

谁来分享万亿 PPP 盛宴？

一场 PPP 的盛宴已经在中国拉开序幕。发改委总计推介 PPP 项目数 2529 个，总投资金额达到约 42443 亿；财政部总计推出 PPP 示范项目 233 个，总投资金额达到约 8170 亿，再加上各地未纳入中央项目库的项目之和已超出 3100 个，合计金额已达到了近 6 万亿的规模。未来十年如果中国的基建和公共服务有 15% 用 PPP 模式来解决，这将是一场超过 10 万亿的盛宴。那么问题来了，谁是这场盛宴的最大受益者？本文将从资金方、项目方、中间方三个维度梳理 PPP 盛宴的主角。

一、资金方

金融机构是 PPP 模式中融通资金的主要渠道，是项目成败的关键因素。金融机构既可以作为社会资本直接投资 PPP 项目，联合具有基础设施设计、建设、运营维护等能力的社会资本，与政府签订三方合作协议，在协议约定的范围内参与 PPP 项目的投资运作，也可以作为资金提供方参与项目，为主要负责经营的社会资本方或者项目公司提供融资，间接参与 PPP 项目。接下来，将分别对政策性银行、商业银行、保险公司、证券公司、信托公司等主要金融机构参与 PPP 模式路径选择进行阐述。

1. 政策性银行

PPP 模式的标的多为公共项目，是重点扶植的领域，符合国家意志，与政策性银行的经营理念不谋而合。政策性银行可以发挥中长期融资优势，为 PPP 项目提供投资、贷款、债券、租赁、证券等综合金融服务，并联合其他银行、保险公司等金融机构，以银团贷款、委托贷款等方式，拓宽 PPP 项目融资渠道。同时，政策性银行的先行投资行为，会消除商业性金融机构的疑虑，引导商业性资金的参与。

2015 年 3 月，发改委、国开行联合印发《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》，要求加强开发性金融加强 PPP 项目的融资需求，对符合条件的 PPP 项目贷款期限放宽至 30 年，贷款利率享受适当优惠，建立绿色通道，加快 PPP 项目贷款审批，支持重点领域担保创新类贷款业务，积极创新 PPP 项目的信贷服务，促使政策性金融充分发挥积极作用，满足 PPP 项目的资金需求，保障项目顺利实施。

政策性银行可以释放国家对所鼓励的 PPP 项目方向、合作模式的信号，成为国家宏观调控的一种手段，但是相对于其他金融企业，政策性银行的参与市场化程度相对较低。

2. 商业银行

商业银行是 PPP 项目投资的主力机构，可以通过直接信贷投放、理财资金投资运作等方式为 PPP 项目提供资金支持。

（1）直接信贷投放

直接信贷投放是商业银行参与 PPP 模式最直观的形式，商业银行利用自身优势在对 PPP 项目或实施主体的资信状况、现金流、增信措施等进行审核综合评估后，为项目提供信贷资金支持。

（2）理财资金投资运作

理财资金投资运作是商业银行参与 PPP 项目的另一渠道：小额的理财资金可借助资管计划参与到 PPP 项目中，途径之一是理财直接融资工具，由商业银行作为发起管理人设立、直接以单一企业的债权类融资项目为投资方向，由合格投资者（银行理财管理计划）投资的标准化的金融工具；大额的理财资金可与信托公司等金融机构合作，由信托公司通过项目公司增资扩股或者收购投资人股权等方式投资 PPP 项目。

2015 年 6 月 9 日，邮储银行与潍坊市财政局顺利签约济青高铁潍坊段 PPP 项目，计划以自营和理财资金联合投资 40 亿元，期限 15 年，每年将获得 6.69% 的固定收益¹。由政府通过指定机构与邮储银行合资成立项目公司（SPV），政府方负责潍坊段沿线的征地、拆迁和资金使用的监管工作，邮储银行则负责征地拆迁资金的筹集和项目的运营管理。

商业银行参与 PPP 项目面临着期限错配和信用风险，PPP 项目融资周期较一般工商企业贷款更长，且地方政府、项目公司等多个参与主体对于契约的遵守情况直接影响项目现金流、盈利能力和融资项目的信用风险。

3. 保险公司

PPP 项目的标的多为基础设施类，往往具有回收期长、现金流稳定等特点，与保险公司的投资需求完美匹配，是理想的配置型资产，保险资金可以委托参与投资基础设施项目的信托投资公司、保险资产管理公司、产业投资基金管理公司或者其他专业管理机构进行基建投资，进而参与到 PPP 项目中。

2014 年 12 月，新华保险与广州市政府共同成立“广州（新华）城市发展产业投资基金”，基金规模 200 亿元，将用于广州市基础设施和城市发展建设项目。该基金将投向城市更新、城市产业、城市生活、城市动力等四个板块。

保险资金追求安全性，具有期限长、规模大的特点，适合基础设施类投资，但险资对项目的担保和增信要求较高，大型保险机构一般都要求项目资产的评级达到 AAA 级，且有大型金融机构或大型央企国企、政府机关提供担保，满足这一条件的 PPP 项目相对有限。

¹ 资料来源：管清友、朱振鑫《一个成功的 PPP 项目是如何炼成的——以济青高铁潍坊段 PPP 调研为例》。

4. 证券公司

证券公司作为金融中介机构，可以通过资管业务设计个性化的资产证券化产品、借助投行业务发行项目收益债等方式为 PPP 项目融资。

(1) 资产证券化

大部分 PPP 项目是良好的证券化基础资产，证券公司（包括基金子公司）可以通过成立资产支持专项计划，对符合要求的 PPP 项目进行证券化，通过发行不同期限和信用等级的资产支持证券，为 PPP 项目融资。

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，各期预期收益率分别为 6.5%、6.8%、7.1%、7.5%、7.9%²，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，并有濮阳市自来水公司担任差额补足义务人。

(2) 项目收益债

证券公司可通过发行与 PPP 项目相联系的项目收益债券为项目融资，债券募集资金用于特定项目的投资与建设，债券的本息偿还资金完全或基本来源于项目建成后运营收益，包括但不限于直接收费收入、产品销售收入、财政补贴以及因项目开发带来的土地增值收入。

2014 年 11 月，第一只项目收益债——“14 穗热电债”成功发行，规模 8 亿元，期限为 10 年，中标利率 6.38%³，从第三年起分期还本。发行人是项目建设运营主体广州环投南沙环保能源有限公司，资金投向广州市第四资源热力电厂垃圾焚烧发电项目，项目收入来源包括垃圾处理费收入、发电收入、金属回收收入和即征即退增值税等，通过专户专项归集。

证券公司可以为符合条件的 PPP 项目设计债券结构，通过发行项目收益债进行融资。但是关于项目收益债的相应管理办法尚未出台，发行规模较为有限。

5. 信托公司

信托公司是 PPP 项目中最有经验的资金提供方，依托于丰富的项目经验，信托可结合 PPP 项目特性，灵活设计产品机构，平衡各个参与主体的利益。

(1) 发行信托计划，直接参与

信托公司直接以投资方的形式参与基础设施建设和运营，通过项目分红收回投资。主要形式是发行产品期限较长的股权或债权信托计划，资金来源主要是银行、保险等机构资金。

(2) 为参与方融资，间接参与

² 资料来源：濮阳供水收费收益权资产支持专项计划成立公告。

³ 资料来源：债券交易流通要素公告（14 穗热电债）。

信托公司为 PPP 模式中的参与方融资，或者与其他社会资本作为联合体共同投资项目公司，采取明股实债的方式，在约定时间由其他社会资本回购股权退出。

2015 年 7 月，国内首单信托式 PPP 项目——2016 年唐山世界园艺博览会基础设施及配套项目花落中信信托，总投入约 33.63 亿元，引入社会资本 6.08 亿元，建设运营期限为 15 年。中信信托作为委托人募集资金成立唐山世园会 PPP 项目投资集合资金信托计划，向 PPP 项目投资者募集资金，预期收益率为 8%⁴。并与唐山市政府出资机构共同设立项目公司，其中信托持股 60%，唐山市政府持股 40%。项目公司持有世园会园区资产及特许经营权，并将进一步引进外部机构资金，完成建设并实现收益按股权分配后即为信托计划投资人收益。

与银行和券商相比，信托公司的资金成本较高，很难找到成本收益匹配的项目，此外，信托公司也不具备项目收益债等债券的承销资格，融资能力有限。

二、项目方

PPP 不是一种单纯的融资模式，而是一种综合的管理模式。PPP 项目不仅需要社会资金的资金支持，还要整合出资方的知识技能、管理经验、创新能力、市场约束等专业能力。从国际经验看，PPP 经常成为政府管理公共项目的有效手段。随着 PPP 模式的完善，基础设施与公用事业项目将更多用 PPP 模式建设，传统的政府主导模式比例缩小。

按照财政部对项目的归类方式，对项目类型已知的 461 个签约项目进行统计后可知，在全国范围内，市政建设和水务设施项目占比最大，分别为 35%和 27%，交通运输次之，为 19%，医疗卫生达到 5%，其他类型的项目占比无显著差异（科技、旅游、养老占比均为 3%，文化、教育为 2%，体育类为 1%）⁵。下面将对 PPP 模式应用广泛的领域的项目操作进行简要的介绍。

1. 市政建设

市政建设是 PPP 项目最为广泛的领域，包括园区开发、公租房、道路桥梁、公共交通基础设施、物流、燃气、热力、电力、园林、环卫、垃圾处理、地下综合管廊等城市基础设施建设。对具备一定条件的基础设施类项目，通过 PPP 模式运作和建设，既可以拓宽城市建设融资渠道，有效整合社会资源，又能促进城市发展，保障社会民生。

固安模式：政府主导，企业运作

2002 年，华夏幸福基业联合固安县政府、廊坊经济技术开发区成立了三浦威特园区发展有限公司，实施固安工业区的开发建设和运营。通过政企合作优势互

⁴ 根据新浪财经文章《中信试水国内首单信托式 PPP 持股项目公司 60%》整理。

⁵ 资料来源：元亨祥经济研究院文章《2015 年 PPP 签约大盘点（更新版）》。

补的机制，华夏幸福先垫资进行土地整理、基础设施建设，园区招商、园区管理等一系列的管家式服务，获得后续招商引资的高回报。固安模式的好处显而易见，一方面，缓解了当时财政贫困县固安的资金困难，社会资本保证了工业园区的顺利建设；另一方面，政策上的突破带来了如火如荼的招商情况，目前全区经济快速持续发展，固安工业区人均生产总值从 7142.9 元增加到 24.62 万元，增长了 34.5 倍；财政收入由 0.13 亿元增加到 5.23 亿元，增长了近 40 倍；固定资产投资从 10 亿元增加到 116.6 亿元，增长了 10.7 倍，并形成了电子信息、汽车零部件及现代装备制造三大产业集群⁶。

2. 水务设施

2015 年 4 月 16 日，国务院正式颁布了《水污染防治行动计划》，“水十条”正式落地，水务板块迎来了新的发展机遇，开启新一轮环保盛宴。同时，财政部、环保部共同印发了《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作（PPP）的实施意见》，鼓励在水污染防治领域推行 PPP 工作，实现组合开发，吸引社会资本参与。目前，PPP 模式已涉及到污水治理、给排水、水环境综合整治、智慧节水灌溉与水权交易等领域。

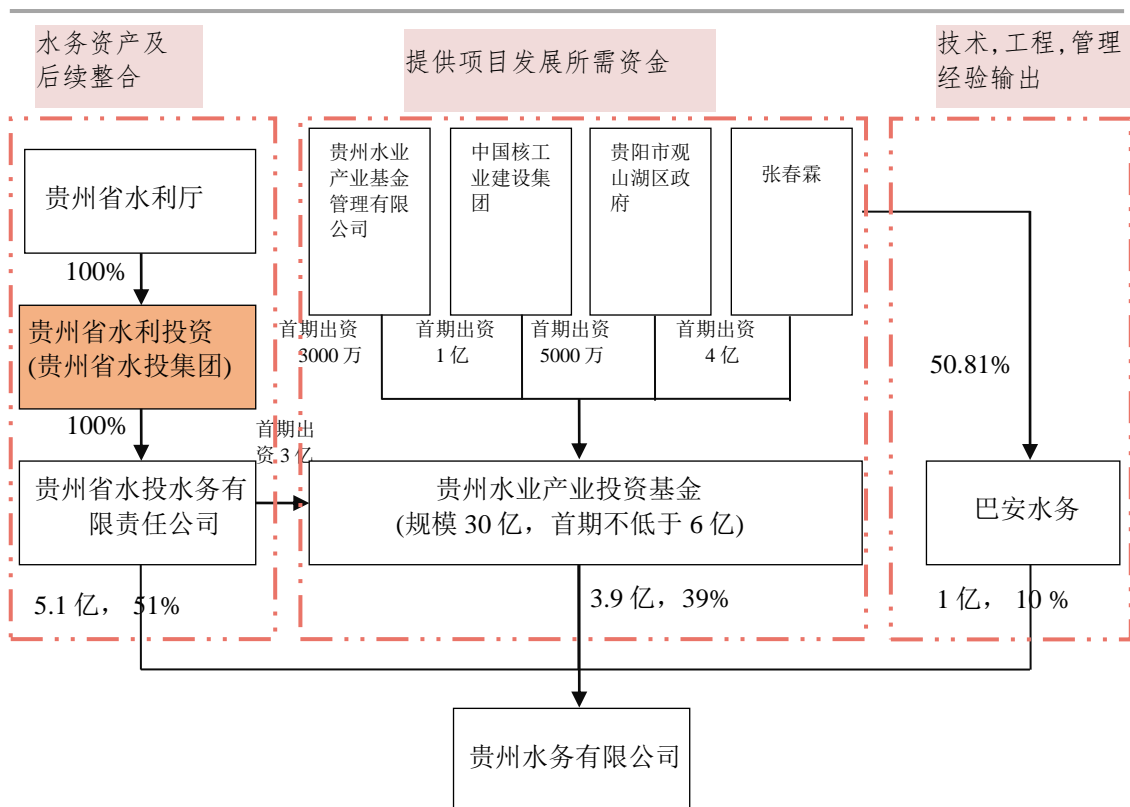
水务治理：高成长性，易于复制

巴安水务联合贵州水投水务有限责任公司、贵州水业产业投资基金组建贵州水务股份有限公司，主要负责贵州省区域范围内的城市供水、污水处理等项目的投资、建设与运营业务。贵州水投作为水务资产输出方，以省水投集团推荐的（包括但不限于）23 个水务资产进行注入（总资产规模不低于 106 万吨/日，资产作价 5.1 亿），同时联合资金主要输出方贵州水业产业投资基金（基金规模 30 亿，首期不低于 6 亿），技术工程经验输出方巴安水务（出资 1 亿）组建贵州水务股份有限公司，三者的股权比例为 51%、39%、10%⁷。巴安水务 PPP 模式，以初期 10% 的股权投入撬动 9 倍杠杆项目投资，未来无需垫资，可优先承建贵州水务项目工程建设，由此可解决公司发展过程中资金制约问题。该项目完美地结合了政府资源、项目发展所需资金、以及所需的工程技术等核心因素，是未来水务工程领域投资的标杆。

⁶ 资料来源：和讯网高长、华东杰《“产业新城”的固安模式》。

⁷ 资料来源：巴安水务上市公司公告。

贵州水务股份有限公司及贵州水业产业投资基金股东结构



3. 交通运输

在经济新常态下，交通设施建设已成为提振经济的主要着力点。同时，我国的公路、铁路和轨道交通等运输压力较大，存在建设、升级的需求。但是交通设施建设的融资量大、技术要求高，急需引入有经验的社会资本。目前，PPP 模式已参与高速公路、机场交通枢纽、公交、轨道交通等公共交通建设。

轨道交通：协同合作，创新机制

北京地铁四号线是国内第一个获得国家核准的轨道交通市场化项目，共计投资 153 亿元，其中建设内容分为 A、B 两部分，A 部分主要为征地拆迁、洞体结构、轨道建设等土建工程建设，投资额约为 107 亿元，为无收益的纯粹公共支出，由北京市政府出资设立的平台公司开发建设。B 部分为车辆、信号等设备部分，投资额约为 46 亿元，金额相对较小，且可以产生稳定的现金流，具有较好的投资回报，由港铁公司、首创集团和京投公司成立 PPP 项目公司——北京京港地铁有限公司，三方比例分别为 49%，49%和 2%，由项目公司负责筹资，其中股权投资约 15 亿元，由三方按投资比例出资，其余 31 亿元由京港地铁公司向国家开发银行贷款融资，期限 25 年，执行基准利率。由于建设期贷款属于项目融资贷款，京港公司以拥有的资产(包括动产、不动产、特许经营收入或收益权等)抵押或质押，进一步提高了股东投资回报。

4. 医疗卫生

2015 年 5 月，国务院同意财政部、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》，鼓励在医疗、养老等公共服务领域广泛采用 PPP 模式，社会资本积极响应国家号召，通过 PPP 模式进入新院建造、旧院扩建、迁址等公共服务领域，减轻地方政府负担。

医疗卫生：医院改制，值得推广

2015 年 10 月，人福医药公告，公司拟出资人民币 5 亿元，与宜昌市卫计委签拟共同组建“医院管理公司”，重组市妇幼保健院(市儿童医院)。“医院管理公司”成立后，人福医药拥有 66%的股权，卫计委以市妇幼保健院现有全部国有资产的评估价值为作价出资，持有 34%的股权。人福此次与卫计委合作重组市妇幼保健院，实现社会资本参与公立医院改制，合作模式具备里程碑式意义，易于复制，未来有机会在其他公立医院改制中进行推广和应用。

三、 中间方

政府和社会资本合作模式是多种多样的，要面对和解决的问题也是千变万化的，鉴于 PPP 模式的复杂性，必要时需聘请专业机构协助，发挥咨询机构的积极作用，确保项目操作规范和高效。专业咨询机构利用 PPP 项目方面丰富的经验和案例为 PPP 项目其它参与方提供项目运作的指导和咨询意见，主要工作包括前期准备、项目方案设计、招商选择社会资本、谈判、协助政府和社会资本签署协议等，最大限度地保证项目规范、专业地运作，通过促进沟通、规范程序、优化设计提高项目的效率和运作成果。

根据国外经验，PPP 项目咨询费占项目总费用的比例在 1%左右⁸，尽管咨询服务费用昂贵，但咨询公司在 PPP 项目筹划、推进过程中的优势地位值得关注，政府和企业仍有咨询需求。伴随着 PPP 模式的发展，目前基本上形成了专业咨询机构和金融中介机构两种途径。

1. 专业咨询机构

PPP 项目融资期限长、涉及产业链广、参与主体多，对参与者的专业能力提出了考验，为了保障 PPP 项目开发、实施的质量与效率，应积极发挥第三方专业结构作用。

PPP 是舶来品，且在国外盛行多年，国际上的 PPP 专业咨询机构架构完整、实战经验丰富，如毕马威的基础设施业务团队在基础设施行业具有丰富的 PPP 运作实践经验，覆盖城市轨道交通、机场、公路、水务环保、垃圾处理、燃气、供热、电力、医院、教育等行业。可为 PPP 项目提供尽职调查、PPP 模式结构设计

⁸ 资料来源：中国金融新闻网《未来 10 年 PPP 将成为 10 万亿级蓝海——访元亨祥经济研究院学术委员会主任管清友、院长程芳》。

及 VFM 可行性论证、项目监督机制研究、项目绩效考核机制研究、招商引资等咨询服务。

目前，国内 PPP 咨询市场快速发展，存在着济邦咨询和大岳咨询两大寡头：济邦咨询公司作为中国最早的 PPP 咨询公司之一，是国家发改委 PPP 立法专家组成员，也是财政部 PPP 政策顶层设计的主要参与者。在国内数十个大中城市完成数量众多的咨询项目，所涉项目投资/交易金额累计近 1000 亿元，涉及城市供水、污水处理、固废处理、城市燃气、公路桥隧、公交巴士、轨道交通、码头港口、社会事业、医疗卫生等行业领域，为其提供大中型并购交易、融资安排、管理改善和核心政策设计等高品质咨询服务。大岳是中国城市发展咨询第一品牌，已成功约 500 个项目提供了咨询服务，涉及总投资额超过 2000 亿元，服务领域包括供排水、环境卫生、燃气热力、发电、交通通讯、土地一级开发、新城、开发区、大型综合开发项目以及世行和亚行业务，主要从事 PPP 咨询及基础设施的投融资咨询、基础设施企业改制与管理咨询、新城与开发区建设的投融资与管理咨询、政策和体制研究咨询。

大岳咨询作为项目的牵头顾问和财务顾问，全程参与了北京四号线项目策划和运作。首先，对项目进行全面财务评价、分析资金需求，明确资金来源计划、政府出资比例及出资方式、市场化融资比例及融资来源等，编制项目实施方案；然后协助编制《特许协议》、《合作协议》、《租赁协议》等协议文件；同时协助组织、实施 PPP 招商及与投资人的商务谈判工作，与贷款银行协商协议等事宜，保障项目有序进行，为政府节约投资约 50 亿，促使传统地铁企业改善管理、提高效率。

2. 金融中介机构

金融中介机构凭借自身的专业优势，也积极地参与到 PPP 项目的咨询服务中，政策性银行提供规划咨询，融资顾问、财务顾问等服务，提前介入并协助建设项目策划、融资方案设计、融资风险控制、社会资本引荐等工作，提高运作效率；商业银行可凭借金融、会计、法律等方面的专业优势，为 PPP 项目参与方提供合同订立、现金流评估和项目运行等提供咨询服务；保险公司通过开发信用险种为 PPP 项目的履约风险和运营风险承保，增加项目结构设计的灵活性，降低和转移参与方的风险；证券公司为 PPP 项目公司提供 IPO 保荐、财务顾问、债券承销等投行业务，保障 PPP 项目的资金来源。

总的来说，PPP 模式在我国仍处于起步阶段，相关的操作规范正在陆续制定完善中，其发展处于探索阶段，任重而道远，各大参与主体只有各司其职，积极创新，协调配合，才能保证 PPP 项目的顺利推进，真正实现公私合作，释放社会资本的活力。

作者：朱振鑫
元亨祥经济研究院学术委员会秘书长

杨芹芹
元亨祥经济研究院研究员