

## 信托参与 PPP 模式的路径探索

### 一、传统政信合作的空间日益压缩

我国传统的基础设施和公共服务领域投融资由政府主导，地方政府通过融资平台公司履行城市基础设施项目的投资、建设和管理责任，信托公司过去开展的政信业务多是向各地实力较强的政府融资平台发放贷款或变相贷款。

平台公司实质嵌入了地方政府信用，以政府债务之实举借大量债务，用于地方基础设施建设，并通过资产注入方式逐步做大。这样的运作模式带来了高负债、弱盈利、重资产的特征，滚动产生了极大的负债规模，地方政府债务迅速膨胀。

为约束地方政府债务规模，我国于 2014 年先后出台新《预算法》、43 号文等重要法律法规和政策文件，开启“建立以政府债券为主的地方政府举债融资机制，剥离融资平台政府融资职能”的改革。平台公司被定位为自主经营、自负盈亏的市场化经营的地方国有企业，不在承担地方政府融资职能，平台公司违约风险骤增，传统政信业务的空间大幅压缩。

在此背景下，信托公司部分业务转向政府购买服务模式，通过《政府购买服务管理办法（暂行）》赋予的合规形式擅开明渠实修暗道，将“政府购买服务”泛化适用于建设及运营周期较长的基础设施及公共服务领域。变相满足了地方政府的融资需求，既绕过了新《预算法》制定的发债融资的监管要求，也规避了 PPP 模式的复杂流程。

从 2015 年开始，“政府购买服务”逐步呈现脱缰之势，财政部多次发文警告，2017 年 6 月财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买名义违法违规融资的通知》（财金 87 号文），以负面清单的形式将“铁公基”等传统基础设施业务摒除在政府购买服务范畴之外，彻底封死了信托通过政府购买模式为地方政府提供融资的道路。

结合国务院一以贯之的逻辑，87 号文结论即是：被禁止借道“政府购买服务”的项目，需通过政府直接投资（资金来源是地方政府债）或政府与社会资本合作模式（PPP）来完成。

### 二、PPP 模式——政信合作新方向

我国自上世纪八十年代首次引入了 PPP 模式，30 多年来经历了探索、试点、

推广、暂停等多个阶段，2014年以来，新一轮的PPP推广拉开大幕。2014年末，财政部和发改委相应颁布了PPP相关部门规章，正式将其定义为“政府与社会资本合作模式”，即政府部门和社会资本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，PPP模式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价格和质量监管，以保证公共利益最大化。PPP不是一种“举债”模式，其核心在于社会资本的定位是“投资方”而不是“借款方”，对于投资规模大、期限长的PPP项目而言，存在巨量的投资机会，也给了信托、银行等金融机构继续参与基础设施建设的新机遇。

### 三、“入库易，落地难”——以信托为解决方案

截至2017年6月末，全国PPP入库项目1.36万个，累计投资额16.3万亿元，签约落地项目2,021个、投资额3.3万亿元，落地率34.2%。落地项目背后，真正转化为固定资产投资的项目更少，据测算截止2016年末，PPP项目的真实投资额不足1万亿元，“真实落地率”堪忧。

现有的PPP项目仍多为传统的基础设施建设，参与其中的社会资本方多为实力雄厚的国有企业，建设运营能力可满足项目要求，主要的障碍恰恰在于资金，既缺少资本金部分的财务投资人，也缺乏项目贷款。社会资金的参与度如此低主要原因有以下几点：

- 1.项目部分核心问题缺乏政策依据和配套制度，无法满足金融机构的合规性要求。当前的PPP项目在操作中遵循了发改委和财政部的政策文件大框架，并结合了《采购法》、《招标投标法》、《特许经营管理办法》等适用于传统项目的法律法规，但除此之外，PPP项目在土地、产权、税收、会计等问题是均不同于传统项目，需根据实际情况调整，但以前的法规政策文件很少涉及，这些问题近年的实践中不断暴露，亟待进一步明确。

- 2.项目实施方案缺乏可行性，难以达到金融机构融资标准。PPP项目在正式采购之前，由政府方委托咨询机构制作项目的实施方案，实施方案可作为后期项目合同的重要参考。但由于政府和社会资本的诉求不同、信息不对称、咨询机构不够专业等多种原因，最终经政府审批通过的实施方案缺乏财务上的可行性，后

期项目的投融资方案难以得到金融机构的认可。建设资金无法到位的情况下，中标的社会资本只能一拖再拖，政府也陷入两难境地：重新招标则纠纷不断且流程繁杂；调整方案则费时费力，前期工作白费力气。

3.重建设、轻运营，缺乏有效增信。对运营能力要求较高的 PPP 项目而言，社会资本的运营实力和经验对于项目现金流至关重要。但当前的 PPP 投资者大多有短期思维定式，即“重建设、轻运营”，看重施工利润，忽视运营成果。很多地方政府对 PPP 的理念没有理解透彻，仍沿用过去政府投资项目的管理思维和方法，政府方把设计做好，社会资本仅负责施工，运营还是地方国企（平台公司）负责，没有鼓励和发挥企业的能动性和创造性。同时，国企作为社会资本时受到国资委诸多的监管限制，普遍存在表外运营、不提供增信等要求。在项目现金流无法确定且无强增信的条件下，金融机构难以有效介入。

信托作为最为灵活的金融机构，可利用自身的特有优势弥补 PPP 项目的缺陷，深度参与全流程的建设运营，为 PPP 项目提供资金支持。

对于上述问题，信托公司应增强专业水平，深入产业，提供现实可行的方案：

1. 项目操作细节缺乏法律法规明确规定的情况下，现实的解决办法在不与现有法律相冲突的同时强化《PPP 项目合同》在项目实施中的核心地位。对于法律未明确的争议问题，信托作为专业机构，应协调政府与社会资本充分沟通，在项目的实施方案和项目合同层面对争议问题进行详细约定。例如《PPP 项目合同》中明确项目土地使用权和项目资产的权属（将资产装入项目公司还是政府出资代表）、项目公司的利益分配（如何确定社会资本方的合理利润、以何种方式提取合理利润）、PPP 项目的税收优惠或补贴政策（是否由政府协调相关优惠政策或给予一定税收补助）等等，同时设置合理的协调机制，为未来可能发布的各项法律文件、政策文件的新规定留下一定的调整余地。

2. 为了让项目从一开始即具有较高的可行性，信托要坚持前期介入，在项目初期即量身定做融资方案，为后续实施铺平道路。对于基础设施业务而言，传统项目的审批和操作环节中往往缺少这一部分的安排，这就需要信托协助社会资本建立明确的前期沟通机制，充分与政府、咨询机构、贷款银行沟通，广泛征集意见，在此基础上结合当地政府财政实力和负债水平确定项目的实施方案和边界条件。

3.对于运营能力要求较高的 PPP 项目，信托公司要做的就是挑选市场上优质的产业运营商，达成深度绑定，结合产业端的运营能力和信托的募资能力挑选项目，不盲目介入。合理设置绩效考核标准，将未来运营现金流保持在可控的范围内。

#### 四、信托参与 PPP 项目的投资模式

对于信托公司而言，PPP 业务投资的切入点是信托作为社会资本方和财务投资人投资于 PPP 项目的建设运营资本金部分，成为项目公司股东（或以其他形式间接持股项目公司），信托本身具有的独立性、风险隔离等制度优势也可以有效实现各方的出表需求，同时可以为项目提供咨询、融资、资产证券化等一揽子服务。主要参与模式如下：

##### 1.信托公司设立信托计划直接投资 PPP 项目

信托公司作为社会资本方联合体中的一员，与政府、其他社会资本共同出资成立特殊项目公司（SPV）。信托公司发行集合资金信托计划，向社会募集资金用于项目资本金部分的投入，该项目公司接管整个项目建设和经营权，将建设完成后获得的股权收益回报，用作信托计划投资人的收益。

信托公司主导的首单 PPP 项目“唐山世界园艺博览会基础设施及配套项目”即是通过信托计划直接参与，该项目总投资约 33.63 亿元，采用 BOT（建设-运营-移交）模式运作。社会资本方中信信托发行“中信唐山世园会 PPP 项目投资集合资金信托计划”向合格投资者筹得的 6.08 亿元资金出资，唐山市政府授权唐山市南湖生态城管委会出资 4.05 亿元，双方共同设立项目公司——唐山世园投资管理有限公司。唐山市政府赋予项目公司 15 年的特许经营权，项目公司对项目融资、设计、建设、运营、维护、管理全程负责，唐山市政府还将根据协议对给予项目公司一定的政策支持及财政补贴，项目运营期满后由唐山市政府进行验收。项目投资所差的 23.5 亿元资金由国家开发银行河北省分行提供中长期贷款支持，这笔资金由项目公司在 15 年的贷款期限内还清。

##### 2.政府引导基金模式

引导基金以子母基金模式操作。首先信托公司联合省级政府（或政府下设投资平台）成立母基金，母基金与地方政府、金融机构等设立子基金，用于当地 PPP 项目。基金可在 PPP 项目中作为财务投资人或夹层投资者，吸引社会资本方参

与，所投资项目一般均为各地的优质、重点项目。

江苏信托与中国政企合作投资基金股份有限公司、江苏省财政厅和江苏银行共同参与了中政企江苏省 PPP 合作基金。基金总规模 45 亿元，由中国 PPP 基金出资 40 亿元，江苏省 PPP 融资支持基金出资 5 亿元构成，基金主要对江苏省 PPP 项目进行投资。江苏信托担任中政企江苏省 PPP 合作基金联合管理人。

### 3. 产业基金模式

信托公司设立信托计划，信托计划与运营方成立 PPP 产业基金，投资于运营方中标的 PPP 项目。运营方作为基金的劣后方，负责项目公司的建设、运营和管理，这一模式相较于信托公司直接作为联合体参与 PPP 项目的优势，信托公司在于不会因《招投标法》等强制性要求对项目承担无限连带责任，更加符合财务投资人的角色。其中有限合伙型 PPP 产业基金是使用最广泛的模式，相比公司型和契约型，有限合伙型既克服了公司型双重纳税的问题，又突破了契约型无法充当股东的难题，有较大的运作空间和延展空间。

## 五、项目筛选

### 1. 严格把关合规性手续

PPP 项目不同于传统基础设施项目的关键在于政府和社会资本之间的合作深度，双方共同作为股东方将资金投入项目，那么项目本身不仅要符合社会资本诉求，更要满足政府方的审核标准。

因此信托参与的 PPP 项目首要的是合规性，项目应严格履行审批、核准、备案手续和实施方案的审查流程，能够保证入库且相关合同规范有效，这是项目未来稳定运营的前提。

### 2. 绑定优质合作方

PPP 项目均涉及规模较大的工程建设和长期运营，这要求牵头的社会资本有良好的经营历史，可以保障工程质量完全符合相关标准并在长时间内稳定经营，不会因为自身原因使项目产生风险。

### 3. 区别不同的回报方式

按照回报方式分类，PPP 项目可分为使用者付费项目、政府付费项目和可行性缺口补助项目。就目前入库情况来看，70%以上的 PPP 项目设置的回报方式为政府付费或可行性缺口补助，即政府对项目具有一定的支付义务。

政府付费项目基本上均是传统基础设施建设项目，社会资本方多为大型建筑施工企业，社会资本完成建设后在 10-20 年间按照约定的回报率向政府收取费用，其业务实质是建设费用的分期支付。此类项目的收入来源完全依赖于地方政府，因此需重点考虑地方政府支付能力，不仅是地方财政收入的绝对量，更应关注地方政府的债务水平和其他领域的刚性支出。

可行性缺口补助和使用者付费项目均涉及实际的运营收入，如收费公路、综合地下管廊、垃圾焚烧、供水供热等，此类项目一定程度上不适合政府直接投资，社会资本通过其独有技术或优质运营能力获得特许经营权，在 20 年左右的运营期内获取经营收入并提供政府方所需的服务。

可以说这一类的 PPP 模式是我国引入民间资本的初衷，让民间资本真正提供其具有比较优势的服务，因此运营绩效与项目现金流相关性非常大。信托公司应逐步扭转传统的融资思维，以偏向投资的眼光看待 PPP 项目。“真正的 PPP”是资产为王，脱离社会资本和政府的主体信用，以项目本身的现金流作为投资的基础支撑。信托公司在选择标的时应有意识地向真正的产业端靠拢，通过真实的运营管理、配套服务赚取更大的附加价值。作为财务投资人，在项目中不仅要严控财务端和资金端，更要项目了解相关产业发展和运营的核心要素和风险点，帮助牵头社会资本完成项目的配套投融资、联合审计、项目要素及时调整、绩效考核协调等多项工作。信托公司只有深入产业端，了解产业端的发展逻辑和规律，才能真正提高主动管理能力，搭建合理的风险控制标准。

## 六、信托资金的退出

PPP 项目的期限普遍在 10-30 年之间，信托资金的期限难以匹配资产端的长周期，这势必为信托带来期限错配和流动性管理的压力。因此，信托公司必须开拓风险收益相匹配的长周期机构资金来对接该类项目，如保险资金、大型国有银行自有资金等；同时要完善 PPP 项目的退出机制，在无法完全避免期限错配的情况下，通过多元化方式有效实现投资退出。

### 1. PPP 资产证券化

资产证券化是长周期 PPP 项目退出的重要工具之一，可盘活 PPP 项目资产，丰富融资渠道，提高项目资产的流动性和资金周转效率。信托公司凭借法律制度优势、项目运作经验、风险管理理念和资产识别能力，具有开展资产证券化业务

的优势，可在“PPP+资产证券化”业务中大有作为。

首先，信托公司应布局主动管理的资产证券化业务，通过创设资产、承揽、承做、发行等不同环节专业能力建设，深度介入资产证券化的业务链条，由单纯的通道业务转变为创造资产、运作资产和管理资产的完整闭环。

其次，布局适合证券化的基础资产。信托公司作为发起人，主导资产证券化发行必须依赖于掌握底层资产，通过获取资产和创造资产，在资产形成前进入，成为资产持有人。主动布局适合证券化的基础资产，通过掌握资产把握主动权，为开展主动管理的资产证券化业务奠定基础。

最后，还可以通过产品分层、投资中间级获取更高收益。信托公司可丰富资产证券化产品设计，增加中间级，并设立信托计划或专项基金，参与夹层投资取得较为可观的回报。

目前中航信托已积极布局该领域，通过发行天启【2016】351号资阳市雁江区停车场 PPP 项目集合资金信托计划参与了进行资产证券化的底层资产——四川省资阳市雁江区停车场 PPP 项目的发行与设立。该 PPP 资产证券化项目由四川省投资集团作为发起人并担任原始权益人，华西证券担任管理人和承销机构，川投航信担任资产服务机构，发行总规模预计 2.4 亿元，是全国首单准经营性存量资产 TOT 模式 PPP 项目，为国家发改委和财政部双入库项目。

## 2. 股权转让

PPP 项目进入成熟运营期后可获得持续稳定的现金流入，尤其是运营能力较强的项目，年化可获得高于社会平均投资回报率。信托计划可将其持有的成熟项目转让给追求长期稳定收益的机构，如寿险、大型银行自有资金等。也可约定在进入运营期若干年后由社会资本牵头方对股权进行回购，实现信托资金的退出。

## 六、结语

信托公司向 PPP 方向的转型的迫切性是显而易见的，这源于国家在基础设施和公共服务领域的整体布局带来的广阔的机遇，项目库中近 20 万亿的存量项目即是证明。同时也应该清楚地看到，本轮 PPP 发展热潮自 2014 年起，期间几经波折，发展模式不断演变，在实践中总结出了许多经验与问题，《基础设施和公共服务领域政府和社会资本合作条例（征求意见稿）》的推出更是引起社会各界的争论和热议，PPP 在我国尚未形成成熟的发展模式。

在这个时点上，我认为信托公司不能寄希望于短期内完成向 PPP 方向的转型，在基础设施领域躺着赚取的日子也不可能靠 PPP 业务重现。目前该业务领域尚处于布局阶段，是大力投入但未必能立刻产生效益的阶段，越是在这样的时候，越要投入精力，困难和问题涌现的时候正是信托贴近 PPP 产业、逐步匹配需求的过程，这或许是信托公司未来能在 PPP 领域立足的关键。

---

主办：百瑞信托有限责任公司

主编：罗靖

编辑：高志杰 陈进 张永 马琳 李永辉 董瀛飞 王亚楠

电话：（0371）65817160、65817321、65817322 65817323

（010）56625782、56625784、56625785、56625786

E-MAIL: gaozhj@brxt.net chenjin@brxt.net zhangyong@brxt.net

malin@brxt.net liyh@brxt.net dongyf@brxt.net wangyn@brxt.net

地址：郑州市郑东新区商务外环路 10 号中原广发金融大厦 28 层

---