政府和社会资本合作中心)备案。

项目有 3 家以上社会资本通过资格预审的,项目实施机构可以继续开展采购文件准备工作;项目通过资格预审的社会资本不足 3 家的,项目实施机构应在实施方案调整后重新组织资格预审;项目经重新资格预审合格社会资本仍不够 3 家的,可依法调整实施方案选择的采购方式。资格预审公告应在省级以上人民政府财政部门指定的媒体上发布。资格预审合格的社会资本在签订项目合同前资格发生变化的,应及时通知项目实



施机构。

其中,在社会资本方的选择中需要注意,发改委对于已经剥离政府性债务、并承诺不再承担融资平台职能的地方融资平台公司是可以作为社会资本方,然而财政部113号文是有明确规定社会资本方不包括本级政府所属融资平台公司及其他控股国有企业。

资格预审公告应包括项目授权主体、项目实施机构和项目名称、采购需求、对社会资本的资格要求、是否允许联合体参与采购活动、拟确定参与竞争的合格社会资本的家数和确定方法,以及社会资本提交资格预审申请文件的时间和地点。提交资格预审申请文件的时间自公告发布之日起不得少于15个工作日。

## 2、项目采购文件编制

项目采购文件应包括采购邀请、竞争者须知(包括密封、签署、盖章要求等)、竞争者应提供的资格、资信及业绩证明文件、采购方式、政府对项目实施机构的授权、实施方案的批复和项目相关审批文件、采购程序、响应文件编制要求、提交响应文件截止时间、开启时间及地点、强制担保的保证金交纳数额和形式、评审方法、评审标准、政府采购政策要求、项目合同草案及其他法律文本等。

采用竞争性谈判或竞争性磋商采购方式的,项目采购文件除前款规定的内容外,还应明确评审小组根据与社会资本谈判情况可能实质性变动的内容,包括采购需求中的技术、服务要求以及合同草案条款。

## 3、响应文件评审/采购文件评审

项目PPP运作需建立方案评审小组。评审小组由项目实施机构代表和评审专家共5人以上单数组成,其中评审专家人数不得少

于评审小组成员总数的2/3。评审专家可以由项目实施机构自行选定,但评审专家中应至少包含1名财务专家和1名法律专家。项目实施机构代表不得以评审专家身份参加项目的评审。

项目采用公开招标、邀请招标、竞争性谈判、单一来源采购方式开展采购的,按照政府采购法律法规及有关规定执行。采用竞争性磋商方式的基本采购程序,《指南》中有详细规定,可查阅参考。

## 4、谈判与合同签署

项目实施机构应成立专门的采购结果确认谈判工作组。按照候选社会资本的排名,依次与候选社会资本及与其合作的金融机构就合同中可变的细节问题进行合同签署前的确认谈判,率先达成一致的即为中选者。确认谈判不得涉及合同中不可谈判的核心条款,不得与排序在前但已终止谈判的社会资本进行再次谈判。

确认谈判完成后,项目实施机构应与中选社会资本签署确认谈判备忘录,并将采购结果和根据采购文件、响应文件、补遗文件和确认谈判备忘录拟定的合同文本进行公示,公示期不得少于5个工作日。

公示期满无异议的项目合同,应在政府审核同意后,由项目实施机构与中选社会资本签署。需要为项目设立专门项目公司的,待项目公司成立后,由项目公司与项目实施机构重新签署项目合同,或签署关于承继项目合同的补充合同。

项目实施机构应在项目合同签订之日起2个工作日内,将项目合同在省级以上人民政府财政部门指定的媒体上公告,但合同中涉及国家秘密、商业秘密的内容除外。

总体来看,PPP项目操作的前三个流程

是对项目的决策过程,项目识别阶段根据项目概况、可行性、必要性、财务状况、经济评估来判断项目是否能够使用 PPP 模式。对于适合使用 PPP 模式的项目,组建的实施机构开始着手项目准备阶段,进行运营模式、交易结构、投融资结构、边界条件设计、合同结构、监管结构等项目结构设计,并编制成项目实施方案参加方案审核,进行项目具体的物有所值和财政承受能力评估,决策项目采用 PPP 模式的市场可行性和财政可行性,该阶段也是决策如何实施 PPP 的过程。通过评估的项目将进入到项目采购阶段,由实施机构的评审小组决策由哪个社会资本方来承做项目。从而完成了项目的决策过程,进入到项目实施和最后移交阶段。

#### (四)项目执行阶段

通过采购阶段选定社会资本,PPP 项目正式签署完成后,项目开始进入到实质运行阶段。是否能够稳定运营是判断 PPP 项目成功与否的关键,而该阶段的核心就是项目实施管理,包括绩效检测、履约管理、中期评估,是保障项目后期稳定运营的有效途径。

##### 1、项目公司设立

社会资本可依法设立项目公司,但并不是一定要设立 SPV 公司,如采用 OMM 的模式,社会资本方没有设立项目公司的必要。政府可指定相关机构依法参股项目公司,同时还需要考虑到政府参股一旦达到一定比例,国资部门会介入从而降低运作效率,收益难以保障,所以政府参股比例通常 30% 以下,也可以选择不参股。项目实施机构和财政部门(政府和社会资本合作中心)应监督社会资本按照采购文件和项目合同约定,按时足额出资设立项目公司。

##### 2、项目融资管理

PPP 项目的资本金一般仅占项目总投资的 20-35%,剩余资金需要外部融资解决。

社会资本或项目公司开展融资方案设计、机构接洽、合同签订和融资交割等工作。财政部门(政府和社会资本合作中心)和项目实施机构应做好监督管理工作,防止企业债务向政府转移。

社会资本或项目公司未按照项目合同约定完成融资的,政府可提取履约保函直至终止项目合同;遇系统性金融风险或不可抗力的,政府、社会资本或项目公司可根据项目合同约定协商修订合同中相关融资条款。

当项目出现重大经营或财务风险,威胁或侵害债权人利益时,债权人可依据与政府、社会资本或项目公司签订的直接介入协议或条款,要求社会资本或项目公司改善管理等。在直接介入协议或条款约定期限内,重大风险已解除的,债权人应停止介入。

项目合同中涉及的政府支付义务,财政部门应结合中长期财政规划统筹考虑,纳入同级政府预算,按照预算管理相关规定执行。财政部门(政府和社会资本合作中心)和项目实施机构应建立政府和社会资本合作项目政府支付台账,严格控制政府财政风险。在政府综合财务报告制度建立后,政府和社会资本合作项目中的政府支付义务应纳入政府综合财务报告。

当前国家鼓励倡导金融机构积极参与到 PPP 项目中,尤其是保险、养老金等长期资本。这种社会资本通常是以股权层面或者项目融资层面介入。介入的方式不同则时点也会有所不同。与其他社会资本组建联合体参与投标的方式,如与施工企业建立的投标联合体,需要考虑是否有专门资质以及资产资信能力是否达到要求。以其他社会资本中

标后的出资方介入方式下,金融机构不参与投标,但社会资本在投标文件中写明一旦中标将引入该机构组建的金融产品出资,实践中需要确定政府方是否认可该方式。但是无论是哪类资本、何种方式,都需要将融资问题提前至 PPP 项目前期谈判阶段充分考虑,在项目前期就落实融资条件,从而避免后期出现融资困难的情况。

此外,实际操作中还需要注意,财政部金融司发布《关于进一步做好政府和社会资本合作项目示范工作的通知》,其中明确规定,严禁通过保底承诺、回购安排、明股实债等方式进行变相融资,将项目包装成 PPP 项目。

### 3、绩效监测与支付

项目实施机构应根据项目合同约定,监督社会资本或项目公司履行合同义务,定期监测项目产出绩效指标,编制季报和年报,并报财政部门(政府和社会资本合作中心)备案。

项目合同中涉及的政府支付义务,财政部门应结合中长期财政规划统筹考虑,纳入同级政府预算,按照预算管理相关规定执行。项目实施机构应根据项目合同约定的产出说明,按照实际绩效直接或通知财政部门向社会资本或项目公司及时足额支付。

PPP 项目需要在规定的时间内建设完成达到可使用状态,才能在后续的经营中获得现金流和利润,尤其对于政府采用可用性付费方式直接购买产品和服务的非经营性项目,项目的“可用”是付费的前提条件。因此金融机构在对项目方融资时可以将建设施工方的资质要求列入合同条款,要求选择具有较强实力的工程施工企业参与项目建设,通过合同约定或者购买保险,由建设公司或者保险公司承担项目建设延期、不合格等引

起的损失。

### 4、履约管理

社会资本或项目公司违反合同约定,威胁公共产品和服务稳定供给,或危机国家安全和重大公共利益的,政府有权临时接管项目,直至启动提前终止程序。如自来水厂项目,水源遭到了严重污染,会威胁到城市供水和服务的稳定,这时政府有权临时接管;电力公司无法正常服务居民,政府可以临时接管。

合同执行和管理过程中,项目实施机构应重点关注合同修订、违约责任和争议解决等工作。合同双方发生争议且无法协商一致的事项,依法申请仲裁或民事诉讼。如涉及特许经营的问题,涉及行政许可问题,应当提起行政诉讼行政复议。

银行、保险等金融机构一般仅以资金方或财务投资者的身份参与 PPP 项目,对 PPP 项目的建设、管理、运营等并不擅长,若项目一旦出现经营不善或管理纠纷,会直接影响收益的实现。因此,金融机构在向项目公司提供融资之前,应对融资主体和管理团队进行详尽的尽职调查,寻找具有良好口碑的合作方,对项目的运营及未来现金流收入进行财务分析和测算,确保可行性缺口补助和政府付费项目纳入政府的全口径预算管理,并通过相关协议争取参与重大事项决策的权利。

### 5、中期评估

与此前 BOT、BT 项目中政府不参与建设有所不同,项目实施机构每 3-5 年对项目进行中期评估,重点分析项目运行状况和项目合同的合规性、适应性和合理性,及时评估已发现问题的风险,制订应对措施,并报财政部门(政府和社会资本合作中心)备案。

政府有关职能部门应根据国家相关法

律法规对项目履行行政监管职责。

社会资本或项目公司对政府职能部门的行政监管处理决定不服的,可依法申请行政复议或提起行政诉讼。

政府、社会资本或项目公司应依法公开披露相关信息,保障公众知情权,接受社会监督。

### (五)项目移交阶段

移交是 PPP 项目的最后环节,但并不是所有 PPP 项目都有,只有是以 T 结尾的项目才有移交阶段。项目移交阶段的主要工作包括移交准备、性能测试、资产交割和绩效评价,其中最关键的环节是性能测试。

#### 1、移交准备

项目移交时,项目实施机构或政府指定的其他机构代表政府收回项目合同约定的项目资产。项目实施机构或政府指定的其他机构应组建项目移交工作组,根据项目合同约定与社会资本或项目公司确认移交情形和补偿方式,制定资产评估和性能测试方案。项目移交工作组应委托具有资质的资产评估机构,按照约定评估方式,对移交资产进行资产评估,作为确定补偿金额的依据。

此前的项目合同中应明确约定移交形式、补偿方式、移交内容和移交标准。移交形式包括期满终止移交和提前终止移交;补偿方式包括无偿移交和有偿移交;移交内容包括项目资产、人员、文档和知识产权等;移交标准包括设备完好率和最短可使用年限等指标。

采用有偿移交的,项目合同中应明确约定补偿方案;没有约定或约定不明的,项目实施机构应按照“恢复相同经济地位”原则拟定补偿方案,报政府审核同意后实施。

在 PPP 项目中,关于社会资本如何实现

退出还在实践中不断探索,也是跟社会资本合作的金融机构必须充分考虑的问题。目前看来可行退出途径包括以下几种:1)通过政府部门回购社会资本在项目公司中的股份;2)部分资本金、部分股东贷款的方式回购社会资本股份;3)在项目公司发行有资管计划的情况下,社会资本将手中的资管计划份额转让给政府方,也包括其他如信托计划、项目收益债、资产证券化等收益权可以转让的产品份额。

#### 2、性能测试

项目移交工作组应严格按照性能测试方案和移交标准对移交资产进行性能测试。过去的 PPP 项目管理模式较为粗放,并没有性能测试环节,因而会出现很多项目等移交的时候已经不能使用的情况,从而还需要再重复建设。因此,政府目前很重视移交环节的性能测试部分。

性能测试结果不达标的,移交工作组应要求社会资本或项目公司进行恢复性修理、更新重置或提取移交维修保函。

#### 3、资产交割

社会资本或项目公司应将满足性能测试要求的项目资产、知识产权和技术法律文件,连同资产清单移交项目实施机构或政府指定的其他机构,办妥法律过户和管理权移交手续。社会资本或项目公司应配合做好项目运营平稳过渡相关工作。

#### 4、绩效评价

项目移交完成后,财政部门(政府和社会资本合作中心)组织有关部门对项目产出、成本效益、监管成效、可持续性、政府和社会资本合作模式应用等进行绩效评价,并按相关规定公开评价结果。评价结果作为政府开展 PPP 管理工作决策参考依据。

## 二、北京地铁 4 号线案例

### (一)基本情况

北京地铁 4 号线准备建设之前,北京已经建成的地铁 1 号线、2 号线、3 号线的运营模式属均为典型的“国有国营”模式,即由政府负责地铁投资建设,所有权归政府所有,运营也由政府部门或国有企业负责的一种传统运营模式,然而,世界上采用此运营模式的的城市地铁极少有实现盈亏平衡的。此外,北京已建成地铁线路的管理上也较为粗放,没有竞争性,且被普遍反映没有上海地铁整洁有序,因而北京市政府在 4 号线的建设上开始寻求融资模式与运营模式的改变。

### (二)实施流程

北京地铁 4 号线是我国城市轨道交通领域的首个 PPP 项目,该项目由北京市基础设施投资有限公司(简称“京投公司”)具体实施,有效缓解了当时北京市政府的投资压力,实现了北京市轨道交通行业投资和运营主体多元化突破,形成同业激励的格局,促进了技术进步和管理水平、服务水平提升等多种社会效益。从实际情况分析,4 号线应用 PPP 模式进行投资建设已取得阶段性成功,项目实施效果良好。4 号线工程概算总投资 153 亿元,于 2004 年 8 月正式开工,经过 4 年的建设,已于 2009 年 9 月 28 日开通试运营。北京地铁 4 号线一开通即实现最小行车间隔 3 分钟的纪录,并在开通后一年零七个月内,两次缩小运行间隔至目前的 2 分 15 秒,同时,2011 年 5 月 1 日曾创下 116 万人次的最高日客运量。

4 号线 PPP 项目实施过程大致可分为两个阶段,第一阶段为由北京市发改委主导实施方案编制和审批阶段,相当于 PPP 操作流

程中的项目准备阶段工作;第二阶段为由北京市交通委主导的投资人竞争性谈判比选阶段,相当于 PPP 操作流程中的项目采购阶段工作。

经市政府批准,北京市交通委与京港地铁于 2006 年 4 月 12 日,正式签署了《特许经营协议》。特许经营协议是 PPP 项目的核心,为 PPP 项目投资建设和运营管理提供了明确的依据和坚实的法律保障。4 号线项目特许经营协议由主协议、16 个附件协议以及后续的补充协议共同构成,涵盖了投资、建设、试运营、运营、移交各个阶段,形成了一个完整的合同体系。4 号线 PPP 项目的参与方较多,项目合同结构如图 2 所示。

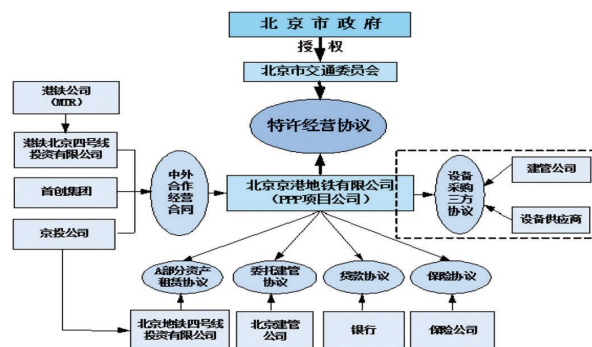


图 2 北京地铁 4 号线 PPP 项目合同结构图

资料来源:发改委官网、远东资信整理

协议中相关约定如主要权利义务约定、收益及风险分配机制等条款,对于项目能否平稳顺利运行至关重要。

#### 1、主要权利义务约定

##### 1)北京市政府

市政府有关部门与 PPP 公司签订《特许经营协议》,明确在建设期内政府将支持 4 号线公司确保土建部分按时按质完工,并按制定的标准、监管措施监督 PPP 公司进行机电设备部分的建设;明确政府部门在运营期的地铁票价定价、调价政策,并采取支持轨道交通发展的公共交通政策,同时按有关运营和

安全标准对 PPP 公司进行监管。在发生涉及公共安全等紧急事件时,市政府拥有介入权,以保护公共利益。如果 PPP 公司违反《特许协议》规定的义务,市政府有权采取包括收回特许权在内的制裁措施。此外,因政府要求或法律变更导致京港地铁建设或运营成本增加时,政府方负责给予其合理补偿。

## 2)京港地铁

京港地铁公司作为项目 B 部分的投资建设责任主体,负责项目资金筹措、建设和运营。为方便 A、B 两部分的施工衔接,协议要求京港地铁将 B 部分的建设管理任务委托给 A 部分的建设管理单位。京港地铁在特许经营期内利用 4 号线项目设施自主经营,提供客运服务并获得票款收入,保持充分的客运服务能力和高效的客运服务质量,建立安全管理系统,制定和实施安全演习计划以及应急处理预案等措施,保证项目安全运营。

在遵守相关法律法规,特别是运营安全规定的前提下,京港地铁公司可以利用项目设施从事广告、通信等商业经营并取得相关收益。该部分作为非票价收入部分,政府并不会进行管制,从而能够激发项目公司市场化经营获得盈利。

## 2、收益分配及风险分担

北京地铁 4 号线 PPP 项目中政府方和社会投资人的顺畅合作,得益于项目具有合理的收益分配机制以及有效的风险分担机制。该项目通过票价机制和客流机制的巧妙设计,在社会投资人的经济利益和政府方的公共利益之间找到了有效平衡点,在为社会投资人带来合理预期收益的同时,提高了北京市轨道交通领域的管理和服务效率。

### 1)票价收入机制

4 号线运营票价实行政府定价管理,实际平均人次票价不能完全反映地铁线路本身的运行成本和合理收益等财务特征。因此,项目采用“测算票价”作为确定投资方运营收入的依据,同时建立了测算票价的调整机制。

以测算票价为基础,特许经营协议中约定了相应的票价差额补偿和收益分享机制,构建了票价风险的分担机制。如果实际票价收入水平低于测算票价收入水平,市政府需就其差额给予特许经营公司补偿。如果实际票价收入水平高于测算票价收入水平,特许经营公司应将其差额的 70% 返还给市政府。

### 2)非票价收入调整机制

非票价收入如广告、商铺等,北京市政府不对价格进行管制也不进行补贴,由京港公司自主经营。若非票价收入超过测算收入部分,政府与 PPP 公司按超额比率递减分成。从而非票价收入机制给予京港公司较大的盈利空间。

### 3)客流机制

票款是 4 号线实现盈利的主要收入来源,由于采用政府定价,客流量成为影响项目收益的主要因素。客流量既受特许公司服务质量的影响,也受市政府城市规划等因素的影响,因此,需要建立一种风险共担、收益共享的客流机制。

4 号线项目的客流机制为:当客流量连续三年低于预测客流的 80%,特许经营公司可申请补偿,或者放弃项目;当客流量超过预测客流时,政府分享超出预测客流量 10% 以内票款收入的 50%、超出客流量 10% 以上的票款收入的 60%。

4 号线项目的客流机制充分考虑了市场因素和政策因素,其共担客流风险、共享客

流收益的机制符合轨道交通行业特点和 PPP 模式要求。

### (三) 运作模式

该阶段为该项目的执行和移交阶段,包括项目融资、项目建设、项目运营、项目移交四部分内容。

#### 1、项目融资

4 号线工程投资建设分为 A、B 两个相对独立的部分。

A 部分为洞体、车站等土建工程,投资额约为 107 亿元,约占项目总投资的 70%,由北京市政府国有独资企业京投公司成立的全资子公司四号线公司负责。由于地铁 4 号线原计划要求在 2008 年奥运会之前竣工,为此在 PPP 运作过程中,为保证工期 4 号线的土建部分已经开工,社会投资者已经无法参与 A 部分建设。另外,国外类似项目中土建部分也通常由政府负责。

B 部分为车辆、信号等设备部分,投资额约为 46 亿元,约占项目总投资的 30%,由 PPP 项目公司北京京港地铁有限公司(简称“京港地铁”)负责。京港地铁是由京投公司、香港地铁公司和首创集团按 2:49:49 的出资比例组建。北京地铁 4 号线 PPP 模式如图 3 所示。

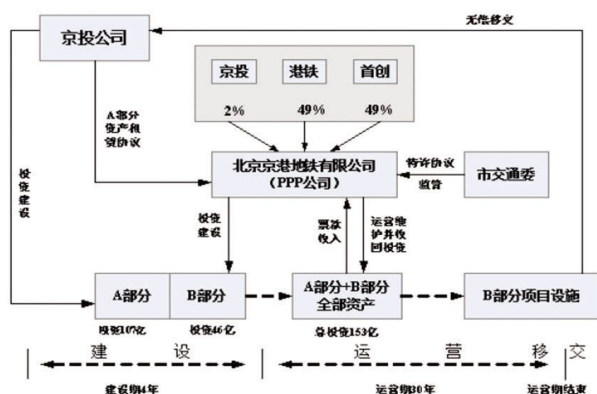


图 3 北京地铁 4 号线的 PPP 模式

资料来源:发改委官网、远东资信整理

#### 2、项目建设

为保证 4 号线项目整体在设计、建造、进度和质量等方面的完整性,同时为避免两部分工程衔接以及建管、协调等复杂问题,A 和 B 部分工程项目全部委托建管公司进行建设。为保障京港地铁公司的权益,特许协议约定由四号线公司和京港地铁公司成立建设期协调委员会,由双方公司派代表担任委员,负责协调解决建设期的争议问题。同时,协议还约定京港地铁公司可以在 B 部分工程施工中利用先进的技术和经验,优化设计方案,另外,鼓励京港地铁公司对 A 部分建设提出优化意见,以保证项目建设期间的和谐有序。

#### 3、项目运营

4 号线项目竣工验收后,京港地铁通过租赁取得四号线公司的 A 部分资产的使用权。京港地铁负责 4 号线的运营管理、全部设施(包括 A 和 B 两部分)的维护和除洞体外的资产更新,以及站内的商业经营,通过地铁票款收入及站内商业经营收入回收投资并获得合理投资收益。

#### 4、项目移交

30 年特许经营期结束后,京港地铁将 B 部分项目设施完好、无偿地移交给市政府指定部门,将 A 部分项目设施归还给四号线公司。

### (四) 借鉴意义

北京地铁 4 号线项目,通过采用 PPP 模式,引入香港地铁高水平的运营服务,使 4 号线成为一条高效、优质的运营线路。同时,特许公司的成立在北京地铁运营领域所引入的竞争机制,加快了北京地铁运营管理体制的改革,也将促进地铁一线、环线、城市铁路和八通线运营效率和服务水平的提高,整

个网络的运营管理水平的提升。?地铁 4 号线 PPP 融资项目也是我国城市轨道交通领域第一个市场化融资成功的项目,对各地大型基础设施项目尤其是轨道交通项目的投融资模式创新和项目运作提供了很好的借鉴,具体而言,有以下几点:

### 1、重视前期研究及筹备工作

轨道交通等基础设施的投融资是一项极其复杂的系统工程,需要综合运用金融、财务和法律等方面的知识。北京地铁 4 号线项目是在没有成熟经验的情况下,组建了由专业的融资顾问、财务顾问、技术顾问、客流调查顾问、法律顾问等组成的顾问团队,广泛地分析国内外融资案例,经过一年多的前期研究,形成了项目实施方案。前期的深入研究和细致的筹备工作,以及在各部门的协同努力下,项目才能得以实现最终的成功运作。

### 2、明确的权利义务关系

在项目建设和运营的整个周期内均以合同的方式固定政府和公司的权利和责任,公司具有充分的经营自主权,政府也有明确的监管权利,可以最大限度的避免由于权责不清产生的问题,既有利于通过企业自主经营充分发挥企业的积极性,提高地铁运营管理水平,又可以通过完善政府监管确保运营的安全,维护社会公共利益,使得项目的投资、建设、运营各环节有机结合、良性发展。

### 3、灵活的收益分配机制

该项目的收益分配机制包括票价收入机制和非票价收入机制。票价收入部分,票价差额补偿和收益分享机制可以有效保障

特许经营公司的稳定收益;非票价收入的商业部分,又可以给公司的市场化经营获利的自主空间,发挥其主动管理能力。两者有效结合,从而既保障了项目的稳定运营也给予了特许公司较大利益空间。

### 4、完善的风险分担机制

4 号线项目的客流机制充分考虑了市场因素和政策因素,共担客流风险、共享客流收益的机制的实施,有效弥补这些因素可能会对特许公司运营产生的不利影响所带来的损失,此举也较为符合轨道交通行业的运行特点以及 PPP 模式的要求。

### 参考资料:

[1]发改委官网,《北京地铁 4 号线项目》,2015.07.21

[2]财政部政府和社会资本合作中心,《PPP 项目操作流程》,2015.06.12

[3]周勤,《PPP 模式与投行业务创新》,中国证券业协会培训课程。

[4]李泽正,《PPP 模式发展及若干重点问题》,中国保险资产管理业协会培训,2016.09.07-2016.09.08

[5]吕汉阳,《PPP 项目的发起与实施》,中国保险资产管理业协会培训,2016.09.07-2016.09.08

[6]黄华珍,《国内 PPP 项目的实施、风险识别及法律实践》,保险资管协会培训,2016.09.07-2016.09.08

[7]金浩,《PPP 项目实战经验分享》,中国保险资产管理业协会培训,2016.09.07-2016.09.08



## 我国永续债信用评级研究

上海远东资信评估有限公司 刘敏

### 一、穆迪公司的永续债评级方法

穆迪公司主要通过“债性-股性”一篮子将混合资本工具的股性由弱至强分为 A-E 档，分别对应的股性强弱为 0%-100%，每 25% 调档一次，根据混合资本工具的发行条款确定混合资本工具的股性，进而在此基础上结合发行人主体级别决定债项评级的调降幅度。

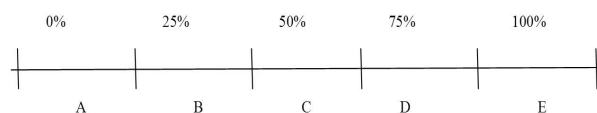


图 1 股性比例

资料来源：穆迪混合资本工具评级方法

穆迪公司确定混合资本工具的股性主要重点分析发行条款的三个方面的：(一)利息递延和本金减值，包括强制性利息递延及本金减值触发机制和非强制性利息递延及本金减值触发机制以及累积性和非累积性利息递延。具体而言，强制性利息递延及本金减值触发机制指若发生发行人信用等级调降（发行人主体评级由投资级调降至投机级）情况，则为日益恶化的财务状况提供现金流救助会延期支付利息甚至减计本金，非强制性的利息递延及本金减值触发机制指满足一定条件，发行人可在任何时间段选择递延利息。前者的股性强于后者；非累积性

利息递延的股性强于累积性利息递延的股性。(二)到期日。根据穆迪定义，到期日长于 60 年的定义为永续债，而若认定混合资本工具具有股性则至少 30 年到期日，到期日前 10 年混合资本工具被认定不具有股性。在此分析中，穆迪包括了有效到期日的分析，若第一个赎回日后利息跳升 100bp 以上，则认为第一个赎回日为有效到期日，若涉及控制权变更，在保护优先债务债权人的基础上，提前赎回后利息可最高调升 500bp 的情况除外。(三)次级属性。次级属性指偿还顺序劣后于优先债务，破产回收率可能较低的属性。一般而言，穆迪对于混合资本工具的次级属性赋予 25%-50% 不等的股性，对于优先股赋予 75%-100% 不等的股性。

	#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7	#8	#9	#10	#11	#12
强制性强	*											
递延利息		*										
有限选择			*									
可选择		*		*	*	*	*	*	*	*	*	*
强制性强				*	*	*	*	*	*	*	*	*
计算		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
不可累积	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
次级	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
优先							*	*	*	*	*	*
股性							*	*	*	*	*	*
累积性		*										
<30年	*											
到期日			*					*		*	*	*
30-59年		*	*		*	*	*	*	*	*	*	*
>=60年		*	*		*	*	*	*	*	*	*	*
无期限												
非银行的一篮子	A	B	B	B	B	B	C	C	C	C	C	D

图 2 投资级的非银行机构发行的非可转换混合资本工具股性的方法

资料来源：穆迪混合资本工具评级方法

例如，30 年期的选择性利息递延的累积型次级债券处在 B“篮子”中，然而，如果到期时间少于 30 年，混合类债务可以被放在 A“篮子”中，永续债或者 60 年期利息可累积

且选择性递延的优先股则处于 C“篮子”中，而如果利息不可累积并且强制性利息递延并且有极强的触发违约限制，则处于 D“篮子”中。

**表 1 触发种类**

触发类型	行业	触发强弱
净损失	保险公司	强
“有意义”	对投保人和公司而言	强
监管资本最低要求	保险	弱

资料来源：穆迪混合资本工具评级方法

根据股性差异，穆迪结合发行人主体差异在优先债务债项评级的基础上进行级别调整，具体而言：

对投资级公司来说，穆迪通常会将次级债项评级或初级次级债项评级在公司优先债务债项评级基础上下调一个级别；标准累积性或非累积性优先证券债项评级会在优先债务债项评级基础上下调两个级别。除此以外，有强力的强制性利息递延机制的非累积性优先证券会上调三个级别。

对投机级发行人来说，评级委员会将考虑与投资级发行人的相对排序原则以及其资本结构和发行人触发机制的强弱。此外，对于相同债券类别，投机级发行人级别调整比投资级发行人更大。

## 二、我国永续债发行类别及特征

永续债是指没有明确的到期日，或者说期限非常长的债券。对于发行人而言，发行永续债可以获得长期投资资本，从而补充资本金，减少负债，降低资产负债率，从而修饰报表；对于投资者而言，永续债票面利息较高、久期较长，尤其在目前国内“资产荒”的背景下，有助于提高投资者的投资收益，也有利于投资者通过多种手段灵活调整投资

组合。

我国永续债的发行主要包括三类：一类是经发改委审批的可续期债券，即发行人拥有续期选择权，在一定期限届满时，发行人有权选择将债券期限延长或选择在该计息年度末到期全额对付债券。第二类是在银行间交易商协会注册的长期存续的中期票据和非公开定向债务融资工具(PPN)等，长期存续是指发行人依据发行条款的约定时间之前长期存续，并在发行人依据发行条款的约定赎回日到期。第三类是由证监会审批的可续期公司债券和证券公司永续次级债券等。2016年3月份，证监会开始推出可续期公司债的试点。

国内永续债发行以国有大型企业开始试点，此类企业长期持续生存及经营能力强；而且通过产品条款设计，避免一般性违约的空间与余地更大。但应注意到，此类企业在国内资本市场的直接间接融资渠道相对通畅，流动性压力与其盈利能力关联度不大，且评级对其债务杠杆比率等定量的硬性指标敏感度不高，而更多地会考虑政府支持等定性因素。有积极性发行永续类债务的企业具备投资期限长，融资需求强烈且又面临一定的再融资压力，对利率成本差异敏感性相对不强等特点，我国目前永续债的发行人主要为银行等金融机构、高等级城投企业和强周期、重资产企业。

我国永续债主要特征为：

(1) 永续债虽无明确到期日或者期限非常长，但是按照国际惯例，发行方有赎回或者续期选择权；

(2) 票息较高或者可调整，即如果在一段时候之后，发行方选择不赎回永续债，其利率会大幅跳升以弥补投资者的风险溢价；

(3)票息可递延,包括可累积利息递延和非可累积利息递延两类;

(4)可以无担保;

(5)次级属性,清偿顺序劣后于普通债券但是优先于普通股和优先股。

永续债属于混合资本工具,既具有债性,也具有股性,永续债具有股性的特点可以较强地影响到对永续债发行人的主体资质和债项资质的评价。发行人因增加了权益资产,提高了对负债的保障程度,但对永续债债项资质而言,由于更长的期限和更靠后的偿还顺序,很有可能导致投资者遭受的损失比普通债权人更大,从而永续债信用风险得以明显提高。

### 三、我国永续债条款设置

1、到期日:国际上通常以五年作为期限调整的门槛,如果有效期限低于五年的资本工具,基本不会向股权信用方向考虑。对国内而言,我国的永续债到期日条款设置主要有两种,一种是无约定到期日但有赎回选择权,一种为约定到期日但由延期选择权,其实质一样。一般期限的表述分为 3+N,5+N 和超长期的如 10+N,20+N 等,一般以 5+N 为主,PPN 以 3+N 居多,而超长期的主要集中在交通运输业。部分债券附有强制兑付条款,比如主体长期信用等级下调至 AA-及以下,则发行人需全额对付本期债券。

2、票息调整情况:若发行人不实行赎回权,则在赎回日后伴有票息调升机制。一般每 5 个计息年度为一个重定价周期,对于投资级以上企业发行永续债设置的利息调升条款,如果在赎回日利息增加达到一定幅度,如 100bp 以上,投资者会认为企业倾向于回购债券而不会以高成本去维持原有债

券的存续。在国内,以五年期中票为例,AAA 至 AA+,利息调升 40bp 左右,AA+至 AA,利息调升 60bp 左右,国际上 100bp 的门槛,具备一定的参考意义。利息步升的幅度越大,说明发行人倾向于回购的可能性越高。在实际操作中,票息调整主要分为两种:一种为票面年利率由基准利率加基本利差确定,如果发行人选择延长本期债券期限,则从第 2 个重定价周期开始,每个重定价周期适用的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差加 300bp,如“16 穗城 03”。部分债券利息会逐级递升,如“15 贵阳轨道永续期”第 21 至 25 个计息年度,采取当期基准利率+基本利差+500 基点;第 26 至 30 个计息年度,为当期基准利率+基本利差+1000 基点;从第 31 个计息年度开始的每个计息周期,为当期基准利率+基本利差+1,500 基点。第二种为如果发行人选择延长债券期限,则从第 2 个重定价周期起,票面利率调整为初始票面利率加上 300 个基点(每个基点为 0.01%),并在本期债券存续期内保持不变,如“15 恒泰续”,以目前存续期的永续债发行条款而言,主要以第一种利息调升为主。

表 2 永续债利息调整情况

重定价周期(计息年度)	票面利率计算公式
前 1 个重定价周期(第 1 至第 5 个计息年度)	当期基准利率+基本利差
从第 2 个重定价周期开始的每个重定价周期(从 6 个计息年度开始的每个计息周期)	当期基准利率+基本利差+300bp

资料来源:“16 穗城 03”募集说明书

3、票息递延情况:国内永续债主要为选择性利息递延支付并且多为可累积利息递延,递延利息次数不受限制,利息递延并不会构成违约。部分永续债约定,若发生利息递延,则每递延支付一次,则债券基本利差

从下一个计息年度起上调 300 个基点,直到递延利息及孳息全部还清为止。此外,永续债条款规定了(1)向股东分红;(2)减少注册资本等强制付息事件。

4、次级属性:除证券公司发行的永续次级债之外,永续债的次级属性较弱,在发行人破产清算时,永续债债券持有人对本金和利息的享有等同于普通破产债权人的权利。

可见,我国永续债票息跳升的幅度较大,在第二个重定价周期一般会有 300bp-500bp 的利息跳升,基于节约发行成本的角度考量,发行人赎回的可能性较高,因此赎回日大概率会是有效到期日。在经济下行压力和违约趋于常态化情况下,基于维护市场声誉等因素考量,加之部分债券若发生利息递延则基本利差会跳升,发行人选择递延利息的可能性较小。目前永续债偿还顺序和普通债券等同,次级属性弱,从条款设置上可见,我国永续债股性相对较弱,而且发行规模较小,对主体信用资质影响有限,因此永续债债性评级和主体评级基本一致,证券公司发行的永续次级债和提供担保的债券除外。

#### 四、我国永续债级别情况

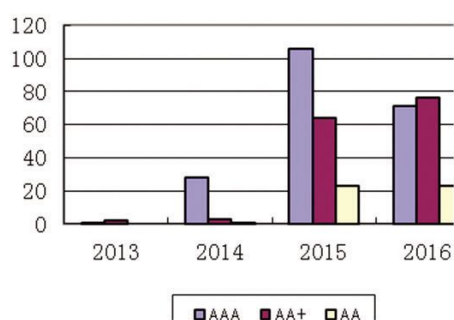
2015 年后我国永续债发行出现明显增加趋势,主要是基于永续债的债务属性,由于到期期限无明确规定,适合投资中长期资金需求的项目。根据万德统计,在尚在存续期的 433 支永续债,2015 年、截至 2016 年 10 月份发行上市的永续债分别为 193 支和 170 支,占比分别为 44.57%和 39.26%;级别主要集中在 AAA 和 AA+ 为主,但发行主体资质出现下沉现象,根据 2015 年永续债的主体级别的跟踪评级表明,AA+ 级别的债券分化较为明显,级别上调的多为具有城投性

质的债券,级别下调的主要为煤炭、钢铁等产能过剩行业,

**表 3 2015 年-2016 年  
永续债评级等级迁移矩阵**

	AAA	AA+	AA	AA-	A+	合计
AAA	104	2				106
AA+	10	51	1	1	1	64
AA		5	18			23

资料来源:Wind, 远东资信整理



**图 3 2013 年-2016 年  
永续债发行级别统计情况**

资料来源:Wind, 远东资信整理

对于尚在存续期的永续债,证券公司发行的永续次级债券,债项评级一般比主体评级下调一个小级别。如“15 国君 Y2”为国泰君安证券股份有限公司 2015 年发行的第二期永续次级债券,主体评级为 AAA,债项评级为 AA+。对于提供担保增信的可续期公司债券和中期票据,债项评级往往比主体评级上调一个小级别。如金贸投资管理(上海)有限公司公开发行的 2016 年可续期公司债券,鉴于公司股东中国金贸控股集团有限公司对债券兑付提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保,中诚信证评评定主体级别为 AA+,债券级别为 AAA。

此外,2016 年 5 月 9 日,中国城市建设控股集团有限公司(以下简称“中诚建”)发布公告称,中国城市运营有限公司与惠农基

金国际投资有限公司（以下简称“惠农基金”）签订股权转让协议，中国城市运营有限公司为卖方，惠农基金为买方，转让卖方对中国城建国际控股有限公司持有的 100% 股权，股权转让最终生效日为 2016 年 4 月 22 日，转让价款 31.05 亿元，完成间接持有 99% 的股权。联合资信认为，公司股权结构和经营性资产发生重大变动，中城建信息披露不及时，相关信息透明度不高；中城建母公司作为主要融资主体，如外部融资环境发生较大变化，流动性压力将加大。2016 年 5 月 10

日，联合资信将中城建主体等级由 AA+ 下调至 AA-，“15 中城建 MTN002”的债项等级由 AA+ 下调至 A+。由于中城建实际控制权变更导致中城建子公司在香港发行的点心债触发提前赎回条款，截至 2016 年 8 月 10 日，仍有部分被赎回债券本金未偿还，违约事件发生。8 月 12 日联合资信将中城建主体长期信用等级由 AA- 下调至 A+，评级展望为负面，将永续期中期票据“15 中城建 MTN002”的信用等级由 A+ 下调至 A。

## 2016 年前三季度我国债券市场发展情况分析

上海远东资信评估有限公司 黄骏

### 一、2016 年 1-9 月债券市场概况

2016 年 1-9 月,我国债券市场共发行各类债券 21404 只,同比增长 89.94%;发行规模为 28.19 万亿元,同比增长 77.82%。其中,以国债、同业存单、地方政府债和政策性银行债为代表的利率债合计发行 19.90 万亿元,占同期债券发行规模总额的 70.61%。以短期融资券、公司债、中期票据和企业债等为代表的信用债合计发行 6.32 万亿元,同比增长 60.74%,占同期债券发行规模总额的 22.42%。

信用债中企业债、公司债、中期票据、超短期融资券、资产支持证券等发行规模都有不同程度的增长。其中,公司债增幅最大,其次是企业债。自 2015 年 1 月,证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》后,审核流程的简化、审核效率的提高,极大促进了公司债的发行。2016 年 1-9 月,我国公司债券共发行 2277 只,募集资金 23075.76 亿元,较 2015 年同期分别增长 150.22%和 388.85%。其中,一般公司债共发行 727 只,募集资金 10944.71 亿元,较 2015 年同期分别增长 348.77%和 312.47%;私募债共发行 1550 只,募集资金 12131.05 亿元,比 2015 年同期分别上升 107.22%和 486.90%。

2016 年 1-9 月,我国共发行短期融资券

2046 只,募集资金 26234.95 亿元。比 2015 年同期分别上升 8.02%和 9.57%。其中,超短期融资券共发行 1476 只,募集资金 21310.70 亿元,比 2015 年同期分别上升 43.30%和 29.54%。

2016 年 1-9 月,我国企业债券共发行 407 只,募集资金 4848.70 亿元,与 2015 年同期相比,分别上升了 90.19%和 110.21%。

2016 年 1-9 月,我国中期票据共发行 702 只,募集资金 9039.90 亿元,与 2015 年同期相比,分别上升了 15.08%和 8.29%。

资产支持证券方面,2016 年 1-9 月,共发行各类资产支持证券 1581 只,募集资金 5082.92 亿元,分别较上年同期上升 82.99%和 39.90%。其中,证监会主管的资产证券化产品占比及增幅最大,共发行 1363 只,募集资金 2985.67 亿元,分别较上年同期上升 120.91%和 169.56%。

**表 1 2016 年 1-9 月  
我国主要信用债券发行规模情况**

类别	2015 年	2016 年	同比 (%)	2015 年	2016 年	同比 (%)
	1-9 月 发行 数量(只)	1-9 月 发行 数量(只)		1-9 月 发行规模 (亿元)	1-9 月 发行规模 (亿元)	
非政策性金融债	492	280	-43.09	13,908.00	8,691.00	-37.51
商业银行债	49	48	-2.04	1,239.00	2,687.00	116.87
商业银行次级债券	36	47	30.56	1,808.64	1,454.00	-19.61
保险公司债	11	4	-63.64	354.50	225.00	-36.53
证券公司债	216	105	-51.39	7,042.20	2,715.10	-61.45
证券公司短期融资券	139	56	-59.71	2,317.60	1,096.60	-52.68
其它金融机构债	41	20	-51.22	1,146.37	513.00	-55.25
企业债	214	407	90.19	2,306.62	4,848.70	110.21
一般企业债	212	406	91.51	2,291.40	4,822.70	110.47
公司债	910	2,277	150.22	4,720.43	23,075.76	388.85
私募债	748	1,550	107.22	2,066.99	12,131.05	486.90
一般公司债	162	727	348.77	2,653.44	10,944.71	312.47

中期票据	610	702	15.08	8,348.16	9,039.90	8.29
一般中期票据	608	702	15.46	8,343.90	9,039.90	8.34
短期融资券	1,891	2,046	8.20	23,943.70	26,234.95	9.57
一般短期融资券	861	570	-33.80	7,493.00	4,924.25	-34.28
超短期融资券	1,030	1,476	43.30	16,450.70	21,310.70	29.54
定向工具	835	588	-29.58	6,774.45	4,818.55	-28.87
资产支持证券	864	1,581	82.99	3,633.36	5,082.92	39.90
交易商协会 ABN	8	13	62.50	32.00	33.68	5.25
银监会主管 ABS	239	205	-14.23	2,493.75	2,063.57	-17.25
证监会主管 ABS	617	1,363	120.91	1,107.61	2,985.67	169.56
可转债	2	11	450.00	84.00	212.52	153.00
可交换债	12	37	208.33	94.40	352.77	273.70

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

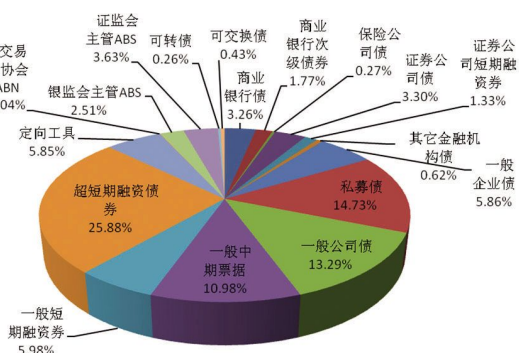


图1 2016年1-9月

我国信用债券发行规模占比情况

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

二、企业债券

2016年1-9月,企业债券共发行407只,募集资金4,848.70亿元,比2015年同期分别上升90.19%和110.21%。

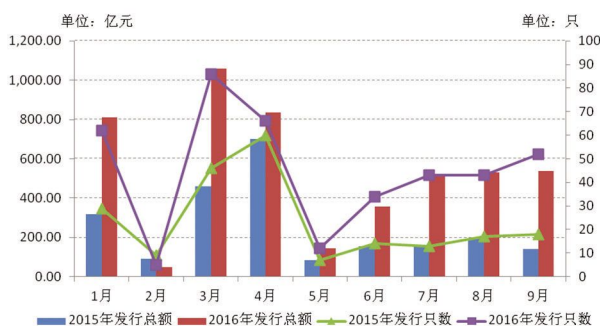


图2 2016年1-9月企业债券发行统计情况

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

1、中东部地区发行量大于西部、北部地区

从区域分布来看,2016年1-9月,江苏省以697.10亿元、58只同时位居发行规模

和发行数量的首位,其次湖南省以588.40亿元位居第二位,再次是湖北省379.50亿元、安徽省329.50亿元和山东省304.80亿元。从企业债券发行区域分布来看,2016年1-9月中东部地区企业债券的发行量大于西部、北部地区。

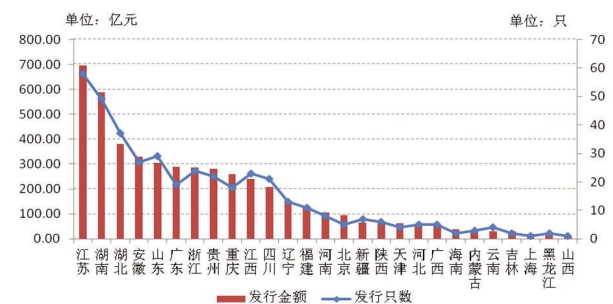


图3 2016年1-9月企业债券区域分布

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

2、企业债券发行人以建筑类和房地产类企业为主

2016年1-9月,企业债券的发行人分布在建筑业、房地产业和综合业等10个行业。其中,建筑业企业是企业债券发行的主力军,房地产行业为第二大发行行业。

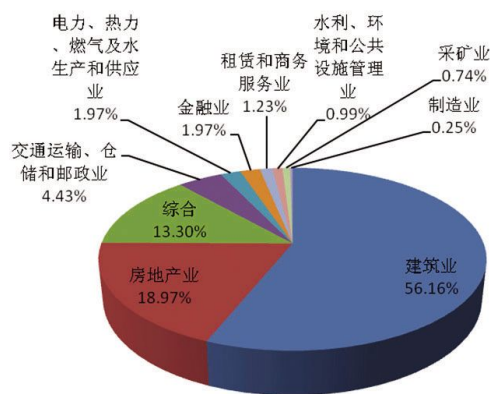
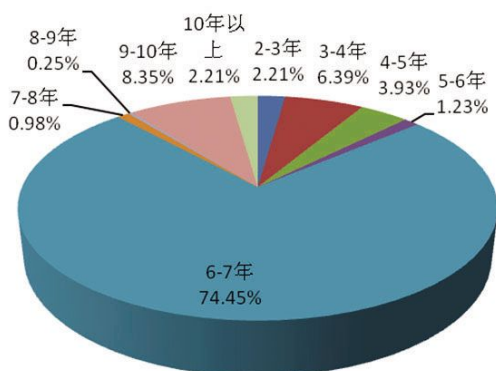


图4 2016年1-9月企业债券行业分布

注:按照企业债券发行数量统计  
数据来源:wind 资讯、远东资信整理

3、6-7年期为企业债券主力期限品种  
从发行期限来看,2016年1-9月,6-7年期的企业债券的发行期数和规模占比分别达74.45%和74.32%。



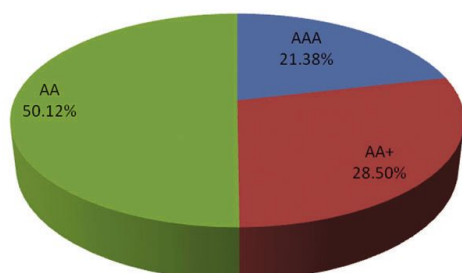
**图5 2016年1-9月企业债券期限结构分布**

注:按照企业债券发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

4、企业债券的债项级别均在AA级(含)以上

2016年1-9月,企业债券的债项级别均在AA级(含)以上,AA+级(含)以上占比49.88%。



**图6 2016年1-9月企业债券债项等级分布**

注:按照企业债券发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

5、企业债券发行利率和利差均下行

就发行利率而言,2016年1-9月7年期AA级、AA+级、AAA级企业债券平均发行利率分别为4.84%、4.74%、3.88%,与上年同期的平均发行利率相比分别下降了152BP、130BP、94BP。从信用利差上看,2016年1-9月7年期AA级、AA+级、AAA级企业债券平均利差分别为201BP、189BP、103BP,与上年同期的平均利差相比分别缩窄了93BP、71BP、28BP。

**表2 2015年1-9月7年期**

**企业债各等级发行利率和发行利差**

债项信用等级	样本数	发行利率(%)			发行利差(BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	8	4.2-5.57	4.82	0.53	68.09-203.8	130.75	50.99
AA+	41	4.89-8	6.04	0.63	147.49-460.62	260.50	64.77
AA	116	4.96-8.8	6.36	0.57	148.85-545.47	293.96	56.20

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

**表3 2016年1-9月7年期**

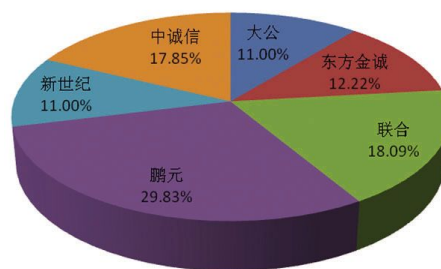
**企业债各等级发行利率和发行利差**

债项信用等级	样本数	发行利率(%)			发行利差(BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	52	3.25-5.15	3.88	0.49	42.33-216.01	103.00	43.33
AA+	97	3.58-6.70	4.74	0.68	83.00-389.68	189.03	66.59
AA	154	3.64-7.00	4.84	0.72	86.50-416.39	201.04	69.84

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

6、企业债评级市场份额

从企业债评级市场份额来看,2016年1-9月鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)市场份额29.83%,位居第一;其次为联合(包括联合信用评级有限公司和联合资信评估有限公司),市场份额为18.09%;再次为中诚信(包括中诚信国际信用评级有限责任公司和中诚信证券评估有限公司),市场份额为17.85%,三者合计市场份额达到65.77%。



**图7 企业债评级市场份额情况**

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

### 三、公司债券

2016年1-9月,我国共发行2277只公司债券,募集资金23075.76亿元,发行数量和规模比2015年同期分别上升150.22%和388.85%。



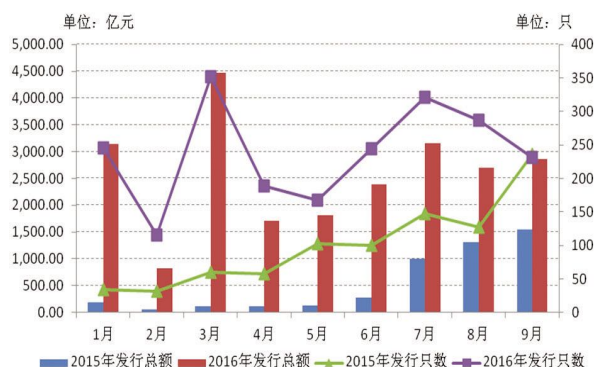


图8 2016年1-9月公司债券发行情况统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

1、北京市、广东省等东部地区公司债券发行量大

从发行规模来看,2016年1-9月,北京市以4704.05亿元的发行规模位居榜首,广东省和江苏省分别以2988.95亿元和2452.10亿元的发行规模位居第二和第三。从2016年1-9月公司债券的区域分布来看,东部地区仍是公司债券的发行主力。

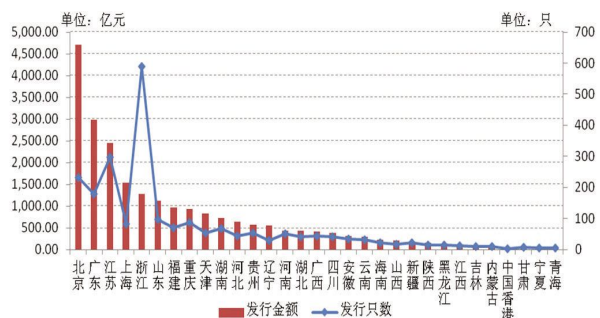


图9 2016年1-9月公司债券区域分布

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

2、房地产类企业为公司债券主导发行行业

2016年1-9月,公司债券的发行人分布在房地产业、建筑业、制造业和综合业等18类行业。其中,房地产类企业占比31.02%,位居首位;其次是建筑类企业,占比为25.82%;再次为综合类企业,占比为11.92%。

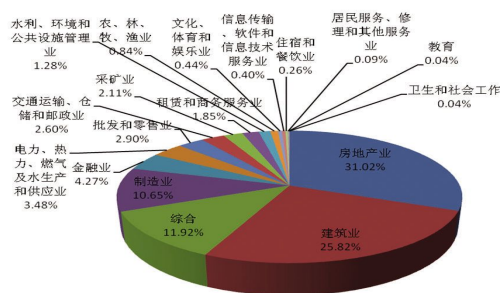


图10 2016年1-9月公司债券行业分布

注:按照公司债券发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

3、2-3年期和4-5年期为主要期限品种  
从发行期限来看,2016年1-9月,2-3年期共发行1020只,占比44.82%;4-5年期公司债券共发行991只,占比43.54%,为公司债券发行的主导期限品种。

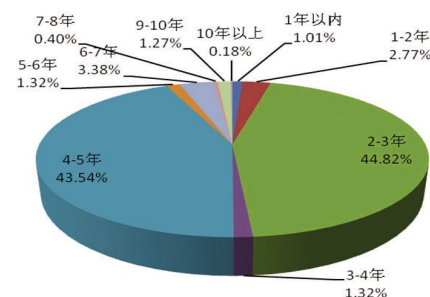


图11 2016年1-9月公司债券期限结构分布

注:按照公司债券发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

4、发行的公司债券以AA级(含)以上为主  
就债项级别而言,2016年1-9月,公司债券的债项级别以AA级(含)以上为主,只数合计占比达98.86%。

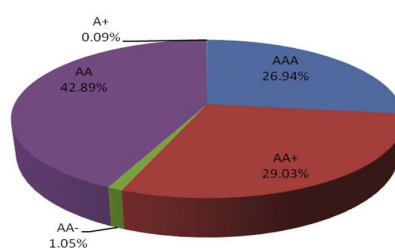


图12 2016年1-9月公司债券债项级别分布

注:按照公司债券发行数量统计

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

### 5、公司债券发行利率和利差总体下行

就发行利率而言,2016年1-9月5年期AA级、AA+级、AAA级公司债券平均发行利率分别为5.62%、4.55%、3.50%,与上年同期的平均发行利率相比,AA级、AA+级、AAA级分别下降了2BP、89BP、90BP。从信用利差上看,2016年1-9月5年期AA级、AA+级、AAA级公司债券平均利差分别为299BP、193BP、86BP,与上年同期的平均利差相比,AA级扩大了56BP,AA+级、AAA级分别缩窄了32BP、34BP。

**表4 2015年1-9月5年期  
公司债各等级发行利率和发行利差**

债项信用等级	样本数	发行利率(%)			发行利差(BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	21	3.50-8.28	4.40	1.02	36.80-512.27	120.71	101.73
AA+	41	3.53-8.30	5.44	1.29	35.01-512.89	224.41	128.70
AA	57	4.12-7.80	5.64	0.92	94.35-460.99	243.53	93.24

数据来源:Wind资讯,远东资信整理

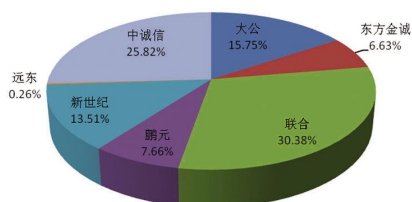
**表5 2016年1-9月5年期  
公司债各等级发行利率和发行利差**

债项信用等级	样本数	发行利率(%)			发行利差(BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	171	2.83-7.60	3.50	0.71	25.90-480.06	86.43	69.94
AA+	212	2.95-7.80	4.55	1.18	36.73-524.48	192.60	116.36
AA	280	3.23-8.00	5.62	1.11	62.51-537.90	299.46	109.83

数据来源:Wind资讯,远东资信整理

### 6、公司债评级市场份额

从公司债评级市场份额来看,2016年1-9月联合市场份额30.38%,位居第一;其次为中诚信,市场份额25.82%;再次为大公国际资信评估有限公司(以下简称“大公国际”),市场份额15.75%,三者合计占公司债评级市场份额的71.94%。

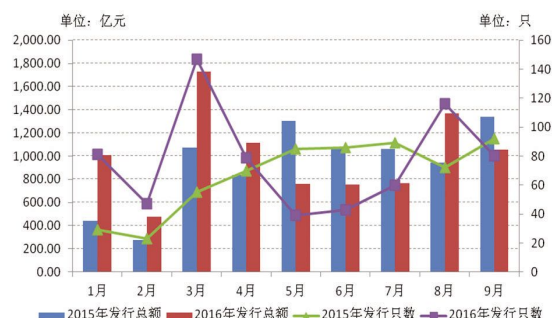


**图13 公司债评级市场份额情况**

数据来源:wind资讯、远东资信整理

## 四、中期票据

2016年1-9月,共发行中期票据702只,比2015年同期上升15.08%;累计发行规模9039.90亿元,比2015年同期上升8.29%。

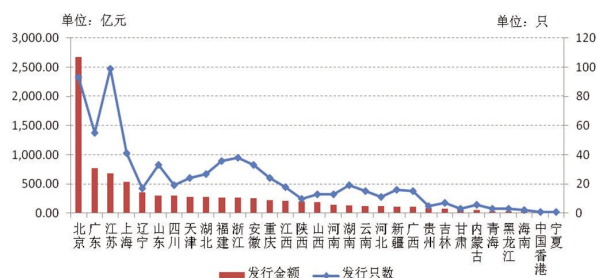


**图14 2016年1-9月中期票据发行情况统计**

数据来源:wind资讯、远东资信整理

1、中期票据发行人区域分布广泛,北京和东部沿海地区发行量大

就发行地区而言,2016年1-9月,中期票据的发行主导区域主要集中在北京和东部沿海地区。其中,北京以2668.10亿元的发行规模大幅领先于其他省市,随后是广东省、江苏省和上海市,西北、华中和东北地区的发行数量和规模均较少。



**图15 2016年1-9月中期票据区域分布**

数据来源:wind资讯、远东资信整理

### 2、制造类企业是主导发行行业

就行业分布而言,2016年1-9月发行的中期票据分布在建筑业、制造业、综合业和房地产业等17个行业。其中制造类企业占

比 20.94%，位居首位；其次为建筑类企业占比 18.66%；再次为综合类企业占比 15.95%。

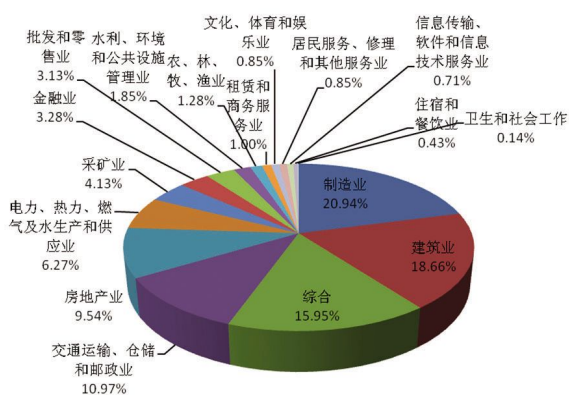


图 16 2016 年 1-9 月中期票据行业分布

注：按照中期票据发行数量统计

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

3、2-3 年期和 4-5 年期是中期票据的主力期限品种

就发行期限而言，2016 年 1-9 月发行的中期票据有 3 年期、5 年期和 7 年期等 6 个品种。其中 2-3 年期和 4-5 年期为主要品种，二者合计发行数量占比 91.60%，发行规模占比 90.89%。2-3 年期和 4-5 年期中期票据不论是发行数量还是发行规模都远高于其他期限的品种。

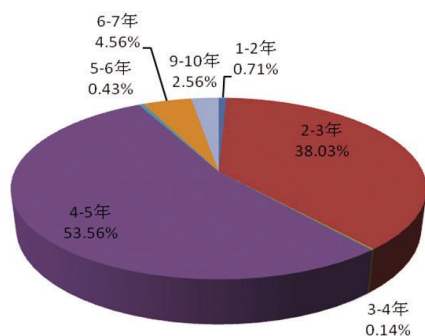


图 17 2016 年 1-9 月中期票据期限结构分布

注：按照中期票据发行数量统计

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

4、中期票据债项等级集中在 AA 级(含)以上

就债项级别而言，2016 年 1-9 月发行的

中期票据仍以高信用级别为主。其中，AA 级(含)以上的债券共有 393 只，占比 98.86%；AA-级别的中期票据仅发行 2 只，占比 0.28%。

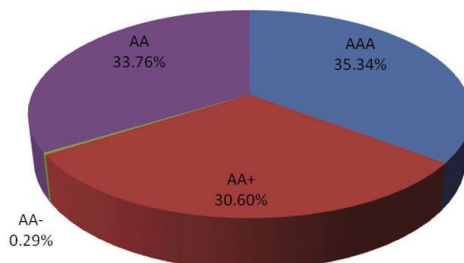


图 18 2016 年 1-9 月中期票据级别分布

注：按照公司债券发行数量统计

数据来源：wind 资讯、远东资信整理

5、中期票据发行利率和利差均下行  
就发行利率而言，2016 年 1-9 月 5 年期 AA 级、AA+级、AAA 级中期票据平均发行利率分别为 4.41%、4.19%、3.89%，与上年同期的平均发行利率相比分别下降了 146BP、118BP、119BP。从信用利差上看，2016 年 1-9 月 5 年期 AA 级、AA+级、AAA 级中期票据平均利差分别为 180BP、156BP、126BP，与上年同期的平均利差相比分别缩窄了 84BP、57BP、59BP。

表 6 2015 年 1-9 月 5 年期

中期票据各等级发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	57	4.24-7.00	5.19	0.74	110.45-367.12	194.24	70.69
AA+	39	4.59-6.98	5.54	0.58	149.39-371.84	228.10	55.95
AA	38	5.35-8.00	6.19	0.67	215.73-493.87	290.57	67.63

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

表 7 2016 年 1-9 月 5 年期

中期票据各等级发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	131	3.04-6.80	3.89	0.81	43.95-423.91	126.33	80.89
AA+	134	3.23-5.80	4.19	0.58	72.41-322.73	156.01	56.59
AA	110	3.36-6.50	4.41	0.64	83.20-381.95	179.62	62.43

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

### 6、中期票据评级市场份额

从中期票据评级市场份额来看,2016年1-9月中诚信市场份额31.44%,位居第一;其次为联合,市场份额30.31%,再次为大公国际,市场份额17.99%,三者合计占中期票据评级市场份额的79.74%。

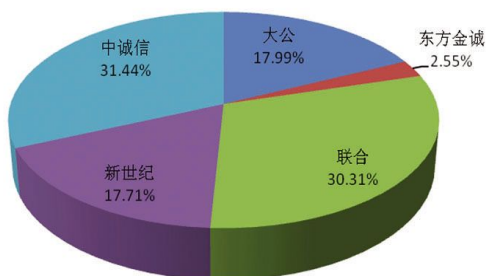


图19 中期票据评级市场份额情况

数据来源:wind资讯、远东资信整理

## 五、短期融资券

2016年1-9月,共发行短期融资券2046只,发行金额26234.95亿元,发行数量和发行规模分别同比上升8.20%和9.57%。其中,超短期融资券共发行1476只,发行规模21310.70亿元。

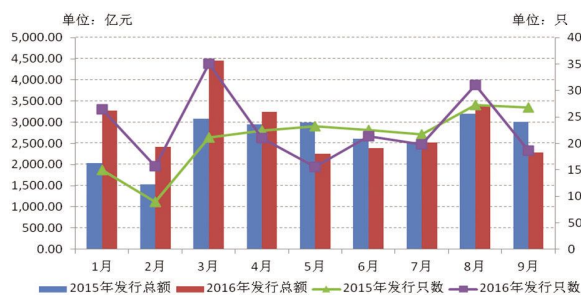


图20 2016年1-9月短期融资券发行情况统计

数据来源:wind资讯、远东资信整理

1、北京短期融资券的发行规模最大,东部地区为主要发行地

就区域分布而言,2016年1-9月,共有30个省(直辖市)发行了短期融资券。其中,北京地区发行225只,募集资金5867.50亿元,发行数量和发行规模都领先于其他省

市;发行规模排在第二位的是上海市1570.50亿元,接着是山东省1094.20亿元和广东省917.00亿元。

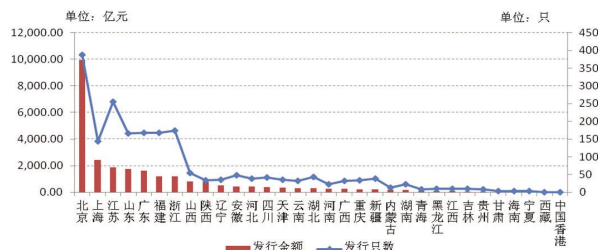


图21 2016年1-9月短期融资券区域分布

数据来源:wind资讯、远东资信整理

2、短期融资券的发行人行业分布广泛,制造类企业居多

就行业分布而言,按发行数量统计,2016年1-9月发行的短期融资券分布在制造类、综合类、市政类、公共交通类等17个行业。其中,制造类企业占比最多,为28.45%,综合类企业占比13.49%、电力、热力、燃气及水生产和供应类企业占比12.76%、交通运输、仓储和邮政类企业占比11.19%,其余行业占比较少。从发行规模看,制造类企业占比25.64%,仍位列第一。

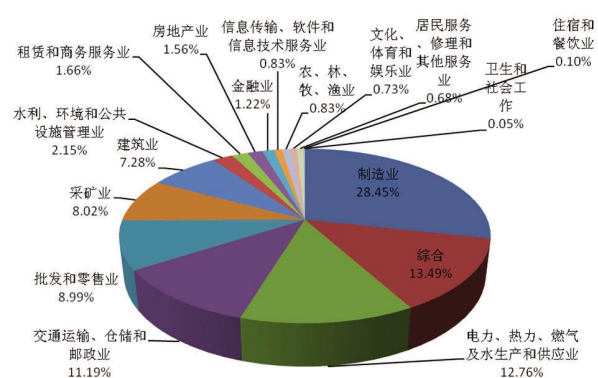


图22 2016年1-9月短期融资券行业分布

注:按照短期融资券发行数量统计

数据来源:wind资讯、远东资信整理

3、270天和365天短期融资券占比较高就发行期限而言,2016年1-9月短期融资券以270天和365天期限为主。其中,按

发行数量来统计,270天短期融资券占比排在首位,为47.85%;365天短期融资券排在第二位,为21.80%。按发行规模来统计,270天短期融资券占比仍然排在第一位,为46.87%;365天短期融资券的规模占比排在第二位,为14.82%。综合2016年1-9月情况来看,270天和365天短期融资券合计数量占比达69.65%,合计规模占比达61.69%。

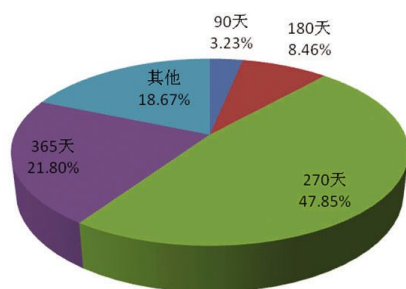


图 23 2016年1-9月

短期融资券期限结构分布

注:按照短期融资券发行数量统计  
数据来源:wind 资讯、远东资信整理

4、短期融资券发行人信用等级普遍较高

2016年1-9月短期融资券发行主体信用等级介于AA-级至AAA级之间。其中,AAA级发行880只,AA+级发行567只,AA级发行576只,AA-级发行23只,AA级(含)以上合计占比98.87%。

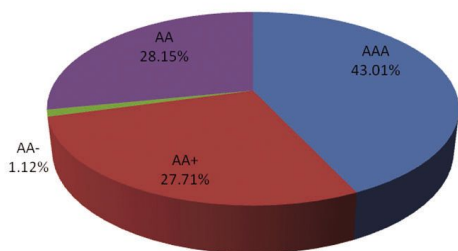


图 24 2016年1-9月

短期融资券主体级别分布

注:按照短期融资券发行数量统计  
数据来源:wind 资讯、远东资信整理

5、短期融资券发行利率和利差均下行

就发行利率而言,2016年1-9月270天主体AA级、AA+级、AAA级短期融资券平均发行利率分别为4.19%、3.46%、3.14%,与上年同期的平均发行利率相比分别下降了67BP、93BP、71BP。从信用利差上看,2016年1-9月270天主体AA级、AA+级、AAA级短期融资券平均利差分别为200BP、124BP、93BP,与上年同期的平均利差相比分别缩小了41BP、68BP、49BP。

表 8 2015年1-9月270天短期融资券发行主体各等级发行利率和发行利差

主体信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	330	2.80-5.49	3.85	0.68	52.57-299.37	141.18	45.08
AA+	190	3.29-7.00	4.38	0.69	104.51-388.02	191.96	53.40
AA	159	3.50-6.80	4.87	0.77	123.14-430.85	240.84	67.88

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

表 9 2016年1-9月270天短期融资券发行主体各等级发行利率和发行利差

主体信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)		
		区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
AAA	444	2.40-7.00	3.14	0.78	22.19-475.79	92.57	76.30
AA+	288	2.72-6.99	3.46	0.76	49.01-466.17	123.52	74.03
AA	248	2.80-7.00	4.19	1.03	64.98-490.44	200.03	101.63

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

6、短期融资券评级市场份额

从短期融资券评级市场份额来看,2016年1-9月中诚信市场份额36.89%,位居第一;其次为联合,市场份额26.66%,再次为大公国际,市场份额18.76%,三者合计占短期融资券评级市场份额的82.31%。

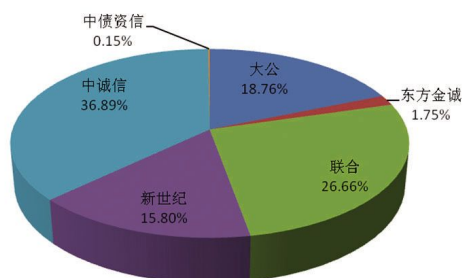


图 25 短期融资券评级市场份额情况

数据来源:wind 资讯、远东资信整理

## ◆ 行业动态

# 关于发布《上海证券交易所公司债券发行上市业务操作指南》的通知

2016年10月21日 来源：上海证券交易所官网

各市场参与主体：

为更好地提供公司债券（含企业债券）发行上市业务服务，便利开展相关业务操作，根据中国证监会《公司债券发行与交易管理办法》（证监会令〔第113号〕）、《上海证券交易所公司债券上市规则》（上证发〔2015〕49号）、《上海证券交易所非公开发行公司债券业务管理暂行办法》（上证发〔2015〕50号）、《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法》（上证发〔2015〕51号）等相关规则，上海证券交易所（以下简称本所）制定了《上海证券交易所公司债券发行上市业务操作指南》（以下简称《业务指南》），现予发布实施，并就有关事宜通知如下：

一、公司债券、企业债券在本所发行、上市（挂牌）及相关业务，适用《业务指南》。

二、发行人和承销机构应按照《业务指

南》要求，于发行完成后5个工作日内通过本所“债券业务管理系统”办理债券登记上市（挂牌）手续，及时完成债券上市（挂牌）。

三、本所与中国证券登记结算有限公司上海分公司共同提供公司债券上市和登记申请材料一站式电子化递交服务，发行人和承销机构统一向本所递交公司债券登记和上市/挂牌申请材料。

四、2016年10月24日起，当日审核通过的上市和登记申请，当日完成登记，发行人和承销机构需及时对登记结果进行确认并完成上市。

《业务指南》全文可至上证债券信息网（[bond.sse.com.cn](http://bond.sse.com.cn)）“规则指引”下的“业务指南与流程”栏目查询。

特此通知。

上海证券交易所

二〇一六年十月二十一日

## 上交所规范非公开发行公司债券信息披露

2016年10月12日 来源：证券日报

上交所10月11日发布《关于进一步做好非公开发行公司债券信息披露相关工作的通知》。上交所称，此举是为了进一步规范

非公开发行公司债券信息披露，保护投资者合法权益。

根据通知，自2016年10月15日起，新

申报或已申报尚未非公开发行的公司债券发行人,应当在募集说明书中明确约定披露年度报告及中期报告。已发行非公开发行公司债券的发行人,募集说明书中约定披露定期报告的,应当根据约定和规定披露定期报告;募集说明书中约定进行信用评级的,应当做好跟踪评级工作,并根据约定和规定披露定期报告及跟踪评级报告。

通知同时明确,证券交易所上市公司、全国中小企业股份转让系统挂牌公司及公开发行公司债券的发行人,非公开发行公司债券并在本所挂牌转让的,应当按照中国证监会和本所相关规定编制定期报告,通过上交所定向披露专区披露,同时就在其他披露场所披露定期报告的情况予以说明。

## 中国版 CDS 对金融法律制度有极高要求

2016年9月29日 来源:上海证券报

债市加速打破刚性兑付,非常需要分散风险的工具。CDS 推出之后,信用债的估值将更多地反映其风险水平。而 CDS 真正落地,需要较为完善的金融监管、交易结算和信息披露制度,探索引入不良资产管理公司等专业服务商的风险管理,尤其需要完善市场风险指标,建立风险预测模型。因为 CDS 也可用来套利和投机,若缺乏完善的金融监管体制,将会增加风险敞口。只有相关制度与机制的完善,资产证券化、CDS 等金融市场创新才能稳健推进。

中国银行间市场交易商协会(交易商协会)正式发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》(《业务规则》)及相关配套文件,中国版信用违约互换(CDS)正式落地。有专家预计,资产证券化市场未来有望成为继股市、债市之后国内第三大金融子市场,并极大地改变金融资产在机构间的分布,改变投资者结构和市场交易行为,进而改变中国的金融结构。

资产证券化,就是将一组或一个流动性较差但预计能产生稳定现金流的资产通过

一系列结构安排和组合,分割和重组其风险和收益,从而将资产的预期现金流转换为流动性和信用等级较高的金融产品的过程。资产证券化主要包括以下几类:即实体资产证券化、现金资产证券化、信贷资产证券化和证券资产证券化。自 1970 年美国的政府国民抵押协会首次发行以抵押贷款组合为基础资产的抵押支持证券-房贷转付证券,完成首笔资产证券化交易以来,资产证券化逐渐成了一种被广泛采用的金融创新工具并得到迅猛发展,是上个世纪影响最为深远的金融创新之一。

如今,我国的金融资产规模已达百万亿以上,而且眼下正处于全面推进证券化的启动期。根据资料,今年上半年,我国资产证券化市场延续快速增长态势。全国共发行资产证券化产品 2892.27 亿,同比增长 71%,市场存量为 8784.83 亿,同比增长 88%。其中,企业 ABS 发行 1512.75 亿,同比增长 196%,占发行总量的 52%;存量 3431.04 亿,同比增长 274%,占市场总量的 39%。信贷 ABS 发行 1345.84 亿,同比增长 17%,占发行总量的

47%；存量为 5177.21 亿，同比增长 45%，占市场总量的 59%。

上半年的市场状况表明，我国资产证券化市场延续了快速增长的态势，特别企业 ABS 发行规模在 2015 年的基础上大幅跃升，成为发行量最大的品种。在市场规模持续增长的同时，产品基础资产类型继续呈多元化之势，发行利率总体下行，市场流动性进一步提升。不过，与世界发达国家相比，我国已经证券化的资产占比仍然很小。

资产证券化过程中存在着莫测的风险，而 CDS 正是基于风险管理而设计出的一种对冲工具。CDS 买方在有抵押下借款给第三方（欠债人），而又担心欠债人违约不还款，就可向 CDS 卖方购买一份有关该债权的合约。买方会定期向卖方支付一定费用，卖方则承诺在合约期间若所指定资产出现信用事件时，会向买方赔付相应的损失。举例来说，比如 A 公司考虑是否借款 1 亿美元给 B 公司，期限 10 年。由于 A 公司担心 B 公司会违约，前者可能最终不借款。但如果 A 公司能从 C 公司花 200 万美元购买 B 公司是否违约的保险，则 A、B 之间的借贷交易将会达成，且 A、B、C 三方均能从中获益。

在国外尤其是美国债券市场，CDS 是最常见的信用衍生产品。但严格地说，CDS 并不是一种资产证券化产品，只是鉴于 CDS 在 2008 年次贷危机的爆发中扮演了重要角色，而且是构造更为复杂的证券化产品（例如合成型 CDO）不可或缺的工具，因此不得不将其与资产证券化紧密联系在一起。在起初的产品创新设计中，CDS 被作为一种保障某种债券可能违约的信用保险。然而，随着时间的推移，CDS 逐渐由风险管理工具演变为投机套利工具。例如，全球最大的保险公司美

国国际集团（AIG）之所以在 2008 年的金融风暴中濒临倒闭，很大程度上是由于它出售了很大规模的 CDS 以保障诸如房地美、房利美、贝尔斯登、雷曼兄弟之类的公司不会破产，而购买这些 CDS 的机构，很多都与房地美、房利美、贝尔斯登或雷曼之间不存在债权、债务关系。

作为一种风险对冲工具，中国引入 CDS 以类保险合同的形式来对冲资产证券化产品的交易风险，无论对商业银行、债券市场以及对投资者都具有不小的诱惑力。对于商业银行而言，一方面，可以借助买入基于自身信贷资产作为债务标的缓释工具来实现资产出表，并进而降低资本消耗；另一方面，通过设计实用可行的 CDS 信用衍生产品，能把信用风险从市场风险中分离出来，并以合理的价格转移出去，这样可以解决信用缺失问题，缓解银行“惜贷情绪”，盘活银行资产。而且，银行同业之间的 CDS 交易，也能促进双方互相调整各自的风险头寸，重组贷款结构，降低信用风险。对债券市场而言，随着中国债市打破刚兑正在加速推进，市场非常需要风险分散工具，CDS 推出之后，信用债的估值将更多地反映其风险水平。

在信用违约事件或将不断增加的时代，CDS 在中国可起到风险定价、对冲交易风险和提高债券市场流动性的作用。自我国债券市场打破刚性兑付后，不少投资人担心自己会成为下个“踩雷”人。据 Wind 资讯统计，截至 8 月初，今年已有 39 只债券兑付违约，涉及 19 家发行主体，违约金额高达 249.11 亿。不管是从违约债券数量还是违约金额，均已达去年的两倍。市场风险这么大，对投资者而言，所希望的都是对冲风险，减少损失，为此，发展 CDS 业务就是一个较为可行的解决



路径。当然,要充分发挥中国版 CDS 为资产证券化保驾护航的作用,我们还须有效借鉴美国市场经验,探索引入不良资产管理公司等专业服务商的风险管理,尤其需要完善市场风险指标,建立风险预测模型,在产品的设计阶段尝试基于量化参数的压力测试。此外,笔者建议进一步完善银行风险资本计提标准,根据各类贷款违约比率灵活调整,适度降低部分银行持有证券化产品次级部分的风险权重,进而提升商业银行参与资产证

券化业务的积极性,在防范风险的基础上实现资产证券化盘活存量、分散风险的初衷。

无疑,对冲机制的推出与完善,对我国金融体制和法律制度的健全度提出了极高要求。CDS 真正落地,需要较为完善的金融监管、交易结算和信息披露制度,因为 CDS 也可用来套利和投机,若缺乏完善的金融监管体制,将会增加风险敞口。只有相关制度与机制的完善,资产证券化、CDS 等金融市场创新才能稳健推进。

## 央行等七部委发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》

2016年8月31日 来源:新华社

经国务院同意,8月31日,中国人民银行、财政部等七部委联合印发了《关于构建绿色金融体系的指导意见》。随着《指导意见》的出台,中国将成为全球首个建立了比较完整的绿色金融政策体系的经济体。

《指导意见》强调,构建绿色金融体系的主要目的是动员和激励更多社会资本投入到绿色产业,同时更有效地抑制污染性投资。构建绿色金融体系,不仅有助于加快我国经济向绿色化转型,也有利于促进环保、新能源、节能等领域的技术进步,加快培育新的经济增长点,提升经济增长潜力。

《指导意见》提出了支持和鼓励绿色投融资的一系列激励措施,包括通过再贷款、专业化担保机制、绿色信贷支持项目财政贴息、设立国家绿色发展基金等措施支持绿色金融发展。

《指导意见》明确了证券市场支持绿色

投资的重要作用,要求统一绿色债券界定标准,积极支持符合条件的绿色企业上市融资和再融资,支持开发绿色债券指数、绿色股票指数以及相关产品,逐步建立和完善上市公司和发债企业强制性环境信息披露制度。

此外,《指导意见》还提出发展绿色保险和环境权益交易市场,按程序推动制订和修订环境污染强制责任保险相关法律或行政法规,支持发展各类碳金融产品,推动建立环境权益交易市场,发展各类环境权益的融资工具。

《指导意见》支持地方发展绿色金融,鼓励有条件的地方通过专业化绿色担保机制、设立绿色发展基金等手段撬动更多的社会资本投资绿色产业。同时,还要求广泛开展绿色金融领域国际合作,继续在二十国集团(G20)框架下推动全球形成共同发展绿色金融的理念。

## 中小城市和重大市政工程领域 PPP 发展再迎政策红利

2016年10月12日 来源:中国经济导报

日前,国家发展改革委、住建部联合印发《关于开展重大市政工程领域政府和社会资本合作(PPP)创新工作的通知》,要求深化中小城市和市政领域相关行业 PPP 创新工作。

这是按照《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)等文件精神,两部门首次联合在 PPP 领域推出的一项重要举措,旨在更好推动 PPP 模式在新型城镇化建设中的运用,加大城市基础设施建设力度。

《通知》明确,国家发展改革委会同住建部,从每个省份选择一个具有一定 PPP 工作基础、有较好项目储备和发展空间的中小城市,进行 PPP 模式创新工作。

具体包括:一是根据新型城镇化建设要求,结合当地城市基础设施现状和发展需求,筛选一批具备一定条件、适合采用 PPP 模式的项目,编制重大市政工程领域 PPP 项目规划,提高 PPP 项目质量和水平。

二是从试点城市的重大市政工程领域 PPP 项目规划中,选择若干不同行业、不同类型且具有代表意义的 PPP 项目,组织高水平咨询公司和资深专家等,因地制宜、积极创新,精心设计项目实施方案、建立合理投资回报机制、制定规范合同文本,力争形成典型案例,供其他同类项目学习借鉴。

三是利用国家发展改革委与金融机构

的投融资合作对接机制以及全国工商联的合作,向银行、保险等金融机构以及民营企业推介项目,引导金融资本和民间资本参与 PPP 项目投资。

《通知》还明确,住建部会同国家发展改革委,在自愿报名的基础上,遴选两三个省份,每个省份选择一两个相关市政行业,开展创新工作。具体有以下几个方面:一是开放市场,打破地域垄断。城市政府通过规划确定需求,采取招投标等方式遴选合作伙伴,政府通过合同管理、绩效考核、按效付费,实现全产业链和项目全生命周期的 PPP 工作。

二是完善费价机制,设置平均行业基准利润率,给民间资本明确的市场预期,吸引民间资本参与。

三是针对市政领域相关行业 PPP 项目小而散、不利于社会资本进入的问题,选择并支持若干家实力较强的省内外专业企业,通过并购、重组等方式,提高产业集中度。

四是完善行业监管机制,重点对企业的绩效、运营成本、服务效率、产品质量进行监审。

五是在总结实践基础上,形成可复制、可推广的经验,为向全国推广提供借鉴。

《通知》要求,各地发展改革、住建部门要高度重视重大市政工程领域 PPP 创新工作,加强协调配合,形成合力,抓好落实。对符合中央预算内投资、专项建设基金等支持方向的 PPP 创新项目,将合理安排有关资金予以支持。