

加快水利资产证券化进程 推进水利投融资结构性改革

段红东^{1,2}

(1. 水利部发展研究中心 北京 100038; 2. 中国水利经济研究会, 北京 100053)

摘要:水利资产证券化是市场融资、建立水利投资稳定增长机制的主要措施之一,是推进水利投融资结构性改革的重要途径。简要分析了推进PPP模式过程中存在的主要问题,介绍了资产证券化的基本概念和证券类型,重点对水利资产证券化的必要性和可行性进行系统分析,进行了水利资产证券化总体设计,提出了加快推进水利资产证券化工作的对策建议。

关键词:水利;资产证券化;投融资结构性改革

中图分类号:F407.9

文献标识码:A

文章编号:1003-9511(2018)01-0013-04

当前,国家正在基础设施和公用事业领域的建设运营方面大力推进PPP模式,增加投融资来源渠道,减轻政府投融资压力,优化投融资结构。截至2017年4月底,财政部入库项目总数达12700个,投资总额15.3万亿元,其中3批示范项目已签约落地1279个、金额2.9万亿元,落地率34.5%,几乎涉及所有公共服务领域。2016年9月,国家发展改革委向社会公开推荐了第一批传统基础设施领域PPP项目,共1233个,总投资2.14万亿元,涉及交通、能源、水利、环境保护、农业、林业和重大市政工程7个领域^[1]。这些举措为我国投融资供给侧结构性改革提供了一种有效手段。但在这一过程中,也或多或少地出现了国有资本集中、民间资金偏少,融资成本上升、金融风险累积,地方政府违规举债融资、违法违规购买公共服务,超出政府财政承受能力投资(我国规定累计不能超过一般公共预算支出比例的10%^[2]),即使是对PPP应用较为成熟的英国、澳大利亚等西方国家,PPP投资的占比也未超过15%),违规承诺回购和最低收益、承担投资本金损失,额外附加条款等诸多问题。此外,PPP模式在水利建设运营上,当前较为注重新建项目,即新增资产,而对盘活存量资产介入较少。因此,亟待在加大水利PPP项目数量和投资规模的基础上,研究提出加快盘活存量资产、更多吸引除银行贷款外的市场融资参与已建水利工程的扩建、更新改造、除险加固和运营,而水利证券化不失是一个可行、有效的途径,与PPP模式在新增资产和存量资产上相辅相

成,相得益彰。

1 资产证券化概念和证券类型

1.1 基本概念

资产证券化兴起于20世纪70年代初。1970年,美国首次发行以住房抵押贷款为基础资产的住房抵押贷款支持证券(房贷转付证券)^[3],这是一种被广泛采用的金融创新工具。20世纪80年代中期至90年代,欧美国家被证券化的资产除了住房抵押贷款外,还扩展到汽车贷款、信用卡应收款和其他商业贷款等资产。20世纪90年代以后,开始向其他领域和国家基础设施收费、贸易公司应收款、服务公司应收款、消费品分期付款和版权专利权收费等渗透,且在发展速度和品种上都有较大规模的增长。

资产证券化有广义和狭义两种概念。广义的资产证券化是指在市场上发行股票、债券等有价值证券直接从资金提供者那里获得资金的一种融资方式,是一种增量资产的证券化(实体、信贷、证券、现金资产证券化四类)^[4]。狭义的资产证券化是指将缺乏流动性,但具有某种可预见收入的资产或资产组合,通过发行以其为担保的资产支撑证券,在资本市场上融资的一种手段,是一种存量资产证券化(信贷资产证券化)^[5]。

1.2 证券类型

美国按照基础资产,将证券划分为住房抵押贷款支持证券(MBS)和汽车贷款、信用卡应收款和学生贷款等^[6]资产支持证券(ABS)。

我国按照主管部门不同,将证券划分为中国人民银行和中国银行业监督管理委员会主管信贷资产证券化、中国证券业监督管理委员会(简称证监会)主管企业资产证券化和中国银行间市场交易商协会主管的资产支持票据^[7]。

2 水利资产证券化必要性和可行性分析

2.1 大规模水利建设需要继续创新投融资机制

2015年,全国水利建设投资完成5452亿元,比2014年增加33.5%^[8]。“十二五”时期,水利建设投资来源结构较为单一,以政府投资为主,占总投资的87%,而市场融资不够充分,金融贷款和社会投资仅占总投资的13%,详见图1。“十三五”时期,水利建设运营任务十分繁重,资金需求量依然较大。据初步测算,水利建设投资总规模缺口为5000亿元,年均1000亿元。当前及今后一个时期,在经济发展新常态、坚持稳健中性的货币政策下,仅仅依靠政府加大财政投入来继续扩大水利投资规模,将会有很大的困难或不确定性。在大力推进PPP模式的同时,必须继续创新市场融资方式。初步匡算,开展水利建设贷款信贷资产证券化市场融资,每年有望至少增加建设资金约300亿元。

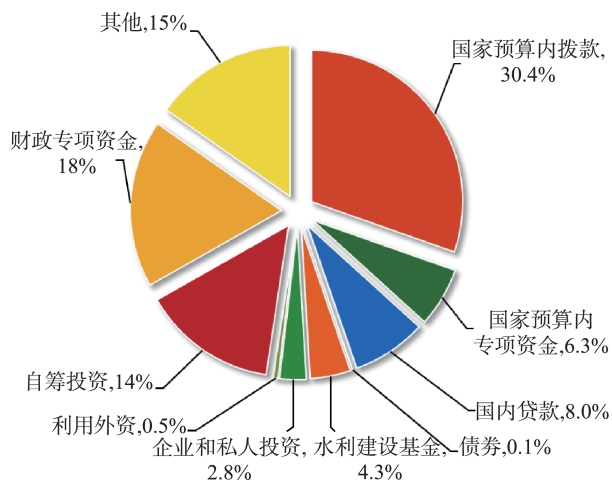


图1 2001—2015年分资金来源水利建设投资比例

2.2 资产证券化能有效缓解政府水利运营维养资金压力

据不完全统计,全国现有水利工程维养经费220亿元左右。《中国水利统计年鉴》显示,2011—2016年,全国水利建设完成投资累计达26442.6亿元,累计新增固定资产19251.8亿元。这些新建水利工程的运行维护资金需求量很大,若按固定资产的0.5%计算运行维护费,每年需新增经费96.3亿元。除各级政府增加财政投入外,开展水利信贷资产证券化融资,能大大减轻水利运营维养资金压力。

2.3 支持水利资产证券化的外部环境正在成熟

资产证券化的基础法律框架和政策已基本建立。国家层面出台了《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》,颁布实施了《信托法》《合同法》《公司法》《担保法》《物权法》等法律;有关部门印发了《信贷资产证券化试点管理办法》《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》《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》。

资本市场发展提供了水利资产证券化的基础环境。一是资本市场日益健全和完善。资产证券化使市场结构得到优化,市场深度得到加强;金融工具之间的竞争降低了金融市场的交易成本和资金价格以及各种费用,完善了金融工具的价格结构,从而可以提高金融市场资源配置的效率,加速金融市场化的改革进程。二是机构投资者不断发展壮大。2016年上半年,126家证券公司当期实现营业收入1570.8亿元、净利润624.7亿元^[9]。机构投资者持续发展壮大有利于形成充满活力、富有效率的融资市场,促进了我国资本市场良性和快速发展。

2.4 水利资产证券化有利于降低市场融资成本

资产证券化不同于银行贷款,其可以就单一项目、甚至就单一资产进行融资,不受贷款申请的诸多条件限制,能够更方便快捷地筹集建设资金。资产证券化只涉及基础资产与未来现金流,交易结构相对简单,相较于银行贷款而言能有效降低融资成本。与传统融资方式相比较,资产证券化具有审核速度快、融资成本低、规模和评级不受主体信用及偿债能力限制等优势。

3 水利资产证券化总体设计

3.1 总体思路

按照“节水优先、空间均衡、系统治理、两手发力”的新时期水利工作方针,以经营性水利资产证券化和水利贷款信贷资产证券化为重点,加快推进水利资产证券化融资步伐,探索开展非经营性水利资产证券化,加快水利投融资结构性改革步伐,拓宽水利建设运营投资来源渠道,完善水利投入稳定增长机制,为深化水利改革发展提供重要支撑和有力保障。

3.2 基本原则

a. 先易后难。水利资产证券化是一个新生事物,通过划分不同类型的水利资产,先从较容易的基

融资产入手,开展证券化融资实践,待相关条件成熟后,再逐步推开。

b. 分类推进。对于资产证券化来说,未来稳定的现金流是最为可靠的偿债来源。水利建设项目所形成的资产较大、类型较多,可以依据资产未来的收益情况划分类型,按照各种类型的特点,分类开展资产证券化。

c. 自愿公平。资产证券化过程中涉及众多参与者,各参与者代表不同的利益。开展水利资产证券化,必须遵循自愿、公平和平等的原则,保障每个参与者的权利和权益,实现合作共赢。

d. 诚实信用。诚实信用是市场经济活动的一项基本道德准则,在水利资产证券化过程中应讲信用,恪守诺言,诚实不欺,不损害他人和社会利益,做到基本信息真实,信息披露及时,为开展水利资产证券化提供基础支撑。

3.3 总体目标

a. 近期目标。通过3~5年的积极实践,以经营性水利资产为基础资产的证券化产品形成较为成熟模式,得到广泛推广和应用;水利贷款信贷资产证券化试点取得一定成效;非经营性水利资产证券化探索不断深入;资产证券化融资成为水利建设运营市场融资的重要手段之一。

b. 远期目标。通过5~10年的发展,随着我国资产证券化法律法规、产品形式、政府监管制度、风险管控能力的发展和完善,水利资产证券化也形成较为完整的体系,资产证券化市场融资规模在水利建设运营资金中占有一定比例,成为水利建设运营资金的重要来源之一。

3.4 模式设计

a. 经营性水利资产证券化。供水、灌溉、污水处理、水力发电、水库养殖、水上旅游及水利综合经营等经营性水利资产,可以其未来收益权为基础资产,采取未来收益证券化的方式进行市场融资。其交易结构详见图2。

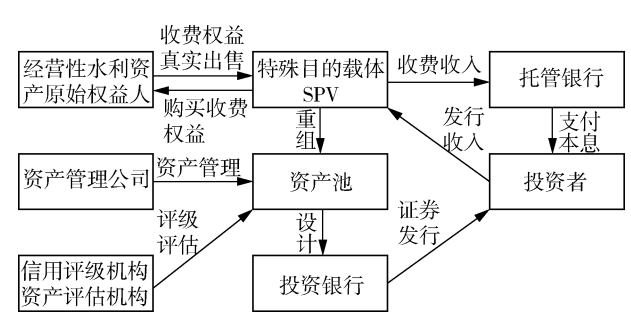


图2 经营性水利资产证券交易结构

b. 非经营性水利资产证券化。防洪除涝、河湖连通、蓄滞洪区建设、水土保持、生态建设、水资源保

护、防汛通信、水文设施等非经营性水利资产由于缺少市场化的收费机制,也不具有产生未来现金流的能力,很难像经营性水利资产一样基于未来的收益权进行证券化融资。非经营性水利资产证券化可能有与经营性项目捆绑、政府分期采购和政府分期回购模式3种模式。

与经营性项目捆绑模式。对以社会效益为主的非经营性水利资产,可由政府成立中介机构,将其与经营性项目捆绑,开展证券化,其收益不足抵补还款部分可由经营性项目的收益和部分财政补助补偿,从而降低公益性项目的融资成本,缓解水利建设运营资金压力。其交易结构详见图3。

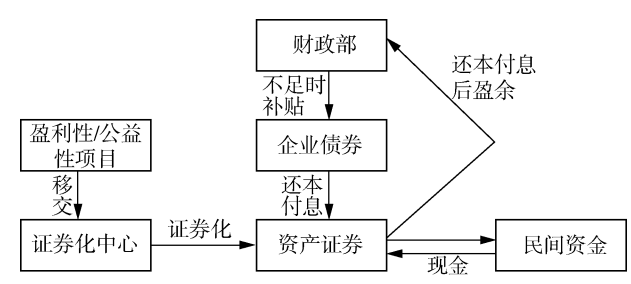


图3 与经营性项目捆绑模式交易结构

政府分期采购模式。因水利项目所需资金较大,短期内政府无法仅靠财政收入满足水利设施建设的融资需求,可考虑“政府采购,分期付款”的方式进行资产证券化融资,以政府的长期应付款的分期支付作为资产证券化资产池。其交易结构详见图4。

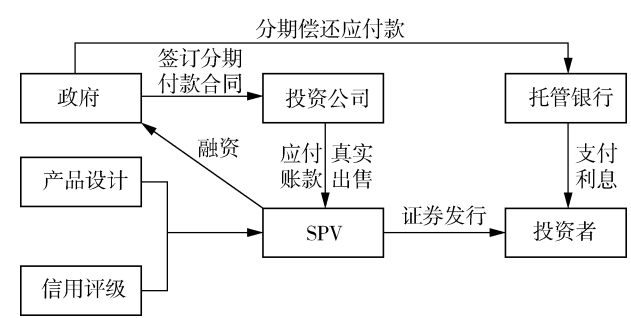


图4 政府分期采购模式交易结构

政府分期回购模式。政府分期回购模式类似于BT项目,即政府和企业签订合同,给予企业水利设施特许建设权,由企业对项目进行投资、建设和管理,在项目完成验收后再由政府对其进行回购。这种模式中,资产池的构成可以是单个或不同企业的回购款项,这不仅能扩大资产池的规模,还有利于降低融资成本。其交易结构详见图5。

c. 水利信贷资产证券化。水利信贷资产证券化是将缺乏流动性,但具有某种可预见收入的资产或资产组合,通过发行以其为担保的资产支撑证券,是一种存量资产证券化。其交易结构详见图6。

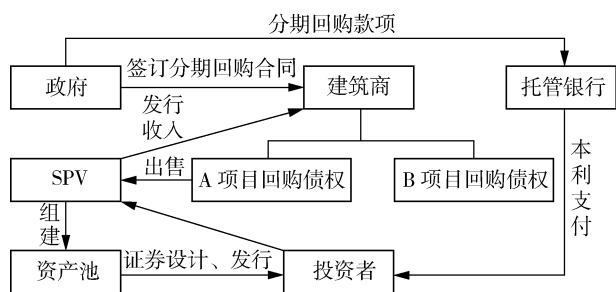


图5 政府分期回购模式交易结构

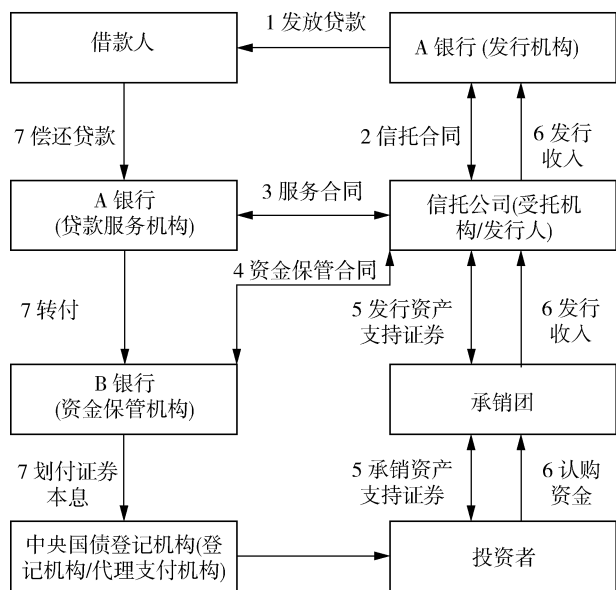


图6 水利信贷资产证券化交易结构

4 加快推进水利资产证券化工作的对策建议

为加快推进水利证券化工作,盘活水利存量资产、吸引更多社会资本参与水利项目建设运营,提出以下对策建议。

4.1 研究制定加快水利资产证券化工作的指导意见

水利资产证券化对水利行业来说是一项创新性工作,国家水行政主管部门可联合中国人民银行、中国银监会、中国保监会以及中国银行间市场交易商协会,出台加快水利资产证券化工作的指导意见,积极鼓励、引导和规范其发展,给予政策上的支持,进行全过程监督,推动加快水利证券化工作进程。

4.2 积极培育水利资产证券化融资市场

积极培育水利资产证券化市场有利于水利资产证券化发展。要促进投资者类型多元化,逐步引入私募基金、银行理财产品、社保基金、养老基金、企业年金及境外合格机构投资者。要扩大发起主体范围,鼓励水利证券化产品创新,充分发挥资产证券化对盘活水利基础资产的作用。要进一步健全水利资

产证券化产品托管、结算和流通转让机制,增强水利证券化产品的流动性。

4.3 主动与金融机构和证券机构加强协调

水利资产证券化融资离不开金融机构和证券机构的全面参与,水利部门应主动、积极与相关的金融机构和证券机构加强沟通协调,探讨合作开展水利资产证券化市场融资的可行性方式和实现途径。当前,在全国大规模推广水利资产证券化市场融资的基本条件尚不成熟,但可适时在一些水利基础资产较好、金融机构和证券机构积极性较高的地区进行小规模探索性的试点工作。

4.4 加快完善全成本水价和提高水电上网电价的形成机制

资产证券化是以未来稳定持续的现金流为基础,对于水利资产证券化来说,未来现金流主要来源之一就是水费、电费等未来收益权。但是,目前我国绝大部分地区水价远低于供水成本,需要进一步完善全成本水价形成机制;水电上网电价尚未能反映市场真实的供求关系或稀缺程度,需要进一步理顺上网电价。完善有关的价格形成机制,为推进水利资产证券化工作创造不可或缺的基本条件。

参考文献:

- [1] 国家发展改革委. 国家发展改革委向社会公开推介 2.14 万亿元传统基础设施 PPP 项目[EB/OL]. (2016-09-14) [2018-01-05]. http://tzs.ndrc.gov.cn/zttp/PP-Pxmk/gzdt/201609/t20160914_818455.html.
- [2] 中华人民共和国财政部. 关于印发《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》的通知[EB/OL]. (2015-04-07) [2018-01-05]. http://jrs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201504/t20150414_1216615.html.
- [3] 高振州, 吴越. 美国住房抵押贷款证券化模式的演进[J]. 产权导刊, 2005(7): 57-58.
- [4] 陈思润, 刘淮金. 国企资产证券化思考[J]. 中国金融, 2016(15): 90-91.
- [5] 李晓红. 浅谈我国资产证券化问题[J]. 内蒙古科技与经济, 2004(24): 4-5.
- [6] 夏鸥. 从美国次贷危机看我国住房抵押贷款证券化[J]. 金融经济月刊, 2008(6): 15-16.
- [7] 邓海清. 资产证券化国内实践研究报告[C]// 创新与发展: 中国证券业 2013 年论文集, 2013.
- [8] 中华人民共和国水利部. 2015 年全国水利发展统计公报[R]. 北京: 中华人民共和国水利部, 2016.
- [9] 第一财经. 126 家证券公司上半年实现净利润 624.72 亿元人民币[EB/OL]. (2016-08-09) [2018-01-05]. <http://www.yicai.com/news/5059507.html>.

(收稿日期: 2018-01-02 编辑: 陈玉国)