

PPP 资产证券化风险思考

邓冰

PPP 资产证券化以 PPP 项目未来所产生的现金流为基础资产，是一种类固收产品，由于有政府信用嵌入在项目中，具有低风险、回报稳定的特点，从风险程度来看，属于较为安全的资产。PPP 资产证券化与一般资产证券化区别在于：政策约束性强、基础资产广、保障力度大。对于 PPP 项目参与企业而言，优势在于：拓宽融资渠道、降低融资成本、优化财务状况、丰富退出方式。本文将从两个层面对 PPP 资产证券化风险进行分析探讨，试图构建一种新的思考模式，对 PPP 资产证券化的风险防范提供一个新的视角。

全面风险管理框架下的 PPP 资产证券化风险分析

一般而言，全面风险管理是指企业围绕总体经营目标，通过在企业管理的各个环节和经营过程中执行风险管理的基本流程，建立健全全面风险管理体系，包括风险管理策略、风险防控措施、风险管理的组织职能体系、风险管理信息系统和内部控制系统，从而为实现风险管理的总体目标提供合理保证的过程和方法。这虽然是基于企业管理的风险框架，在 PPP 的资产证券化过程当中仍然具有一定的借鉴意义。在风险管理实践中，一个企业内部不同部门或不同业务的风险，有的相互叠加放大，有的相互抵消减少。因此，企业不能仅仅从某项业务、某个部门的角度考虑风险，必

须根据风险组合的观点，从贯穿整个企业的角度看各种证券化方式的整体和系统风险。

(一) 基于不同资产证券化形式的风险分析

1. PPP 的信贷资产证券化风险。PPP 的信贷资产证券化主要是指在 PPP 项目中，项目公司或金融机构作为发起机构，将银行业金融机构在 PPP 项目中的信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行收益证券，以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动。信贷资产证券化的特点是以设立信托的方式实现风险隔离，信托机制的法律特性使得信贷资产证券化在理论上能够实现完全的风险隔离。

2. PPP 的企业资产证券化风险。PPP 的企业资产证券化是证券公司以专项资产管理计划为特殊功能公司 (SPV)，以计划管理人身份面向投资者发行资产支持受益凭证，按照约定，用受托资金购买原始权益人能够产生稳定现金流的基础资产 (包括信贷资产、信托收益权、基础设施收益权、企业应收款等)，将该基础资产的收益分配给受益凭证持有人的专项资产管理业务。2月3日，“太平洋证券新水源污水处理服务收费收益权资产支持专项计划”在机构间私募产品报价与服务系统成功发行，成为市场首单落地的 PPP 资产证券化项目，采取的就是这种方式。显然，企业资产证券化专

项计划能够实现一定程度的风险隔离，其是以专项计划购买基础资产的方式实现基础资产与原始权益人的隔离，但专项计划本身并不具有法人资格，实际是以管理人 (证券公司) 的名义购买基础资产。

3. PPP 的资产支持票据 (ABN) 风险。资产支持票据是非金融企业在银行间债券市场发行的，由基础资产所产生的现金流为还款支持的，约定在一定期限内还本付息的债务融资工具。ABN 不强制要求设立 SPV，很多项目都是由原始权益人直接作为 ABN 的发行人，实质上是一种资产担保证券。ABN 基本上不具有风险隔离机制。为了控制风险，公开发行人需要双评级，审核方式不同于信贷资产证券化和专项计划的核准制，采取的是注册制。

(二) 基于资产证券化风险类别与性质的风险分析

1. 政策及法律保障体系风险。由于政策、法律法规的修订或颁布，导致原有项目合法性、合同有效性发生变化，给 PPP 项目的建设、运营以及管理带来影响，甚至直接导致项目失败，这是系统性风险，属于国家重大的政策性、方向性风险。此外，政府的信用风险也是属于政策风险框架内的因素。某些地方政府为加快当地基础设施建设，有时会与合作方签订一些脱离实际、为当地经济发展服务的合同条款，一旦项目建成后，政府难以履行合同，或者社会资本

方难以保障其权益，也是PPP项目资产证券化的政策性风险之一。

2. 项目运营风险。现有的PPP项目在进行融资价值评价阶段中，主要的风险来自于做物有所值或长期收益分析时，标准和决策流程如何细化还不明确，可能导致运营过程中出现问题的概率较大，资产证券化基础还不够扎实。此外，目前落地的PPP项目大多模式较为简单，不会从一开始就设计按照后期寻求资产证券化的渠道去融资，而相对复杂的PPP项目，像污水、地下管廊等等，社会资本方可能有一定的前瞻性和积极性去设计资产证券化方案提前介入，但政府方又不是很愿意采用这种方法，因为不容易理解，而且审核程序复杂，在当前项目落地考核较受重视的环境下，加之政府和咨询机构专业人员较为缺乏的情况下，通过率并不高。

3. 信息披露风险。从目前已经开展的非PPP项目的资产证券化情况来看，资产证券化涉及的基础资产数量较多，交易结构较为复杂，但是交易信息披露却不够，导致投资者无法更好地了解资产证券化的风险，投资者难以进行内部评级。PPP项目由于生命周期更长，涉及信息披露的环节和要素更多，目前尚无明确的法律和制度规定进行指引，加上资产证券化的非公开发行方式，导致信息披露存在暗箱操作的空间，可能影响产品定价和收益的保障。

4. 投资者适当性风险。不同的证券化方式，投资者的区别较为明显。信贷资产证券化主要是公开发行或定向发行，投资者主要是银行间市场投资者；专项计划主要是非公开发行，投资者为合格投资者（数量不超过200人）；ABN主要是公开发行或非公开定向发行，投资者主要为银行间市场投资人或特定机构投资者。

日趋复杂的产品设计和交易结构、分化加剧的行业特征都对投资人的风

险识别和承受能力提出了更高的要求。因此，对于专项计划而言，合格投资者的选择与判断可能存在一定的适当性风险。不同的投资者具有不同的经济实力、产品认知能力以及风险识别与承受能力。专业的投资人面对债券投资过程中可能遇到的各种风险，通常会利用各种方法和手段去了解风险、识别风险，制定风险管理的原则和策略，运用各种技巧和手段去规避风险、转嫁风险，减少风险损失，获取最大收益。散户等中小投资者相对缺乏风险的识别和承受能力，并不适合参与PPP资产证券化产品的认购。

5. 道德风险。PPP资产证券化的道德风险不同于项目建设和招标过程中的道德风险。一方面，优质PPP项目本身的融资来源为低利率、长期限的银行项目贷款，证券化动力不足。目前资质好的PPP项目采用银行项目贷款的方式在项目开工前就能获得80%左右的融资。银行项目贷款的评估体系也越来越趋向于同质化，即依据政府购买服务及配套合规文件评估。银行项目贷款的利率大多为基准及基准上浮10%左右，融资利率较证券化持平甚至更低。对于PPP项目公司来讲，耗费更长时间和更复杂地流程作证券化并不能显著降低成本，甚至成本更高，发行的动力不足。另一方面，批量风险转移下金融机构脱岗离位、跨市场交易的监管套利，也是可能存在的道德风险。道德风险必须通过法律手段来约束，由法律确定一个统一而明确的公共监管者，并建立一套行之有效的监管机制进行实时监控，才能最大限度防患于未然。

PE 逻辑下的 PPP 资产证券化风险分析

PE（私募股权投资）是当前风靡世界的主流投资方式，从某种意义上而言，PE的投资逻辑与PPP有相似之处，如在

项目资本金设置、项目股权安排、项目收益测算、回报率、退出途径等都具有高度的相通性。因此，笔者试着从PE的角度分析PPP资产证券化的风险。

（一）从投资人（LP）的角度看PPP资产证券化的风险。PPP项目的设计很重要的一点是风险的利益分享。利益平稳的结果是公共部门的资金价值最大化，同时让社会资本愿意进入传统公共领域，获取适当的收益。因此，按照投资参与PPP的各方利益诉求来看，宏观层面的风险，比如汇率、财政收入、居民安定等应由公共部门承担，而微观层面的风险一般由社会资本承担。当前优秀的股权投资基金，比较看重的是LP的多元化，因为这样尽管会带来管理的难度，但能化解基金的整体风险。因此，PPP资产证券化的风险分担机制与PE中LP的功能区分有相似之处，在PPP项目融资过程中，投资者的多元化、分层化是化解资产证券化风险的有效手段。

合理的风险分担，对PPP项目和资产证券化而言，同样是很重要的机制安排：政府承担过多或过少的风险，都可能导致项目和资产证券化失败。许多项目的特许经营期限多在10—30年，对社会资本而言，如果过度压低建造成本，那么后续运维成本就会增加，项目总成本反而上升；对政府部门而言，如果当期提高了补贴和补助承诺，就会增加未来支出压力，加大资产证券化流动性兑现困难，或加大地方债务风险。

（二）从发起人（GP）的角度看PPP资产证券化的风险。GP作为股权基金的管理者，是基金资产的操盘者，负责资金的募集、项目投资、投后管理和投资退出。从GP的思考角度而言，PPP资产证券化应该具备可操作性、可复制性和可追溯性。

相对于PE基金而言，不同的资产证券化方式，PPP的资产证券化受监管

PPP：提升国家治理能力的机制变革

陈素娥

党的十八届三中全会提出“推进国家治理体系和治理能力的现代化”，这是我国全面深化改革最为核心的部分。提升国家治理能力，不仅要求拥有公权力的主体改善对治理对象的规制、管理和调整的行为，更要优化设计和构建作为治理主体的公权力自身的内在结构。这意味着，国家治理的现代化要重构治理主体和治理机制，主要包括实现治理主体的多元化、多元主体的责任共担、多元共治的和谐关系三个方面。而PPP正是解决财政困境，推进国家治理能力

现代化的重要工具之一。

(一)PPP本质上体现“国家治理”的内涵。从治理的本质来看，治理要求政府与非政府的合作，要求公共机构与私人机构的合作。在国家治理中，社会公共事务秩序化是在互动和双向沟通的过程中实现的，不同的利益主体得以协调并持续联合采取行动。PPP是公共部门与私人部门在基础设施及公共服务领域建立的一种长期合作关系。从参与主体来讲，PPP是公共部门与私人部门的合作，也是政府与非政府的合作，

具体到某个项目，是具体的某一个或几个公共机构与私人机构的合作。PPP模式的实施是在双向沟通和互动过程中进行的，也正是社会公共事务秩序化的过程。公私合作伙伴关系的持续，更是不同利益长期持续协调的结果。显然，PPP本质上与“国家治理”的涵义一脉相承。

(二)PPP模式的推广是重构治理主体的重要推手。从某种程度上讲，我国现阶段大力推行PPP模式，是政府债务倒逼的结果。据统计，2010年

的部门不同，因而需要针对性地制定不同的方案，选择参与主体，这是对金融市场资源的持续整合能力，需要GP具有很强的金融市场运作能力。如果项目公司或发行主体中不具备金融专业人员，仅依靠外包服务的方式，证券化的效果可能会大打折扣。实现PPP项目股权证券化方式退出，也将是PPP资产证券化乃至整个国内PPP发展历程中的重要进展，这对项目公司的团队建设和人员素质提出了很高的要求，也是风险控制环节中核心的要素。

(三)从监管者的角度看PPP资产证券化的风险。由于目前国内资产证券化产品流动性相对较差，尽管存在一定的流动性溢价，但其整体收益率较其他固定收益产品并不具备明显优势，对投

资者的吸引力也比较有限，这也是制约PPP资产证券化进一步发展的因素。对监管者而言，三套不同的证券化模式，尽管在某种程度上会带来“监管竞优”的效果，但在很大程度上可能导致本质相同的证券化融资会受到不同的法律调整，造成监管重叠或监管套利，或者发生监管冲突而阻碍交易的进行。因此，随着PPP资产证券化市场规模的迅速扩大，这些不确定的法律风险和不同监管机制的交叉，对巨大体量的PPP资产退出通道的影响是不容忽视的。比如证券化操作必须配套的一些制度，如财产信托登记、变更手续、会计规则、税收处理等，如果不形成高层次的立法而停留在一事一议的阶段，将难以对PPP资产证券化的大规模推广形成推动力。

PPP是公共服务供给机制的重大创新，PPP不仅是一个投资工具，更是国家全面深化改革的抓手。随着PPP操作日渐规范，证券公司等机构对该领域从原来的谨慎观望已经变为开始付诸行动。可以预见，PPP资产证券化在这个领域将得到很好的应用。PPP资产证券化的发展是一个循序渐进的过程，伴随而来的是其风险的演变过程。通过全面风险管理的框架和PE的逻辑，对PPP资产证券化的风险防范进行思考或许是一个新的视角，如条件具备，可开展必要的数据分析和模型构建，为PPP资产证券化的规范发展提供有益的参考。

(作者单位：北京大学金融与产业发展研究中心)

责任编辑 廖朝明