

后 PPP 时代的困境和出路

李奇霖

联讯证券董事总经理/首席宏观 研究员

国家金融与发展实验室 研究员

张德礼

联讯证券研究院 宏观组

今年上半年，全口径基建投资增速只有 3.3%，相比于去年全年增速 15% 出现了断崖式下跌。这既有结构性去杠杆过程中地方政府主动压缩低效率的基建项目，又有紧信用下融资难的被动选择。

PPP 模式被看作是基建项目资金来源的重要补充。有一种观点认为，PPP 清库接近尾声，高压监管将告一段落，PPP 模式将助力基建投资企稳反弹。

对此，我们持谨慎观点。随着宽货币逐步转向宽信用，低评级城投融资环境改善，加之地方政府专项债券加快发行，为基建项目提供资金来源，基建投资增速底部可能已经出现。但在规范化的后 PPP 时代，回暖还尚需时日。

PPP 面临哪些监管压力？后 PPP 时代，何去何从？这是本报告主要讨论的两个问题。

一、后 PPP 时代的困境

2017 年以来，政策基调以防风险为主。又可以划分为两个阶段，

2017 年金融去杠杆，紧货币与宽信用；2018 年上半年实体去杠杆，宽货币与紧信用。

考虑到 PPP 参与主体一方是地方政府，另一方是社会资本，而社会资本以央企和金融机构为主，在防风险过程中 PPP 的两大参与方都遭遇监管压力。

具体而言，主要体现在以下几个方面。

第一，回归本源，不能做明股实债。PPP 项目中，地方政府和社会资本方，本质上是股权合作的关系，双方风险共享，利益共担。但众所周知，PPP 回报期限长，公共品的属性又决定了回报率不会太高，加之制度层面的原因，签约项目中真正股权投资的比例并不高，很多附加了明股实债的条款。这增加了潜在的地方债务负担，而且由于是隐蔽的，中央政府难以掌控。

包括六部委联合发布的 50 号文、财政部 92 号文、国资委 192 号文和财政部 54 号文在内的文件，都禁止了明股实债类的 PPP 项目，具体形式包括给予社会资本最低收益保障、补偿资本金损失、约定一定期限后回购股权。这对于社会资本，尤其是追求稳健收益的金融机构而言，参与 PPP 项目的动力是大幅削弱的。

第二，加强资本金审核，不得来源于债务性资金。PPP 项目投资规模大、资金需求高，而且项目公司中社会资本方承担着主要的融资工作，某些项目实际上是通过债务融资方式来满足资本金比率要求的。商业银行用理财资金对接 PPP 项目时，也多以理财资金作为资本金来

源。

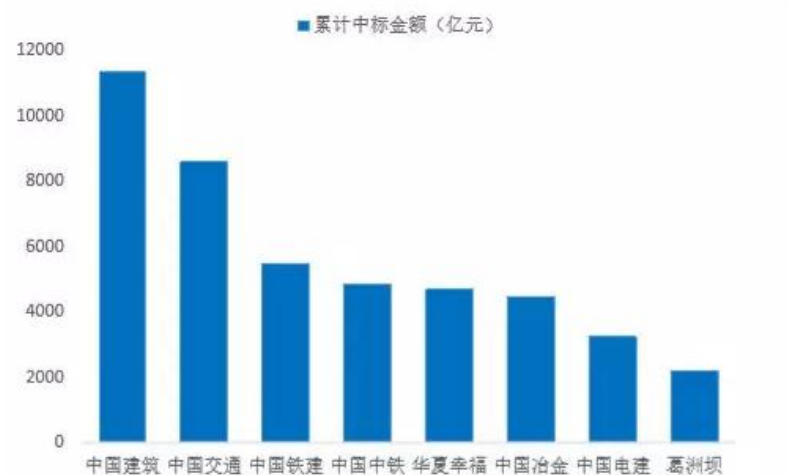
92 号文提出 PPP 项目不得以债务性资金充当资本金，没有明确说明债务性资金到底是项目公司债务，还是社会资本方股东的债务。在实际操作中，尤其是严监管的情况下，出于防范风险，倾向于理解成社会资本方股东的债务，这意味着企业股东不得通过发债、商业银行不得以理财资金，来补充项目资本金。

财政部 54 号文，要求国有金融机构不得提供债务性资金作为 PPP 项目的资本金，同样没有明确是项目公司债务还是社会资本方股东债务。

国内某知名 PPP 咨询机构认为，PPP 各类监管文件，影响最大的是 PPP 项目资本金这一块。

第三，央企参与 PPP 项目，受 192 号文的约束。央企是社会资本方的主体，根据明树数据的统计，中标规模排名前 8 的社会资本方中，有 7 家是央企。

图表1： 累计中标额前 8 的社会资本方中，有 7 家为央企



资料来源：明树数据，联讯证券

联讯证券

为防范 PPP 模式过度推高央企杠杆率水平，国务院国资委 2017 年 11 月出台了 192 号文，对中央企业参与实施 PPP 项目风险管控提出了严格要求。

除了聚焦主业、坚持“事前算赢”原则、评估合作各方的履约能力外，还将 PPP 业务审批权限上收到集团总部，这导致过去几年间很多集团实施的 5 亿元、10 亿元以下的项目，由于企业内部审批的做法无法继续了。

192 号文还提出了两个量化考核指标。一是对于纳入中央企业债务风险管控范围的企业集团，累计对 PPP 项目的净投资原则上不得超过上一年度集团合并净资产的 50%。二是资产负债率高于 85%或近 2 年连续亏损的子企业，不得单独投资 PPP 项目。

第四，金融严监管后，合规的社会资本方资金减少。实际操作中，很常见的形式是通过基金参与，包括政府发起的引导基金、金融机构作为优先级的基金等。但这些基金作为私募基金，受资管新规等文件的监管。

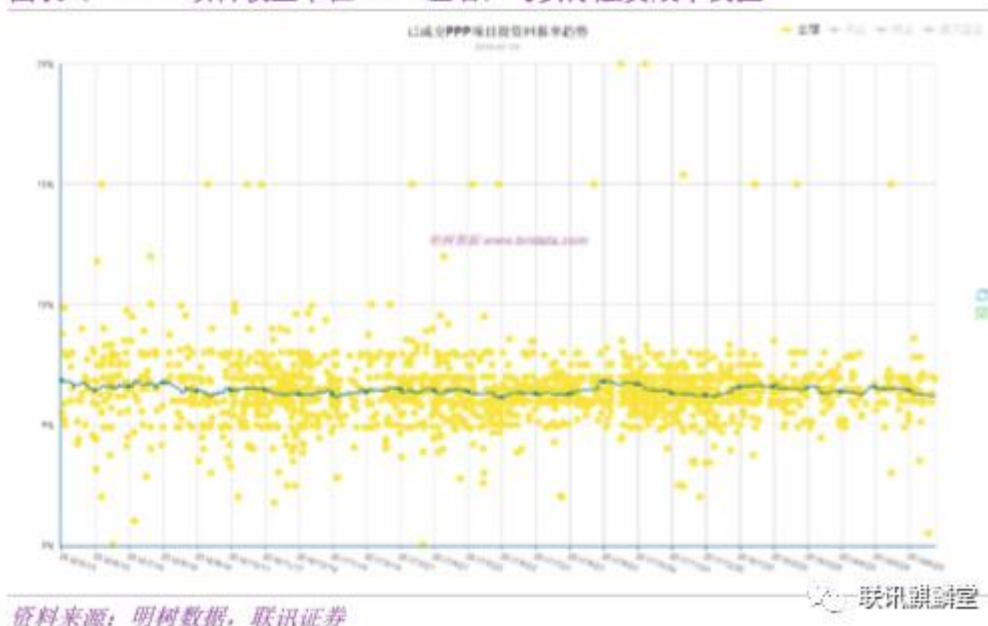
首先，容易触发多层嵌套。资管新规要求资管产品只能有一层嵌套，这给目前常见的母子结构 PPP 基金带来了很大的运作压力，要么母基金的资金不能来源于资管产品，要么子基金直接投具体项目。其次，合格投资者限制，资管新规要求向上穿透后资金不能来源于开放式的资管产品和公募性质的理财。再次，分级要求后，杠杆效应大为弱化。权益类产品的分级比例不得超过 1:1，但之前政府 PPP 引导基

金中，劣后级和优先级出资比例一般为 1:4。最后，禁止资金池业务和期限错配，PPP 基金的募资变得很困难。

第五，可能也是最关键的，融资难、融资贵，社会资本参与 PPP 的动力不足。2014 年开始大规模推广 PPP 模式，所取得的积极成效，离不开资产荒下的流动性充裕和利率下行，社会资本有利润空间。但 2016 年下半年开始，金融监管趋严导致同业活动派生的流动性减少，融资成本上升，在今年体现的更为明显，不少低评级企业融资时考虑的首要问题不是资金成本，而是能否做到量。

但与此同时，PPP 项目的回报率并没有同步上升，反而因为好的项目被优先签约后，新近签约的项目收益率是下降的。根据明树数据的统计，目前新签约 PPP 项目的回报率在 6.5% 左右，收益和实际的融资成本是倒挂的。加之回报期这么长，又不能通过明股实债的方式让地方政府兜底，社会资本参与 PPP 的动力并不足。

图表2： PPP 项目收益率在 6.5%左右，与实际融资成本倒挂



二、PPP 何去何从

整顿规范 PPP，尤其是清理项目库，PPP 进入了低谷期。由于上面提到的这些原因，我们认为从签约和落地规模看，PPP 短期难以放量，预计还会继续低迷。但会“提质增效”，不规范的 PPP 少了，真正合规的 PPP 比例高起来。

对于合规的 PPP，政策长期鼓励。87 号文以负面清单的形式，列出了不能将铁路、公路、机场等领域的工程建设项目包装成政府购买服务，文件印发后不少地方将政府购买服务合同转为 PPP。

2017 年 11 月发改委印发《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》（发改投资〔2017〕2059 号），要求地方政府不得以任何名义、任何形式限制民间资本参与 PPP 项目。近期发改委召开座谈，表示进一步鼓励民间资本规范参与 PPP 项目。

今年 5 月，国务院办公厅通报表扬 19 个省市自治区的 27 个地方在 PPP 工作中所取得的成绩。这些受表扬的地方政府集中在市、县、区，通过对比可以发现这些地区的 PPP 实施进度、项目规范程度、PPP 行业结构要显著好于全国平均水平。

在签约、落地浪潮冷却后，PPP 进入规范发展的后时代。未来该何去何从？我们认为，需要多方的通力合作。

第一，地方政府转变观念，PPP 不是举债工具。43 号文之后大力推广 PPP 模式，是在重塑地方债务体系内进行的，目的是为了缓解地方财政支出压力和提高公共品的供给效率。但在剥离融资平台的政府

性融资职能后，地方政府债券的口子开得又不大，不少 PPP、政府购买服务、产业基金被异化为新的举债工具，这也是明股实债类 PPP 盛行的原因。

在这一轮 PPP 整顿中，明股实债是打击重点，通过附加协议的方式约定回购、最低收益保障、补偿资本金损失行不通了。

作为项目的主导者，地方政府首先需要转变观念，做真 PPP。所推出的项目要适宜采用 PPP 模式，应属于公共服务领域。做好物有所值和财政承受能力论证，不能流于形式。建立按效付费机制，不能最低收益保障、约定回购和资本金损失补偿等。

第二，社会资本应审慎评估自身的融资能力。除了项目资本金不得为债务性资金外，项目其他投入募资的难度也在上升。金融严监管后，同业链条创造的流动性趋势性减少，加之非标受限，而回表又受到银行资本充足率、信贷额度、风险偏好不匹配等的制约，实体融资的成本和难度都上升。

西南某市的一个 PPP 项目，签约后社会资本方选择毁约，原因是募资困难。某环保 PPP 上市龙头企业，信用债发行受挫，二级市场股价大跌。

PPP 回报周期长，比较适宜的融资方式是，社会资本方为项目公司提供担保，获得长期限贷款或者发债。一个项目能否融到资，实际上与社会资本方的融资能力有较大关系。

某种意义上讲，这会陷入一个两难困境。在这轮紧信用过程中，

国企和民企的融资能力分化，二级市场上部分机构甚至对民企债一刀切。从去杠杆和提高公共品的供给效率看，民企作为社会资本是更为合适的，但它的融资能力显然不及国企。

目前正从宽货币逐步转向宽信用，国务院常务会议提出保持适度的社会融资规模。民企的融资环境可能会有所改善，但在对城投债和国企债信仰强化下，我们认为政策效果还有待观察。

真正提高民企的融资能力，避免一刀切，需要打破市场对城投债的刚兑预期，让信用研究更注重个券资质，而非企业属性。但显然，这还有很长的路要走。

第三，完善按效付费机制，让社会资本从重建设转向重运营。中标规模靠前的央企，多为建筑施工类企业，有重建设轻运营的特点。尽管项目收益率不高，但是在建设阶段有比较大的利润空间，后续再通过补偿资本金损失、约定回购的方式，保障社会资本股权在不损失的情况下退出。

重运营，是 PPP 和拉长版 BT 的最主要区别。92 号文要求不得将未建立按效付费机制的项目入库，其中包括项目建设成本不参与绩效考核，或实际与绩效考核结果挂钩部分占比不足 30%，固化政府支出责任的。

根据 92 号文，通过政府付费或可行性缺口补助方式获得回报的，付费机制也需要和项目产出绩效相挂钩。

加快价格和收费制度改革，也是让社会资本真正重运营所需要经

历的。价格机制是影响 PPP 项目成败的关键因素，如果建设运营成本没有直接体现在使用者的付费上，那么可能需要一般公众的税收所承担。目前公共服务领域的 PPP 项目，回报机制多和项目运营成本相挂钩，但如果调价失败，社会资本面临着损失压力，也给 PPP 项目长期可持续性带来风险。

我们认为，一是应该按照社会资本方盈利而非暴利的原则，推动基础设施和公共服务的价格机制改革。二是回报机制和补贴，与价格浮动关联。让社会资本对未来收入有稳定的预期，愿意参与到 PPP 中来，当然这还要通过人大纳入预算等方式来保障。

第四，完成市场化转型的城投，作为社会资本方参与 PPP。实际上，一些综合性的城投公司，确实是 PPP 项目很合适的社会资本方。

首先，综合性城投公司，基础设施和公共服务领域的施工、建设技术，在当地一般算得上是领头羊了。其次，跟当地的银行关系比较熟，有的还可以发债。再次，一般还会负责具体项目的运营，比如收费公路、城市供电、供热供水等，具有运营经验。最后，跟地方政府打了很长时间的交道，对当地的情况也很熟悉，这是央企、其它地方的国企所不具有的优势。

54 号文之后，关于城投公司能否作为社会资本参与的争论较多。54 号文中的严格审查签约主体这一条款规定，按照政企分开的原则，地方政府融资平台公司不得作为社会资本方。这和 2015 年印发的国办发〔2017〕54 号文等文件明确提到的“如果融资平台已经按规定

完成转型，就可以作为社会资本方参与 PPP” 相违背。

我们的理解是，54 号文所指的融资平台是个广义的概念，如果一个融资平台按照程序完成了市场化转型，退出了银监会的名单，是可以作为社会资本方参与 PPP 项目的。

第五，尊重 PPP 咨询机构的专业性，充分发挥它们的作用。PPP 项目结构复杂，全生命周期过程中涉及到项目结构设计、融资、运营、退出等多个环节，每个环节又面临着不同的问题和风险。如何做好规划，让项目能够顺利实施，并非易事。

尽管大规模推广 PPP 模式已经有 4 年，但客观地说，地方政府、社会资本、金融机构等在专业上面，还有不少提高空间。让专业的人，做专业的事，咨询机构在 PPP 发展过程中，应该起到促进和规范的作用。

但这几年，PPP 咨询机构的作用并没有发挥好。一方面是竞争激烈，PPP 咨询这么大的市场，很多机构想进来，包括那些原来只做工程咨询的，结果是很多项目咨询费被压到白菜价。另一方面，这么多的项目，政府想快速推进，导致很多环节流于形式。

一位有多年 PPP 咨询经验的朋友，感慨怀念过去做 PPP 咨询的时光。虽然项目不多，但强调质量、注重落地，政府的时间、资金、精力等各方面都给予咨询机构更好的条件，有利于项目充分调研、分析研究和编制相关文本，而不像现在有些地方要求咨询报价低、要求短时间就出实施方案。

后 PPP 时代，减量增质。真正专业的咨询机构，将会有更多的机会，做专业的事。