

政府与社会资本合作模式，即PPP，已上升为经济发展的重要行动纲领和治国战略

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

PPP模式是1+1大于3

中国资产证券化系列

PPP与资产证券化

林 华◎主编

PPP+资产证券化，财政与金融联姻，
促进投融资体制市场化改革

PPP模式是1+1大于3

PPP模式是1+1大于3

国家开发银行原副行长 **高 坚** 财政部财政科学研究所原所长 **贾 康** 倾情作序

邢早忠 中国资产证券化研究院理事长 **姚余栋** 中国人民银行金融研究所所长 **魏革军** 《中国金融》主编 **黄世忠** 厦门国家会计学院院长

唐 斌 深圳前海金融资产交易所总经理 **曹德云** 保险资产管理协会副会长 **联袂推荐**



邢早忠 / 《金融时报》社社长，中国资产证券化研究院理事长

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

姚余栋 / 中国人民银行金融研究所所长

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

魏革军 / 《中国金融》主编

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

黄世忠 / 厦门国家会计学院院长

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

唐 斌 / 深圳前海金融资产交易所总经理

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

曹德云 / 保险资产管理协会副会长

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



中国资产证券化系列

PPP与资产证券化

林 华◎主编

图书在版编目 (CIP) 数据

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

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 105983 号

PPP 与资产证券化

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

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

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由销售部门负责退换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

PPP 与资产证券化

主 编 林 华
副主编 罗桂连 张志军
作 者 黄长清 米 涛 许余浩
张 武 李耀光 洪 浩
刘洪光 王 观 史 航
陈诣辉 高端东 陈 刚

序一
高坚

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

高坚

国家开发银行原副行长

序二 贾康

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

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

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

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

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

约精神，才能实现 PPP 项目的稳定有序推进。

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

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

贾康

财政部财政科学研究所原所长

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

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

写了这本书。

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

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

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

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

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

林华（于北京）

序一 XI

序二 XVII

前言 XXI

第一章

绪论 1

第一节 PPP 概述 3

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

第二节 国内外 PPP 实践 19

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

第三节 实施 PPP 的关键点 51

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

第二章

PPP 项目融资 65

第一节 PPP 项目融资概述 66

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

第二节 PPP 项目股权融资 84

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

第三节 PPP 项目债务融资 100

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

第四节 PPP 项目融资案例 130

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

第三章

PPP 项目的资产证券化 155

第一节 资产证券化简介及主要类型 156

- 一、资产证券化简介 156
- 二、国内资产证券化主要类型 158

第二节 PPP 项目资产证券化实务要点 166

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

	五、 操作流程	177
第三节	国内 PPP 项目资产证券化参考案例	183
	一、 嘉兴天然气资产证券化项目	183
	二、 隧道股份资产证券化项目	190
	三、 迁安热力资产证券化项目	195
	四、 扬州保障房资产证券化项目	201
	五、 国开行棚户区改造贷款资产证券化项目	206
第四节	REITs 模式与 PPP 项目资产证券化	212
	一、 REITs 模式简介	212
	二、 REITs 模式的借鉴意义	213
第五节	REITs 典型案例介绍	214
	一、 凯德集团“PE + REITs”：金融价值链	214
	二、 中信启航私募 REIT：“真股权”模式	215
	三、 海航浦发大厦私募 REIT：“明股实债”模式	220
第六节	PPP 项目资产证券化的主要问题及政策建议	227
	一、 主要问题	227
	二、 政策建议	229

第四章

PPP 基金实务 235

第一节	PPP 基金概述	237
	一、 PPP 基金定义与分类	237
	二、 国内 PPP 基金的发展状况	237
	三、 PPP 基金与产业投资基金的差异	241
第二节	PPP 基金的方案设计	244
	一、 PPP 基金的基本要素	244
	二、 PPP 基金的组织形式	249
	三、 PPP 基金设计的基本原则	256
	四、 PPP 基金在项目不同阶段的关注要点	259
第三节	PPP 基金案例	264
	一、 公共投资者主导的 PPP 基金案例	264
	二、 专业投资者主导的 PPP 基金案例	269
	三、 财务投资者主导的 PPP 基金案例	272
第四节	PPP 基金发展前瞻	281

- 一、发展 PPP 基金的现实需求 281
- 二、国外 PPP 基金发展情况小结 282
- 三、我国 PPP 基金的未来发展展望 286

第五章

PPP 的会计与税务 289

第一节 会计报表合并相关问题 291

- 一、适用的会计准则及原则 291
- 二、会计报表合并具体案例分析 296
- 三、会计报表合并补充说明 303

第二节 项目公司的会计处理 303

- 一、常见 PPP 的运作方式 303
- 二、PPP 项目会计核算概述 305
- 三、常见 PPP 运作方式的会计核算 310
- 四、BOT 方式的会计核算 312

第三节 PPP 税务处理及相关问题 317

- 一、项目公司设立的税务考量 318
- 二、项目建设运营期的税务问题 325
- 三、项目公司终止的税务问题 333
- 四、税收风险的防范 336

第六章

PPP 法律实务 337

第一节 国内 PPP 法律现状 338

- 一、PPP 合同的法律性质 338
- 二、PPP 项目各参与方之间的法律关系 342
- 三、国内 PPP 的立法演变 347

第二节 PPP 项目法律操作实务 359

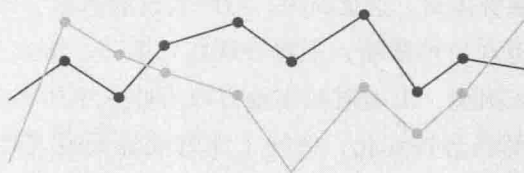
- 一、项目筹备阶段 359
- 二、项目采购阶段 361
- 三、项目执行阶段 362
- 四、项目移交阶段 363
- 五、PPP 合同体系与要点 364

第三节 PPP 项目法律风险与应对措施 370

- 一、PPP 项目主要法律风险 370

二、 PPP 项目风险应对措施	376
三、 PPP 项目争议解决机制	378
第四节 国际 PPP 立法经验与启示	382
一、 英国 PPP 立法实践与经验	382
二、 加拿大 PPP 立法实践与经验	384
三、 澳大利亚 PPP 立法实践与经验	385
四、 韩国 PPP 立法实践与经验	387
五、 PPP 立法经验和启示	388
第七章	
PPP 项目资产证券化的信用评级	391
第一节 信用评级的作用	392
一、 信用与信用评级	392
二、 信用评级对 PPP 项目各相关方的作用	394
第二节 PPP 项目资产证券化信用评级的关注要点	396
一、 基础资产信用质量分析	396
二、 交易结构信用风险分析	398
三、 现金流分析与压力测试	405
四、 主要参与机构分析	413
五、 法律因素分析	416
第三节 PPP 项目资产证券化信用评级典型案例分析	417
一、 包东高速公路通行费项目案例	418
二、 扬州保障房信托受益权项目案例	440
三、 高密天然气收费权项目案例	458
附录 中国现行税制简介	471
参考文献	479
作者简介	481

第一章
绪论



我国经济社会发展仍处于可以大有作为的重要战略机遇期，也面临诸多矛盾叠加、风险隐患增多的严峻挑战。在今后相当一段时期内，还必须发挥投资对经济增长的促进作用，深化投融资体制改革，优化投资结构，增加有效投资，发挥财政资金撬动功能，创新融资方式，带动更多社会资本参与投资。地方政府普遍寄希望于通过重大基础设施项目投资，拓展区域经济的发展空间，未来需要在中央政府的指导下，推广政府和社会资本合作模式，创新公共基础设施投融资体制。这是因为，与巨大投资需求形成鲜明对比的是，各级政府的融资渠道在持续紧缩，主要表现在：第一，地方政府前些年严重依赖的土地财政陷入困境，土地财政在地方政府收入中所占的巨大比重和土地出让金快速下降的趋势性变化，使得土地财政筹资模式难以为继。第二，地方政府的债务融资渠道也在发生巨大变化。第三，各种规范地方政府举债融资的政策文件密集出台，地方政府通过融资平台举债模式难以持续。我们认为，巨大投资需求和持续收紧的传统融资方式之间的矛盾，为 PPP 模式的快速发展提供了良好的契机。

本章共分为三节。第一节为 PPP 概述，介绍了 PPP 的概念，描述了 PPP 的主要特征、优点、缺点及运作模式；第二节综述了国内外 PPP 实践的情况，包括主要融资结构和融资工具，简要介绍了国内 PPP 项目的发展历程，分析了在国内全面推进 PPP 模式的主要难点；第三节从利益风险共担的机制设计、法律制度环境、争议解决机制及政府支持措施 4 个方面，讲述了 PPP 模式成功的关键要素。

第一节 PPP 概述

一、PPP 的定义与内涵

PPP 是“Public-Private Partnership”的缩写，直译为“公私合作伙伴关系”，“公”即公共部门，“私”即私营机构。从总体上看，PPP 是指公共部门和私营机构就提供公共产品和服务而建立的合作关系。但由于各国的具体实践不同，PPP 并没有一个被广泛认可和接受的定义。世界上主要机构关于 PPP 的定义包括：

公共机构/部门与私营机构之间就提供公共产品或服务而签订的长期合作协议，在合作中，私营机构承担主要风险和管理职能。(A long-term contractual arrangement between a public entity or authority and a private entity for providing a public asset or service in which the private party bears significant risk and management responsibility.) ——世界银行 (World Bank)

PPP 是指公共部门和私营机构在基础设施建设和其他服务提供方面建立的一系列合作关系。(The term ‘Public-Private Partnership’ describes a range of possible relationships among public and private entities in the context of infrastructure and other services.) ——亚洲开发银行 (Asian Development Bank)

PPP 是指公共部门 (联邦政府、州政府或地方政府) 和私营机构间的合作安排，通过这种合作安排，合作各方整合技能和资本，为社会公众提供服务和设施。除了整合资源外，合作各方还共担风险、共享潜在收益。[A Public-Private Partnership is a contractual arrangement between a public agency (federal, state or local) and a private sector entity. Through this agreement, the skills

and assets of each sector (public and private) are shared in delivering a service or facility for the use of the general public. In addition to the sharing of resources, each party shares in the risks and rewards potential in the delivery of the service and/or facility.] ——美国 PPP 国家委员会 (NCPPP)

PPP 是采购公共基础设施所使用的一种长期的、基于绩效的合作模式，在这种合作模式中，私营机构承担项目自设计到长期维护的整个生命周期中融资和建设的主要风险，并确保基础设施的有效运行。(Public-Private Partnerships are a long-term performance-based approach to procuring public infrastructure where the private sector assumes a major share of the risks in terms of financing and construction and ensuring effective performance of the infrastructure, from design and planning, to long-term maintenance.) ——加拿大 PPP 中心 (PPP Canada)

PPP 是指公共部门和商业部门之间的一种伙伴关系，旨在确保基础设施或公共服务的融资、建设、改建、管理和维护顺利进行。(Private Public Partnership refers to forms of cooperation between public authorities and the world of business which aim to ensure the funding, construction, renovation, management or maintenance of an infrastructure or the provision of a service.) ——欧洲委员会 (European Commission)

在我国，PPP 被译为“政府与社会资本合作”，这是因为我国的公共部门主要指政府机构，而合作方也不一定是私营机构——我国很多商业化运作的企业是国有控股的，我国 PPP 模式的合格投资者群体中，并没有排除按市场化运作的国有企业这一重要参与主体，因此将政府的合作方翻译为“社会资本”。根据中华人民共和国国家发展与改革委员会（简称“国家发改委”）2014 年年底印发的《政府和社会资本合作项目通用合同指南》，社会资本指“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”。根据财政部 2014 年 11 月印发的《政府和社会资本合作模

式操作指南（试行）的通知》，社会资本则指“已建立现代企业制度的境内外企业法人，而不包括本级政府所属融资平台公司及其他控股国有企业”。财政部规定本级政府所属融资平台公司及其他控股国有企业不得作为社会资本参加本级政府辖区内的 PPP 项目，但并未限制融资平台公司作为社会资本参加外地项目。

不过，2015 年 5 月国务院办公厅印发的《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》中提出：大力推动融资平台公司与政府脱钩，进行市场化改制，健全完善公司治理结构，对已经建立现代企业制度、实现市场化运营的，在其承担的地方政府债务已纳入政府财政预算、得到妥善处置并明确公告今后不再承担地方政府举债融资职能的前提下，可作为社会资本参与当地政府和社会资本合作项目，通过与政府签订合同方式，明确责权利关系。由此，在国务院层面确认，符合上述条件的本地政府所属的融资平台公司，也可以作为社会资本参与本地 PPP 项目，当然也可以参与外地 PPP 项目。

我国相关政策文件中，对 PPP 的定义有以下几种：

PPP 是指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的价格和质量监管，以保证公共利益最大化。——中国财政部《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》（财金〔2014〕76 号），2014 年 9 月

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。——国家发改委《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》（发改投资〔2014〕2724 号），2014 年 12 月

政府和社会资本合作模式是公共服务供给机制的重大创新，即政府采取竞争性方式择优选择具有投资、运营管理能力的社会资本，双方按照平等协商原则订立合同，明确责权利关系，由社会资本提供公共服务，政府依据公共服务绩效评价结果向社会资本支付相应对价，保证社会资本获得合理收益。——国务院办公厅转发财政部、发改委、人民银行《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》（国办发〔2015〕42号），2015年5月

二、PPP 的主要特征

20世纪60年代，PPP在美国开始使用，是指典型的私人参与的城市开发项目，随后这个概念扩散到全世界。大中型城市特别期待私营投资者参与或提供帮助，按照城市规划开发褐地项目（存量项目）及可用的废弃耕地，投资者可获得商业利益。城市政府一般提供土地，私营合作伙伴筹集资金来开发、建设和销售不动产及基础设施，遵守相关城市规划标准及其他政策要求，私营投资者负责项目实施并承担市场风险。合作关系基于长期视角而不是短期关系，目的是联合进行城市开发。实施相关项目，是由公共部门与私营部门合资，还是由私营部门单独出资，取决于项目合同结构。

PPP随后作为公共部门在社会基础设施及基础设施管理领域的一种采购方式而闻名全球。英国在20世纪90年代推行的私人融资创新（PFI），将PPP模式标准化，以各种不同方式在全球推广并逐步流行，成为公共部门一种可选择的采购方式，也成为私营机构一种较好的投资机会。这种PPP模式的核心特征是：将之前由公共部门负责的公共基础设施的规划、建设、融资、维护及运营（按照生命周期方式）等服务职能整合起来，在限期内转移给私营合作伙伴，主要目标是提升公共服务的效率。另一个很明确的目标，可能重要性程度有所差异，是解决公共部门的资金短缺问题，当有太多基础设施新建与改造项目需要尽快实施时，巨大资金压力可能超出公共部门的筹资能力。

简而言之，我们认为 PPP 具有以下主要特征：

- (1) 按照公共基础设施的生命周期整合。
- (2) 通过合适的职能分配，实现效率提升。
- (3) 风险分配框架合理，将部分风险实质性转移给私营部门。
- (4) 通过结果导向的绩效标准及补偿机制，形成激励机制，激发私营部门的创新潜力。
- (5) 利用私营部门的专业能力及资本。
- (6) 建立合作伙伴基础上的长期关系，要遵守合同条款的约定。
- (7) 公共部门设定规则及监管机制。

虽然各个国家、各类机构对于 PPP 的定义并不完全相同，但这些定义有众多的共同点。首先是公共部门与私营机构的关系，上述各项定义都指出，合作伙伴关系是 PPP 的基础；其次，合作的目标是为社会公众提供基础设施或公共服务；最后，合作的模式主要是共享和共担，公共部门和私营机构整合资源、共享收益，同时也共担风险。因此，学者们认为，伙伴关系、利益共享和风险分担是 PPP 的重要特征^①。

伙伴关系是指，政府部门和私营机构在 PPP 合作中，具有一致的目标，相互合作，优势互补，使用比任何单独一方实施项目时更丰富的资源，提供性能价格比更佳的公共产品和服务。在合作过程中，私营机构获得与其所承担的风险和责任相匹配的利益，公共部门实现公共福利的提高，满足公众在公共利益方面的诉求。

共享和分担是建立与维护合作伙伴关系的重要基础。公共部门与私营机构需要整合各自的优势资源、共享利益，私营机构提供资本、技术、管理能力，公共部门提供稳定的项目运营环境和适度的保护，私营机构和公共部门共享项目所带来的经济利益。利益如何合理地共享，实际上又取决于风险的分担。由于 PPP 项目的公益性，任何 PPP 项目都不能以追求利润最大化为主

^① 资料来源：贾康，孙洁．公私伙伴关系 PPP 的概念、起源、特征与功能 [J]．财政研究，2009（10）。

要目的，私营机构在 PPP 项目中只能获得合理的报酬，并不能获得长期不合理的超额利润。在这种情况下，私营机构参与 PPP 项目就不能承担过高的风险，而是由双方根据各自的优势分担相应的风险。例如，在城市轨道交通项目中，政府一般会保障最低的客流量，在客流量达不到事先约定的数量时，公共部门将提供适当的补贴；而私营机构则需要承担项目施工建设、项目运营管理等风险。

三、PPP 模式的优点和缺点

（一）PPP 模式的优点

近年来，在全球各个地区，通过多种多样的 PPP 方式，私营部门在基础设施领域的投资总体上持续快速增加。结合全球范围内的 PPP 项目实践，PPP 模式的优点主要体现在：更高的经济效率 [物有所值 (Value for Money)]、更高的时间效率、增加基础设施项目的投资、提高公共部门和私营机构的财务稳健性、基础设施/公共服务的品质得到改善、实现长远规划、树立公共部门的新形象、私营机构得到稳定发展等。

1. PPP 模式可以实现更高的经济效率，实现物有所值

PPP 项目依靠利益共享、风险共担的伙伴关系，可以有效降低项目的整体成本。图 1.1 显示了公共部门独立开展项目与 PPP 模式下的成本比较。在公共部门独立开展项目时，项目的整体成本由以下几个部分构成：项目建设成本、运营成本、维修和翻新成本、管理成本以及留存的风险。在 PPP 模式下，项目建设成本、运营成本、维修和翻新成本以及私营机构的融资成本统称为 PPP 合同约定成本，由于私营机构在建设施工、技术、运营管理等方面的相对优势得以充分发挥，PPP 合同约定成本会小于公共部门独立开展项目时的相应成本。另外，由于 PPP 项目需要协调更多参与方的利益，项目管理成本（包括公共部门对项目监管、为项目提供准备工作和支持等产生的成本）会略高于公共部门独立开展项目的成本。在风险留存方面，由于不同的风险

分配给管理该类风险具有相对优势的参与方，因此项目的总体风险状况得到明显改善。各项成本的变化以及风险状况的降低，形成了 PPP 项目的优势，即所谓的“物有所值”部分。

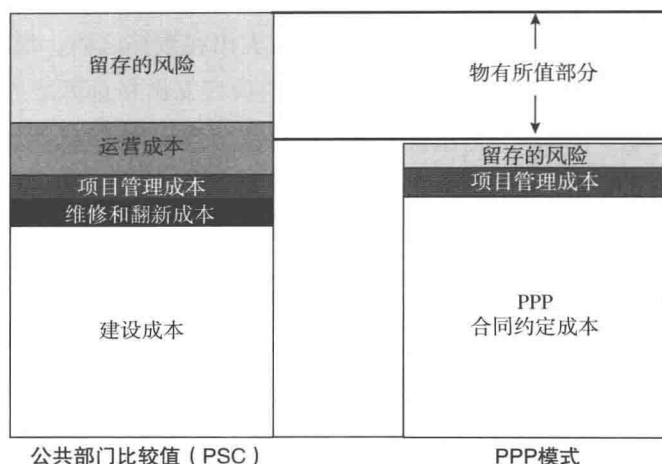


图 1.1 公共部门独立开展项目与 PPP 模式下的成本比较

艾伦咨询集团 (Allen Consulting Group) 曾对澳洲的 21 个 PPP 项目和 33 个传统模式项目进行过比较，结果显示：PPP 模式在成本效率方面显著优于传统模式，从项目立项到项目全部结束，PPP 模式的成本效率比传统模式提高了 30.8%；从绝对金额看，所考察的 21 个 PPP 项目的总合同成本为 49 亿美元，项目生命周期的成本超支为 5 800 万美元；相比之下，33 个传统模式项目的总合同成本为 45 亿美元，项目生命周期的成本超支达 6.73 亿美元^①。

2. PPP 模式的效率优势不仅体现在经济效率上，还体现在时间效率上

艾伦咨询集团在同一篇调查报告中指出，PPP 项目的完工进度平均比计划提前 3.4%，而传统模式项目的完工进度平均比计划推迟 23.5%。另外，传统模式下，项目完工的超时程度受项目大小影响较为严重，项目越大，工

^① 资料来源：The Allen Consulting Group. Performance of PPPs and Traditional Procurement in Australia, 2007。

程进度延期的程度越高，但在 PPP 模式下，没有发现项目大小对工程进度的显著影响。

其他机构或研究者大多得出相似的结果。例如，英国审计署对 PFI 模式（英国 PPP 的主要模式）和传统模式的效率进行了统计，结果表明：在 PFI 模式下，76% 的项目按进度计划完成，78% 的项目支出在预算之内；而在传统模式下，只有 30% 的项目按进度计划完成，27% 的项目支出在预算之内^①。在另外一篇报道中，英国审计署相信现有的 PFI 项目将节省至少 15 亿英镑的支出^②。

是否能够提高项目总体效率，是判断 PPP 模式是否适用的关键。财政部在 2014 年 11 月 29 日发布的《政府和社会资本合作模式操作指南》中明确提出：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。本书其他章节也对物有所值评价进行了详细论述。

3. PPP 模式有助于增加基础设施项目的投资资金来源

PPP 模式下，项目融资更多地由私营机构完成，从而缓解了公共部门增加预算、扩张债务的压力，因此公共部门可以开展更多、更大规模的基础设施建设。在政府因财政紧缩，或信用降低而无法进行大规模融资时，PPP 模式可以为政府提供表外融资。

传统政府模式和 PPP 模式下，政府的支出情况对比见图 1.2。PPP 模式下，政府不仅可以节省基础设施的初期建设投资支出，还可以锁定项目运行费用支出，一方面降低短期筹集大量资金的财务压力，另一方面提高预算的可控性，这两个方面都有利于政府进一步扩大对基础设施的投入。

PPP 的这一优势对现阶段的国内地方政府意义重大，通过推广 PPP 模式，可以化解地方政府性债务风险。运用转让—运营—移交（TOT）、改建—运营—移交（ROT）等方式，将融资平台公司存量基础设施与公共服务项目转型为政府和社会资本合作项目，引入社会资本参与改造和运营，将政府性债务转换为非政府性债务，可以减轻地方政府的债务压力。

^① 资料来源：National Audit Office. PFI: Construction Performance, 2003。

^② 资料来源：National Audit Office. Savings from operational PFI contracts, 2013。

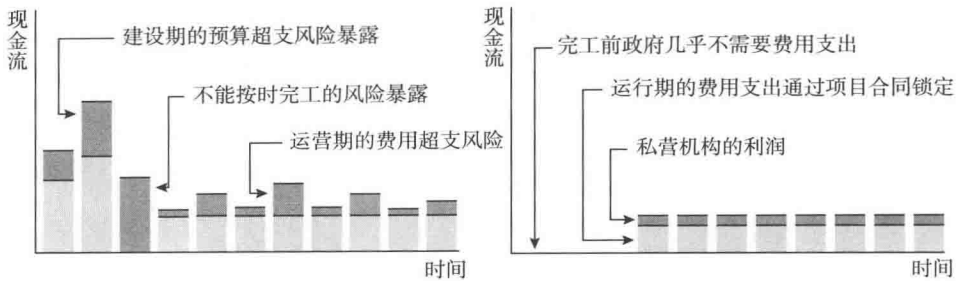


图 1.2 传统政府模式下政府的支出现金流（左图）和 PPP 模式下政府的支出现金流（右图）对比

4. PPP 模式可提高公共部门和私营机构的财务稳健性

一方面，由于政府将部分项目责任和风险转移给了私营机构，项目超预算、延期或在运营中遇到各种困难而导致的或有财政负债增加的风险被有效隔离。另一方面，由于 PPP 模式下的项目融资在整个项目合同期间是有保障的，且不受周期性的政府预算调整的影响，这种确定性可以提高整个项目生命周期投资计划的确定性和效率，提高公共部门的财务稳健性。此外，PPP 项目的性质决定了项目需求所产生的风险相对较低，项目的未来收入比较确定，提高了社会资本的财务稳健性。

5. PPP 模式可使基础设施 / 公共服务的品质得到改善

一方面，参与 PPP 项目的私营机构通常在相关领域积累了丰富经验和技能，私营机构在特定的绩效考核机制下有能力提高服务质量。另一方面，PPP 模式下，私营机构的收入和项目质量挂钩：政府付费的项目中，政府会根据项目不可用的程度，或未达到事先约定的绩效标准而扣减实际付款（付款金额在项目开始时约定）；在使用者付费的项目中，使用者的需求和项目的质量正相关，这就使私营机构有足够的动力不断提高服务质量。如果设施或服务由公共部门单独提供，由于其缺乏相关的项目经验，且由于其在服务提供和监督过程中既当“运动员”又当“裁判员”，绩效监控难以落到实处。在传统政府模式下，地方政府通常为某项重大工程临时组织指挥部之类的专门工作团队，负责组织项目设计与建设，建设完成后移交给政府下属事业单位