

作者：田野

邮箱：research@fecr.com.cn

全面加强基建与资产证券化

摘要

1. 《全面加强基建与债市支撑体系系列报告：政策性、开发性金融工具》，2022.8.16
2. 《全面加强基建与债市支撑体系系列报告（七）：网络型基础设施建设之交通》，2022.8.12
3. 《全面加强基建与债市支撑体系系列报告（六）：网络型基础设施建设之能源》，2022.7.8

2022年4月26日，习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议。会议重点研究了全面加强基础设施建设问题。开展基础设施建设面临较多的难点，包括但不限于：资金投入大、投资风险高、收益回报低、流动性差等。为贯彻落实《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见（国办发[2022]19号）》和《国家发展改革委办公厅关于做好盘活存量资产扩大有效投资有关工作的通知（发改办投资[2022]561号）》，银保监会、证监会等监管机构纷纷将关注焦点投向了资产证券化领域。资产证券化在金融层面有效解决了上述问题，是匹配基础设施项目投资建设的良好金融工具。

适合基础设施建设领域的资产证券化工具包括：REITs和类REITs、其他资产证券化工具、以PPP为基础的资产证券化融资结构等。尽管部分工具可能不属于狭义的资产证券化范畴，但上述金融工具可以有效在各自适合的场景和用途内有效推动基础设施建设。利用资产证券化工具为基础设施建设融资可以克服传统融资模式的一些缺点，为各类资本进入基础设施建设领域提供了新的途径。

我国在城镇化过程中积累了大量以土地财政和银行贷款为主要形式的基础设施建设融资。地方政府与城投在掌握大量基础设施资产的同时，也承担了沉重的负债压力。资产证券化与基础设施建设的结合，有望扭转目前地方政府和城投资产流动性错配的局面。资产证券化工具也可以与新理念协同，为“新基建”探索投融资结构上的创新。

2022年4月26日，习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议。会议重点研究了全面加强基础设施建设问题。开展基础设施建设面临较多的难点，其中包括但不限于：（1）前期投资门槛高。基础设施建设需要大量的资金和资源。资金实力和资源整合能力差的主体难以开展项目。（2）投资风险高。基础设施项目普遍投资回收期很长。投资风险敞口高；未来现金流面临高度的不确定性。上述两个难点在资金层面严重限制了基础设施建设的进一步开展。

在此情况下，为落实党中央国务院对全面加强基础设施建设的方向性指示，银保监会、证监会等监管机构纷纷将关注焦点投向了资产证券化领域。资产证券化是最近几十年世界金融领域最为重要的创新之一，自上个世纪出现以来，发展非常迅速，目前已经成为资本运作和增强流动性的重要手段。资产证券化的特点在于：通过一系列巧妙的结构设计安排，将流动性低的资产转化为未来一段时间内的现金流；然后通过更进一步的证券化设计，在金融市场上出售。不难看出：资产证券化在金融层面有效解决了上述问题，在流动性、风险收益特征方面更加匹配，是适合基础设施项目投资建设的良好金融工具。随着我国金融创新的不断深化，未来资产证券化将在我国基础设施建设领域发挥更大的作用。

一、基础设施建设领域资产证券化政策

（一）基础设施领域 REITs 相关政策

1. 基础设施 REITs 项目政策

近年来资产证券化支持基础设施建设的主要发力点集中于 REITs 领域。2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》；证监会发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》，并向社会公开征求意见。上述文件首次让基础设施领域公募 REITs 进入投资者视野，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。

2020年8月6日，国家发展改革委办公厅印发《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》。该通知不仅强调并明确了基础设施领域 REITs 的概念和内涵，同时也初步划定了备选基础设施项目的地区和行业范围，以及发行 REITs 所必需的各种基本条件。从地理区域角度来看，粤港澳大湾区、长江经济带、海南自由贸易港等国家级战略区域规划和国家级发展新区等重点区域项目列于其中；从行政区域角度来看，乡村振兴、县域发展等有被提及；从行业角度来看，基础设施补短板、新型基础设施建设、产业园区、现代物流等领域有被着重强调；从项目自身基本条件来看，该通知提出权属清晰、可单独识别和辨认、风险可控、现金流良好、运营成熟稳定等初步要求。

为进一步推动并筛选基础设施领域 REITs 项目落地，2021年1月21日，国家发展改革委办公厅印发《关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目库的通知》。通知从以下几个方面对稳妥规范推进基础设施领域 REITs 项目提出要求：（1）各地方应抓紧推荐并筛选符合条件的基础设施建设项目进入项目库，切实加强基础设施领域 REITs 项目的储备管理。（2）入库项目应当分为意向项目、储备项目和存续项目三大类，并且质量要高、标准要严。（3）从项目编码、入库信息、时间安排、核准流程、项目质量监测等方面规范入库管理，抓紧将符合条件的项目及时入库。

(4) 各地方应当统一规则，加强协作，充分认识到推进基础设施建设 REITs 试点的重要意义，确保稳妥推进基础设施建设 REITs 试点项目。

在总结前期基础设施领域 REITs 试点工作经验的基础上，国家发展与改革委于 2021 年 7 月 2 日进一步发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》。该通知更新了基础设施领域 REITs 项目的申报条件，更新条件包括：（1）可申报区域从试点区域扩大至全国范围。（2）能源基础设施、保障性租赁住房项目、水利设施、停车场、景点园区等资产类别被纳入备选资产范围。（3）项目最低规模由原来的 5 亿元人民币提高至原则上首次发行不低于 10 亿元人民币，并且新增可扩募规模不低于首发两倍的要求。（4）央企多地打包项目无需由省级发改委转报，经省级发改委审核后可附意见直接上报国家发改委。

另外，沪深交易所于近期也根据公开募集基础设施证券投资基金（REITs）的基础资产种类不同而发布了多个专项业务指南。2022 年 7 月 15 日，沪深交易所就保障性租赁住房项目发行公募 REITs 发布了试行版规则适用指引。随着公募 REITs 的不断扩容，未来一段时间内沪深交易所将对更多种类的公募 REITs 发布业务专项指导。

2. 基础设施 REITs 配套政策

基础设施领域 REITs 的重要配套政策一部分来自于证监会、交易所。主要目的是通过资本市场手段支持基础设施建设发展。2020 年 8 月 7 日证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》，涵盖了产品运作模式、基础设施项目质量要求、定价询价和认购细节、投资者保护机制、证监会监督管理职责等涉及国内公募 REITs 发行与上市事项。在此基础上，上海证券交易所、深圳证券交易所先后发布《上海证券交易所基础设施证券投资基金(REITs)发售业务指南》和《深圳证券交易所基础设施证券投资基金(REITs)发售业务指南》。交易所发布的业务指南对国内公募 REITs 的发行和交易细节作出了相应规定。直至今日，交易所对基础设施 REITs 交易、结算、份额转让等技术细节的规定仍在完善中。

基础设施领域 REITs 的另一部分重要配套政策来源于财政部和国家税务总局。2022 年 1 月 26 日，财政部、国家税务总局发布《基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点税收政策》。该试点政策对基础设施建设 REITs 在税法中适用的特殊性税务处理原则和成立、转让过程中的企业所得税安排作出了原则性指引，并为未来可能的基础设施建设 REITs 税收实务细则建立了初步框架。

（二）基础设施领域资产证券化其他政策

除 REITs 模式外，其他基础设施领域资产证券化形式也在蓬勃发展。2016 年 12 月 21 日，发改委、证监会发布《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》。该通知明确表示鼓励推动传统基础设施领域 PPP 项目资产证券化。2020 年 6 月 2 日，银行间市场交易商协会发布公告称，在现行资产支持票据（ABN）规则体系下研究推出资产支持类融资直达创新产品——资产支持商业票据（ABCP），并推动首批 5 单试点项目落地。

2018 年 6 月 8 日，上海证券交易所、深圳证券交易所和中证机构间报价系统股份有限公司发布了《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》及《基础设施类资产支持证券信息披露指南》。该指南对基础设施类资产证券化业务领域的业务开展、信息披露、风险控制等方面制定了明确规范。上述文件明确了对基础资产、底层资产和相关资产的界定和

条件要求；同时也对产品期限、转让对价、现金流归集转付等其他事项作出了规定。此指南适用范围主要包括：市政设施、交通设施和其他公共服务领域，但不包括政府和社会资本合作（PPP）项目。

针对涉及PPP项目的资产证券化，2017年6月，财政部、中国人民银行、中国证监会联合发布关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知。该通知要求：（1）分类稳妥地推进PPP项目资产证券化；（2）严格筛选开展资产证券化的PPP项目；（3）完善PPP项目资产证券化工作程序；（4）着力加强PPP项目资产证券化监督管理。该通知所提到的关键政策性监管要求涉及方面包括：发起人资信情况、项目运营时间、风险隔离安排、成本收益分配、刚兑风险等。

二、基础设施建设领域资产证券化工具及其适用场景

（一）基础设施 REITs

我国基础设施 REITs 一般指代向投资者公开募集资金形成基金财产，通过基础设施资产支持证券等特殊目的载体持有基础设施项目，由基金管理人进行主动管理，并将产生的大部分收益分配给投资者的标准化金融产品。我国基础设施 REITs 相较于国际一般认知的 REITs 有其特殊性。传统意义上的 REITs 和资产证券化是两种性质不同的金融工具，其差异体现在资产出售隔离、税收结构安排、投资管理主体法律界定等方面。而国内基础设施 REITs 一般是将 REITs 基金全部投资于基础设施资产证券化产品中，至少形成了双层结构。尽管可能有失偏颇，但本文将国内基础设施 REITs 视为资产证券化工具的一种。REITs 和资产证券化的异同不在本文讨论之列。

国内基础设施 REITs 的适用领域和行业较为固定且明确。根据《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》规定，基础设施包括仓储物流、收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，暂不含住宅和商业地产。总体而言，基础设施 REITs 涵盖公共服务和基础设施两个领域。

国内基础设施 REITs 目前主要的应用场景是前期投入基础设施项目资金的快速回笼。目前基础设施 REITs 在我国资本市场尚处于起步阶段，对项目稳定运营能力要求较高，所以暂无法实现在融资阶段补足基础设施项目投资资金来源的功能。截至目前，基础设施 REITs 的实际效果依然是将沉淀在基础设施里的资本金转化为可交易的金融产品，实现基础设施项目的快速退出并提高资金周转效率。

（二）资产证券化工具

资产证券化是将一组流动性差但预计能产生稳定现金流的资产进行分割和重组，转换为流动性和信用等级较高的金融产品的过程。资产证券化工具是一个中性的金融产品。该类工具对增强固定资产流动性、盘活存量资产有积极作用。但是资产证券化工具也对中介机构的产品设计能力和风险评价能力提出了更高的要求。

资产证券化工具在基础设施建设领域的应用场景更加多样化。根据相关指导意见，资产证券化工具可覆盖细分行业包括但不限于交通、水利、清洁能源、保障性租赁住房、水电气热、生态环保、产业园区、仓储物流、酒店、商业物业等；工具形式也包括但不限于 CMBS、ABN、类 REITs 等。另外，新型基础设施、PPP 项目、促进高质量发展、地方政

府去杠杆等其他应用场景与资产证券化工具均有良好的适应性。资产证券化工具的拓展意义也更为丰富，长江经济带、粤港澳大湾区、海南自由贸易港、西部开发等区域经济战略均为现阶段国家鼓励和支持的投资主题。总之，资产证券化工具由于其产品设计层面的灵活性，可以匹配更多类型的需求。

资产证券化工具的主要应用效果是降低杠杆或信用重组。通过真实出售手段，资产证券化工具允许将围绕基础设施建设项目产生的风险资产剥离，可减轻项目建设主体财政支出压力和债务压力，同时规避相当一部分风险。资产证券化工具也为整体信用状况不佳的主体进入资本市场融资提供了可能性，提高了金融体系的资金融通效率。

（三）政府和社会资本合作(PPP)项目

本文将政府和资本合作（PPP）模式单独讨论，是因为PPP模式在基础设施资产证券化过程中有其特殊性。我国于2014年正式开始在基础设施建设领域推广政府和资本合作（PPP）模式。自此以来，PPP模式在推进我国基础设施建设方面发挥了重要作用。真正的PPP并不是单纯的投融资行为，而是从建设运行到交易结构安排的一整套项目开发模式。资产证券化在PPP模式中更可能扮演协助前期投入资本顺利退出的角色。

尽管如此，PPP项目与上述REITs和资产证券化工具并不搭配。PPP项目由于其自身特殊性，在现金流来源、资本结构、资产权属安排、风险隔离等方面均不能完全符合资产证券化的要求。所以截至目前，我国以PPP项目为底层资产的资产证券化产品寥寥无几。PPP项目也难以通过基础设施REITs实现退出。REITs的风险收益特征和法律安排更类似于优先股权，而PPP项目除资本金以外的资本投入更类似于夹层债权。另外，现阶段基础设施REITs对底层项目的收入来源、运营水平、财务杠杆情况等方面的要求远比PPP项目更高。各方面的冲突导致目前PPP项目资产证券化进程并不顺利。在未来进一步的法律和金融创新之前，预计难以看到PPP项目大规模资产证券化的可能。

尽管和资产证券化的配合效果不佳，但是PPP模式仍是我国基础设施建设重要组成部分。PPP模式对我国基础设施建设的重要影响主要体现在三个方面：（1）比起单纯的项目建设，PPP模式更加强调项目运行的全周期管理。政府部门往往缺乏从项目全生命周期审视评估基础设施项目的视角。这不利于运营阶段的精细化管理。（2）比起政府全部出资，PPP模式可以在提升基建水平的同时有效控制地方政府杠杆率。借助少量资本金的支持，PPP模式可撬动较多的社会资本参与基础设施建设或盘活已有存量资产。这些举措均可解决基础设施建设中资金来源的问题，缓解地方政府财政压力。（3）通过PPP的运作，政府能够将基础设施建设的支出平摊在很长的时间段里，现金支出期限结构从债券型转向借贷型。考虑到我国目前PPP项目付费模式仍以政府付费为主，上述举措本质上还是政府依托财政资金扩张信用。但是上述操作符合财政制度，不涉及增加政府隐性债务，可有效避免地方政府隐性债务问题监管压力。

三、落实案例

2022年2月11日，“华金证券-惠莞高速资产支持专项计划于深圳证券交易所成功发行，总规模30亿元，期限8年。本专项计划的原始权益人是惠莞高速公路（惠州）投资有限公司。该公司是粤港澳大湾区惠莞高速公路惠州段高速公路（目标项目）建设、运营的民营主体。惠莞高速公路位于粤港澳大湾区核心地段，已通车运营约11

年。本次发行的专项计划在多个方面实现了创新。该资产计划是全国首单民营高速公路收费收益权 ABS，也是粤港澳大湾区首单高速公路收费收益权 ABS。该专项计划为落实国家区域发展战略、支持民营经济发展、盘活存量固定资产提供了扎实优质的案例。

2022年4月25日，重庆茂和基础设施建设有限公司2022年度第一期中建五局投资PPP资产支持商业票据，在中国银行间市场交易商协会成功发行，发行规模9.75亿元。入池底层资产为《巴南区龙洲湾隧道项目PPP合同》约定所享有的应收影子通行费及其从属权利。该业务为国内首单PPP-ABCP，是我国PPP融资模式的一次重要金融创新。本次PPP-ABCP项目的发行是中航信托与华泰证券等单位在资产证券化与PPP模式融合协作方面的一次有益探索，在发行过程中得到了中国银行间市场交易商协会、中建财务公司等协助。该产品通过ABCP这一资产证券化工具，一方面迅速回笼资金，通过新型投融资方式实现PPP项目前期投入的有序退出；另一方面落实了对基础设施建设方面的有效投资，激励更多社会资本参与PPP模式的同时也打开了进一步投资的空间。该PPP资产支持商业票据为创新基础设施投融资方式、解决基础设施建设难点提供了全新思路。

四、全面加强基础设施建设资产证券化工具使用方式

（一）基础设施REITs和类REITs

类REITs是不动产资产证券化中比较独特而又非常重要的一部分。在基础设施REITs试点和扩容的积极影响下，未来一段事件内将成为最受瞩目的基础设施建设资产证券化工具。类REITs的独特之处在于巧妙地打通了社会经济层面的实体资产和金融市场层面的虚拟资产之间的联系。经过多年的探索与发展，公募REITs已经在法律安排，税收、会计、交易规则等方面更加完善。公募REITs打通了资产证券化链条的最终环节。基础设施建设项目的退出逻辑得到了更加强有力的支撑。未来基础设施建设REITs覆盖范围会更广泛，公园、水务、燃气、水利、航运、环保等行业均可以类REITs的方式盘活资产。

（二）PPP+ABS/REITs

PPP模式天然适合与资产证券化工具搭配使用。PPP项目围绕基础设施建设而形成的重资产的流动性极差。资产证券化工具可以将前期项目投入资金迅速回笼，同时为PPP投资提供比较理想的退出渠道。PPP项目资产证券化的运作过程一般从产品设计开始。首先由金融机构作为管理人设立资产专项计划等SPV；然后PPP项目持有人向SPV移交基础资产；最后由管理人向市场发行金融工具或者直接募集资金。由于PPP项目的特殊性，其原始权益人向SPV转让的资产以收益权资产为主流。当然，随着金融创新过程的不断深化，PPP项目以股权或债权形式转让基础资产的情况也有出现。但以我国目前已有PPP模式与资产证券化的结合案例来看，不涉及法律权属争议、操作流程更成熟的收益权显然是更好的选择。

PPP项目与资产证券化工具结合的一大特点是可以“名正言顺”地调用政府财政资金。在目前严格限制地方政府财政支出的背景下，政府购买、政府补助等财政支出形式受到了很大限制。根据《资产证券化业务基础资产负面清单指引》，以地方政府为直接或间接债务人的基础资产应当被列入负面清单，但地方政府按照事先公开的收益约定规则，在政府和

社会资本合作（PPP）模式下应当支付或承担的财政补贴不在此列。PPP项目资产证券化可以协助地方政府在腾挪杠杆的同时满足动用财政资金进行基础设施建设的需求。

【作者简介】

田野，中国人民大学经济学学士，中国人民大学金融学硕士，远东资信研究与发展部研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。