

作者：郑博荒、吴赞（中国投资咨询）

01

基础设施投融资模式发展回顾

大致可分为三个阶段。

第一阶段：在2008年之前

，随着中国经济的持续高速发展，对基础设施的需求大量出现，并且其对经济的瓶颈不断凸显；另一方面，分税制改革后，地方政府财政税收来源减少，但支出责任并未减少甚至增加，且被限制直接举债，对融资的需求日益迫切。在这一阶段，地方融资平台随之开始萌芽，为地方政府基础设施建设融通资金。

第二阶段：2009-2013年

，这一阶段全球主要经济体陷入经济危机的下行阶段，中国政府出台了“四万亿”政策，以土地经济为主导的城投模式和房地产经济得到飞速发展。

2009年3月，央行和银监会联合提出：“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道。”同年，城投债发行数量也从11支增加至119支，发行量达到1896.3亿元，总发行量较2008年激增1155.83%。

第三阶段：2014年至今

，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）的出台，重新修订了《预算法》，赋予地方政府举债的职能，将PPP推到前沿，传统的政府融资平台模式开始后退。与此同时，各个部委相继出台政策文件推广政府和社会资本合作模式。

根据国家统计局数据，2020年全国固定资产投资（不含农户）51.89万亿元，

比上年增长2.9%；其中，广义基建（含电力、热力、燃气及水生产和供应业）投资比上年增长3.3%，低于年初预期，主要因为基建项目实施和建设进度受到疫情影响。新项目投放整体上不及预期，在一定程度上影响了基建投资增速的回升。

根据财政部数据，2020年专项债大幅扩容，累计发行地方债6.12万亿元，其中，发行新增债券4.49万亿元（一般债券9479亿元，专项债券3.55万亿元），再融资债券1.63万亿元。从新增地方政府债投向领域来看，主要投向领域为市政建设和产业园区基础设施、交通基础设施、教科文卫社会保障，投资占比分别为 27.72%、21.16%和 20.32%，三者合计接近70%。不过，2020年三季度以来，投向基建的规模环比下滑，更多流入棚改等非传统基建领域。

02

2021年基础设施投融资模式展望

根据2020年末的中央经济工作会议，2021年宏观政策会保持**连续性、稳定性、可持续性**，在财政与货币政策上，会继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。

会议同时提出“要以改善民生为导向，扩大消费和有效投资，完善支持社会资本参与的机制和政策，更加注重民生基础设施补短板，推动新型城镇化和区域协调发展”。由此可见，**基础设施投资将继续作为2021年政府工作的一项重点，且在中央经济工作会议层面首提“社会资本参与”，意义重大。**

03

常见基础设施投融资模式

在此大背景下，2021年基础设施的投融资工作将有别于往年，不太可能出现投融资模式的主流模式，而是更多地谋求适合项目自身特点，在依法合规的前提下，在地方财政可承受能力范围内有序开展项目投融资模式的设计和组合。如下笔者列举了若干种或将使用到的投融资模式和交易结构。

1. 政府专项债券

根据《试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预[2017]89号）中的要求，各市县要求具备相应的额度才能发行专项债。专项债实行配额发行，同时要求发行专项债券建设的项目，应当能够产生持续稳定的反映为政府性基金收入或专项收入的现金流收入，且现金流收入应当能够完全覆盖专项债券还本付息的规模，实现资金自平衡。

2020年新增专项债券4.49万亿元，较2019年提高了57.8%。专项债的大规模发行逐渐产生使用效率不高、借新还旧、过度依赖土地出让收入等问题，引起了监管部门的高度重视。2020年12月23日，财政部部长刘昆在人民日报上发表文章《建立现代财税体制》并明确指出：“完善地方政府债务限额确定机制，一般债务限额与税收等一般公共预算收入相匹配，专项债务限额与政府性基金预算收入及项目收益相匹配”；2021年1月，财政部印发的财预〔2021〕5号以及2月财政部发改委联合印发的财办预〔2021〕29号文件，除要求对专项债项目实施穿透式监测外，再次强调了合规审核与风险防范。

2021年3月财政部已按程序提前下达各地部分新增专项债券额度17,700亿元。根据今年《政府工作报告》，今年新增专项债额度总计36500亿元。已经提前下达的新增专项债额度占总额度比重约49%。各地均要求尽快将专项债券额度对应到具体项目。

2. 城投公司投资建设

城投模式是将项目交给本级平台公司谋划实施项目建设，并由平台公司负责资金筹划。这种模式下，平台公司往往会从项目整体出发，有利于理清项目全流程各个环节的实施方式，保持实施的一致性；同时，政府在将具有一定经营性资产交付给平台公司时，有利于做大做强平台公司的资产规模，做活现金流

，提高信用评级，提升融资能力。另一方面，这种方式受限于城投平台的资产负债水平，对于存量债务地区较高的地区往往继续融资空间不大，且融资成本较高。

但需注意的是，在《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50号）中提出：“进一步规范融资平台公司融资行为管理，推动融资平台公司尽快转型为市场化运营的国有企业、依法合规开展市场化融资，地方政府及其所属部门不得干预融资平台公司日常运营和市场化融资。地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源。”

3. 政府与社会资本合作（PPP）

政府与社会资本合作（PPP）是2014年113号文之后，由财政部门主管和规范化管理的项目实施模式，即公共部门（Public）与私人部门（Private）通过合约形成良好合作关系的一种公共基础设施项目项目建设模式，项目回报机制有三种，分别是政府付费、可行性缺口补助和使用者付费。其本质在于政府资源及市场资源在数量、禀赋上的优势互补。这一模式特别强调共赢的理念、争端的解决、公平公正及风险共担，充分发挥政府部门与私营部门各自具有的优势。

随着财金〔2020〕13号、财金函〔2020〕59号等文件的发布，国家各部门用于指导操作PPP模式的政策趋于完善。2020年，PPP落地投资规模大约11万亿，而地方一般公共预算支出接近19万亿，按照初步测算，尚有新增8-10万亿的规模空间。截至2020年底，在全国2693个有PPP项目入库的行政区中，1485个行政区PPP财承低于5%，只有28个行政区超10%红线，尚有较大的财承空间。同时，财政部于2020年12月4日发布的《中华人民共和国政府采购法（修订草案征求意见稿）》第五条规定：“政府和社会资本合作等涉及财政支出责任的项目，应当坚持必要、可承受的财政投入原则，健全财政支出责任监控和风险预警机制”。该条款规定了PPP必要、可承受的财政投入原则。可见，合规的PPP仍将是未来政策支持引导的社会资本投融资主要模式之一。

4. 特许经营模式

所谓的特许经营模式是指政府依托《基础设施特许经营管理办法》，采用竞争方式依法授权社会投资人一定期限和范围内投资建设运营基础设施和公用事业并获得收益，提供公共产品或者公共服务，且主要由社会投资人自负盈亏。

特许经营模式主要适用于新建、续建项目，并要求其存在经营性。此类模式要求政府资金已落实，所以对项目资金要求较高。从监管与政策的角度考量，特许经营也许是2021年内会使用到的基础设施投融资模式之一。首先，特许经营有《基础设施和公用事业特许经营管理办法》作为法律依据，是现有法律框架内的合法模式；其次，特许经营模式可以适用于能源、交通运输、水利、环境保护、市政工程等基础设施和公用事业领域的特许经营活动，符合会议指向的民生基础设施建设领域。

5.整体授权经营模式（ABO）

ABO模式包括授权（Authorize）、建设（Build）和运营（Operate）三个步骤，由政府授权平台公司，平台公司选择社会资本方合作并组建项目公司，项目公司在被授权经营范围内负责项目及配套资源开发。项目公司在全过程行使政府投资工程建设单位的权利和义务；在运营阶段通过项目自身收益和相关资源收益偿还项目融资本息和运营成本；在合作期满将项目设施移交给政府方，政府方按约定给予一定财政资金支持的合作方式。实践中，ABO模式较适用于区域综合开发等现金流稳定、风险小的、社会投资人充分认可的领域。虽然没有政策明确其执行标准，但ABO模式属于地方政府的一种实践，且获得了社会投资人的认可，在未来还有一定的发展潜力。

ABO模式可实现经营主体更充分发挥资源整合能力，提高项目经营效益，有如下几个优点：一是受托项目公司授权经营,二是政府发挥监管职能,三是政府根据协议约定支付补贴。

6.生态环境导向开发模式（EOD）

EOD（Ecology-Oriented Development）模式是以生态文明思想为引领，以可持续发展为目标，以生态保护和环境治理为基础，以特色产业运营为支撑，以区域综合开发为载体，采取产业链延伸、联合经营、组合开发等方式，推

动公益性较强、收益性差的生态环境治理项目与收益较好的关联产业有效融合，统筹推进，一体化实施，将生态环境治理带来的经济价值内部化，是一种创新性的项目组织实施方式。之前，与此类似的还有：以公共交通为导向的开发模式（TOD, Transit-Oriented-Development）。

2020年9月国家发改委、财政部等四部委联合印发《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》（发改高技〔2020〕1409号）提出“探索开展环境综合治理托管、生态环境导向（EOD）的开发模式等环境治理模式创新，提升环境治理水平，推动环保产业持续发展。” EOD项目操作模式就是通过生态网络建设、环境修复、基础设施配套建设以及产业配套建设促使该区域及周边的土地升值，并为产业引入和人口流入提供良好的生态环境作为基础；在为产业发展增加居民收入、企业的利润和政府的税收的同时，依靠人口流入带来政府税收的增加及区域经济的发展。最终实现生态建设、经济发展、人类宜居三者协调发展。

2020年9月《关于推荐生态环境导向的开发模式试点项目的通知》（环办科财函〔2020〕489号）向各地区征集EOD模式备选项目。2021年内EOD模式在各地的具体项目中开展和使用存在较大的研究和实践空间。

04

结语

2021年，随着经济的逐渐复苏、疫情影响的慢慢淡化以及外部环境的日趋改善，货币政策与财政政策“稳中趋紧”，财政赤字率和专项债发行继续规范有序推进。作为各地基础设施建设的主体及业主单位，地方政府、城投企业在基础设施投融资方面将面临新形势下的机遇与挑战。

中国投资咨询公司常年提供基础设施领域的投融资模式谋划、交易结构设计、财务尽调及测算等服务的咨询机构，积累了近千个项目案例及经验，可为各级政府部分及项目实施主体提供相关服务，为项目合规、经济、高效保驾护航。