

随着我国PPP改革事业的不断推进，融资问题逐渐成为PPP项目尽快落地的关键。资产证券化作为项目融资的金融手段之一，其基础资产特征与PPP项目投资收益稳定、回报期长的特点相契合。推动PPP项目资产证券化，对于盘活存量PPP项目资产、吸引更多社会资金参与提供公共服务、提升项目稳定运营能力都具有较强的现实意义。

## 01

### PPP资产证券化的基本内涵

#### 资产证券化的定义

资产证券化目前主要分为四种类型：中国证券业监督管理委员会主管的资产支持专项计划、中国银行间市场交易商协会主管的资产支持票据、中国保险监督管理委员会主管的项目资产支持计划、中国人民银行与中国银行业监督管理委员会主管的信贷资产证券化。由于本文主要论述PPP项目资产证券化，目前PPP项目以项目经营权、收益权为基础更为成熟，因此本文着重于对资产支持专项计划、资产支持票据和资产支持计划这三种模式进行研究。

《关于证券公司开展资产证券化业务试点有关问题的通知》（证监机构字[2006]号）中对资产支持专项计划进行规定，（公众号：朱耿洲CCP）

“证券公司面向境内机构投资者推广资产支持受益凭证，发起设立专项资产管理计划，用所募集的资金按照约定购买原始权益人能够产生可预期稳定现金流的特定资产（即基础资产），并将该资产的收益分配给受益凭证持有人的专项资产管理业务活动”。

《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》（[2012]14号）中对资产支持票据进行明确，“资产支持票据是指非金融企业在银行间债券市场发行的，由基础资产所产生的现金流作为还款支持的，约定在一定期限内还本付息的债务融资工具”。

《资产支持计划业务管理暂行办法》（保监发〔2015〕85号）中对资产支持计划进行定义，“资产支持计划业务，是指保险资产管理公司等专业管理机构作为受托人设立支持计划，以基础资产产生的现金流为偿付支持，面向保险机构等合格投资者发行受益凭证的业务活动”。

## PPP项目资产证券化的主要特点

PPP项目资产证券化与一般类型项目资产证券化在运作原理、操作流程等方面并无本质区别，但由于PPP模式本身的特点而使其开展的资产证券化呈现出不同特点，具体包括：

一是PPP项目资产证券化中运营管理权和收费收益权相分离。

根据《基础设施和公用事业特许经营管理办法》（2015年第25号令），在交通运输、环境保护、市政工程等领域的PPP项目往往涉及特许经营，因此在这些PPP项目资产证券化的过程中，项目基础资产与政府特许经营权是紧密联系的。同时，由于我国对特许经营权的受让主体有严格的准入要求，PPP项目资产证券化中要转移运营管理权比较困难，因此实际操作中更多地是将收益权分离出来作为基础资产进行证券化。

二是PPP项目资产证券化可将财政补贴作为基础资产。

《资产证券化业务基础资产负面清单指引》中将“以地方政府为直接或间接债务人的基础资产”列入负面清单，但提出“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除外”，这一规定为PPP项目资产证券化提供了政策可能。实际上，财政补贴作为部分PPP项目收入的重要来源，可以产生稳定的、可预测的现金流，符合资产证券化中基础资产的一般规定。

三是PPP项目资产证券化产品期限要与PPP项目期限相匹配。

PPP项目的期限一般为10-30年，相较于目前我国存在的一般类型的资产证券化产品的期限（多数在7年以内）要长很多。因此要设计出与PPP项目周期长特点相匹配的PPP项目资产证券化产品，需要在投资主体准入和产品流动性方面提出更严的标准和更高的要求，并不断推动政策的完善和交易机制的创新。

四是PPP项目资产证券化更关注PPP项目本身。

《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》（财金[2015]57号）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”。这禁止了地方政府对PPP项目违规担保承诺行为，也对PPP资产抵质押提出了更高要求。因此，在PPP项目资产证券化过程中应更注重项目现金流

的产生能力和社会资本的增信力度，保证PPP项目资产证券化的顺利开展。

## 02

### PPP项目资产证券化的现实意义

为拓宽PPP项目融资渠道，引导PPP项目资产证券化的良性发展，国务院及相关部门出台的政策文件中都对PPP项目资产证券化持一定的鼓励态度。实际上，在基础设施和公共服务领域开展PPP项目资产证券化，对于盘活存量PPP项目资产、吸引更多社会资金参与提供公共服务、提升项目稳定运营能力具有较强的现实意义。

#### 1、盘活存量PPP项目资产

PPP项目中很大比重属于交通、保障房建设、片区开发等基础设施建设领域，建设期资金需求巨大，且项目资产往往具有较强的专用性，流动性相对较差。如果对PPP项目进行资产证券化，可以选择现金流稳定、风险分配合理、运作模式成熟的PPP项目，以项目经营权、收益权为基础，变成可投资的金融产品，通过上市交易和流通，盘活存量PPP项目资产，增强资金的流动性和安全性。

#### 2、吸引更多社会资金参与提供公共服务

PPP项目期限长，资金需求大，追求合理利润，而且法律政策层面没有对退出机制的明确保障，因此对社会资金的吸引力相对有限。通过PPP项目资产证券化，有利于建立社会资金在实现合理利润后的良性退出机制，这一创新性的PPP项目融资模式将能够提高社会资本的积极性，吸引更多的社会资金投身于公共服务的提供。

#### 3、提升项目稳定运营能力

PPP项目开展资产证券化，借助其风险隔离功能，即通过以真实销售（指资产证券化的发起人（Transferor）向发行人（Special Purpose Vehicle）转移基础资产或与资产证券化有关的权益和风险）的途径转移资产和设立破产隔离的SPV（SPV在法律上独立于资产原始持有人，其所拥有的资产在发起人破产时不作为清算资产）的方式来分离能够产生现金流的基础资产与发起人的财务风险，在发行人和投资者之间构筑一道坚实的“防火墙”，以确保项目财务的独立和稳定，夯实项目稳定运营的基础。

## PPP项目资产证券化的主要模式

PPP项目资产证券化的基础资产主要包括收益权资产、债权资产和股权资产三种类型，其中收益权资产是PPP项目资产证券化最主要的基础资产类型。从我国推广运用PPP模式的实践情况来看，以收益权为基础开展PPP项目资产证券化也相对成熟。因此本文对适合以收益权为基础资产的三种模式，即资产支持计划、资产支持票据、资产支持专项计划进行研究。

### 以收益权作为基础资产的三种类型

研究以收益权为基础开展PPP项目资产证券化，首先要厘清收益权资产在PPP项目中的不同类型。PPP项目收费模式一般可分为使用者付费、政府付费和可行性缺口补助三种，而收益权资产也相应可分为使用者付费模式下的收费收益权、政府付费模式下的财政补贴、可行性缺口补助模式下的收费收益权和财政补贴。

#### 1.使用者付费

使用者付费模式下的基础资产是项目公司在特许经营权范围内直接向最终使用者供给相关服务和基础设施而享有的收益权。这类支付模式通常用于财务情况较

好、

可经营系

数较高及直接面向

使用者提供基础设施和公共服务的项

目。（公众号：朱耿洲CCP）

此模式下的PPP项目往往具有需求量可预测性强，现金流稳定且持续的特点。但特许经营权对被授予的资金实力、管理经验和技术等要求较高，因此在使用者付费模式下转让给SPV的基础资产一般是特许经营权产生的未来现金流入，而不是特许经营权的直接转让。这种模式的PPP项目主要包括市政供热和供水、道路收费权（铁路、公路、地铁等）机场收费权等等。

#### 2.政府付费

政府付费模式下的基础资产是PPP项目公司提供基础设施和服务而享有的财政补贴的权利。这种模式下项目公司获得的财政补贴和提供的基础设施和服务数量、质量和效率相挂钩，项目公司也不直接向最终使用者提供基础设施和服务

，如垃圾处理、污水处理和市政道路等。但这种模式下财政补贴应遵循财政承受能力的相关要求，即不能超过一般公共预算支出的10%。因此，以财政补贴为基础资产的PPP项目资产证券化要重点考虑政府财政支付能力、预算程序等影响。

### 3.可行性缺口补助

可行性缺口补助是指在使用者付费无法满足社会资本或项目公司的成本回收和合理回报时，由政府以财政补贴、股本投入、优惠贷款和其他优惠政策的形式，给予社会资本或项目公司的经济补助。这种模式通常运用于可经营性系数相对较低、财务效益相对较差、直接向最终用户提供服务但仅凭收费收入无法覆盖投资和运营回报的项目，例如科教文卫和保障房建设等领域。可行性缺口补助模式下的基础资产是收益权和财政补贴，因此兼具上述两种模式的特点。

## PPP项目资产证券化的三种模式

### 1.资产支持专项计划

资产支持专项计划是指将特定的基础资产或资产组合通过结构化方式进行信用增级，以资产基础所产生的现金流为支持，发行资产证券化产品的业务活动。由证监会负责监管资产支持专项计划业务，但在具体实施中不要求对具体产品进行审核，产品一般在上交所、深交所或机构间私募产品报价与服务系统挂牌审核，并由基金业协会负责事后备案管理。PPP项目如果以收益权为基础资产开展资产支持专项计划，其运作流程归纳为：

(1) 由券商或基金子公司等作为管理人设立资产支持专项计划，并作为销售机构向投资者发行资产支持证券募集资金；

(2) 管理人以募集资金向PPP项目公司购买基础资产（收益权资产），PPP项目公司负责收益权资产的后续管理；

(3) 基础资产产生的现金流将定期归集到PPP项目公司开立的资金归集账户，并定期划转到专项计划账户；

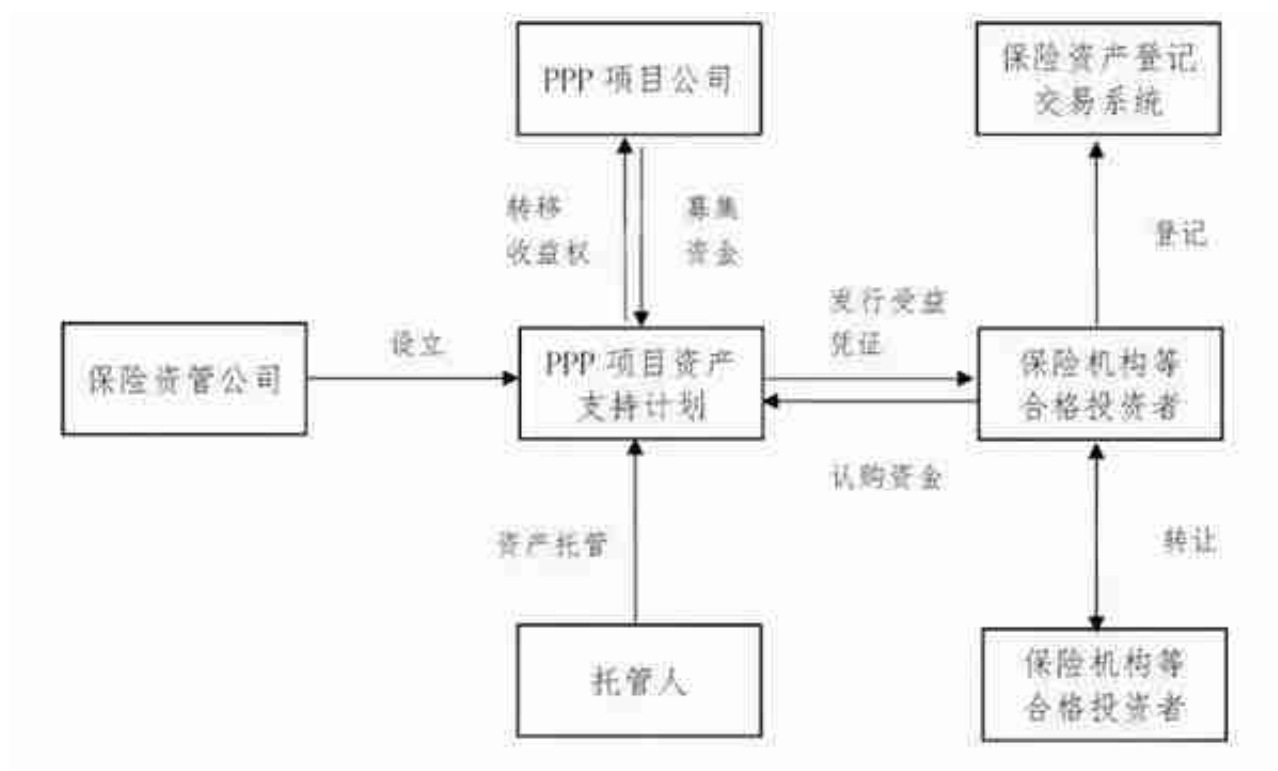
(4) 托管人按照管理人的划款指令进行本息分配，向投资者兑付产品本息。

### 2.资产支持票据

资产支持票据是指非金融企业在银行间债券市场发行的，由基础资产所产生的

现金流提供支持的，约定在一定时间内还本付息的债务融资工具。PPP项目中其操作流程是：

- (1) PPP项目公司向投资者发行资产支持票据；
- (2) PPP项目公司将其基础资产产生的现金流定期归集到资金监管账户，PPP项目公司对基础资产产生的现金流与资产支持票据应付本息差额部分承担补足义务；
- (3) 监管银行将本期应付票据本息划转至上海清算所账户；
- (4) 上海清算所将本息及时分配给资产支持票据持有人。



04

## PPP项目资产证券化的现存问题

### 1、法律法规尚未健全

在现阶段PPP相关政策文件中，明确鼓励PPP项目通过资产证券化拓宽融资渠道，但PPP本身作为一项全新的改革事业，PPP项目资产证券化始终没有完善

的法律保障，许多问题还没有明确。例如收益权与经营权转让的问题。收益权紧密依赖于经营权，（公众号：朱耿洲CCP）

但在现行框架下，只能以收益权作为基础资产，将其转移至资产证券化特殊目的载体，而不能转移经营权。如果仅以收益权作为基础资产出售给SPV开展资产证券化业务，经营权仍然属于PPP项目公司，这类似于一般所有权未转让而收益权转让的资产证券化项目，同样也会产生收益权项目中的真实出售及破产隔离的问题。

## 2、交易机制亟待完善

从实际情况来看，对PPP项目资产证券化业务受理、审核及备案的相关机制尚不完善，且PPP项目资产证券化产品目前市场规模相对较小，产品流动性较低。

而且，我国资产证券化产品的二级市场交易机制本身还不完善，例如不能开展标准券质押式回购等，在PPP项目投资中，社会资本很难通过资产证券化实现真正的退出。

## 3、项目期限还不匹配

PPP项目的周期长，经营期大部分在10-30年，原则上不能低于10年。而资产证券化产品的存续期限一般在5年以内，很少有超过7年的资产证券化产品。因此，单个资产证券化产品期限难以覆盖单个PPP项目的全生命周期。如果在以PPP项目收益权为基础资产开展的资产证券化产品期满后，再开展另外的资产证券化，不仅程序繁琐，也会增加融资成本。

## 4、中长期投资者比较缺乏

目前国内资产证券化的投资者群体主要是商业银行、券商、公募/私募基金、财务公司等，这些机构偏好于中短期期限的固定收益产品，通常为5年以内。目前保险公司对于资产证券化产品的投资门槛较高，企业年金、社保基金等大型机构投资者在资产证券化产品的投资准入方面还有明确限制。由于PPP项目期限通常为10-30年，若融资期限较短，则难以充分利用未来的基础资产现金流，使得优质PPP项目开展资产证券化的动力不足。