

## 中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：叶怀斌 中国银行研究院  
电话：010 - 6659 2652

签发人：陈卫东  
审稿：王家强 邵科  
联系人：王静 刘佩忠  
电话：010 - 6659 6623

\* 对外公开  
\*\* 全辖传阅  
\*\*\* 内参材料

## 推进 PPP 资产证券化， 释放 PPP 模式“促投资”潜力\*

PPP 模式是公共服务领域较为成熟的运营模式，自 2014 年大规模推广以来，有力地促进了国内基础设施建设。随着 PPP 支付逐年增加，部分地区 PPP 支付已接近 10% 的财政承受能力红线，PPP 项目对基础设施建设的贡献放缓，PPP 模式可持续发展面临挑战。

资产证券化被广泛认为是增加 PPP 模式对民营资本吸引力、降低政府支出的重要方式。但自 2017 年首单 PPP 资产证券化项目实施以来，国内 PPP 资产证券化推进情况并不理想。究其原因，PPP 资产证券化存在底层资产期限长、收益率低、确权困难等问题。建议适度调整现有 PPP 项目资产证券化政策，鼓励民营资本参与 PPP 并为其资产证券化产品发行提供政策引导，盘活存量资产并强化风险监控。商业银行可发挥贴近项目的天然优势，积极参与 PPP 投融资模式的改革与创新。

## 推进 PPP 资产证券化，释放 PPP 模式“促投资”潜力

资产证券化作为推进我国 PPP（政府和社会资本合作模式，Public Private Partnership）可持续发展的重要举措，当前业务推进仍然较为缓慢，与规模庞大的 PPP 存量投资形成了鲜明对比。为进一步促进 PPP 资产证券化发展，应充分发挥政策的引导作用，积极推进模式创新，释放“促投资”潜力。

### 一、国内 PPP 模式发展面临瓶颈

#### （一）PPP 促进基础设施建设，但投资增速放缓

自 2014 年财政部发文正式推广运用 PPP 模式以来，PPP 在国内基础设施及公共服务领域开始大规模运用，其投资范围涵盖了交通运输、市政工程、城镇综合开发、教育、环保等领域。截至 2022 年末，财政部披露的国内 PPP 投资总额已达 20.9 万亿元，项目总入库数 1.4 万个，有力地促进了境内基础设施建设，丰富了公共服务的供给。

在巨大的投资总额和入库项目数量的背后，是 PPP 财政支付的逐年增加以及入库项目的质量下滑。2017 年 11 月，财政部发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》，加强对 PPP 项目库的管理并集中清理不规范 PPP 项目。在此背景下，国内 PPP 项目增速大幅放缓（图 1），PPP 模式对基础设施建设及公共服务供给的贡献减弱。

#### （二）PPP 模式出现结构性矛盾

国内学界对 PPP 模式出现的问题进行了较多讨论，从数据上看，矛盾主要集中在两方面：

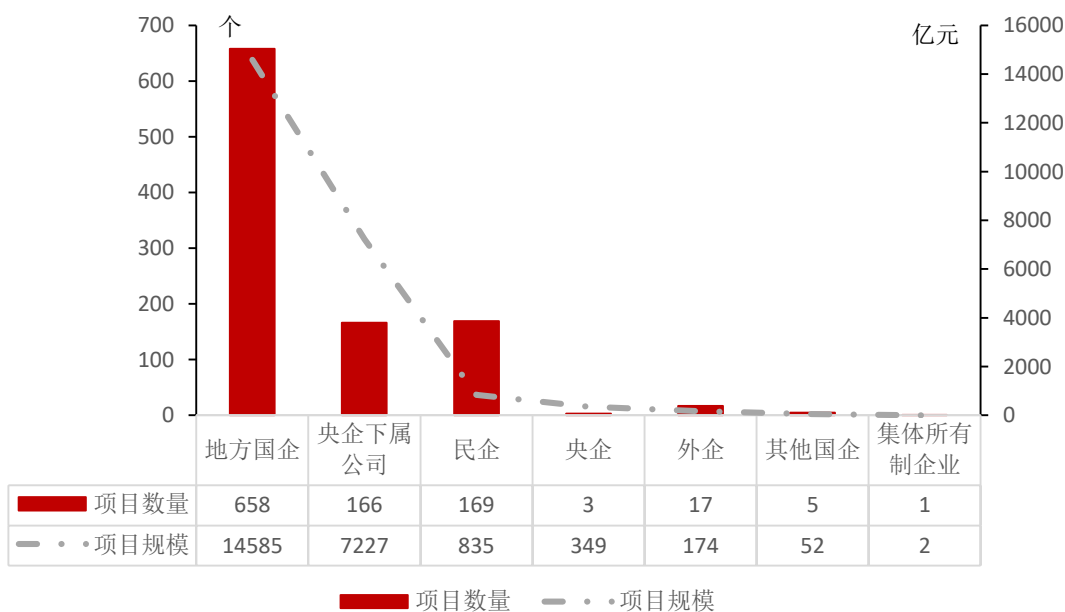
PPP 模式社会资本构成的“民企-国企”结构失衡。PPP 项目中的社会资本方通常以国资背景企业为主（图 2），这与 PPP 产品设计之初，分散政府投资风险，带动民营资本的初衷出现了一定的偏离。据明树数据统计，2021 年国有企业（含央企及地方国企）仍是 PPP 项目社会资本的主力军，其中标项目投资规模已超全年投资总额的 95%；民企中标项目投资规模在 2015 年达峰后持续下降，2021 年已不足 3.6%。

图 1：PPP 项目投资增额增速及入库项目增速



资料来源：财政部，中国银行研究院

图 2：2021 年末 PPP 项目中社会资本性质

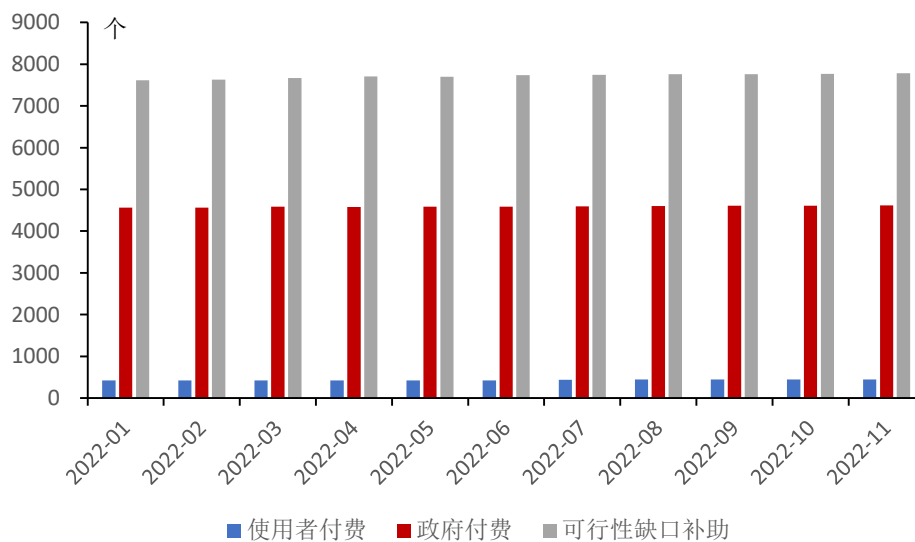


资料来源：明树数据，《中国 PPP 行业发展报告》（2022），中国银行研究院

PPP 模式项目现金流“财政补助-自我造血”结构失衡。当前 PPP 模式的回报机制中，使用者付费形式较少。截至 2022 年末，需地方财政补贴的“可行性缺口补助”及

“政府付费”两类回报机制已成为 PPP 项目的主流，二者合计占有所有 PPP 项目的近 97%（图 3）。叠加 PPP 项目期限长，地方财政在经济上行周期所测算的对项目公司的流动性补助可能在经济下行周期中无法实现，或将对地方财政带来较大压力。根据财政部 PPP 中心披露，2022 年三季度末，全国行政区有 PPP 项目在库的 2763 个行政区中，财政支付能力超 7% 预警线的行政区 695 个，超 10% 红线的 34 个，二者合计占有 PPP 在库行政区的 26.4%。

图 3：PPP 各类型回报机制项目数



资料来源：财政部，中国银行研究院

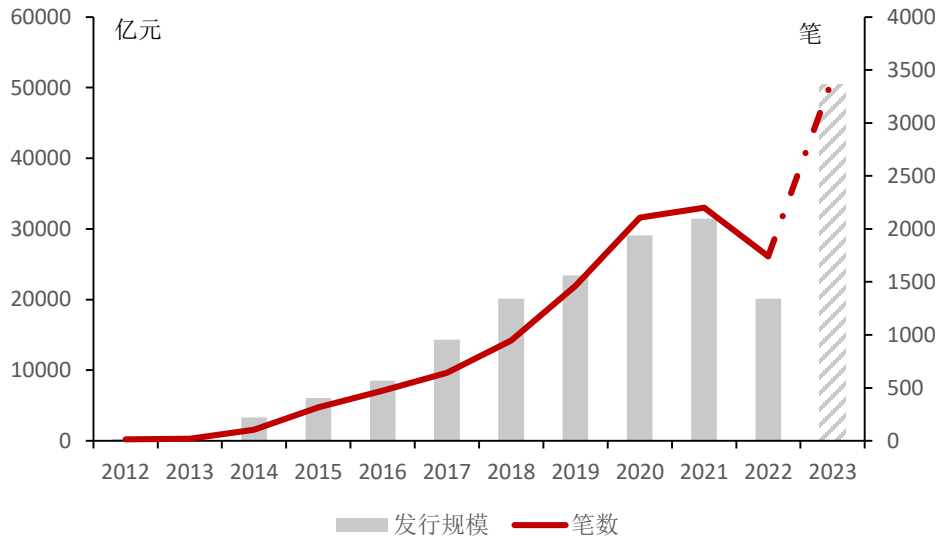
## 二、资产证券化是推进 PPP 模式可持续发展的重要手段

对民营资本吸引力不足、增加地方财政刚性支出等问题是制约 PPP 模式持续健康发展的主要因素，资产证券化被广泛认为是解决上述问题的重要手段之一。

第一，国内资产证券化具有较好的市场基础。国内资产证券化于 2005 年开始试点，经多年发展规模逐步扩大，已经形成了成熟的一级、二级市场。2022 年国内共发行 1742 单资产证券化产品，发行总规模为 20098 亿元，受疫情影响发行单数与金额均

较 2021 年有所下降（图 4）。其中，企业资产证券化产品<sup>1</sup>共发行 1178 单，发行规模 11730.8 亿元，是市场中的主流产品。

图 4：资产证券化产品发行规模及笔数



资料来源：中国资产证券化分析网（CNABS），中国银行研究院

**资产证券化二级市场流动性逐年增强。**2022 年，企业资产证券化产品和信贷资产证券化产品的二级市场成交金额分别为 7464.4 亿元、12533.2 亿元，成交总额近 2 万亿元（图 5）。同时，资产证券化市场保持了较好的信用情况，2022 年，共有 31 只资产证券化产品评级下调，对应的基础资产主要为收费权益、购房尾款、地产供应链应收账款等，评级下调产品共占存量产品的 0.6%。

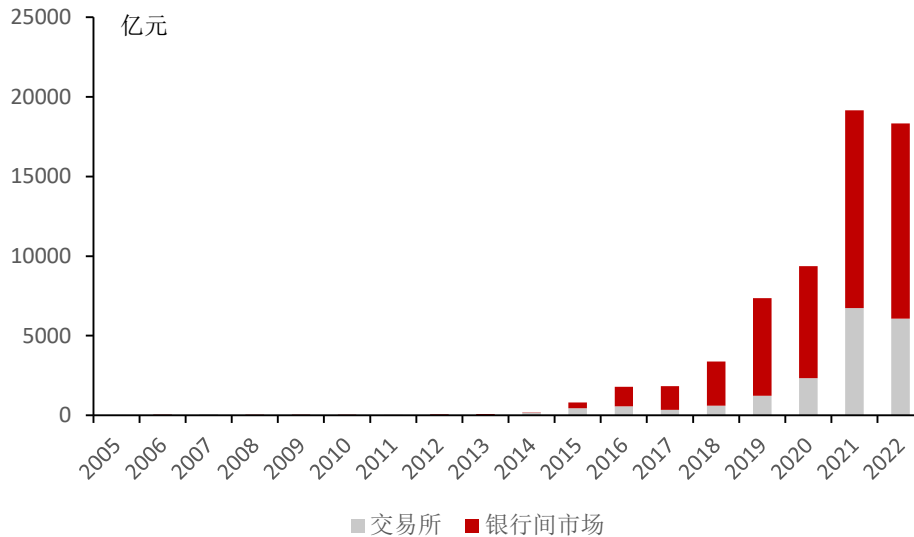
**第二，PPP 资产证券化能够降低社会资本的投资风险。**PPP 项目期限普遍在 10 年以上<sup>2</sup>且资本流动性差，资产证券化可针对性地解决上述问题：一方面，社会资本可在项目发起阶段就进行结构化设计，借助二级市场实现项目退出，可降低机会成本，减少资本占用；另一方面，通过资产证券化处理，PPP 项目中的收益权、PPP 项目资产和

<sup>1</sup> 企业资产证券化产品基础资产以融资租赁应收款、供应链应收款、商业物业抵押贷款为主。其他品种还包括信贷资产证券化产品、资产支持票据。

<sup>2</sup> 《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号）明确，规范的 PPP 项目应当符合的条件包括：“公共服务领域的公益性项目，合作期限原则上在 10 年以上”。

项目公司股权均可通过市场化手段解决其流动性问题，降低资本面临的长期不确定性风险。

图 5：资产证券化产品二级市场成交规模（亿元）



资料来源：中国资产证券化分析网（CNABS），中国银行研究院

**第三，PPP 资产证券化能够提高项目资金使用效率。**资产证券化能够盘活现有的 PPP 资产，拓宽融资渠道。PPP 项目大部分投资于交通、市政、环保等领域，资金需求规模大、期限长，容易出现大规模的资金沉淀。资产证券化可将具有持续稳定现金流的存量基础设施投资转化为高流动性、标准化、可公开交易的产品，有效盘活 PPP 项目的沉淀资产，使具有项目建设、运营经验的专业资本循环投入到新的建设项目中。通过资产证券化吸引长期资本并完成对专业资本的置换，PPP 资产证券化可更好地支持基础设施项目建设，促进 PPP 模式健康发展。

基于资产证券化对 PPP 模式可持续发展的种种优势，2016 年 12 月，国家发改委、证监会联合发布《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》（表 1）。《通知》明确了 PPP 项目资产证券化的意义，督促各省级发展改革部门推动 PPP 项目资产证券化。要求证券监管部门及自律组织积极支持 PPP 项目证券化。此后，相关部委、交易所及行业协会均出台了配套政策，支持

PPP 项目资产证券化有序推进。

表 1：PPP 资产证券化相关政策

文件名称	主要内容	颁发部门	时间
《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》	推动 PPP 项目资产证券化首单落地	发改委、证监会	2016.12
《关于 PPP 项目资产证券化产品实施专人专岗备案的通知》、《关于推进 PPP 项目资产证券化业务的通知》	提供 PPP 项目资产证券化首单落地积极支持工作	上交所、深交所、基金业协会	2017.2
《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》	分类稳妥地推动 PPP 项目资产证券化	财政部、人民银行、证监会	2017.6
《政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务尽职调查工作细则》	完善业务规则体系，规范和指导资产证券化业务的尽职调查工作	中国证券投资基金业协会	2019.6
《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 2 号——大类基础资产》	进一步明确 PPP 项目开展资产证券化的准入条件和规范要求	上交所	2022.12

资料来源：各部门官网，中国银行研究院

### 三、国内 PPP 资产证券化发展现状及问题

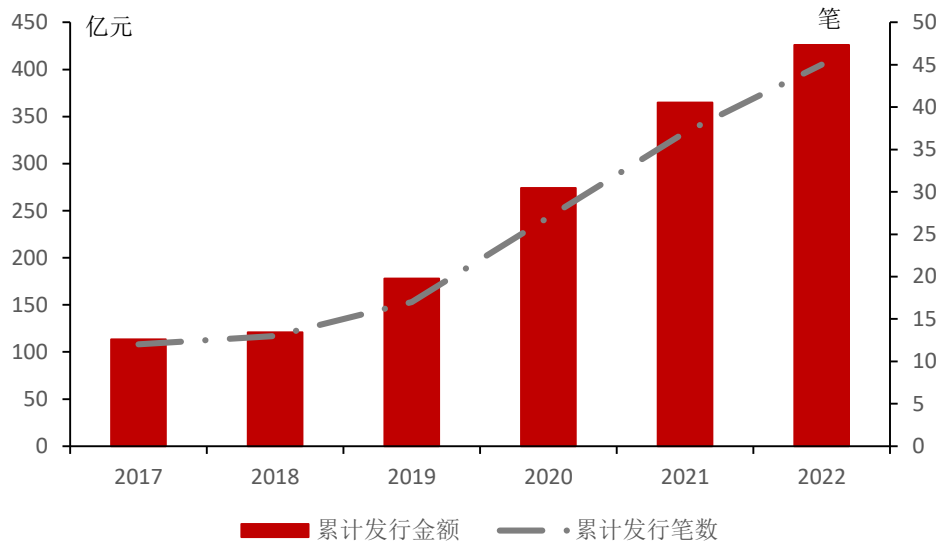
#### （一）国内 PPP 资产证券化现状

第一，PPP 资产证券化市场运行平稳，成长空间广阔。自 2017 年国内首单 PPP 资产证券化项目成功落地以来，PPP 资产证券化市场平稳，规模持续增长。到 2022 年末，我国 PPP 资产证券化产品共计发行了 45 笔，总金额约 432 亿元。从趋势上看，2018 年至 2020 年 PPP 资产证券化市场出现大幅增长，但自 2021 年起增速下降（图 6）。考虑到我国高达 20.88 万亿元投资总额的 PPP 项目存量市场，若以 5% 的渗透率估算，PPP 资产证券化具备万亿空间的市场规模，成长前景广阔，相关上下游业务大有可为。

第二，PPP 资产证券化的运作方式成熟稳定，市场创新仍需持续探索。当前国内 PPP 资产证券化的主要方式是将 PPP 的底层收益权、项目资产和项目公司股权资产以资产支持证券（ABS）及资产支持票据（ABN）的形式在市场中发售。其中，ABN 由中国银行市场交易商协会管理发行，主要面向银行间市场投资者；ABS 由上海证券交易所、深圳证券交易所管理发行，面向证券、基金等机构。根据中国资产证券化分析网数据，截至 2022 年末，国内“PPP+ABS”产品共计发行 40 笔，占比 88.9%，是当前

PPP 资产证券化的主流产品；“PPP+ABN”产品共计发行 5 笔，占比 11.1%。相对于资产支持票据，资产支持证券交易量更大、相对成熟。总体而言，PPP 资产证券化运作模式集中，各类创新运用仍需持续探索。

图 6：PPP 资产证券化金额及发行笔数



资料来源：中国资产证券化分析网（CNABS），中国银行研究院

第三，底层 PPP 项目回报机制集中，主要投向公共服务重点领域。从回报机制来看，可行性缺口补助作为基础资产的回报形式，仍占据 PPP 资产证券化产品的主要地位，其次是政府付费，二者比例较为接近。值得关注的是，在 PPP 资产证券化产品中，政府付费项目占比高于 PPP 项目库中政府付费项目占比（图 7）。从项目行业分布情况看，资产证券化的 PPP 项目投向较为集中，市政工程位居第一，共发行了 202.75 亿元，占已发行资产证券化产品的 46.9%；交通运输位居其次，共发行了 83.79 亿元，占比 19.4%。

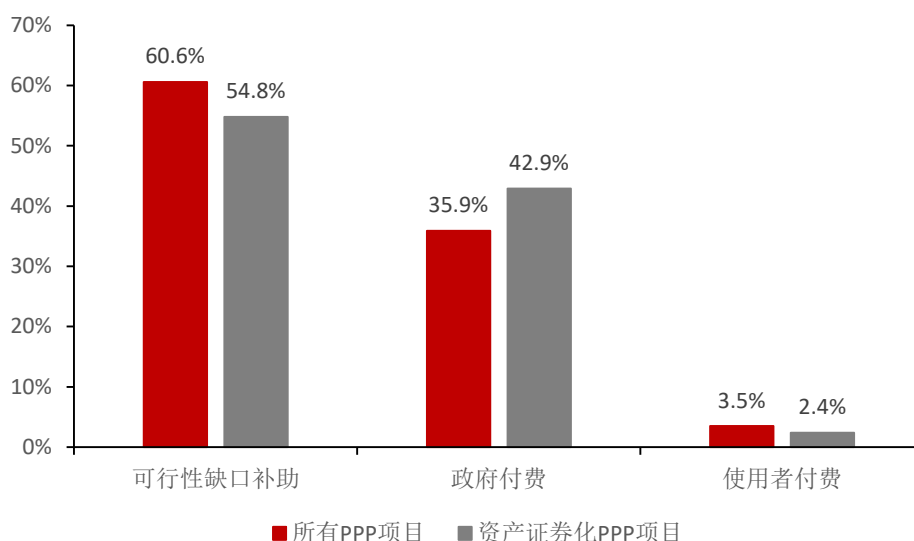
## （二）PPP 资产证券化存在的问题及原因

总体来看，PPP 资产证券化发展仍然相对滞后，体现为三个方面：一是总量不足，



增速不高。2022 年，PPP 资产证券化产品发行规模仅占全国资产证券化市场的 0.31%<sup>3</sup>；自 2021 年起，PPP 资产证券化发行产品笔数及金额已连续两年下降。2022 年发行 PPP 资产证券化产品 8 笔，同比减少 20%；发行总金额 61 亿元，同比减少 33%。二是底层项目市场化支付占比不高。从已发行产品的底层项目回报机制看，实现市场化的使用者付费项目仅占比 2.4%。政府付费或依赖政府补贴项目占比过高。三是公私结构不优，对民营资本的带动效果不佳。目前 PPP 资产证券化底层资产的资本方仍以国资为主，在成功发行的 PPP 资产证券化产品中，社会资本为国资性质的项目占比 85.4%，政策对民营资本的带动作用有限。

图 7：PPP 项目库及资产证券化项目的回报机制占比比较



资料来源：财政部、中国资产证券化分析网（CNABS），中国银行研究院

究其原因，主要有以下几点：

第一，部分 PPP 项目的独特性加大了资产证券化产品的发行难度。一方面，PPP 资产与资产证券化产品间存在期限错配，导致 PPP 项目证券化发行难度较大。资产证券化产品发行一定程度上受限于 PPP 项目的合作期限，底层资产较长的合作期限可能抬高资产证券化产品的政策风险和市场风险。同时，国内资产证券化产品的投资人主

<sup>3</sup> 根据 CNABS 统计，2022 年资产证券化市场供给发行产品 1717 单，发行总规模为 19905 亿元。

要是银行、券商、基金及财务公司，上述机构投资者更偏好中短期产品。另一方面，项目中存在的信息不对称，可能导致资产证券化中的道德风险。PPP项目普遍具有10年以及上的合作期限，需要一个较长的项目验证及绩效评价过程。在缺乏长期质量管控的情况下，资产证券化有可能导致社会资本忽视项目的长期运营质量，并通过资产证券化方式将项目风险转嫁至资本市场，造成PPP项目难以达到最初的设计运营标准。

**第二，PPP资产证券化的操作特点降低了中介机构（主要为券商及基金）承揽、承做的积极性。**PPP项目基础资产标准化存在底层资产确权难等问题。资产证券化需要政府方对PPP项目的付款时间、金额等要素进行确权，出具“确认函”。在疫情的冲击下，部分财政能力较弱的地区难以确保未来的财政收入足以覆盖PPP合同中的财政支出。PPP项目投资范围广、时间跨度长也增加了基础资产标准化的难度。此外，PPP资产证券化实践中的法律关系较为复杂。PPP项目资产转让不仅需要严格遵守相关国有资产转让交易规定以及地方政府债务政策，还应谨慎处理原有债权问题。

**第三，PPP资产证券化政策对市场的引导作用仍有待提高。**尽管相关部委及交易所等机构陆续出台了PPP资产证券化的配套政策，但政策缺乏对市场的系统性支持，且部分流程规则仍需进一步明确。在当前的市场环境下，PPP资产证券化产品规模相对较小，在无明确的产品特色优势时，应加强对市场的培养（例如增加投资的抵退税优惠措施等），提升发行人、投资者的参与热情。由于存量PPP项目政府付费或需地方政府补贴的比例高达97%，资产证券化过程中政府方如何合规地配合业务推进是政策需进一步明的重点。此外，金融机构重视程度有待提高。券商、基金等机构对PPP资产证券化业务重视程度不足。商业银行，特别是中小银行对PPP资产证券化的认识不够，缺乏调动综合经营资源参与资产证券化的能力。

## 四、政策建议

面对PPP资产证券化推进缓慢的现状及部分亟待解决的问题，建议坚持以市场为主导，有效发挥政策的引导作用，创新PPP资产证券化模式，释放PPP模式“促投资”潜力。商业银行作为PPP项目融资的主要参与方，应发挥贴近项目的天然优势，积极

参与 PPP 投融资模式的改革创新。

### （一）鼓励 PPP 项目整体资产证券化

PPP 本身就是公共服务供给机制的创新，PPP 项目的资产证券化必然伴随着收益权或特许经营权的转移，确权是其中不可避免的问题。若将 PPP 项目整体资产证券化，一方面可将地方政府作为直接当事方，以契约方式增加政府方确权的意愿，提高地方政府信用，避免合同执行不足等问题。另一方面能够提高资产证券化工作的灵活性和可控性，将交易成本内部化，降低项目标准化难度，从而提高融资效率。

### （二）适度调整政策，加强 PPP 资产证券化市场培育

要充分发挥政策合力，推动 PPP 资产证券化市场规模扩大，为发行人、投资人提供便捷有效的交易市场；鼓励 PPP 资产证券化产品创新，探索与 REITs 产品的融合。要进一步明确 PPP 资产证券化中的政府行为，消除制度障碍。要适度放宽对民营资本的资产证券化要求，通过完善相关制度，鼓励金融机构提前介入、深度介入，为 PPP 项目资产证券化提供全流程服务，提振民营资本的投资信心与热情，激发民营企业的创新活力。要推广使用者付费模式项目资产证券化，提升项目的自我造血能力，挖掘更多优质的使用者付费项目，并为该类项目的资产证券化提供政策便利。

### （三）强化项目风险监控，规避道德风险

PPP 项目普遍跨越 10 年以上的合作期限，需要精准有力的过程管理。对 PPP 项目风险监控不仅应贯穿于 PPP 项目的识别、准备、采购等阶段，在完成资产证券化产品上市发行后，还应持续加强运营监控，规范 PPP 项目运作，降本增效。与此同时，要进一步健全 PPP 统一透明的行业与项目监管规则，依托政府监管、PPP 信息公开平台、事中事后评价与监督问责机制等有效手段，规避暗箱操作，预防项目“烂尾”。可充分利用市场化手段（如增加投资者回售权利条款、阶梯式付款机制等），增加对社会资本的资产证券化售后约束，提高违约成本。

### （四）商业银行应积极参与 PPP 投融资模式的改革创新

当前银行信贷仍是 PPP 项目融资的主要渠道，商业银行具有丰富的 PPP 项目融资经验，也更加贴近 PPP 项目市场。建议商业银行充分发挥综合化优势，积极参与 PPP 投融资模式的改革创新。发挥贴近市场的优势，为 PPP 项目提供从识别、准备、采购到执行的全流程融资结构设计；鼓励银行联动券商参与 PPP 资产证券化项目，充分挖掘存量 PPP 资产的证券化潜力，盘活存量资产；依托丰富的项目实践经验，为 PPP 政策制定及融资创新提供建议，共同推动 PPP 模式的高质量发展。

