



## “PPP+公募 REITs”模式的效用与局限

2020 年 6 月 23 日

### 主要内容:

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

延晓威

[yanxw@cspengyuan.com](mailto:yanxw@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元”  
微信公众号。



4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(下称“《通知》”)，中国证监会一并发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(征求意见稿)(下称“《指引》”)，我国公募 REITs 试点正式启动。

近年来，PPP 模式在促进地方基建投资，缓解地区财政压力方面做出巨大贡献，已成为我国基础设施建设投融资机制多元发展的重要方式。此次落地的公募 REITs 与 PPP 模式的交集，备受市场各方关注。“PPP+REITs”的创新模式，也被市场参与各方给予厚望。

“PPP+公募 REITs”模式在盘活社会资本、提高社会资本 PPP 参与度方面确有积极意义。但就目前的政策要求来看，“PPP+REITs”模式存在发展瓶颈。效用方面，对政府而言，公募 REITs 是对 PPP 模式融资渠道的扩大；对社会而言，公募 REITs 是对 PPP 社会资本方退出路径的优化。局限方面，公募 REITs 尚在试行阶段，诸多实操问题需要解决，但项目不足是制约公募 REITs 发展的根本问题，挖掘与培育合格资产，是“PPP+公募 REITs”模式的当务之急。

### 独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

本文认为，有效提高合格基础设施资产的体量，一是促进优质项目落地，为其他项目积累经验，二是培育可行性缺口补贴类型的合格项目，对于政府补贴占比不高，收益增长潜力良好的可行性缺口补贴项目，可尝试作为公募 REITs 的储备项目。三是要加速地方融资平台和国资公司整合转型，提高自身信用资质和运营能力，为公募 REITs 储备与培育合格项目，形成良性投融资循环。

4月30日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(下称“《通知》”)，中国证监会一并发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(征求意见稿)(下称“《指引》”)，我国公募 REITs 试点正式启动。在疫情对我国经济造成显著影响而存量资产需要加速盘活的背景下，基础设施领域公募 REITs 的落地，对保持基础设施补短板力度，促进新型基础设施建设具有重要意义。

基础设施领域不动产投资信托基金 (Real Estate Investment Trusts, REITs)是一种以发行收益凭证的方式汇集公众投资者的资金，由专门投资机构进行不动产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。本次《通知》和《指引》的发布明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求和试点工作安排。

2014 年以来，作为我国基础设施建设投融资机制多元发展的重要方式，PPP 在基础设施投资中发挥着重要作用。根据财政部 PPP 中心发布的数据，截至 2020 年 3 月末，全国 PPP 综合信息平台管理库累计入库项目 9493 个、投资额 14.5 万亿元；累计落地项目 6421 个、投资额 10.2 万亿元，落地率 67.6%；累计开工项目 3771 个、投资额 5.7 万亿元，开工率 58.7%。预计未来 1~5 年内将有数万亿新增资产投入运营。作为基础设施领域的金融工具，此次落地的公募 REITs 与 PPP 模式的交集，备受市场各方关注。而由于落地于疫情期间，“PPP+REITs”的创新模式对于短期提振投资、缓解财政压力的作用，也被市场参与各方给予厚望。

从二者的投融资属性和政策要求来看，PPP 模式和公募 REITs 模式适用的标的类型不尽相同，PPP 模式在资产端可对接的项目更加多样，而公募 REITs 则在资金端具有更大的增量空间。那么“PPP+公募 REITs”模式是否意味着资产端与资金端的更好衔接呢？本文认为，“PPP+公募 REITs”模式在盘活社会资本、提高社会资本 PPP 参与度方面确有积极意义，但是以目前的政策要求，能够顺利使用公募 REITs 加速资产盘活的 PPP 项目比较有限，更多的 PPP 项目在所处阶段与收益来源上无法满足公募 REITs 的监管要求。此外，由于 PPP 模式中社会资本承担主要的出资责任，“PPP+公募 REITs”模式在短期内盘活政府资产、缓解财政压力方面的作用有限。因此，虽然公募 REITs 诞生于疫情窗口期内，但各地政府相关部门以及市场参与各方仍需以长期视角看待其对社会经济发展的效用。

## 一、从政府角度看，公募 REITs 是对 PPP 模式融资渠道的扩大

近年来，随着我国金融市场发展和地方基建投融资体系改革，我国地方基建融资逐渐形成了以政府和社会资本合作的 PPP 模式为代表的股权型融资方式、以地方政府专项债券为代表的债权型融资方式以及以委托代建模式为代表的其他资金周转方式（三大融资方式详情参见中证鹏元专题报告《当前地方基础设施项

请务必阅读正文之后的免责声明

目的融资方式选择》)。从政府角度来看,今年起步的基础设施领域公募 REITs 试点,是对传统股权型融资方式的补充,与 PPP 模式涉及的社会资本相比,公募 REITs 为基建项目引入了公众投资者,进一步丰富了基建项目资金的融资渠道,有助于加快资金筹集速度,缓解财政压力。

**图 1 PPP 模式与公募 REITs 模式的优劣势明显**

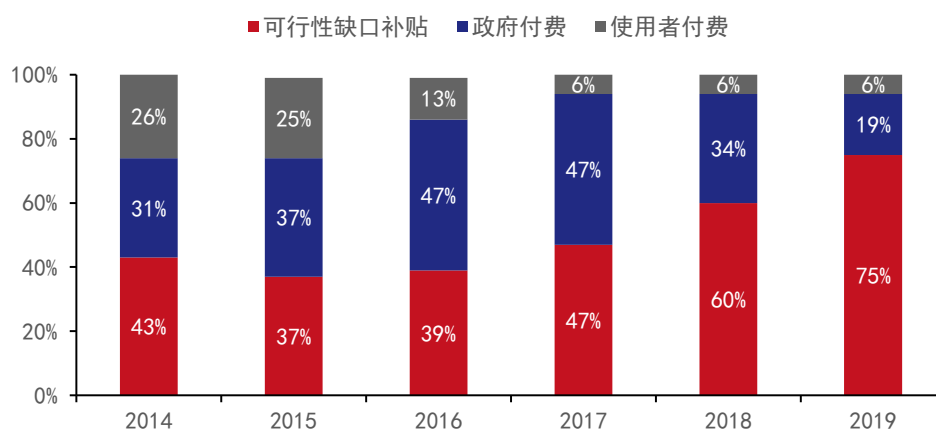


资料来源:中证鹏元整理

与资金端的增量空间相比,公募 REITs 目前在资产端的项目筛选中存在诸多限制。为切实保护公众投资者,《通知》要求基础设施 REITs 试点项目应权属清晰,已按规定履行项目投资管理,以及规划、环评和用地等相关手续,已通过竣工验收。PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定,收入来源以使用者付费为主,未出现重大问题和合同纠纷。具有成熟的经营模式及市场化运营能力,已产生持续、稳定的收益及现金流,投资回报良好,并具有持续经营能力、较好的增长潜力。发起人(原始权益人)及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全,具有持续经营能力,最近 3 年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。

同时《指引》第七条要求,基础设施基金拟持有的基础设施项目应当符合“经营 3 年以上,已产生持续、稳定的现金流,投资回报良好,并具有持续经营能力、较好增长潜力;现金流来源具备较高分散度,且主要由市场化运营产生,不依赖第三方补贴等非经常性收入”等条件,较《通知》更为严格与细致。而使用者付费为主和不依赖第三方补贴的要求,将政府付费和部分可行性缺口补贴 PPP 项目排除在外。但据明树数据统计,2014 年至 2019 年,使用者付费类项目的成交占比在 PPP 项目中呈下降趋势,可行性缺口补贴类项目的成交占比逐年上升,2019 年,可行性缺口补贴类项目成交占比为 75%,政府付费类项目成交占比为 19%,而使用者付费类项目的成交占比仅为 6%。而且全国 PPP 项目所处阶段呈现明显的“漏斗”效应,根据明树数据的统计,财政部 PPP 项目中,进入运营阶段的仅有 222 个,建设阶段的仅有 854 个,大部分项目面临融资难的问题。

图 2 2014~2019 年全口径 PPP 成交项目回报机制分布情况



资料来源：明树数据，中证鹏元整理

政府付费和可行性缺口补贴类的 PPP 项目未来收益具有政府支持，社会资本方参与热情较高，而使用者付费模式在没有政府支持的情况下，未来收益具有不确定性，社会资本顾虑重重。随着公募 REITs 的落地，社会资本对于使用者付费模式的回款与退出顾虑降低，参与热情有望回暖。但就短期而言，如何认定可行性缺口补贴中第三方补贴的性质（经常性收入/非经常性收入），将直接影响公募 REITs 合格资产的体量，预计也将成为短期市场与监管博弈的焦点。

表 1 不同 PPP 模式与公募 REITs 结合的可能

PPP 模式分类		特点	与公募 REITs 结合
按回报机制	有明确依据的政府付费（既有债权）	项目建成并通过竣工验收，进入可用性服务状态，项目建设及运营带来的现金回收风险基本解除后，政府支付可用性服务费。	该模式增加政府财政压力，收入来源单一，与公募 REITs 结合的可行性较低（收入来源穿透后实际为使用者付费模式除外）
	使用者付费（未来收益权）	项目公司直接向终端用户收费，如供水项目、燃气供应项目等。	PPP 与公募 REITs 结合的主要形式
	可行性缺口补贴	项目本身不具备经营性收费机制或现金流不足以覆盖投资。缺口部分由政府从城市建设维护费、土地增值财政收入中拿出资金进行偿付或补贴，纳入地方财政预算。	重点培育政府补贴占比不高，收入来源分散，收益增长潜力良好的项目

资料来源：中证鹏元整理

## 二、从社会角度看，公募 REITs 是对 PPP 社会资本方退出路径的优化

《通知》中提到推进基础设施 REITs 试点在短期有利于广泛筹集项目资本金，但根据上述《通知》与《指引》的要求来看，公募 REITs 资金直接用于新项目资本金的可能性较小，从合格项目所处阶段来看，必

须是已经完成建设并经过 3 年以上的运营，因此对于社会资本方而言，公募 REITs 并不能直接解决新建项目的融资问题，其主要作用是为 PPP 项目在运营期的股权再融资和社会资本方的退出路径上提供更多的选择空间，有效盘活存量资产。

自 2014 年起，伴随着 PPP 模式的高速发展，市场与监管各方对 PPP 模式退出机制的讨论从未停止，但鉴于 PPP 模式的特殊性，其回购及转让等传统意义的退出路径存在实践障碍。直至今日，PPP 模式的退出机制仍不成熟，成为近年来制约社会资本参与热情的重要因素。

**表 2 PPP 退出机制的相关政策**

发文日期	发文单位	政策文件	政策要点
2014/9/23	财政部	《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》（财金[2014]76 号）	退出安排是项目的关键环节，在合同订立时应予以重点关注。
2014/11/26	国务院	《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》（国发[2014]60 号）	政府要与投资者明确 PPP 项目的退出路径，保障项目持续稳定运行。
2014/12/2	国家发展改革委	《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》（发改投资[2014]2724 号）	提到退出机制是完善制度设计的一方面，将“退出机制”作为“加强项目规范管理”的重要环节加以规范，明确要求“依托各类产权、股权交易市场，为社会资本提供多元化、规范化、市场化的退出渠道。
2014/12/30	财政部	《关于规范政府和社会资本合作合同管理工作的通知》（财金[2014]156 号）	要合理设置一些关于期限变更（展期和提前终止）、内容变更（产出标准调整、价格调整等）、主体变更（合同转让）的灵活调整机制，为未来可能长达 20-30 年的合同执行期预留调整和变更空间。
2016/12/26	国家发展改革委、中国证监会联合印发	《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》（发改投资〔2016〕2698 号）	推动政府和社会资本合作（PPP）项目融资方式创新，更好吸引社会资本参与，并要求各省级发展改革部门应大力推动传统基础设施领域 PPP 项目资产证券化，证券监管部门及自律组织应积极支持 PPP 项目资产证券化，为 PPP 项目资产证券化营造良好的政策环境。
2017/07/21	上交所	《关于进一步推进政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务的通知》	鼓励支持 PPP 项目公司、项目公司股东、项目公司其他相关主体及相关中介机构依法积极开展 PPP 项目资产证券化业务。



2020/04/30	国家发展改革委、中国证监会联合印发	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(证监发〔2020〕40号)《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(征求意见稿)	推动基础设施REITs在证券交易所公开发行交易,盘活存量资产、形成投资良性循环,吸引更专业的市场机构参与运营管理,提高投资建设和运营管理效率,提升投资收益水平。
------------	-------------------	--	--

资料来源:中证鹏元整理

2017年,在PPP资产证券化相关政策密集出台背景下,PPP资产证券化的退出路径实现突破,但发展却并不顺利。截至2019年6月,PPP-ABS存量项目共14个,发行金额合计119.22亿。其中2017年发行11支,发行总额为92.09亿元,2018年发行2支,发行总额10.81亿元,2019年发行1支,发行总额17.32亿元。PPP模式在使用资产证券化盘活资产时,其“真实出表”、“主体缺位”、“期限错配”与“收益率低”等问题,给PPP资产证券化造成了诸多困难。(详情见中证鹏元专题报告《PPP资产证券化融资实务与评级关注要点》)

而本次落地的公募REITs,在属性上与资产证券化相比具有多重优势。根据《通知》要求,原始权益人应当参与基金份额战略配售,份额不低于本次基金份额发售数量的20%,且持有期限不得少于5年。而《指引》提到,基础设施基金将通过资产支持证券和项目公司等载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权;基金管理人积极运营管理基础设施项目,以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的。因此在真实出表方面,原始权益人虽仍需参与基金份额战略配售,但份额占比不高,且无需承担运营管理和其他增信措施。因此随着收益权与经营权的同步转移,原始权益人的出表诉求得以实现,不存在ABS“真实出表”和“主体缺位”矛盾的两难问题。

此外,作为权益类产品,公募REITs的“久期错配”风险较债务性工具较为缓和。根据《指引》要求,基础设施基金应当采取封闭式运作,符合条件的可向证券交易所申请上市交易。而根据《基金法》的规定,公募封闭式基金上市交易的前提之一是基金合同期限为五年以上。因此与ABS相比,公募REITs可通过引入全国社保基金、保险机构等中长期投资者,有效缓解PPP项目资金错配难题。

就收益率而言,公募REITs的基金管理人通过积极运营管理基础设施项目,获取基础设施项目的租金、收费等稳定现金流。因此公募REITs收益水平的高低,离不开基金管理人的运营能力和管理水平。可以预见,公募REITs收益率的短期波动较ABS将增大,但权益性工具带来的项目成长性收益将可能在长期超过债务性工具的固定收益。而这一过程对我国基金管理人的管理能力和投资者的风控能力将构成新的考验。

**表 3 PPP 模式使用 ABS 与公募 REITs 退出的路径对比**

	PPP+ABS	PPP+公募 REITs
工具属性	债务工具	权益工具
底层资产	多样，包括多种付费模式	单一，聚焦使用者付费模式
增信措施	有，原始权益人需对 ABS 产品提供内部增信或引入外部增信	无，收益权与经营权同步转移，不含内外部增信措施
出表难度	高，原始权益人仍需提供增信措施并负责底层资产运营，难以出表	低，收益权与经营权同步转移，资产实现真实出售
存续期限	短，ABS 产品期限一般不超过 10 年，且常设回售条款，久期较短	长，公募 REITs 实现真实出售，原始权益人不负有未来还款责任
权属要求	高，PPP 项目资产或收益权未设定抵押、质押等权利负担或已经解除	高，原始权益人享有完全所有权或特许经营权，不存在经济或法律纠纷和他项权利设置
风险收益	风险较低，收益稳定	风险一般，收益随经营情况浮动
流动性	二级市场交易冷清，流动性一般	待观察

资料来源：中证鹏元整理

### 三、解决项目不足问题是“PPP+公募 REITs”的当务之急

公募 REITs 落地伊始，与监管、行政、税收等问题的统筹协调仍需完善。但本文认为，公募 REITs 优质项目不足，是短期甚至中期制约公募 REITs 蓬勃发展的根本问题。上文提到，本次落地的公募 REITs 监管对底层资产的选择非常严格，而近年来 PPP 项目中使用者付费项目占比偏少，叠加近年其他融资工具的“先入为主”，致使合格资产非常有限。

如上文所述，公募 REITs 的权益属性令其在和基础设施资产结合时有诸多先天优势，但巧妇难为无米之炊，完善的制度设计和优秀的基金管理，无法弥补合格资产不足的问题。而降低底层资产门槛，则可能损害公众投资者利益，降低公众投资者参与热情，导致基础设施基金认购的失败。合格项目不足，在当前及未来很长一段时间，都将成为制约公募 REITs 发展的瓶颈。

那么如何有效提高合格基础设施资产的体量，让公募 REITs 真正起到盘活资产、降低财政压力的作用呢？本文认为，一是要在短期内实现优质示范项目落地，二是要挖掘可行性缺口补贴类型的合格项目，三是要加速地方融资平台与国资公司的整合与转型。

#### 1. 促进优质示范项目落地

目前市场各方对公募 REITs 的发展仍有诸多疑虑，相关的法律体系、税收政策、政府监管、资产评估和市场流动性等问题，都需在实践中不断考察、解决和完善。近年来地方政府专项债券发行规模持续扩大，对

于政府以专项债资金履行出资责任的基建项目，在专项债资金盘活后如何使用，需在实操中进行研究和明确。本次《通知》对公募 REITs 优先支持的重点区域和重点行业做了明确说明。本文认为，在经济基础较好的地区，以权属清晰现金流稳定的行业作为试点，率先促进优质示范“PPP+公募 REITs”项目落地，可激发市场各方的参与热情，为更多项目落地提供宝贵的实践经验。

## 2.从可行性缺口补贴类别中培育合格项目

上文提到，可行性缺口补贴类项目的成交量占比逐年上升，已成为 PPP 模式主要的收益来源类型。从可行性缺口补贴类项目入手培育公募 REITs 的合格资产，是解决资产荒的重要途径。在可行性缺口补贴项目中，不具备经营性收费机制的项目显然不符合《通知》要求，而在具备经营性收费机制的项目中，收益增长潜力良好，收入来源分散度高，政府补贴占比低的项目具有较好的培育潜力。

优化可行性缺口补贴类项目的收益结构，培育公募 REITs 合格资产，具体可从两方面着手。

一是提高项目经营机制的现金流入。基础设施项目的收益往往伴随着城市中新区、园区的发展，如仓储物流等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目的未来收益与新区人口、园区招商息息相关。而此类基建项目也是本次《通知》提到的重点行业。该类项目在建设运营初期现金流入低，需要政府补贴支持，但随着城市和园区的发展，收益水平具有较好增长潜力。对于此类项目，地方政府需优化周边短板，持续改善区域环境，吸引人口与投资。社会资本需以市场化的管理模式，着力提高项目运营管理质量，降本增效，提高项目经营的现金流入，加快降低政府补贴的比例。

二是探索通过基建项目当地一般公共财政和政府性基金的增量收入，对现金流缺口进行补贴。本次《通知》和《指引》对项目要求虽然严格，但均未卡死使用者付费之外的收益来源。而《指引》作为征求意见稿，更是有着讨论的空间。基础设施建设对于经济发展的促进作用是有目共睹的。基础设施项目的民生属性决定其收费必然不高，但基础设施建设的回报，不仅体现在基建本身的运营，还体现在扩大消费、拓展税源、土地增值等诸多方面。因此本文认为，使用者付费模式固然是公募 REITs 基础资产的最优选择，但是对于政府补贴占比不高、收入来源分散、收益增长潜力良好的可行性缺口补贴项目，也可以尝试作为公募 REITs 的储备项目。而对于政府补贴占比高低的评价，本文认为一方面要分析项目本身的收益来源比，另一方面也要分析政府每年补贴额在项目存续期内占政府财政收入增量中的比重。

## 3.加速地方融资平台与国资公司整合转型

加速地方融资平台和国资公司整合转型，对于公募 REITs 稳健发展意义重大。为切实保护投资人权益，本次发布的《指引》对原始权益人也提出了严格要求。根据《指引》第七条，基础设施项目的原始权益人企业需信用稳健、内部控制健全，最近三年无重大违法违规行为。而且从《指引》要求来看，基建项目从建设

请务必阅读正文之后的免责声明



完成到引入公募 REITs，还需 3 年以上的稳健经营。从 PPP 项目中标的社会资本性质来看，央企和地方国企中标的入库项目规模均超过 4 万亿，《通知》中提到的“水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理”类型的项目大量存在于各地融资平台与国资公司中。央企的信用资质、运营管理和内部控制相对稳健，但地方融资平台与国资公司的信用资质和管理能力参差不齐，平台债务高企，重建设轻运营，给公募 REITs 项目的培育造成隐患。此次公募 REITs 的落地，给地方融资平台与国资公司提出了更高要求，也注入整合转型的新动力。地方融资平台与国资公司通过整合转型，提高信用资质和运营能力，有助于公募 REITs 储备项目的稳健经营。而项目与公募 REITs 的结合，又可起到去杠杆、化解企业高负债压力的作用，形成投融资良性循环。此外，整合后的地方融资平台，更有实力通过 TOT 等模式，协助政府开发具有一定资质的可行性缺口补贴类项目，提高政府资产盘活效率，进一步扩大公募 REITs 的资产储备，促进城市基础设施建设的可持续发展。

## 免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼	地址：北京市东城区建国门内大 街 26 号新闻大厦 8 层	地址：上海市浦东新区东三里桥路 1018 号上海数字产业园 A 幢 601 室
电话：0755-82872333 0755- 82872897	电话：010-66216006	总机：021-51035670
传真：0755-82872090	传真：010-66212002	传真：021-51917360
长沙	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区万家 丽中段 36 号喜盈门范城 2 号栋 14007 室	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室	地址：成都市高新区天府三街 19 号 新希望国际大厦 A 座 1701 室
电话：0731-84285466	电话：025-87781291	电话：028-82000210
传真：0731-84285455	传真：025-87781295	传真：028-85288932
山东	吉林	西安
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办公 楼 1 单元 4315 室	地址：吉林省长春市南关区人民 大街 7088 号伟峰国际商务广场 2005 室	地址：西安高新区唐延路的金辉 国际广场 902 室
总机：0531-88813809	电话：0431-85962598	电话：029-88626679
传真：0531-88813810	传真：0431-85962596	传真：029-88626679
郑州	香港	
地址：郑州市金水路 288 号曼哈顿 14 号楼(兴业大厦)1103 室	地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002	
总机：0371-60308673	电话：+852 36158342	
传真：0371-60308673	传真：+852 35966140	