

研究报告

2017 年第 132 期

2017.12.13

执笔人：杨荥

邮箱：yangxing@icbc.com.cn

近期 PPP 项目规范政策解读及对 2018 年基建投资的影响分析

要点

- 2017 年 11 月，财政部、国资委先后发文，规范 PPP 综合信息平台项目库的管理，加强中央企业 PPP 业务风险管控。
- 上述文件的意图在于进一步加强监管，清理 PPP 领域的风险分配不合理、明股实债、政府变相兜底、重建设轻运营、绩效考核不完善、社会资本融资杠杆倍数过高等行为，将使 PPP “项目库”质量进一步提高，央企参与 PPP 项目向规范与有序方向发展。但在 PPP 项目已成为地方政府融资重要渠道的背景下，也可能使 PPP 项目退库数量增加，央企尤其是建筑类央企参与 PPP 项目的投资热情受到抑制，“PPP 基金”发展空间进一步收窄。
- 我们认为，2018 年财政政策的重点将会进一步转向改善收入分配和盘活存量资金，叠加监管政策对金融领域和 PPP 领域从严规范影响，地方政府在基建投资上的支持力度可能有所减弱。综合上述因素，预计 2018 年基建投资增速回落的趋势仍将延续，可能会低于 15%。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

近期 PPP 项目规范政策解读及 对 2018 年基建投资的影响分析

11 月 16 日，财政部下发《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》（财办金〔2017〕92 号，以下简称“92 号文”），加强对 PPP 综合信息平台项目库的管理。17 日，国资委下发《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》（国资发财管〔2017〕192 号，以下简称“192 号文”），加强中央企业 PPP 业务风险管控。上述文件的意图在于进一步加强监管，限制 PPP 领域的风险分配不合理、明股实债、政府变相兜底、重建设轻运营、绩效考核不完善、社会资本融资杠杆倍数过高等行为。在 PPP 项目已成为地方政府融资重要渠道的背景下，预计上述政策将对 2018 年基建投资增速产生一定影响。

一、近期 PPP 项目监管政策主要内容

（一）财政部 92 号文：明确 PPP 入库原则和负面清单。根据财政部 PPP 中心数据，截至 2017 年 9 月末，财政部全国 PPP 综合信息平台项目库合计 14220 个，累计投资额 17.8 万亿元。而此次 92 号文要求对项目库中存在以下 7 种情况的 PPP 项目集中清理，并要求 2018 年 3 月 31 日前全部清理完成：

（1）不适宜采用 PPP 模式实施。包括不属于公共服务领域，或涉及国家安全或重大公共利益等。（2）前期准备工作不到位，未按规定履行相关审批手续的。（3）未按规定开展“两个论证”（物有所值评价或财政承受能力论证）。（4）不宜继续采用 PPP 模式实施，如入库之日起 1 年内无实质进展的，未进入采购阶段但所属本级政府当前及以后财力已超过 10% 上限的等。（5）不符合规范运作要求。包括未转型的融资平台作为社会资本方；采用 BT 方式实施；未按时足额



缴纳项目资本金、以债务性资金充当资本金或由第三方代持社会资本方股份的。

(6) 地方政府违法违规举债担保、承诺固定收益、回购本金或兜底损失等；(7) 未按规定进行信息公开。

表1 清理已入库项目具体要求

不宜采用 PPP 模式实施	不属于公共服务领域，政府不负有提供义务的，如商业地产开发、招商引资项目等；因涉及国家安全或重大公共利益等，不宜由社会资本承担的；仅涉及工程建设，无运营内容的；其他不宜采用 PPP 模式实施的情形。
前期准备工作不到位	新建、改扩建项目未按规定履行相关立项审批手续的；涉及国有资产权益转移的存量项目未按规定履行相关国有资产审批、评估手续的；未通过物有所值评价和财政承受能力论证的。
未按规定开展“两个论证”	已进入采购阶段但未开展物有所值评价或财政承受能力论证的（2015年4月7日前进入采购阶段但未开展财政承受能力论证以及2015年12月18日前进入采购阶段但未开展物有所值评价的项目除外）；虽已开展物有所值评价和财政承受能力论证，但评价方法和程序不符合规定的。
不宜继续采用 PPP 模式实施	入库之日起一年内无任何实质性进展的；尚未进入采购阶段但所属本级政府当前及以后年度财政承受能力已超过10%上限的；项目发起人或实施机构已书面确认不再采用 PPP 模式实施的。
不符合规范运作要求	未按规定转型的融资平台公司作为社会资本方的；采用建设-移交（BT）方式实施的；采购文件中设置歧视性条款、影响社会资本平等参与的；未按合同约定落实项目债权融资的；违反相关法律和政策规定，未按时足额缴纳项目资本金、以债务性资金充当资本金或由第三方代持社会资本方股份的。
构成违法违规举债担保	由政府或政府指定机构回购社会资本投资本金或兜底本金损失的；政府向社会资本承诺固定收益回报的；政府及其部门为项目债务提供任何形式担保的；存在其他违法违规举债担保行为的。
未按规定进行信息公开	违反国家有关法律法规，所公开信息与党的路线方针政策不一致或涉及国家秘密、商业秘密、个人隐私和知识产权，可能危及国家安全、公共安全、经济安全和社会稳定或损害公民、法人或其他组织合法权益的；未准确完整填写项目信息，入库之日起一年内未更新任何信息，或未及时充分披露项目实施方案、物有所值评价、财政承受能力论证、政府采购等关键信息的。

同时，为推动 PPP 项目由重建设向重运营转变，92 号文在推动项目建立按效付费机制方面采取了以下举措：（1）要求政府付费与项目绩效考核结果挂钩，防止政府对项目各项支出承担无条件的支付义务，使 PPP 异化为拉长版 BT。（2）要求政府承担的项目建设成本与运营成本均应根据绩效考核结果进行支付，且建设成本中参与绩效考核的部分占比不得低于 30%。（3）要求政府付费应在项目合作期内连续、平滑安排，防止为多上项目将财政支出责任过度后移，加剧以后年度财政支出压力、导致代际失衡，同时也防止将财政支出责任集中前移，使社会资本快速回收大部分投资从而可以实现早期退出。

（二）国资委 192 号文：加强央企 PPP 风险管控。据统计，截至 2017 年 9 月底，国有独资和控股企业占财政部示范项目签约资本的比例为 58.16%，而民营企业仅占 34.75%，其中央企及下属企业是 PPP 市场最主要的社会资本。此次

192 号文要求央企健全 PPP 业务管控体系，妥善开展 PPP 业务。同时，与 10 月份的《关于加强中央企业 PPP 业务财务风险管控的通知》（征求意见稿）相比，最终下发的 192 号文部分条款有所调整。具体要点如下：

（1）**明确净投资上限：**央企对 PPP 项目的净投资不得超过上年度集团合并净资产的 50%（此前征求意见稿要求建筑类央企不超过 40%，非建筑企业 20%）；

（2）**风险控制更加严格：**集团统一审批 PPP 业务（征求意见稿为 10 亿元以上或子公司资产总额 5%以上），资产负债率高于 85%或连续两年亏损的子公司不得开展 PPP 业务（此前征求意见稿为 90%）；

（3）**实施终身责任追究制：**明确对 PPP 业务重大决策实施终身责任追究制；

（4）**落实项目资本金：**央企不得参与付费来源缺乏保障的项目，不得通过引入“明股实债”类股权资金或购买劣后级份额等方式承担本应由其他地方承担的风险。在 PPP 项目股权合作中，不得为其他方股权出资提供担保、承诺收益等。

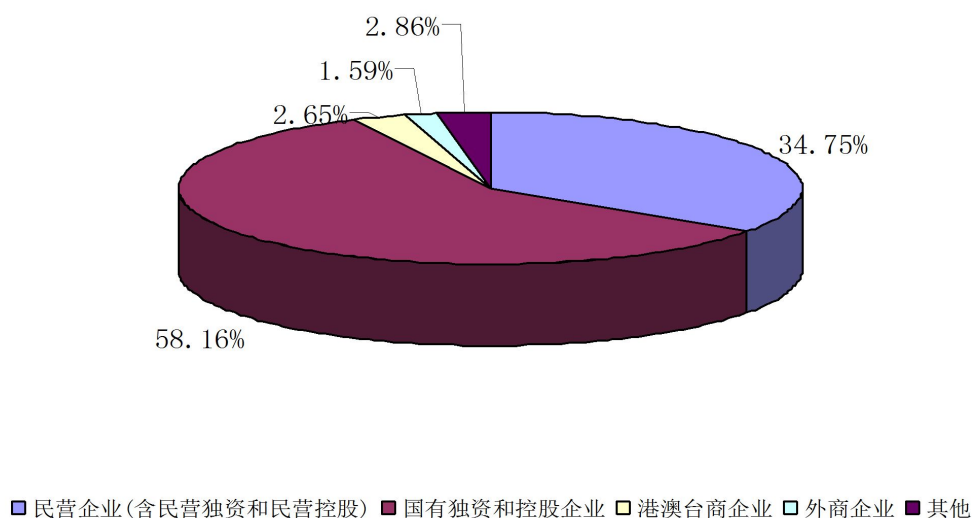


图 1 财政部示范项目中签约资本结构图（2017 年 9 月）

二、上述监管政策对 PPP 领域产生的影响

（一）财政部 92 号文重在限增量，查存量，严格 PPP 项目入库标准，同近



年来降低地方政府债务风险、金融行业去杠杆的趋势保持一致。文件的出台表明政府对 PPP 项目政策导向的三个转变：一是从单纯关注项目落地数量，向关注项目规范性转变。二是从重视增量项目，向更加重视存量项目转变。三是从关注短期效益，向关注中长期效益转变。预计将对 PPP 领域产生以下影响：

首先，PPP“项目库”质量进一步提高，PPP项目向规范与有序方向发展。

近年来，在中央政策促进和供给侧改革的牵引下，地方政府和社会资本对投资 PPP 项目热情高涨，我国 PPP 市场在短短4年之内，达到了17.8万亿的规模。但同时，部分地区也出现了 PPP 泛化滥用的现象，一些地方借 PPP 模式搞变相融资，不仅影响了国家推行 PPP 政策的效果，也增加了地方债务的风险隐患。此次92号文规定，对新申请纳入项目管理库的项目进行严格把关，优先支持存量项目，审慎开展政府付费类项目。目前项目库14220个项目中，政府付费类项目4990个，占项目总数比例已超过1/3。该类项目中政府财政支出责任较重，其他项目也容易打着“PPP”名号，包装成政府付费类项目。未来，将严格对政府付费类项目的审批，防止大批项目包装成政府付费类 PPP 项目，造成基础设施过度建设，减少未来地方财政债务风险。

第二，从区域来看，中西部省份受影响较大。部分财力雄厚的直辖市及计划单列市，如上海、深圳、厦门，截至2017年9月底，三地执行当中的 PPP 项目投资额分别为16亿、16亿、19亿元。这些省市加杠杆的需求不大，对 PPP 项目标准把握得比较严格，如上海2016年还在大幅削减存量债务，深圳2016年新增政府债券的额度未用满。与之相反，部分中西部省份则在大力借用 PPP 模式来推进省内基建项目。如湖南，截至2017年9月底执行中的526个 PPP 项目，整体投资规模超8000亿元，其中有167个市政工程项目，63个交通运输项目。同期贵州执行中的435个、投资额总计7742亿元项目中，市政工程、交通运输、城镇综合开发类项目数量居前。未来，随着92号文对已入库项目分类施策、新入库项目严格把关以及不合格项目集中清退等规定的落实，中西部省份政府参与 PPP 的热情也将受到限制。

第三，“PPP基金”发展空间进一步收窄。目前，我国多数 PPP 投资的基金

公司并不具备项目的建设运营能力，为了规避相关风险，多采用“明股实债”的方式进行投资；2017年财政部“50号文”和“87号文”¹发布后，以政府或政府平台公司为回购主体的做法得到了遏制；这些基金逐步将回购主体转向了央企、上市公司等财力雄厚的社会资本，用股东借款、明股实债的方式为社会资本方筹集项目资本金。而根据92号文规定，“以债务性资金充当资本金或由第三方代持社会资本方股份”的项目未来将难以入库，传统债务型基金参与 PPP 项目的方式严格受限，缺乏项目监管能力的“PPP 基金”发展空间明显收窄。

（二）国资委192号文重在防表外、降杠杆，对央企 PPP 业务严控总量，规范管理。实践中，央企参与 PPP 项目常见的违规现象有“财政化”（央企违背经济性原则参与 PPP 项目）、“金融机构化”（央企依托融资便利优势，提供融资服务，背离主业）和“业务出表”（央企通过参与 PPP 项目隐藏负债、虚增资产）等情形²。上述三种现象或不符合 PPP “风险共担、利益共享”的股权精神，或不符合国资委对于央企进行规范管理的相关规定。本次192号文体现了国资委对 PPP 项目的审慎推进要求，预计将产生以下影响：

第一，控制杠杆率、防止高债务。此次192号文进一步明确了风险红线，要求央企要严格遵守国家重大项目资本金制度，合理控制杠杆比例，做好拟开展 PPP 项目的自有资金安排，落实项目股权投资资金，不得通过引入“名股实债”类股权资金或购买劣后级份额等方式承担过多风险。债权资金安排方面则要在争取各类金融机构长期低成本资金支持的同时，匹配好债务融资与项目生命周期。对央企 PPP 项目运营安排、退出机制等方面也提出了要求。因此，在严格的风控标准之下，预计前期有些签约项目可能无法落地，而未来可以落地的项目虽然数量减少，但总体品质应有所提升。

¹ 财政部 50 号文：关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知；财政部 87 号文：关于坚决制止地方政府以政府购买名义违法违规融资的通知。

²“财政化”是指央企违背经济性原则，参与投资回报率过低、甚至付费来源缺乏保障的 PPP 项目。从近期文件规定来看，这类项目即便属于公共服务领域，却不适合市场化运作，应当清退出库，转由财政资金专门投入支持。此外，由于现行规定严厉禁止地方财政（或未退出融资平台的地方国企）出资作为产业基金劣后方、变相举债，一些地方为了吸引社会资本参与，在 PPP 股权项目中引入信誉度高的央企，为其他方提供担保、承诺收益等。

“金融机构化”是指央企利用自身信用等级高、融资便利的优势，盲目举债投资或为其他市场主体提供融资服务，背离经营主业。实践中，有些非金融类的央企子企业，通过认购产业基金优先级等方式投资 PPP 项目，但不参与建设或运营，实际是扮演融资提供方角色。

“业务出表”是指央企针对国资委的资产负债率等考核，通过参与 PPP 项目、将杠杆转移至项目公司实现负债出表，或将低负债率项目公司并表、以降低自身资产负债率。



第二，将有效控制和防止央企参与 PPP 的投资冲动和投资风险。192号文从加强央企的投资管理和参与 PPP 项目的行为管理入手，对央企当前缺乏有效控制的对外投资行为进行了约束和规范，对可能出现的名不符实的 PPP 业务进行了严格管控。可以预见，央企将启动一轮彻底的清查整改工作，可能带来 PPP 市场回报水平的波动，并进而影响未来 PPP 市场的投资。其中，192号文对建筑央企的影响可能最大。建筑央企目前是 PPP 市场的主要力量。据统计，2014年以来，中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国电建、中国能建、中国中冶、中国化学八大建筑央企中标 PPP 项目的总规模约为5-6万亿元。假设平均出资40%（考虑直接出资和购买基金中的份额），则5.5万亿总规模的 PPP 项目需出资资本金约5500亿元。而按照50%的资本红线计算，截至2017年6月八大建筑央企净资产合计为1.12万亿元（预计2017年末达到1.2万亿元），则八大建筑央企对 PPP 项目的净投资规模应限制在6000亿以内。因此，现阶段八大建筑央企的净投资额度只有500亿元，按照规定的杠杆比例推算，即使考虑到未来施工利润留存导致净资产的增加，预计未来三年的八大建筑央企的投资空间也将受限在一万亿以内。

三、对 2018 年基建投资的影响分析

首先，PPP 项目已成为基建投资的重要资金来源。根据财政部数据，截止 2017 年 9 月末，全国已执行落地项目 2388 个，投资额 4.1 万亿，落地率 35.2%。从 2016 年以来，PPP 项目落地规模不断扩大，对基建投资支撑力度不断增强。

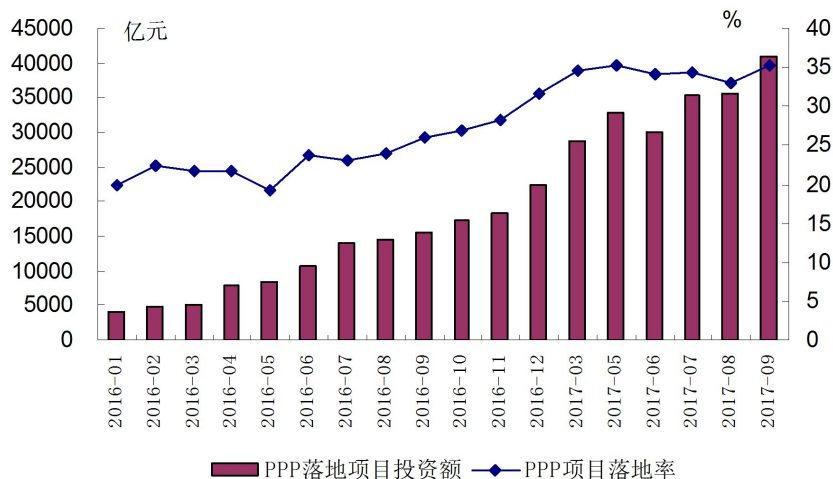


图 2 PPP 落地项目投资额和项目落地率（2016.01-2017.09）

行业方面，市政工程、交通运输、生态建设和环保 3 类项目数量占居前三位，合计占管理库比例 58.6%，这三大行业项目落地数量也位于前三，占落地项目总数的 63.5%。从投资总额看，市政工程、交通运输、城镇综合开发项目位居前 3 位，分别达 3.19 万亿、3.03 万亿和 1.07 万亿，合计占全国比重达 72.2%。

地区方面，山东（含青岛）、河南、内蒙古、湖南和新疆项目数位居前列，合计占全国项目总数的 41.6%；从项目投资额分布看，湖南、贵州、云南、河南和山东投资额位于前 5 位，合计占全国总投资的 37.2%。

项目回报机制来看，使用者付费项目 1384 个，投资 1.6 万亿，分别占管理库的 20.4%和 16.3%；政府付费项目 2679 个，投资 3 万亿，分别占到 39.5%和 29.4%；可行性缺口补助（政府市场混合付费）项目 2715 个，投资 5.5 万亿，占比达 40.1%和 54.3%。

其次，PPP 监管趋严将对 2018 年基建投资产生下行压力。

一是 PPP 项目退库数量增加。据财政部 PPP 中心数据，2017 年累计新入库项目 3933 个，退库 973 个，净增 2960 个。2017 年三个季度的 PPP 项目库进出比（新入库项目/退库项目）分别为 8.66、7.21、2.05。随着 92 号文和 192 号文对 PPP 项目的清理，预计下阶段会有更多的项目退出 PPP 项目库。

二是 PPP 项目后续融资的难度加大。从当前基建投资/财政支出比重看，这一比例已经接近 85%，创下历史新高。这意味着从财政拉动基建的角度看，公共财政支出已经快要达到极限。事实上，自 2015 年以来，基建投资同比增速已经持续下行，自 20%以上增速降至 16%左右增速（2017 年 1-10 月为 15.85%）。2016 年以来基建投资的新增资金来源主要来自地方债发行、国开行 PSL、PPP 相关投资等，我们认为，随着监管政策对 PPP 项目的全面清理，国开行资金来源放缓，产业基金、政府购买服务、明股实债等变相融资方式全面受限，后续再融资的不确定性大大提高。



表 2 基础设施建设投资余额和累计同比增速

时间	基础设施建设投资:累计值(亿元)	设施建设投资:累计同比(%)
2003-12	13,694.30	
2004-12	17,507.46	24.86
2005-12	22,244.86	27.05
2006-12	26,991.81	21.36
2007-12	31,362.00	16.19
2008-12	38,468.71	22.67
2009-12	54,695.67	42.16
2010-12	64,808.03	18.47
2011-12	66,945.87	6.48
2012-12	77,171.70	13.70
2013-12	93,621.02	21.21
2014-12	112,174.48	20.29
2015-12	131,265.37	17.29
2016-12	152,011.68	15.71
2017-10	140,811.04	15.85

我们认为,2018 年财政政策可能仍将保持适度宽松,预计 2018 年财政支出年均增速在 7.0%左右,赤字率控制在 3%以内,但财政政策的重点将会进一步转向改善收入分配和盘活存量资金,同时出于去杠杆、防风险的考虑,监管政策对金融领域和 PPP 领域从严规范,受此影响,地方政府在基建投资上的支持力度可能有所减弱。综合上述因素考虑,我们预计基建投资回落的趋势可能仍将延续,2018 年基建投资增速可能会低于 15%。