

PPP 资产证券化： 大干快上有压力

首批 PPP 资产证券化项目成功落地，标志着我国 PPP 投融资体系的进一步完善。不过要将整个盘子做大到足以提高社会资本对 PPP 项目的投资热情，还有大量艰巨而细致的工作需要开展。

文 | 宋文娟

在 PPP 项目“满天飞”的同时，落地难的隐忧慢慢浮现。财政部发布的数据显示，截至 2016 年年底，PPP 入库项目 11260 个，总规模 13.5 万亿元，而落地率仅为 31.6%，约 7 成项目“无人认领”。

解决 PPP 项目融资难题，要让社会资本看到项目盈利与资金退出的可能性。于是，2016 年 12 月 26 日，国家发展改革委与证监会联合印发《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化工作的通知》（以下简称《通知》），一石激起千层浪，地方政府再次拿出大干快上的劲头，截至 3 月 23 日，合计上报 PPP 资产证券化项目 41 个，国家发展改革委批准 9 个，其中的 4 个已发行，总规模 27.14 亿元。

开局良好

对投资于 PPP 项目的企业来讲，PPP 资产证券化可以说是重大利好，它为 PPP 项目的前期投资提供了变现渠道。或者从另外一个角度看，相当于为企业提供了一个低成本的融资渠道。已经发行的 4 个项目表明，PPP 资产支持证券的收益率很低，其中最低的“中信证券—

首创股份污水处理 PPP 项目收费收益权资产支持专项计划”只有 3.70%~4.60%，低于商业银行的 5 年期贷款基准利率 4.90%，因此企业层面绝对有参与热情。

资产证券化并不是什么新鲜事物，在中国已经走过了 11 个年头，其核心要旨有三点：第一，基础资产有稳定的、可预测的、可持续的现金流；第二，风险隔离；第三，信用增级。

为了满足现金流要求，《通知》特别规定，推行资产证券化的 PPP 项目应“已建成并正常运营 2 年以上，形成了合理的投资回报机制，具有稳定持续的现金流”；“原始权益人（即原持有 PPP 项目资产的企业）信用稳健，内控机制健全，可以持续经营，近三年无不良信用记录”。

风险隔离是指资产证券化项目的原始权益人将基础资产真实地出售给证券发行人，在原始权益人和证券投资者之间构筑一道“防火墙”，保证当原始权益人经营出现问题甚至破产时，不会波及该基础资产，从而保证了证券投资者的投资收益。其实，这种隔离机制对原始权益人也有好处，因为基础资产被出售，让 PPP 资产证券化这种融资方式具有了表外性，

不会增加原始权益人的负债，不会挤占其信用额度。

在增信方面，4个已落地项目均提供了多项保障性设计，以“中信证券—首创股份污水处理PPP项目收费收益权资产支持专项计划”为例，其污水处理费收入现金流对支持证券票面金额实施超额覆盖；此专项计划发行总规模5.3亿元，分为优先级5亿元和次优级（即劣后级）0.3亿元，首创股份对优先级本息的兑付提供担保，同时对期限比较长的优先级证券提供回售或赎回承诺。经过这一系列“加持”，让资产支持证券的安全度得到了有效提高，所有优先级证券均获得了中诚信证AAA级评级。

扩容承压

首批PPP资产证券化项目的成功落地，标志着我国PPP投融资体系的进一步完善。但是，如何将这个盘子做大，大到足以提高社会资本对PPP项目的投资热情，依旧不是一件容易的事情，还有大量艰巨而细致的工作需要开展。

相关统计显示，截至2016年年底，我国已发行收费收益权资产证券化产品137只，发行规模达1409.28亿元，该类产品的平均收益率约为5.66%。而在目前的4个PPP资产证券化项目中，“华夏幸福固安工业园区新型城镇化PPP项目供热收费收益权资产支持专项计划”的收益率最高，其2020年4月24日及以后到期的长期证券收益率为5.2%，低于收费收益权资产证券化产品的行业平均水平。作为首批项目，带有试点性质，收益率低一些可能不会影响证券发行，而如果大规模推广，PPP资产证券化项目还能否继续保持如此低的收益率，目前尚不能确定。

对PPP资产证券化的第二个考验来自于资产支持证券的二级市场。一直以来，我国资产证券化最大的难题之一是二级市场交易非常清

首批 PPP 资产证券化产品基本情况

| PPP 资产证券化产品 | 总规模 (亿元) | 优先级规模 (亿元) | 预期收益率 (%) | 评级 | 交易市场 |
|-------------------------------------|-------------|---------------|--------------|-----|---------|
| 中信证券—首创股份污水处理PPP项目收费收益权资产支持专项计划 | 5.3 | 5 | 3.70~4.60 | AAA | 上海证券交易所 |
| 华夏幸福固安工业园区新型城镇化PPP项目供热收费收益权资产支持专项计划 | 7.06 | 6.7 | 3.90~5.20 | AAA | 上海证券交易所 |
| 中信建投—网新建投庆春路隧道PPP项目资产支持专项计划 | 11.58 | 11 | 4.05~4.15 | AAA | 上海证券交易所 |
| 广发恒进—广晟东江环保虎门绿源PPP项目资产支持专项计划 | 3.2 | 3 | 4.15 | AAA | 深圳证券交易所 |

数据来源：根据公开资料整理

淡，导致资产支持证券几乎没有流动性。PPP资产证券化产品加入之后，能否为二级市场带来新的活力，还是最终被“同化”，值得密切关注，因为这在很大程度上决定着PPP资产证券化的生命力。

从监管部门的角度，PPP资产证券化属于新兴事物，相应的管理细则一定要及时跟进。比如在在资产支持证券的优先级/劣后级划分方面，目前的比例是否合适，值得进一步探讨。4个落地项目的劣后级比例大致为5%多一些，符合中国人民银行、银监会对于信贷资产证券化项目劣后级比例不得低于5%的规定。但PPP项目与信贷毕竟不属于同一类业务，在未来，应该进一步针对PPP项目设立专门的管理细则，制定符合PPP风险水平的劣后级比例标准。□

（作者供职于清华大学政府和社会资本合作（PPP）研究中心）

