

PPP 基金导致“高杠杆”和“不并表” 加剧债务风险问题解析

姜威

产业投资基金，是指一种对未上市企业进行股权投资和提供经营管理服务的利益共享、风险共担的集合投资基金，投资PPP项目的为PPP产业投资基金（简称PPP基金）。基金的资金来源多为政府、金融机构及实业资本等，待基金存续期结束时，普遍采用政府回购、份额转让等方式退出。从本质属性看，PPP基金属于私募股权基金。PPP基金的投资方式有利有弊，在全社会杠杆率较高的大环境下，这一方式可能加剧系统性债务风险，需要予以关注。

PPP 基金的分类

从发起主体角度看，PPP基金一般可分为政府主导、金融机构主导和社会企业主导。政府主导的PPP基金，通常是由省级政府和地方政府以子母基金模式进行操作的。省级政府与金融机构发起成立省级母基金（引导基金）。母基金与地方政府、金融机构共同成立子基金投资于PPP项目，并由地方政府作为劣后方。这一模式贯通省政府和地方政府，政府资信高，可吸引更多银行等金融机构的参与。结构如图1所示。

金融机构主导的PPP基金（见图2）多是由银行等大型金融机构作为发起人，与地方政府共同成立专项资管计划，由资管计划再与实业资本出资成立PPP基金。从国内已运作的项目来，这类实业资本多为大型集团企业，具备较强风险承担能力。

实业资本主导的PPP基金（见图3）是由实业类企业作为重要发起人，这类模式中基金出资方没有政府，相比于前两种模式，企业要承担更大的风险，但项目运作的灵活度更大。

此外，从法律组织形式角度看，PPP基金可分为公司型、契约型和有限合伙型三种，如中国政企合作基金股份有限公司即为公司型基金。各种类型的基金都具有一定的特点，如会计核算方面各有不同，但也有共性，如结构化设计、杠杆性等。

PPP 基金导致“高杠杆”和“不并表”

“杠杆”一词用之于不同部门或层次有不同的具体内涵，如政府杠杆、金

融杠杆、非金融企业杠杆等，各自又可进行细分，计算公式也不同。如前文所述，很多产业基金有结构化设计，用来匹配不同的资金属性。结构化设计是导致高杠杆的关键，优先级比例越大杠杆率越高。一般优先级由金融机构认购，劣后级由实业资本或政府方认购。产业基金以股权投资名义进入SPV，但是实际操作中，优先级资金往往要求回购或固定收益，因此金融机构与社会资本或政府方会在基金协议中做出相应的约定。如不考虑受偿顺序等特殊因素，一般将“带回购、固定回报条款的股权性融资”称为“明股实债”，PPP基金也是“明股实债”的典型表现之一，名义的股权投资资金实际是债权投资资金，提升

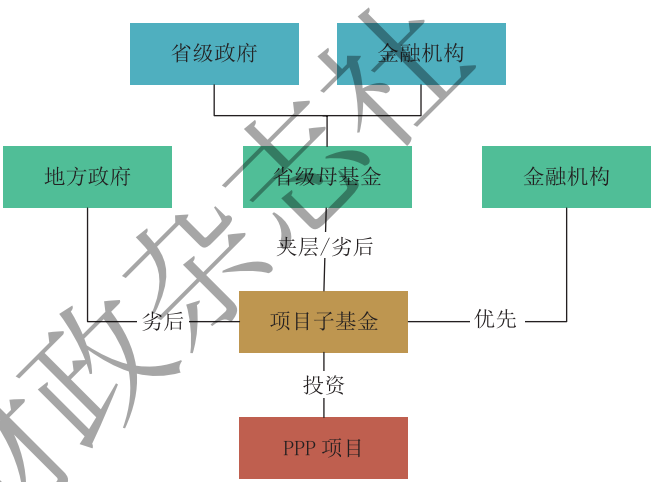


图1 政府主导的PPP产业基金结构图

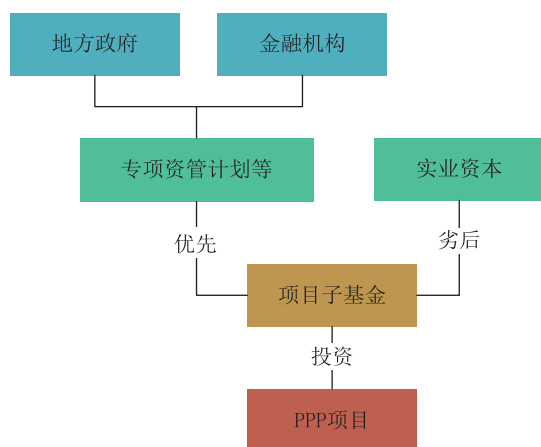


图2 金融机构主导的PPP产业基金结构图

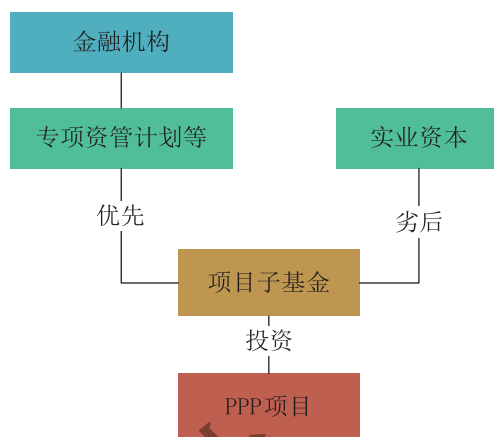


图3 实业资本主导的PPP产业基金结构图

了实际杠杆率。需要说明的一点是，常说的“明股实债”往往是社会资本以股权投资名义出资，再以明文约定或“抽屉协议”形式约定固定收益或回购安排，相比之下，PPP基金的“明股实债”做法多嵌套了一层。

按照《企业会计准则第33号——合并财务报表》相关规定，企业合并报表范围以“控制”为基础衡量，如果不对产业基金或SPV存在企业会计准则中的“控制”，不需要合并SPV报表。因此，在基金层面，只有实业资本可能合并PPP基金的财务报表，在目前缺乏相应明确规范要求的情况下，政府一般不编制合并报表。同理在SPV层面，为避免负债率高企，实业资本一般会尽量不合并报表，特别是对当下负债率已普遍较高的国企更是如此。

那么，“高杠杆”和“不并表”将带来哪些影响呢？首先，杠杆和不并表的安排本身是中性的，从不同视角看各有优劣。从正面看，产业基金是项目融资最有效的方式之一，对于基金发起方来说，杠杆可以以较少的资金投资较大的项目，“不并表”可以优化名义的资产负债结构，方便融资。从负面看，杠杆可能造成系统性债务风险。在公司制基

金中，投资人一般以其出资额为限对公司债务承担有限责任。在有限合伙制基金中，实业资本一般以子公司和金融机构合资设立基金管理公司的方式来规避一般合伙人的无限连带责任。在基金合同中，如果约定了政府或实业资本进行回购，则风险全部转嫁给了回购方，财政和实业资本的风险会因为杠杆的增加而增加。如果没有回购安排，出现项目运营受阻，出现大规模亏损，且出资比例最高的金融机构没有增信保障的情况，金融机构将遭受最大损失，继而引发系统性金融风险。“不并表”导致债务较难全面纳入监管，加剧了这一风险。

其次，目前我国的社会整体杠杆水平增速处于需要予以关注的水平。根据中国社会科学院《中国国家资产负债表2015》分析，截至2015年底，我国债务总额为168.48万亿元，全社会杠杆率为249%。与美、英、法等发达国家相比，这一水平并不算高。但从全社会杠杆率的变化情况看，在2014年有所放缓之后（2013年提高17个百分点，2014年仅提高3.5个百分点），2015年又再次加快，全年提高13.6个百分点，这一趋势性变化需要引起我们的警惕。结构上，2015

年末非金融企业的杠杆率为131.2%（不含地方政府融资平台），比2014年提高7个百分点，而2014年较2013年仅提高1个百分点，表明非金融企业部门加杠杆的趋势非但没有得到有效的遏制，反而呈现进一步加剧的态势。

相关政策建议

针对“高杠杆”问题，建议在去杠杆和保持经济稳定增长之间寻找合意均衡点。考虑到我国目前所处的发展阶段以及经济下行压力仍将长期存在的现实，和PPP项目在国民经济贡献中的地位，至少在中期内，社会总体杠杆率和PPP项目参与方的杠杆率还将处于上升的趋势中。也正因如此，去杠杆将是一个长期的过程。首先应该做好数据监测，以政府和企业法人为单位掌握其负债水平；设置有效的监测指标，如负债/区域GDP、负债/财政收入，且应比较滚动的三年绝对数均值和三年增长率均值，便于分析和及时发现、防控债务风险。其次，让杠杆稳中有降。从方式上看，去杠杆主要有六条途径：促进经济增长、造成通货膨胀、用优良资产冲销不良债务、债务核销、资产积累以及现有金融资产价值重估，只有经济增长

北京市多层次养老服务体系 建设问题与发展策略

鄢圣文 | 钱思

“十三五”时期是我国积极应对人口老龄化的重大机遇期。为加快推进社会养老服务体系建设和北京市着力打造新型老年社会福利服务体系和养老服务模式。但是在实际运行中,养老服务体系建设和完善北京市多层次养老服务体系及照料保障制度,推进养老服务业综合改革迫在眉睫。因此,必须加强具有首都特色养老服务事业的顶层设计,加快完善多层次养老服务体系及保障制度建设,助推大众创业、万众创新进入广阔的社会保障服务领域。

北京市多层次养老服务体系建设问题分析

1. 居家养老服务

居家养老服务是当前主要的养老方式,服务对象以非高龄、自理能力尚可的老年人为主,服务内容包含生活照料、家政服务、康复护理、医疗保健、精神慰藉等,以上门服务为主要形式。根据北京市确立的“9064”养老模式,未来

将有90%的老人进行居家养老。自2009年以来,北京实施“九养政策”,通过万名“孝星”评比、发放居家养老券、建立养老餐桌等政策措施,为居家养老提供助力和支持。2016年,市财政安排专项预算11.61亿元用于养老服务,其中8.12亿元支持居家养老服务。

居家养老服务供给存在的问题,一是使用比例较低。有些老年人对居家养老服务内容及其获取方式的了解途径单一,对其认知水平较低,在一定程度上制约着老年人对相关服务的购买意愿和购买能力,使得老年人实际利用服务的比例比较低。二是设置内容过多。目前居家养老服务的许多内容已很大程度上超出了其本身应有的范围。三是行政色彩浓厚。服务供给依靠指定服务商,提供的服务碎片化和分散化,难以有效整合利用现有的市场资源。

2. 社区养老服务

社区养老服务主要提供日间照料、呼叫服务、助餐服务、健康指导、文化娱乐、心理慰藉等六类基本服务项目,

此外还包括助洁、助浴、助医、助行、代办、康复护理、法律咨询等服务项目。北京市通过改造社区服务设施和内容,引导社会力量,有效改善了社区养老条件。2014年以来,已建设了154个养老照料中心,支持286个分项目建设。按照2016年《北京市关于开展社区养老服务驿站建设的意见》,在城六区试点建设150家社区养老服务驿站,预计2020年,实现社区养老服务驿站全覆盖。

社区养老服务供给存在的主要问题:一是难以获取补贴。由于定位问题,社区养老机构即使通过改革,已经承担了社区养老服务,也难以像养老机构一样享受政府补贴和支持。二是利用率较低。由于缺乏社会力量的参与以及养老服务不够专业化、个性化,到目前为止已经建成的4397个社区托老(残)所利用率并不理想。目前有部分托老(残)所闲置,大部分的托老所被当作社区活动站,没有发挥其养老服务职能。

3. 机构养老服务

机构养老提供的服务主要包括日

和资产积累才是根本的解决途径。从主体上看,去杠杆的重点在企业,特别是国企。在企业债务中,国企杠杆率过高,是我国债务问题的关键所在。除了清理僵尸企业、国企改革等方式外,可以从主体间转移的思路解决总体体量短期内难以下降的问题,如债转股、不良资产

证券化等。对PPP基金而言,为降低财政风险,可以考虑限制政府引导基金和以国企为社会资本方发起的PPP基金的出资比例,同时鼓励真实股权投资。

针对“不并表”可能带来的负面影响,建议在进行相关制度建设工作的同时,财政、国资管理部门应加强信息

监管,如对基金作为社会资本方参与的PPP项目,穿透考察其基金的每个投资者及其金额、比例,形成信息库,同时对政府引导PPP基金情况进行全面监控。

(作者单位:财政部PPP中心)

责任编辑 廖朝明