
ppp 视角下“五水共治”融资模式创新研究

——以绍兴市为例¹

贺 武

绍兴河道纵横交错，拥有“东方威尼斯”的美誉，水文化已深深融入到绍兴的历史文脉，“山清水秀”曾经是绍兴的城市名片。但随着经济发展，绍兴水体污染问题突出，水环境治理比 GDP 的增长更为迫切。2013 年浙江省委、省政府提出计划用 7 年通过“五水共治”（指治污水、防洪水、排涝水、保供水、抓节水编者注）实现水质上的质变。在“五水共治”中，除治水理念、治理技术等因素外，还存在投入机制缺失，资金筹措难度较大等问题，本文拟就融资模式创新作一些探讨。

一、“五水共治”现有的投融资体系

“五水共治”项目的资金来源，除了传统的专项财政资金，利用政府投融资平台外，基于市场的投融资手段，如银行贷款、基金、股票、债券等在水污染治理领域也逐步得到了应用。从总体来看，传统融资渠道逐渐萎缩，市场化的投融资方式正在积极探索中。

1. 政府财政拨款

目前，绍兴水环境污染治理资金仍以财政投资和征收污水处理费为主。这种投融资模式下政府承担了很强的融资功能和建设风险。例如，按照农村生活污水治理中，户均建设资金需 8000 元到 1 万元的标准，绍兴三年需投入超过 40 亿元，但至 2014 年，绍兴才累计投入建设资金 4.2 亿元。资金缺口和筹资压力普遍较大。

2. 银行贷款

银行信贷的融资成本较低，是水污染治理社会化资本的主要来源。但由于环保产业投资周期长、投资回报率低，造成环保企业尤其是中小环保企业贷款难。一些特许经营的项目由于缺乏完整产权，无法满足商业银行对于传统抵押品的要求。另外，水污染治理项目不能以收费权作为质押也增加了贷款的难度。如嘉兴银行试点推行的排污权质押贷款，由于排污权发放、转让机制等一系列问题，企业最终通过这些环境金融产品实际获取的投资额度非常有限。因此，水污染治理资金银行贷款以政策性银行贷款为主，主要投向国家重点水污染治理项目和具有政府或政府融资平台担保的国有企业。

3. 发行债券

债券包括企业债券和政府债券，企业债券分为公司债和城投债。公司债券的募集资金不必是针对特定的固定资产投资项目。城投债由大型基础设施建设项目法人发行，信用基于发行人或投资项目稳定的现金收入流，募集资金须用于该投资项目。

政府债券缓解了建设资金的不足，但因其实质是透支财政的投资能力，不可能提供政府最终支付能力，受到财政承受力的

¹作者单位：浙江越秀外国语学院

风险制约。发行超过财政负担的建设债券，将给今后的财政带来沉重负担，因此融资有限。

4. 上市融资

上市融资包括 IPO、“买壳”与“借壳”。但 IPO 程序比较复杂、限制较多。而“买壳”与“借壳”相对容易。如重庆水务、江南水务成功借壳上市，使许多国有水务企业都倾向于借壳上市。但由于环保上市公司的整体财务表现弱于上市公司平均水平，环保企业从资本市场获得的支持力度低于股市平均水平，这说明水污染治理企业从证券市场获取融资仍有很长的路要走。

5. 信托融资

信托融资在基础设施领域具有独特的优势和良好的发展前景。如 2014 年浙商金汇信托股份有限公司以信托计划资金发行 2.4 亿元信托贷款，用于湖州东部新城污水治理，贷款企业以土地出让收入、财政补助、污水处理费和标准厂房租金收入作为还款来源。但信托融资交易结构复杂，比银行贷款局限性更大。

6. 融资租赁

融资租赁在我国刚刚兴起，而其在发达国家与银行信贷、证券并驾齐驱构成三大金融工具。2013 年浙江宁波鄞州工业园区以污水管网为标的物向华融金融租赁公司融资达 3 亿元。融资租赁缺点主要是资金成本较高，租金刚性支付。

7. 产业投资基金

这种模式投资方要参与到项目决策中，因此对基金管理人要求较高。如首都水环境治理产业基金于 2015 年成立，首期规模 10 亿元。

8. 资产证券化

西方广泛应用于排污等投资规模大、资金回收期长的城市基础设施项目。但在我国运用资产证券化的融资途径很少、成本过高，融资效果欠佳。2014 年 7 月，浙江余姚城投集团发行 2 亿元私募债券，是浙江首个“五水共治”资产证券化债券产品，为“五水共治”项目提供了全新的融资方式。其运作结构如图 1 所示。

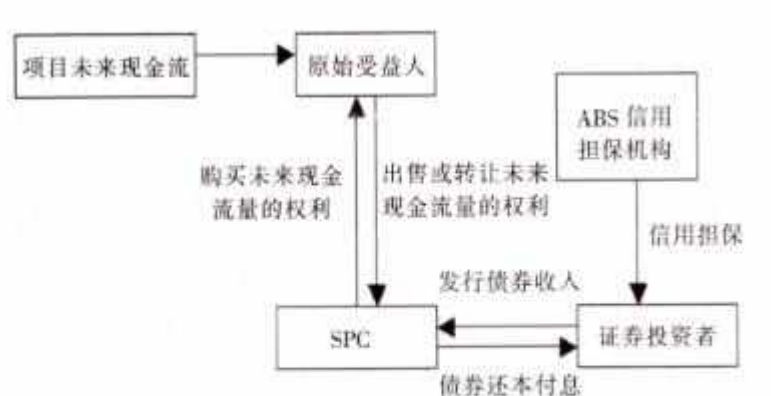


图 1 资产证券化 (ABS) 运作示意图

9. BOT 及其变种

BOT 即建设-经营-转让，是政府合同约定并授权投资企业对项目融资、投资、建设、经营、维护，投资企业通过经营获取收益并承担风险，政府保留监督调控权。协议期满投资企业将项目转交给政府。BOT 适用于当下不能盈利但未来具有盈利潜力的准公共物品。由于项目产权的完整性程度不同又衍生出了 BOOT、BOO 等近似的变种模式。其运作结构如图 2 所示。

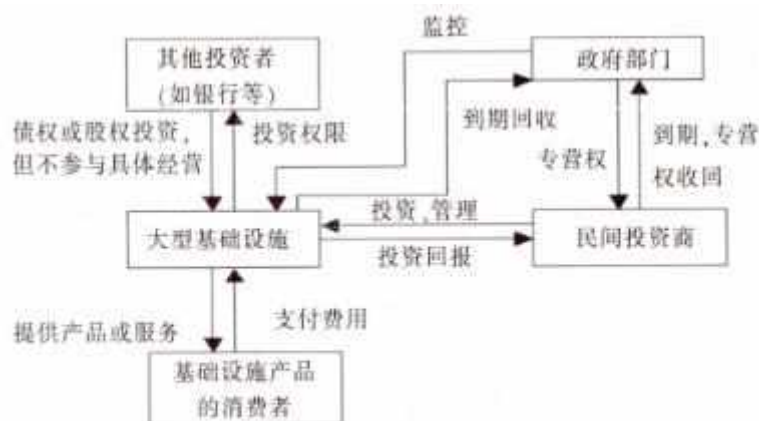


图 2 BOT 运作示意图

BOT 在国内发展迅速，受到市场投资主体和政府青睐，已成为污水处理厂投融资的主流模式。BOT 可以缓解财政负担，属于表外融资，可降低负债率，能利用有限追索权。但涉及的经济主体多且复杂，多个主体的利益协调困难，而且受协议约束，政府应变的弹性较差。

“五水共治”中现有的融资方式还是比较传统，新型的融资渠道以及融资工具利用很少。主要原因就在于市场化的环境保护投融资机制仍未有效形成，缺乏鼓励金融创新的配套政策和体制机制环境，致使社会化资本投资水污染治理的市场渠道不畅。因此首先要在政策机制上打通市场化的融资渠道。

二、投融资市场当前的制度安排

1. 地方政府债务平台清理

2014 年 10 月国务院发布了《关于加强地方政府性债务管理的意见》，规定了政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还。这意味着建立规范的地方公债制度，在有限制的条件下授权地方政府发行债券，是政府债务管理改革的主要方向，也将成为地方政府融资平台的正式替代物。

2. PPP 模式受到高度重视

PPP 为“公私合伙制”，指公共部门通过与私人部门建立伙伴关系提供公共产品或服务的方式。PPP 模式是从公共基础设施建设中发展起来，通过引入社会资本，有效提高管理水平与运营效率；同时通过政府扶持，提高项目的经济强度，降低项目风险，维护投资者和贷款方的利益，可以为政府减轻预算压力和债务负担，是以各参与方“多赢”为合作理念的现代融资模式，已在许多国家的公共建设项目中得到应用。主要为社会效益突出、经济效益不足的“准经营性项目”提供融资。

2015 年 5 月，财政部会同环保部发布了《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作（PPP）的实施意见》，大力推广运用 PPP 模式。同年 8 月，诸暨市政府以 4200 万元与北京碧水源科技股份有限公司合作建设 5.7 亿元的污水处理厂项目，利用创新投融资机制的 PPP 模式，缓解了诸暨治水的资金压力。

PPP 项目周期很长，既要提高社会福利，又要降低财政负担，同时还要对社会资本保持足够的吸引力，必然对大规模低成本长期限的资金有较高需求，但寻找满足条件的资金并不容易。

3. 海外基金试点已展开

由于发达国家多年的低通胀和低利率，逐利的国际资本具有强烈的欲望进入中国大陆。海外私募股权基金和国内基金相比，规模庞大，一般投资周期较长、融资成本较低，偏好稳健的风险管理。例如水利建设基础设施和水处理等项目，资金需求量大、投资周期长、投资回报稳定，每年产生了数万亿美元乃至更高的额外投资收益，非常符合境外低成本、长期限、稳健型 LP 资金的利益诉求。而国内昂贵的资金成本以及严格的审批制度倒逼本土 GP 在谨慎中发展，并有冲动募集更加便宜的海外资金。资本项目开放带来的资本流动有利于弥补水资源开发与治理中的建设资金不足和技术短缺。

基于以上分析，绍兴在“五水共治”中要充分利用民间资本和外国资本，改变资金由政府单一供给格局，创新项目管理模式，通过 PPP 模式在水污染防治、环境治理等领域“促改革”，激发市场活力，将“五水共治”培育为“稳增长”的重要抓手，成为新的经济增长点。

三、基于 PPP 各类项目融资模式选择

PPP 本质是基于政府信用，跟过去的融资平台相比，对社会资本方有较高要求，对金融机构在识别风险上也有要求。政府支付对价无非是三种形式，一是让渡收费权，二是补贴，三是存量资产的投入或转让，这些实际上是政府预算管理和资产管理的过程。

PPP 当前概念很热，但实际落地却很难。因此需要根据项目回报率，将“五水共治”项目分类，根据项目不同的特点，选择不同的融资模式。

1. 公益性项目的 PPP 模式融资

公益性项目意味着投资将无法收回，市场化有难度，需增加投资才能维持正常运营。该类项目在 PPP 时，收益机制需要优化才能吸引社会资本。优化的方式：一是收益资产捆绑。对于强库、固堤等基础设施公共领域中经济强度不高、项目营收的财务现金流一时难以支撑的项目，捆绑其他收益性资产或以资产分包方式来间接改善项目投资收益状况。二是政府给予运营补贴，使项目能有一定的收益。融资模式有以下选择：方案一，金额不大的项目可以由财政拨款，委托平台公司建设；方案二，平台公司利用资本金和贷款自己投资，但需要将基础设施项目与污水处理项目捆绑，借力污水处理项目的高回报，以未来收费权作质押贷款。另一种融资方式是在捆绑项目已经产生一定经济收益的前提下发行债券，政府平台公司满足发行企业债券的资格，也能保证利息和本金偿还；方案三，基础设施后续建设的金额大、投资期限长，没有直接回报，因此必须给予 PPP 合作方在其他高回报项目上的特许经营权。

2. 准公益性项目 PPP 模式融资

准公益性项目，回报低于社会同期平均投资回报率，或者仅能收回部分本金。这类项目过去一直主张由政府主导投资。但近年产业基金的兴起，以及国内开展海外基金试点，都为准公益性项目开辟了新的投融资渠道。因此可对这类项目有效整合，

打包实施 PPP 模式，对接融资新模式。绍兴当前要设立产业基金，专门用于城市公共服务和基础设施方面的 PPP 项目建设，同时积极鼓励产业基金通过探索运用 QFLP、自贸区跨境贷款等创新融资模式来增加融资多样性。

旅游项目的后期开发，未来可通过门票收入等回收投资，但预期回报率较低。建议与高回报项目捆绑，采用 PPP 模式合作开发，在合作期内收益归 PPP 合作方，合作期满后政府收回收益权。还可考虑引进产业基金或海外基金，这类基金投资期限长、回报要求低、安全性要求高，与项目特征较为吻合。

水文化服务与展示项目，由于建设前期收益回报较低，因此将其归入准公益性项目。但随着科技进步和人们生活水平的不断提高，今后有可能会成为高回报的产业化项目。因此，适合采用股权投资的模式。建议政府平台公司设立科技子公司，引入股权投资基金共同发起设立。

3. 经营性项目的融资

经营性项目即投资回报较好，项目内部收益率超过商业银行长期贷款利率。这类项目具有市场竞争力，对社会资金具有较强吸引力，因此能够通过市场化融资方式解决资金需求。政府平台公司需要将经营性项目与其他类项目合理搭配，捆绑招商，以达到盈利性和公益性的合理匹配，兼顾经济效益和社会效益。污水处理项目是对公众提供的服务，应该把行政事业性收费改为经营服务性收费。

加大公共财政投入力度，加强金融支持，广泛吸引社会资金，运用 PPP 融资模式，形成政府社会共同推进“五水共治”的局面。在推动 PPP 项目的融资便利性方面，应大力发展债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划等融资工具；支持重点领域建设项目采用企业债券、项目收益债券、公司债券、中期票据等方式，通过债券市场筹措投资资金；推动建设企业应收账款证券化等市场化的融资方式。