



PPP 专业委法律资讯

2020 年 6 月刊

深圳市律协政府和社会资本合作 (PPP) 法律专业委员会 编

序 言

PPP 是 Public-Private-Partnership 的字母缩写，中文一般翻译为“公共私营合作制”、“公共和私人部门合作伙伴关系”等。我国政府将其译为“政府和社会资本合作”，是指政府采取竞争性方式择优选择具有投资、运营管理能力的社会资本，双方按照平等协商原则订立合同，明确责权利关系，由社会资本提供公共服务，政府依据公共服务绩效评价结果向社会资本支付相应对价，保证社会资本获得合理收益。

近年来，伴随我国经济的转型，经济增速放缓，地方政府债务压力加大，但基础设施建设和城镇化需求旺盛。在此背景下，国务院、发改委和财政部等部门自 2014 年开始大力推广 PPP 模式，并相继出台了一系列政策文件用于规范 PPP 模式。但由于政策文件位阶低，加之由于出台部门对部门利益、地方利益的考量，其规定往往存在一定的局限性，权威性不足，稳定性相对较差。导致实践中不时出现“朝令夕改”的现象，不少纠纷也因此产生。

截止 2018 年第一季度，全国 PPP 综合信息平台收录管理库和储备清单 PPP 项目共计 13141 个，总投资额 17.6 万亿。与发达国家相比，我国 PPP 模式出现了大跃进式的发展态势，而在 PPP 模式发展较为成熟的英国，截止 2015 年 PPP 项目数仅为 722 个，总金额为 577 亿英镑；新加坡 2004 年开始应用 PPP，但至今仅有 13 个 PPP 项目。为此，清华大学 PPP 研究中心王天义教授 2016 年就曾大声疾呼：“中国 PPP，请让理念先行，请量力而行，请简单易行”。

2017 年 11 月 16 日，财政部发布《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92 号)，要求对未按规定开展“两个论证”、不宜继续采用 PPP 模式实施、不符合规范运作要求、构成违法违规举债担保和未按规定进行信息公开的已入库项目进行集中清理。根据财政部 PPP 中心 2018 年 5 月 8 日发布的数据显示，自该文件发布至 2018 年 4 月 23 日，全国累计清退管

理库项目 1695 个、涉及投资额 1.8 万亿元；上报整改项目 2005 个、涉及投资额 3.1 万亿元。

PPP 项目投资周期长、金额大，参与者众多，组织结构和形式非常复杂，是一个十分复杂的系统工程。从法律服务角度而言，PPP 项目涉及项目公司组建、融资、土地、建设、运营等各个方面，需要服务律师具备相应的综合服务能力。

为帮助全市律师及时掌握国家有关 PPP 模式的最新法律法规与政策及相关资讯，提高 PPP 项目法律服务业务水平，更好地履行律师职责，维护当事人合法权益，深圳市律师协会政府与社会资本合作法律专业委员会组织委员编辑《PPP 专业委法律资讯》，并定期推送。不当之处，敬请各位律师和业界专家批评指正！

深圳市律师协会
政府与社会资本合作法律专业委员会

目 录

行业动态

| | |
|-------------------------------------|----|
| ✚ “PPP+REITs”：一种模式创新 | 1 |
| ✚ 专项债+PPP，真的那么“香”吗? | 6 |
| ✚ PEITs 的国际经验与中国实践..... | 18 |
| ✚ 万字深度：展望 PEIT 之后基础设施投融资的发展与创新..... | 30 |
| ✚ 浅谈影响 PPP 项目融资的因素..... | 49 |

法规速递

| | |
|---|----|
| ✚ 国务院办公厅关于印发公共文化领域中央与地方 财政事权和支出责任划分改革方案的通知（国办发〔2020〕13号）..... | 55 |
| ✚ 国务院办公厅关于印发公共文化领域中央与地方 财政事权和支出责任划分改革方案的通知（国办发〔2020〕14号）..... | 60 |

专业委员会简介

| | |
|-------------|----|
| ✚ 简介..... | 67 |
| ✚ 组成成员..... | 68 |

“PPP+REITs”：一种模式创新

来源：中国财经报 作者：张雨馨

业内专家认为，PPP 与 REITs 相结合的融资模式是解决 PPP 项目融资难问题、提高 PPP 项目落地率的重要创新举措。

近来的 PPP 市场上，一种新的融资思维越来越多地被提及——“PPP+REITs”。中国证监会、国家发改委日前联合发布《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》(以下简称“《通知》”)并出台了《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(征求意见稿)(以下简称“《指引》”)，意味着 REITs 将正式在中国境内登上资本市场舞台。业内专家认为，公募 REITs 试点的开展将给中国基础设施投融资体制带来重大变革，包括对于近年来已被广泛运用并有大量项目即将步入稳定运营阶段的 PPP 模式。PPP 与 REITs 相结合的融资模式是解决 PPP 项目融资难问题、提高 PPP 项目落地率的重要创新举措。

搭建起“PPP+REITs”相辅相成的桥梁

事实上，“PPP+REITs”的创新模式尚处于探索阶段。2014 年，我国在基础设施和公共服务领域正式推行 PPP 模式以来，各地在发展基础设施时，基本上都采用 PPP 模式开展，并形成了数量相当可观的存量基础设施，也正是这些 PPP 项目构成了基础设施 REITs 发行的最大潜在项目群。

但是，PPP 项目发行基础设施 REITs 之路并非坦途，北京明树数据科技有限公司副总经理焦军认为，搭建起“PPP+REITs”相辅相成

的桥梁，以下四点值得关注。一是发行资产的行业和项目选择，根据政策要求，需要评估项目实质性收益和基金运作的业务程序安排。二是资产的期限管理与项目运营期的关系，需要基金产品组合，长短结合和退出流动性管理。三是项目运营商的培育和选择。在 2014 年开启 PPP 模式以来，提升了传统模式对工程建设贷款资金长期价值，特别是运营管理和服务的意识，大量项目开始进入运营期，并明确了按绩效付费的合同支付原则。基础设施的运营商，运营和经营能力，以资产价值和服务价值分享给投资人，是 REITs 底层支撑。培育和选择资产运营商，类比高水平的物业和商业地产经营者提供超值服务 VFM（虽然本次政策已排除）。四是配套政策需细化完善税收、资产评估、产权关系、投资者权益和市场对利率空间的认可，合理流动性与期限的匹配等。

上海市建纬律师事务所高级合伙人曹珊认为，需要重点关注的內容有：一是真正符合发行基础设施 REITs 条件的 PPP 项目数量占总 PPP 项目数量的比重很低。二是使用者付费项目中常见的收益权质押给 PPP 项目基础设施 REITs 发行带来困难。三是项目所有权与特许经营权的让渡。很多 PPP 项目中，都会涉及到特许经营权的问题，尤其是对于采用使用者付费模式的 PPP 项目而言，基本上都会和特许经营权的转让挂钩。

此外，上海济邦投资咨询有限公司副总经理李竞一也表达了实际能够落地的基础设施 REITs 项目数量和规模远低于预期的担忧。他认为，这种情况有可能打击市场信心和参与热情，甚至对相关政策向深

水区持续探索、推进的动力形成阻碍。

李竞一表示，可能造成这种情况的原因主要包括：一是具备稳定现金流预期的基础资产数量有限，尤其在近年来基础设施项目大多集中在可经营性系数较低的领域和投资运营回报被施工利润“平衡”掉的市场环境下；二是有相当部分的基础资产在实操中存在合法合规性或产权瑕疵；三是部分基础资产所有者需要通过持有资产组合的方式维持持续融资能力，而不愿真实出售优质基础资产；四是市场利率下行带来的再融资收益与其他融资渠道成本竞争、信用增级措施强度之间的博弈；五是相比基础设施 ABS 而言更严格的资金使用限制；六是基础资产的真实出售受到地方政府监管的项目，由于地方政府缺乏动机而无法获得批准。

PPP 与 REITs 如何进行具体结合？

无疑，REITs 与 PPP 模式相结合，对解决 PPP 项目融资难、提高 PPP 项目的流动性、拓宽社会资本交易和退出机制、激发社会资本参与 PPP 项目热情等具有积极意义。同时 PPP 项目借助 REITs，能够从名股实债向真正的权益融资转变，达到服务实体经济、防范化解地方债务风险的目的。

北京财建管理咨询有限责任公司总经理赵红建议：一是借鉴成熟市场经验。截止 2019 年 12 月，全球共有 42 个国家和地区建立了 REITs 市场，总市值约 2 万亿美元。美国是最成熟的市场。日本、新加坡和香港是亚洲 REITs 的成熟市场。二是基于我国发展现状。国内选择从基础设施类推出 REITs，与一些国家 REITs 的发展路径不同。本次试

点聚焦重点区域，发达区域为主；聚焦重点行业，新型基础设施为主；聚焦优质项目，要求权属清晰，已产生持续、稳定的收益及现金流。三是关注 REITs 核心概念。税收是其能发展壮大的关键原因之一，由于 REITs 的交易结构比较复杂，因此按照目前的税收政策，可能会导致税负较重甚至重复征税的情况。建议借鉴已经成熟市场的做法，结合我国项目实际，制定具有针对性的税收政策。四是用好工具。REITs 市场是直接金融的金融工具，大部分经济体在经济低迷、增长动力不足时推出 REITs，中国不动产投融资体制存在诸多结构性问题，以其助力我国经济转型升级。五是出台相关法律。成熟市场普遍针对 REITs 进行了单独立法。在本次试点基础上，思考 PPP 项目发行基础设施 REITs 应采用的模式、路径，以此推动相关法律的制定，建设一个规范、特色、有韧性的市场。

浙大网新建设投资集团有限公司董事总经理许敏慧认为，PPP 与公募 REITs 要想真正结合就更应该注重 PPP 项目两者属性问题。首先，两者都是有效提高基础设施高质量发展的重要抓手，更需要强化其自身的合规性问题以规范发展，坚持从全生命周期绩效考核角度，对实施 PPP 与 REITs 的有效打通，进行方案设计和制度预先安排。其次，有效调动社会资本方、原始权益人、金融机构的参与度，才是推动市场行稳致远的要素前提。这就需要让市场有合法合规的进入路径，解决现实中 PPP 项目各方在通过 REITs 方式实现与资本市场接轨的问题，释放资本金活性，解除债务权利的再释放，让社会资本、原始权益人有更多的投资冲动，建议尽快研究 PPP 项目退出过程中的税务、

法务、行政约束、权益质押等问题。最后，要让实施创新各方都有真正的收益。政府方通过引入社会资本进一步提高公共服务的降本增效，社会资本方通过有效参与政府投资项目，进一步提升其投资、建设、运营一体化的管理水平，金融机构能找到有效支持地方经济发展和实体经济的有效路径，财政、央行等部门也应该加大对其政策支持力度，尽快形成政策合力，市场合力，资本合力。

专项债+PPP，真的那么“香”吗？

来源：ppp 知乎 作者：肖前 中建三局投资业务中心投资研究员

加快投融资制度改革，2014年财金〔2014〕76号文出台，国家从投资端开始推广PPP模式，2014年国发〔2014〕43号文发布，国家从融资端推行政府专项债券预算管理以规范政府举债融资，开启我国投融资制度改革新大幕。PPP从粗放爆发式增长、整改规范化发展到现在健康平稳增长，基本进入正常发展轨道，根据财政部PPP中心数据，截止到2020年4月末，累计纳入财政部PPP项目库项目9489个、投资额14.5万亿元，累计签约落地项目6436个、投资额10.2万亿元，落地率67.8%，累计开工建设项目3824个、投资额5.8万亿元，开工率59.4%。专项债作为政府当前重要的融资渠道，2015年首次发行，额度从1000亿元增加到2020年的3.75万亿元，截至今年5月底，政府新增专项债已发行2.25万亿元，在发挥宏观政策逆周期调节中扮演重要角色。

政府推出PPP和专项债，初心都是为了充分发挥财政资金撬动作用，提高资金效率，促进经济发展，但从目前实践情况看，两者并没有发挥出预想的作用，直接的表现就是近两年我国基建投资持续低位徘徊，甚至一度呈现负增长。PPP由于周期长、运营要求高、收益率不高、融资落地难等问题，导致社会资本方参与积极性日益减退；专项债因融资利率低、有一定收益兜底和政府背书，越来越受到市场热捧，但由于评级、定价、信息披露等配套政策不齐全，其发展受到一定阻碍。为进一步提升市场对PPP关注度和热情度，打通投融资通道，

2019年6月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》（厅字〔2019〕33号），提出允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，积极鼓励金融机构对专项债项目提供匹配融资支持，对于2017年以来因规范管理回归平静的PPP市场而言，专项债与PPP结合重新掀起市场波涛。经过近一年的探索，专项债+PPP真的能给市场带来一股“香气”吗？本文将简单谈谈对专项债与PPP结合的一些看法，有不正确或不成熟的地方请批评指正。

一、政府专项债能否与PPP结合

毫无疑问，从政府出台的相关政策我们可以看出政府鼓励专项债与PPP结合，因为两者之间的确有很多相互关联的地方，但同时也有不少矛盾之处。

（一）**财政搭台，唱戏主角不同**。专项债收支纳入政府预算管理，PPP一般需政府平台公司出资或提供可行性缺口补助，都有财政资金的身影，不同的地方在于专项债更多是通过政府性基金预算以债务性融资或权益性融资投入项目，政府或政府平台公司是主角，而PPP更多是通过一般公共预算收入以权益性融资或财政补助方式进入到项目，项目公司或社会资本方是主角。

（二）**补齐短板，侧重领域不同**。专项债和PPP在当前补短板、强弱项中都要求发挥重要作用，领域虽有所重叠，但专项债主要投向铁路、收费公路、机场、能源水利、生态环保、医疗健康、水电气热、城镇基础设施、冷链物流、市政和产业园区基础设施、城镇老旧小区

改造、新基建等领域的重点项目或重大战略项目。而根 PPP 主要投向交通运输、市政工程、水利环保、城镇综合开发、科教文卫体旅医等 19 个行业领域，覆盖面相对较广。

（三）政府审批，耗费时长不同。专项债在地方政府债务限额内履行相关审批手续后即可由省级政府发行，PPP 一般需在政府一般公共预算可承受范围内履行“两评一案”以及专家部门办理评审入库相关手续之后方可实施，两者都需要经过一系列审批，但专项债相对简单，耗时较短，而 PPP 相对繁琐，耗时较长。

（四）聚焦项目，收益来源不同。专项债和 PPP 都需要以项目为载体，最终社会产出类似但项目经济产出有所差异。专项债项目往往要求收益能够覆盖债务成本，收益来源是政府性基金收入或专项收入，而 PPP 项目收益来源政府付费（含可行性缺口补贴）或项目使用者付费，根据财金〔2019〕10 号文，政府付费来源主要是政府一般公共预算收入。

（五）聚焦区域，地区配置不同。PPP 和专项债推出后，各地纷纷争取额度、上马项目，最大程度利用政策拉动地方经济发展。从实际情况看，专项债更多倾向于京津冀、长江经济带、长三角和粤港澳大湾区等国家重大战略区域，如 2019 年新增专项债额度排名靠前的地区分别是广东、江苏、安徽、河北、浙江、北京、四川、天津等地。PPP 由于财政放大效应更加明显，四川、云南、贵州、河南、新疆等财政实力相对较弱地区积极性高，推出的 PPP 项目较多。

二、政府专项债如何嵌入 PPP

前面已经提到，专项债与 PPP 有很多相互融通的地方，为进一步吸引社会资本增加有效投资，中央政府层面发布厅字〔2019〕33 号文，地方政府以山东为代表出台《关于做好政府专项债券发行及项目配套融资工作的实施意见》（鲁财债〔2019〕50 号），探索试行“PPP+专项债”和积极推行“专项债+市场化融资”模式。那么，实操层面专项债到底怎样嵌入 PPP 呢？

（一）专项债配套融资+其他资本金

对于项目资本金已经筹集到位的 PPP 项目而言，如何通过 SPV 项目公司实现市场化融资是项目能否顺利推进的关键，此时政府出资代表在得到地方政府同意后发行专项债，将债权收入作为项目融资资金，在为项目公司提供一笔低息贷款的同时，也为项目公司提供隐形增信，提高获取市场金融机构融资的可能性，但很难与市场化融资区分开。以山东滨州市邹平县交通基础设施建设投资有限公司（简称邹平交投）新建铁路专线 PPP 项目专项债券为例，邹平交投在 SPV 项目公司中占股 10%，并与中铁十局等社会资本方签署协议约定承担项目总投资 60.7 亿元的 10%，其中资本金部分 1.27 亿元自筹解决，剩余 4.8 亿元通过发行专项债筹集。邹平交投按 10% 股权比例获取运输收入、非运输收入等使用者付费和政府可行性缺口补助，并承担相应的运营成本（不含市场化融资利息），将获取的纯收益全部纳入政府性基金预算用来偿还专项债，偿付保障倍数 1.12 倍。事实上，邹平交投本可仅承担资本金部分投资，债务融资完全交给社会资本方，但滨州市政府及邹平交投为加快项目实施，通过书面协议约定与社会资本收入

分成和相关责权利为项目公司解决了部分资金缺口。

（二）专项债资本金+其他配套融资

目前，受“资管新规”等金融监管政策、PPP规范管理政策以及降杠杆减负债等影响，PPP项目资本金筹措难度加大，导致大量项目停工延误。为此，国家允许适当提高专项债用于符合条件的重大项目资本金的比例，从20%增加到25%。但是，从目前专项债发行情况看，专项债作为资本金部分占专项债发行总额比例基本在10%以下，距25%的比例还有较大空间，且绝大部分专项债作为资本金的项目都不是PPP项目，这是为什么呢？

本文认为，一是财金〔2019〕10号文等文件明确要求，债务性资金不得充当PPP项目资本金，否则要求限期整改或者清退出库；专项债从本质上说始终是债务性质，到期必须还本付息，这与PPP资本金权益性资金要求相违背；二是PPP项目主要由社会资本操盘运作，项目收益根据绩效考核确定，收入主要来自使用者付费和政府付费（基于一般公共预算收入），不得从政府性基金预算和国有资本经营预算中安排支出；专项债还款来源必须是政府性基金收入或专项收入，这与PPP收益回报机制相违背。三是PPP项目作为市场化程度较高的投融资模式，项目公司收益按市场化方式进行分配，应尽量减少行政干预，充分发挥社会资本投建运一体化优势；专项债则是通过政府将资金拨付给出资代表作为资本金注入项目公司，对项目产生的政府性基金收入和专项收入部分纳入财政账户，进行财政预算管理，对专项债的借、用、管、还严格按照政府预算管理规定执行并严格接受

各级各部门监管，这与 PPP 提高资金使用效率要求相违背。

（三）专项债资本金+专项债配套融资

专项债资金一部分作为股，一部分作为债进入 PPP 项目，如云南“一带一路”玉磨铁路普洱火车站站前广场及配套设施建设项目，发行专项债 3.2 亿元，其中 0.96 亿元用作资本金，占总投 15.76%，2.24 亿元用作债务融资，占总投 36.78%。从实操层面看这种操作出力不讨好，既没有很好发挥专项债财务杠杆放大效应，同时还增加了 SPV 项目公司运作难度，相当于将专项债应用于实践存在所有的重难点集合于一身，一般不建议专项债分开使用。

三、政府专项债+PPP 是否真“香”

从政策层面和决策者出发点看，政府专项债+PPP 应该有很广阔的前景，在“开大前门”和“严堵后门”的当下，专项债发行规模持续扩大，对于不温不火的 PPP，市场亟需新的模式激发社会资本活力，专项债+PPP 应运而生。从现有的市场反应看，2020 年前 1-5 月已发行新增专项债中，专项债作为资本金的项目 431 个，金额超 1600 亿元，占全部新增专项债 7.5%，专项债+PPP 并没有想象中的那么“香”，那么后面应该怎样定向“授粉”，让专项债+PPP“香”溢满园？本文认为可从以下几个方面着手：

（一）政府方：松土施肥，出台具体鼓励措施

厅字〔2019〕33 号文从宏观层面提出完善专项债管理及配套措施，包括做好专项债项目推介、保障专项债项目融资与偿债能力匹配、强化信用评级和差别定价、提升专项债发行定价市场化程度、合理提

高长期专项债期限比例和发行使用进度等，具体到操作层面，建议政府进一步出台细化措施或指引：

1. 解决专项债偿债来源与 PPP 项目收益来源不匹配难题。前文已经提到过，《地方政府专项债务预算管理办法》（财预〔2019〕155号）指出“专项债务应当有偿还计划和稳定的偿还资金来源，本金通过对应的政府性基金收入、专项收入、发行专项债等偿还，利息通过对应的政府性基金收入、专项收入偿还，不得通过发行专项债券偿还”，专项债实行严格的财政预算收支管理。对于纯政府付费和可行性缺口补助 PPP 项目，项目收益主要来自政府一般公共预算收入，政府通过年度财政支出安排支付给项目公司。财金〔2019〕10号文规定“新签约 PPP 项目不得从政府性基金预算、国有资本经营预算安排 PPP 项目运营补贴支出”，这意味着专项债资金无论作为资本金还是债务资金投入 PPP 项目后，偿债来源中的政府性基金收入无法实现，只能通过专项收入或其他专项债收入偿还，偿债保障力度有所欠缺。因此，建议政府进一步明确专项债券偿还对应专项收入的构成，并适当放宽专项收入范围，将 SPV 项目公司的全部收入，包括但不限于票务收入、水费收入、广告等经营性收入以及可行性缺口补贴等，纳入专项收入范畴，在确保专项债券可偿还的前提下，最大程度增加对社会资本方的吸引力。另外，建议对以专项债+PPP 模式实施且对区域价值提升影响明显的项目，如高速公路、轨道交通、生态环保等项目，政府出台措施允许地方政府将区域的政府性基金收入通过投资补助、税收返还等形式在建设期对项目予以补贴，规避运营期补贴支出的规

定。

2. 解决专项债项目与 PPP 项目要求不匹配难题。专项债项目要求聚焦重点地区、重点领域和重点项目，且项目必须有收益，能做到自平衡。随着 PPP 规范管理常态化、动态化管理加强，新增政府付费项目打捆、包装为少量使用者付费项目，项目内容无实质关联、使用者付费比例低于 10%的将无法入库；PPP 项目占本级一般公共预算支出不得超过当年的 10%；对 PPP 财政支出责任占比超过 7%的地区进行风险提示，对超过 10%的地区严禁新项目入库等，政府传递出信号表明，纯政府付费 PPP 项目基本退出历史舞台，主要依靠可行性缺口补助的 PPP 项目受限财力水平将受到控制，纯使用者付费或使用者付费占比较高的 PPP 项目将成为市场主流，这虽然符合专项债项目收益平衡的逻辑，但并不符合社会资本方政府财政“兜底”的预期。因此，政府要加大引导，建议政府向市场推介更多收益水平较高的使用者付费项目，如城市污水处理、机场、高速公路、地铁等，同时制定相关措施消除社会资本方顾虑，如适当放开定价管控、提高项目投资回报率、合理分担项目风险、设置灵活的投资退出机制等，填补专项债与 PPP 项目之间的沟壑，吸引社会资本积极参与，允许社会资本通过市场化手段投建管运项目，既保证债务可偿还，也可获取合理收益。

3. 解决专项债资金使用方式与 PPP 现实需求不匹配难题。专项债作为项目资本金可缓解社会资本方资本金出资压力，作为债务资金可降低项目融资成本，增强市场融资可获性。但存在一些问题：根据我国资本金制度，资本金不可随意回收，而专项债到期须还本付息，那

么作为资本金的专项债面临无法顺利回收的难题，需通过其他资金偿还，同时政府出资代表以专项债作为资本金出资与当前不得以债务性资金充当 PPP 项目资本金的要求背道而驰；另外，作为债务资金的专项债在期限上可能与 PPP 项目合作期限不匹配，专项债到期后需重新寻找新的融资渠道，不利于项目实施。因此，建议政府充分考虑专项债的特殊性质和特殊目的，将专项债排除在债务性资金范畴外，在政策层面明确专项债可以作为 PPP 项目资本金。同时，建议政府出台相关指导意见，支持作为项目资本金的专项债到期后和社会资本方资本金可通过减资或股权转让等方式提前回收；另外，建议进一步提高专项债发行期限，虽然今年前 5 个月专项债期限已明显拉长，平均期限在 13 年以上，基本能覆盖大部分 PPP 项目，但对于长周期的 PPP 项目，如高速公路、污水处理、生态环保等项目依旧无法覆盖。

（二）社会资本方：破土生长，大胆探索创新

PPP 规范整顿以来，PPP 市场已失去往日的繁荣回归正常，鉴于当前国家严格控制地方政府债务，政府举债通道进一步关闭，专项债+PPP 作为政府投融资模式的一种创新，为 PPP 提供了一个新的方向，社会资本可抓住机会，在现有的政策框架下，加强策划与沟通，大胆尝试，加快专项债与 PPP 相结合的项目落地。

1. 提前策划专项债充当 PPP 项目资本金的本息偿还。如果专项债属于债务性资金，根据现行规定，无法作为 PPP 项目资本金。假设专项债可以充当 PPP 项目资本金，社会资本方需要提前策划专项债偿还问题，一是本金偿还，可以在招标文件和 PPP 合同中约定，PPP 项目

收入无法支付到期专项债后，经政府方、社会资本方及金融机构等协商同意，政府出资代表可合法合规减资、引进第三方受让专项债作为资本金部分的股权或者根据财预〔2017〕89号文“因项目取得的政府性基金或专项收入暂时难以实现，不能偿还到期债券本金时，可在专项债限额内发行相关专项债周转偿还”，约定偿还专项债本金资金未落实到位时，政府负责续发专项债、调度预算稳定调节基金、利用偿债备用金筹集资金以替换或偿还到期专项债。二是利息偿还，建设期利息可通过政府出资代表以股东借款形式借调其他经营收益进行支付，进入运营期后由项目公司偿还此部分借调资金；运营期利息主要通过项目公司分红，当分红不足以覆盖专项债利息时，需与金融机构沟通，约定市场化融资本金和利息偿还可顺延，优先确保政府方分红可覆盖专项债利息。三是项目公司增收，加强与政府沟通，额外匹配部分优质经营性资源，可策划由政府投资建设与PPP项目关联性较强的新增经营性资产或直接将优质存量经营性资产匹配到项目公司，利用社会资本方运营管理能力，增加政府方分红，提高专项债本金偿还保障系数。

2. 合理区分专项债融资和市场化融资。PPP项目为充分发挥财政资金放大效应和社会资本方融资优势，决定专项债融资不可能成为项目公司融资的主要手段，必须通过市场化融资解决项目资金问题。厅字〔2019〕33号文提出“收益兼有政府性基金收入和其他专项收入，且偿还专项债券本息后仍有剩余专项收入的重大项目，可由项目单位根据剩余专项收入情况向金融机构市场化融资”，意味着项目公司在

偿还债务时，需按专项债优先，市场化融资其次的顺序，这对于金融机构而言很难接受，因为市场化融资占 PPP 项目大头，而专项债融资只是补充，权益和风险不对等。因此，一是社会资本要与金融机构达成一致，项目收入扣减运营成本及相关税费后剩余收益较多时，市场化融资和专项债融资同比例付息（因专项债无需过程中还本，付息后剩余收益可用于偿还市场化融资本金）；剩余收益较少，优先偿还专项债利息，剩余部分偿还市场化融资利息，不足部分纳入以后年度支付；在专项债还本年度，可约定当年剩余收益优先偿还专项债本金后支付市场化融资本息。二是社会资本方妥协，约定当项目公司偿还市场化融资本息后的净收益仅够支付专项债利息时，优先由政府方分红，社会资本方未获得的分红部分在以后年度补足。

(三) 金融机构方：培土助长，大力配合支持

国家要求金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目融资需求，鼓励和支持银行机构以项目贷款等方式支持符合标准的专项债券项目。为充分发挥专项债+PPP 模式带动投资、稳定预期的作用，需要包括市场化融资机构在内各主体给予积极配合和大力支持。如前文提到的，金融机构对于引入专项债的 PPP 项目在做好合规性和融资风险审查基础上，积极为项目公司提供贷款资金，并在本息偿还安排上考虑到专项债的特殊性可采取灵活方式，如同意设置偿债优先顺序（专项债偿还优先）、设计差别化本金偿还安排（专项债本金偿还年度项目公司可不偿还贷款本金）等。

不论专项债是以资本金方式、债务资金方式还是股+债方式与 PPP

项目结合，对 PPP 领域而言都是一针强力催化剂，能解决目前 PPP 发展存在的困境，但是由于相关配套政策尚不明确，实操中的各方关注的核心问题尚未得到解决，导致专项债+PPP 并没有发挥引爆市场的作用。本文相信，在政府方、社会资本方以及金融机构等各方主体聚焦实操问题解决的努力下，未来专项债+PPP“香气”将逐渐释放，从理论层面走向实践，成为市场新的热点。

REITs 的国际经验与中国实践

来源：大成律师事务所

2020 年 4 月 24 日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《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》（以下简称“《通知》”），正式拉开了境内基础设施领域公募 REITs 试点的序幕。紧接着，中国证监会于 4 月 30 日发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）（以下简称“《指引》（征求意见稿）”）及其起草说明，就“公开募集基础设施证券投资基金”（以下简称“基础设施基金”）的设立、运作等相关规则向社会公开征求意见，至此，我国境内首个真正意义上的公募 REITs 将在基础设施领域正式起步。

REITs（Real Estate Investment Trusts，即不动产投资信托基金）在欧美等成熟的资本市场发展较早（美国首支抵押型 REITs 于 1960 年上市），且已在亚太主要国家和地区（包括新加坡、日本、韩国、中国香港等）得到广泛推广和实践，到目前已经形成了相对成熟的交易结构模式和制度体系。在过去六十年的发展历程中，REITs 充分显示了其在不动产领域的社会资源配置、城市建设推动以及物业运营效率提升等重要功能。而此次《通知》和《指引》（征求意见稿）也开宗明义提出了“防风险、去杠杆、稳投资、补短板，深化金融供给侧结构性改革，强化资本市场服务实体经济能力，进一步创新投融资机制，有效盘活存量资产，

促进基础设施高质量发展”的试点目标；同时，《通知》和《指引》（征求意见稿）起草说明中，均体现了证监会、国家发展改革委及有关单位在此次试点工作中对境外成熟 REITs 市场的深入调研和经验借鉴。

在此，笔者有意对国际主流 REITs 的基本类型、主要规则、基本特征等核心内容进行回顾整理，以期在接下来的试点产品实践中，为更精准快速地理解产品模式设计和各环节交易安排等提供溯源线索。

一、REITs 的基本类型

REITs 是以特定载体作为组织形式（通常为公司、信托等），通过发行受益凭证募集资金投资于房地产及周边领域，并按约定规则向受益凭证投资者分配投资收益的投资基金；其实质是一种资产收益凭证金融工具，而其金融工具属性则突出体现在将具有稳定收益的存量不动产（例如基础设施、商业地产、PPP 项目资产等）转化为流动性强的标准化基金份额的功能，也即将房地产权益从不动产转变成可以流动的证券资产，通过房地产收益权的等额划分和自由流通，实现“不动”的房地产资产与“流动”的权益份额、特定经营权与多元资金源的转化和衔接。

按不同的分类依据，REITs 的基本类型包括：

| 分类依据 | 类型 | 基本特点 |
|----------------|--|---|
| 交易凭证注册及上市情况 | 公募 REITs (公开上市型/非上市型) | 在法定注册机构注册，并在法定交易场所公开发行；按不同流通方式，又划分为公开上市交易 REITs 和非上市交易 REITs。 |
| | 私募 REITs (注册型/非注册型) | 不在法定交易场所公开交易；按是否在法定注册机构注册，又划分为注册型私募 REITs 和非注册型私募 REITs。 |
| 组织形式 | 公司型 REITs | 以公司作为组织形式，其份额体现为股票，REITs 资金属于公司财产。 |
| | 契约型 REITs | 以信托计划或契约基金作为组织形式，其份额体现为信托受益凭证或基金单位，REITs 资金属于信托财产。 |
| 投资标的 | 权益型 REITs (Equity REITs) | 直接或间接投资房地产本身，拥有并经营标的房地产，主要收入来自标的房地产的租金或买卖标的房地产的交易增值部分。 |
| | 抵押型 REITs (Mortgage REITs) | 投资以标的房地产为担保的抵押贷款等债权或房地产抵押支持证券，以利息和证券交易所得为其主要收益来源。 |
| | 混合型 REITs (Hybrid REITs) | 投资资产包括房地产也包括房地产贷款，基金管理者可以适时调整投资比例。 |
| 原始权益人的优先收购权利安排 | 偏股型 REITs | 交易架构设计偏向于对标的房地产权益的长期投资，原始权益人没有回售或优先回购权的安排。 |
| | 偏债型 REITs | 特定优先级证券一般拥有一定期限内的回售权（有利于降低风险，偏固定收益属性）；而另一部分证券则拥有优先收购权（收购物业），原始权益人则保留收购该部分证券的权利（相当于对物业拥有优先回购的权利，整个交易架构更偏向于暂时让渡权属的债务融资工具）。 |
| 交易架构层级 | 传统 REIT 结构 | 指标的房地产直接由 REITs 持有。 |
| | UPREIT 结构 (Umbrella Partnership REIT、伞形合伙房地产投资信托) | 在 REITs 和标的房地产之间设计一层合伙企业（Operating Partnership, OP）结构，REITs 通过持有合伙企业份额间接持有标的房地产。在此结构下，REITs 并购标的房地产过程是用合伙企业份额换取标的房地产的所有权，即原始权益人将标的房地产注入 REITs，换取合伙企业份额，需要变现时再转换为 REITs 或现金。 |
| | DOWNREIT 结构 (伞形多重合伙房地产投资信托) | 在 UPREIT 结构基础上，加入多个合伙企业的结构，REITs 直接拥有和经营部分房地产（又称初始房地产物业），经营性合伙企业拥有和管理其余房地产（一般是新收购或有限合伙人出资形成的房地产）。 |
| 管理模式 | 内部管理型 REITs | 不允许 REITs 自己直接管理运营房地产及相关物业，需将房地产资产的经营管理委托到外部第三方。 |
| | 外部管理型 REITs | REITs 自己直接管理运营房地产及相关物业。 |
| 追加发行 | 封闭型 REITs | 在 REITs 存续期间，投资人不得请求受托机构买回其持有的受益凭证，且受托机构不得任意追加发行、交付或卖出受益凭证。 |
| | 开放型 REITs | 在 REITs 存续期间，投资人可以请求受托机构买回其持有的受益凭证，受托机构也可以追加发行、交付或卖出受益凭证。 |

二、REITs 的主要规则

自 1960 年在美国确立以来，经过六十年的发展，REITs 已在美国、日本、新加坡、韩国、中国香港等国家或地区的交易所上市和交易。近年来，一些主要国家和地区纷纷针对 REITs 制定和调整专门或非专门的立法，以引进并发展 REITs。

《通知》在谈及基础设施 REITs 试点的重要意义时，提到“基础设施 REITs 是国际通行的配置资产，具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点，能有效盘活存量资产，填补当前金融产品空白，拓宽社会资本投资渠道”；而在推进试点的六项基本原则中，更是明确提出“规则先行，稳妥开展试点”，要求借鉴成熟国际经验，在现行法律法规框架下，在重点领域以个案方式先行开展基础设施 REITs 试点，稳妥起步，及时总结试点经验，优化工作流程，适时稳步推广。

对比美国及亚太主要国家和地区在 REITs 起源或引入的初期阶段出台的相关法令规范，其主要集中在对 REITs 组织结构、收入和资产构成、杠杆要求、分配以及基础资产管理等方面设置相

| 国家地区 | 美国 | 新加坡 | 日本 | 韩国 | 中国香港 |
|-------|---|---|---|---|---|
| 起源时间 | 1960年 | 1999年 | 2000年 | 2001年 | 2003年 |
| 立法 | 非专项立法 | 专项立法 | 专项立法 | 专项立法, 配套相关税法 | 专项立法 |
| 组织结构 | 公司、信托基金或协会形式, 应不少于 100 位投资者; 每一纳税年度的最后半年内, 前 5 大股东不能持有超过 50% 的股份 (即 “5/50 规则”)。 | 共同基金或信托形式, 必须符合新加坡交易所的上市规则, 即至少 500 名投资人。 | 封闭型投资公司或封闭型信托形式, 前三大股东持股不得超过 50%。前十大股东不得超过 75%; 至少 50 个人或合格机构投资者。 | 公司形式, 单一投资人不得持股超过 30%。 | 信托形式; 认购该计划 10% 或以上的投资者为重大持有人。 |
| 上市要求 | 不强制上市 | 对公司型强制上市; 信托型则不要求, 可以公开或私募 | 不强制上市 (上市 REITs 要求信托单位不少于 4000 份, 且不少于 1000 人持有) | 强制上市 | 强制上市 |
| 收入和资产 | (1) 总资产 75% 以上由房地产资产 (包括房地产权益、房地产抵押权益、其他 REITs 股份、土地及附着物权益等)、现金、政府债券组成; 持任何一个企业发行的证券不超过总资产 5%; 持任何一个单位有投票权的证券, 所占股份不超过该单位总股份的 10%; 持有下属子公司的应税资产不超过总资产的 20%; 且可开发房地产; (2) 总利润 75% 以上来自被动性且与房地产有密切关系的租金、房地产抵押投资利息或投资其他 REITs 所得收益; 总利润 (扣除禁止转让所得收益后) 的 95% 以上来自前述收益或其他投资分红; (3) 毛所得中不得有超过 30% 收入来源于销售持有未超过 4 年的不动产或未超过 6 个月的证券。 | (1) 至少有 70% 投资在不动产或相关投资产品 (如公开市场上市的不动产公司股份、不动产基金或住房抵押支持证券等); 投资于非房地产公司债券或股票、现金或其他现金、政府债券及上市公司债券比例为 30%; (2) 可介入尚待开发的不动产项目, 但不超过总资产的 10%。 | (1) 至少 75% 投资于不动产或不动产相关权利; 不得持有其他公司股权的 50% 或以上; (2) 不可直接从事不动产开发, 但可投资开发型不动产, 不动产开发投资不超过 50%; (3) 总资产的 50% 一年内不处分。 | (1) 每季度未 REITs 财产中至少 70% 收入来源于不动产; 至少 80% 的资产必须包括不动产、不动产相关证券与现金; (2) 房地产开发投资不超过 30%; (3) 取得资产后的 3 年内禁止出售。 | (1) 至少 90% 投资于产生经常性租金的不动产; 如果名称暗示了特定类型的不动产, 则必须有至少 70% 的非现金资产投资于该类不动产; (2) 不得投资于空置土地或从事房地产开发业务, 不得放贷、承担、担保; (3) 持有不动产必须不少于两年。 |
| 杠杆要求 | 借入款项 (即负债比率) 并未有限制规定。 | 信贷与递延付款的上限为总资产的 35%, 但经国际信用评级机构评等后例外上限可达 60%。 | 只可向合格机构投资者借款。 | 债务融资不超过资产总价值的 66.67%。 | 不超过资产总值的 45%。 |
| 分配规则 | 90% 以上的扣除资本所得后的利润以股利方式分配给投资人。 | 获利的至少 90% 需进行分配, 每半年一次。 | 支付的股息必须超过其分配收入的 90%, 每半年一次。 | 利润的 100% 强制分配。 | 净收入至少 90% 分配给投资人, 每年一次。 |
| 管理方式 | 自行管理与外部管理并行双轨制, 即 REITs 可以选择是否进行内部管理。 | 外部管理且管理公司至少 5 年经验且有牌照要求。 | 外部管理且有牌照要求。 | 原则上内部管理, 允许领有资产管理执照的公司提供外部管理。 | 外部管理且必须是经过证监会认可的管理公司, 有牌照要求。 |
| 税收优惠 | 对分红有优惠, 配息可当费用。 | 对分红有优惠, 配息可当费用 (公司型除外); 受托人无需缴纳所得税, 没有资本利得税。 | 交易税减免, 配息可当费用; 公司出售不动产给 REITs 无优惠; 个人税负与股票相同。 | 免征 50% 的收购税、登记税和特别增值税; 必须缴纳公司所得税。 | 需缴纳因拥有资产的资产税, 由特别目的投资工具 (信托投资于酒店、游乐场或服务式住宅时需通过该投资工具持有) 分配的利润不需缴税; 无资本利得税; 无预扣缴税。 |

此外，回顾美国 REITs 市场的成长与发展，更不得不提及以下三次规则变化的助推：《1993 年综合预算调整法案》（Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993）改变了养老基金对 REITs 投资股权方面的要求，允许养老基金按其基金所有者数目来计算投资人数，以避免违背最少股东要求和“5/50 规则”，大大提升了机构投资者对 REITs 的投资兴趣；20 世纪 90 年代，UPREIT 结构发展，这一结构在当时的税收政策下提供了更具弹性的税务筹划空间，吸引越来越多的房地产企业纷纷开展 UPREIT；其后，REITs 被要求针对不同类别物业市场设置独立顾问，独立顾问由熟悉该类型市场的专业人士担任，REITs 中的物业管理走向专业化。

综观上述，作为一款复杂的房地产结构性融资金融工具，在 REITs 在各国各地区的起源、成长发展乃至健全成熟的重要节点上，完善和健全的法令规则是不可或缺的培养皿和助推器。在起源阶段，基本法令规则的出台为其提供适宜的政策环境温床；在成长发展阶段，重要法令规则的演进变化则成为促成其模式成型和优化的历史推手；最终，完备健全的公募 REITs 法令规则构成其稳定运营的保障和定型剂。

再看 4 月 30 的《指引》（征求意见稿），作为我国境内公募 REITs 试点阶段的首发政策法规，其也主要从组织结构、发售及运作方式、收入和资产构成、杠杆要求以及分配等方面对基础设施基金的设立和运作进行了明确：

组织结构方面：《指引》（征求意见稿）规定采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品结构。

发售及运作方式方面：《指引》（征求意见稿）规定采用“注册+网下询价发售与战略配售相结合+符合条件上市交易”的模式，即基金管理人应向中国证监会提交注册申请材料，基础设施基金经中国证监会注册后，采取网下询价的方式确定份额认购价格，且基础设施基金采取封闭式运作，符合条件的可上市交易；此外，《指引》（征求意见稿）还明确了财务顾问受委托办理发售相关业务活动、原始权益人和其他专业机构投资者的战略配售规则（前者必须参与战略配售、比例不少于基金份额发售总量的 20%、且持有期不少于 5 年，后者可以参与战略配售、配售比例由基金管理人和财务顾问协商确定、持有期限不少于 1 年）、网下询价对象、发售比例分配、基金销售信息披露和风险揭示管理、募集失败处理等方面的具体规则。

收入和资产构成方面：《指引》（征求意见稿）规定基础设施基金需同时符合下列特征：（1）80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权，基础设施包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，不含住宅和商业地产；其余基金资产应当投资于利率债、AAA 级信用债、或货币市场工具；（2）基金通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特

许经营权；（3）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。

杠杆要求方面：《指引》（征求意见稿）规定基金可直接或间接对外借款，但不得超过基金资产 20%，且借款用途限于项目维修、改造等。

分配方面：《指引》（征求意见稿）规定在符合分配条件的情况下基础设施基金的收益分配每年不得少于 1 次，收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%，并要求以现金形式分配。

其他方面：《通知》提出了“创新规范并举，提升运营能力”、“强化机构主体责任，推动归位尽责”以及“完善相关政策，有效防控风险”的基本原则，并在试点项目要求和试点工作安排等内容中对明确规范、压实责任、落实风控一再予以申明强调。对此，为秉承和践行该等要求，除上述主要规则内容外，《指引》（征求意见稿）还从参与主体、项目准入、项目运营、信息披露、监督管理方面设置了相关要求，包括：强化基金管理人与托管人专业能力要求、要求专业机构发挥专业能力严控准入项目质量、强调管理人在基础设施项目运营管理以及基金关联交易程序等方面的受托责任、坚持常规基金信息披露要求与基础设施项目和原始权益人等信息重点披露要求相结合、明确主管机构监督管理和自律管理责任分工等。

三、REITs 的基本特征

REITs 在成熟市场的发展演变中，不断呈现和固化出一些特征（或称之为其基本要求），而正是这些特征成就了 REITs 在市场化与规范化、权益导向与风险防控方面的统一，也使得 REITs 有别于其他金融工具。

1. 基础资产的小份额单位化切割

REITs 实现基础资产的份额化切割，每单位仅代表整体资产价值的一定份额，且单位份额较小、认购价格低，以使中小投资者可以更为便利的投资不动产，降低投资门槛从而扩大资金来源范围，也使市场免于垄断。

2. 风险的分散化

REITs 依托基础设施项目持续、稳定的收益，实现权益份额公开甚至上市交易，通过以小博大的大数法则可以达到个人财力难以达到的风险分散效果；同时，REITs 可以将募集的资金投资于资产组合中，除了不动产项目外，也可少部分投资于住房抵押支持证券等其他流动性更强的工具，在一定程度上实现风险分散。

3. 稳定且高比例的回报

REITs 所投资的标的必须是权属清晰、能够产生持续、稳定的收益及现金流的资产，由于不动产权益收入相较于其他金融市场工具来讲波动较小，如此以确保投资人的投资获利回报；同时 REITs 的设计一般都以较高的红利分配比例吸引投资者，且其回报率与主流股票、债券指数相关性较低，是一种能够有效分散风险、优化投资组合的投资品。

4. 突出的流动性

前文提到，REITs 的金融工具属性突出体现在将具有稳定收益的存量不动产转化为流动性强的标准化基金份额的功能。就公开上市交易的 REITs 而言，其受益凭证每日可进行场内交易，具有最高的流动性水平；而非上市交易的 REITs 虽不在证券交易所流通，但其受益凭证一般也可在柜台市场流通；只有少部分的私募 REITs 流动性较差。

5. 信息透明化

REITs（尤其是公募 REITs）在证券交易所市场或柜台市场交易，通常需遵守明确的信息披露制度要求，运营透明度较高。

6. 真实出售、破产隔离

REITs 项下原始权益人必须将不动产及不动产相关权利真实出售予特殊目的载体，该等投资标的应成为特殊目的载体的资产（即基金财产）；建立特殊目的载体的主要目的是通过基金财产的独立运作保障投资人利益，进行所谓的资产分离，使得该等不动产及相关权利与原始权益人、基金管理人、基金托管人的自有财产及可能发生的破产风险相隔离，确保独立性。

7. 经营管理专业化

REITs 由专门的投资顾问对于基金投向进行分析决策和经营管理，并集中了专业化的管理机构进行基金和基础资产的运营，这些顾问和管理机构一般具有专业的房地产投资、经营、管理知

识和经验，相对于个人投资者有限的经验和资金，专业和集中化的经营管理使得投资者能够分享更为可观的收益。

8. 税收优惠

税收优惠是 REITs 在当前各国各地区金融市场得以推崇和发展的又一关键因素。通常而言，原始权益人通过合伙企业向 REITs 转移不动产权属的结构化融资过程可享受免税政策，当原始权益人将合伙份额变现或转换成 REITs 受益凭证时，才需要对“内含收益”纳税，因此 REITs 对原始权益人而言具有递延纳税功能；对投资者而言，也通常可享受配套的税收优惠政策，例如 REITs 在公司层面免缴所得税、投资者在获取 REITs 红利分配时的递延纳税等。

9. 成熟的二级市场配套

REITs 受益凭证的流动性从某种程度上取决于其在二级市场中进行交易的便利性，因此成熟的二级市场配套也是促进 REITs 发展的重要因素之一。

实际上，在此次《指引》（征求意见稿）中，我们也可以明显看到基础设施基金具备了上述一些特征，包括要求现金流来源分散、基础设施现金流持续稳定、90%的分配比例、80%公开发售及有条件上市交易、重点信息披露、完全所有权或特许经营权取得等。而在此之外，REITs 产品所应具备的诸如小份额单位化、风险分散化、税收优惠以及二级市场配套等基本特征和要求，也

将从某种程度上指引我们进一步细化试点交易规则、以及设计试点项目交易安排的一些方向。

随着金融供给侧结构性改革在当期经济背景下的持续升温，在党中央、国务院关于防风险、去杠杆、稳投资、补短板的决策部署下，此次基础设施基金试点可谓顺时而动，其对基础设施领域乃至金融市场的影响将不言而喻。而参考 REITs 在其他国家和地区起源及推广路径，基础设施基金试点只是公募 REITs 的一个起点。我们相信，此次以基础设施领域为开端，随着我国境内市场环境及其他相关行业的不断成长和成熟，无论从基础资产类型还是产品模式设计，公募 REITs 接下来必将是一片广阔天地。

万字深度：展望 REIT 之后基础设施投融资的发展与创新

来源：新浪财经 作者：赵新博 王守清

2020 年已过近半，新冠疫情对中国经济带来了重大影响，一季度中国经济出现负增长，对国民经济拉动作用较大的基建、地产、制造业等行业受到较大影响，有的几近停滞。面对全球疫情的不确定性，今年两会工作报告中提出不设经济增速具体目标，这是中国第四次在政府工作报告中不设增长目标，足见冲击之大。

随着防疫风险等级的下降，经济恢复建设的步履开始凝神徐行，寂寂街市终于逐步复现生机。不同于 2008 年的“四万亿”强着陆，此次经济调节强调“六稳”、“六保”，注重可持续发展、质效并举，不搞量化宽松和大水漫灌。而基建行业作为长期以来国民经济的支柱产业，伴随着“新基建”、基建 REITs 等重磅政策的出台，再次引起社会各界关注。

基于此，本文以近年来政策逻辑为立足点，兼顾国内外对比，分析当下中国基建市场投融资现状，与读者共飨，抛砖引玉，促进交流与思考，以更好地应用好政策，促进基建和经济发展。

一、中国基础设施投融资发展历史及国内外对比

（一）中国视角

中国基础设施投融资政策的演变与中国财政政策变化密不可分，大致可以划分为五个阶段[1]。

第一个阶段：1993 年之前，中央各地方财政和政府作为主导，以发行国债及银行贷款进行投融资。在该阶段，中国存在外汇与储蓄

双缺口，既缺资金又缺技术，开始引进外资试点 BOT 模式。

第二个阶段：1994~2002 年，以分税制改革为节点，地方政府财权上移事权下移，同时限制地方政府直接举债，地方融资平台开始萌芽，为地方政府基础设施建设融通资金；同时，面对公路、码头和电厂等基础设施的严重滞后，这一阶段中，中国政府颁布了外商投资条例等法规政策，从国家层面开始有计划的推动 BOT 项目实施。

第三个阶段：2003~2008 年，随着中国经济的持续高速发展，基础设施对经济的瓶颈再次凸显，一些部委和地方政府出台了政策法规打破基础设施领域的进入壁垒。

2005 年 2 月，新华社授权全文播发的《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》（国三十六条）强调允许非公有资本进入电力、电信、铁路、民航、石油等垄断行业。在政策利好的刺激下，国内一些城市开始掀起市政公用行业运作的浪潮。

第四个阶段：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%^[2]。GDP 在实现 V 型反弹的同时，也为今后的地方债务埋

下伏笔。

第五个阶段：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，PPP 成为一种社会经济热潮。

（二）国际视角

回顾中国的基础设施投融资发展史的同时，对比世界其他国家会发现，除却政治体制的差异，各国在公共治理领域，随着经济发展面临着相似的问题，也有着不谋而同的解决路径。

二战后，凯恩斯主义倡导的政府干预经济理论随着经济下行、财政赤字加大、政府信任危机等一系列因素，遭遇了治理危机，如何解决政府失灵和市场失灵，提高公共服务领域的效率，成为各国政府公共管理领域探索的新焦点。

随之而来，兴起了一场轰轰烈烈的“新公共管理运动”，旨在重塑政府，重新定位政府和市场的关系；而在微观领域，各国政府开始有序推动民间资本进入传统上由政府作为主导的基础设施和公共服务领域。

在英国，在部分经营性基础设施民营化后，准经营性和公益性公共服务则实施 PFI/PF2，而在其海峡对面的法国，则以特许经营为主导。这便是 PPP 的前身，起初作为一种投融资模式化解各国在公共服务领域的投融资问题，随着各国对于这些模式理念的应用和理解，上

升为一种优化政府和市场关系的理念，提升基础设施和公共服务领域的供给效率，满足公众需求，推动经济可持续发展，即联合国欧经署倡导的 People-first Public-Private Partnership。

对比当今 PPP 比较成熟的几个国家[3]，英国起源于撒切尔执政时期，其上台后开始推进英国版供给侧改革，推动地方公共事业民营化。

然而这一举措未能彻底解决英国经济衰退和公共支出不断增长问题，梅杰上任后开始在 1990 年启动 PFI 计划，但这一政策却一直很少被使用，直到 1997 年布莱尔领导的工党执政，不断修订调整后才使得 PFI 被真正广泛推行。英国对于 PFI 的虽没有立法，但采用标准化的合同，建立了完善的运作体系。时至今日，英国的 PFI 和演变改进的 PF2 模式虽然已经停止，但影响了很多国家的实践发展。

法国则早在 19 世纪就采取了特许经营的方式运作基础设施，运河、桥梁、供水、供电等均走上了特许经营模式。20 世纪后，法国又丰富了政府和社会合作的内涵，延伸出了伙伴关系合同制。

再看我们临近的国家，日本经历了八九十年代经济泡沫破灭后，为了缩减政府开支，先在铁路、电信等领域引入民间资本，后逐步扩大到医疗、市政、监狱、使馆等领域，并在吸收英国 PFI 制度的基础上，建立了自己的法律体系。

韩国也借鉴了英国的模式，在 1994 年颁布了促进民间资本参与公共投资的立法，并在亚洲经济危机之后不断完善，缓解政府直接投资的压力。

除了上述国家外，德国、加拿大、澳大利亚、土耳其、巴西、阿根廷、泰国、菲律宾、印度、缅甸、南非等都有 PPP 实践，各国的动机、法规政策及发展的程度虽有差异，但推广的理念是相似的。

当前，中国倡议一带一路，加强与沿线国家“政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通”，在基础设施的互联互通方面，一带一路国家以发展中国家为主，基础设施匮乏且政府资金短缺，发展空间广阔，同时，PPP 模式已取得世界共识，将是中国与一带一路国家强化基础设施领域合作与对话的有利工具。

中国在 PPP 领域，经过多年的发展积累了丰富的实践经验。截止 2019 年末，中国财政部 PPP 项目库项目已达到 12341 个，总投资 17.78 万亿，在数字上中国已经跃居世界 PPP 第一大国。

当前，由于 PPP 法尚未出台，目前对于政府和社会资本合作模式的法律保障还仅停留在政策法规层面，而随着不同调控政策的出台，PPP 市场也经历了过山车似的变化。值得欣慰的是，这两年社会各界关于“真做 PPP 和做真 PPP”的理念在加强，这些成功和失败的经验为今后中国企业走出国门提供了实践基础。

二、当前中国基础设施投融资现状

经过数十年的发展，中国基础设施投融资市场形成了以专项债、PPP 和城投为主的三大模式，而由此演变出来的其他模式，并非不重要或是占比少，而是政策监管的限制和表外通道业务的无法有效统计，使得这类表外通道业务很难在数据上与上述三种模式做比较，但却不容忽视。

此次基础设施 REITs 试点政策的出台，虽然没有改变中国基础设施投融资的大局和根本逻辑，但却引起了巨大的社会反响，主要是填补了基础设施股权投资领域的空白，打通了基础设施投资的一二级市场。

在过去的二十多年中，中国经济的飞速发展使得产业实力和金融资本得以壮大，社会资本的项目运作经验丰富，资本市场流动性充足，在产业端和金融端，都亟需多元化的投融资渠道。

资本市场中，债权融资体系已经相当成熟，而股权融资却一直局限在大消费、TMT(科技、媒体和通信)、高新技术等领域，在基础设施领域几近空白。基础设施 REITs 出现契合了产业和金融共同的需求，让基础设施投融资市场成为一个流动的、连贯的开放型市场，也让当前社会各界更加系统的思考基础设施投融资的市场现状和发展前景。

（一）专项债模式

存量部分，从 2015 年至今，专项债的发行数量和规模均呈增长趋势。截至 2019 年末，全国 37 个发行主体发行了 2751 支，共计 9.4 万亿的专项债[4]。专项债应用的领域从土地储备专项债券、收费公路专项债券、棚改专项债券，创新和发行多种不同领域的专项债券；从行业投向上看，棚户区改造发行占比 35.93%，土地储备占比 33.89%，其他行政收费公路、高校、医院等占比 30.18%，棚户区改造和土地储备合计占比 60%以上。

今年受疫情影响，政府为了拉动经济在 3 月份明确 2020 年专项

债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域，新增了应急医疗救治设施、公共卫生设施、城镇老旧小区改造等项目。

当时市场一片哗然，一是由于在建项目后续融资还款出现困难，二是土储及棚改项目贷款在商业银行早已在财政部土储专项债和棚改专项债管理办法颁布后处于停滞状态，一刀切的急刹车不合市场逻辑，幸好政府随后在5月又明确棚改专项债有条件的恢复发行。

新增部分，今年政府工作报告提出2020年安排专项债3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元，同时提高专项债可用作资本金的比例；中央预算内投资安排6000亿元，增加国家铁路建设资本金1000亿元；赤字率规模新增1万亿元，同时发行1万亿元的抗疫特别国债，如果再考虑减税降费2.5亿元，将近10万亿元[5]。

当然这里列举的数据并不是说都要投入到基建领域，但从前半年的数据看，基础设施是最重要的投资领域之一。

专项债的项目承接方，往往是地方国企和城投公司，其中，经济发达地区的高速公路等交通领域的专项债项目有稳定的现金流，属于地方政府的优质资产。

因此，此次基础设施REITs试点对于这些地方国企和城投而言，将是一大利好，但他们是否愿意把这些优质资产REITs化，也是当下社会各方关注的一个焦点。

（二）PPP模式

与专项债相比，PPP在今年两会政府工作报告中并未提及，但是在国家发改委公布的2019年国民经济执行情况及2020年国民经济计

划草案中明确强调：“继续加大金融支持，发挥政府资金的导向作用，规范创新政府和社会资本合作模式，支持民间资本参与补短板 and 新型基础设施建设。”

从政策上看，2014 年至今，中国 PPP 市场的发展已经有目共睹，随着国务院及各部委相关政策的颁布出台，多数地方政府和社会资本方在认知上从不了解 PPP 到“一切可 PPP”，再到今天的规范做 PPP，市场发展趋于理性，项目落地率不断提高，如图 1 所示。

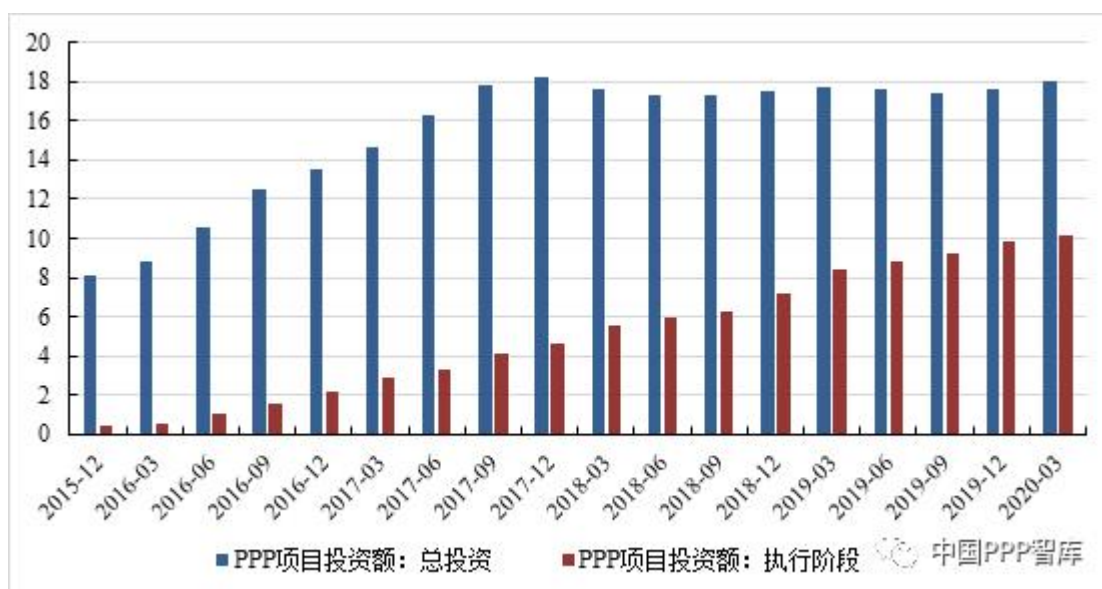


图 1 2015~2020 年 3 月 PPP 项目总投资与进入执行阶段投资金额概览（万亿元） 来源：财政部 PPP 中心

从融资及再融资数据看，截止 2019 年末，财政部 PPP 综合信息平台在库 12341 个项目，管理库在库项目 9383 个，融资落地率不足 10%；再融资方面，截止 2020 年 5 月末，已发行 PPP ABS 共 21 单，融资额 215.58 亿元；发行 PPP 专项债 4 笔，融资额近 40 亿元。从中可以看出，融资市场并未真正打开，融资难是当前制约 PPP 项目推进的重要问题之一。

对此，相关部委也已经引起重视。今年2月，财政部相继升级PPP综合信息平台，从强化信息公开的角度加强各方对于项目全生命周期的监督；还出台了污水和垃圾处理领域PPP合同示范文本，强化在成熟领域的运用；3月，又出台了PPP绩效管理指引，对于社会资本方和政府方的双向绩效考核约束和信息公开等要求，将有助增强金融机构对于项目的了解和信任，从而有助于PPP项目融资市场的发展。

再融资市场方面，当前由于项目多数处于建设阶段，目前需求还没有完全体现出来。随着进入运营期的项目不断增多，再融资、股权交易，以及PPP REITs和ABS都将为PPP二级市场的发展提供发展空间，对于有资产运营能力的投资者，未来二级市场的投资并购将是新的业务增长点。

从创新发展看，此次政府工作报告大力推动“两新一重”建设，其中智慧交通、智慧城市和产业新城等为城市赋予新动能的项目，更突出基础设施推动城市经济内生发展潜力。

这些带有创新性质的产业综合开发项目，本应是社会资本的强项，但是结合PPP来看，财金[2019]10号文之后对于土地性基金支出的限制，使得PPP模式在一些园区、产业新城和TOD模式的地铁项目中遇到瓶颈。

对于缺钱的地方政府，则需要“PPP专项债”模式上寻求突破，寻找土地增值项目资金平衡的自洽逻辑，或者引入产业发展经济，选择有综合实力的大企业进行长期、滚动开发，实现自我造血、财务自

我平衡。在目前的政策背景下，对于土地的管制比较严格，这类实操也有一定难度，但应是创新和改革方向。

（三）城投模式

城投也称之为地方融资平台，被誉为地方政府的“亲儿子”，自1994年分税制改革开始萌芽，2008年之后快速发展，成为地方基础设施建设的重要融资渠道，为中国近十年的经济增长贡献重要力量的同时，也推高了地方政府隐性债务。

城投债发行始于2007年，随着基础设施建设需求的增长，其发行数量和发行规模呈现逐年递增的态势，直至近些年由于各项政策对政府债务的控制和地方融资平台的规范化和市场化转型而有所下降，其中，2018年7月，城投新增发债总额与到期城投债金额几近持平[6]。

2018年7月23日，李克强总理在国务院常务会议中提出要引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求，从一定程度纾解了城投公司的债务风险，随即市场对于城投公司的债券发行又出现了一波上涨。2019年，城投债发行数量累计4098只，发行金额33905.72亿元，创十年新高[7]。

这可以分两方面来看，一是2014~2016年发行的城投债期限主要集中在4~5年期，到期置换比例较大；二是在2018年在基础设施投资增速下降的背景下，专项债有总量限额控制，PPP在2018年受政策规范，城投不得不继续发挥地方建设投融资功能，填补投资空缺。

尤其是今年，为了抗击新冠疫情的影响，地方政府为了加快投资

步伐，除了发行专项债之外，在城投债不论是发行量还是净融资量都比同期有大幅增长，如图 2-4 所示。

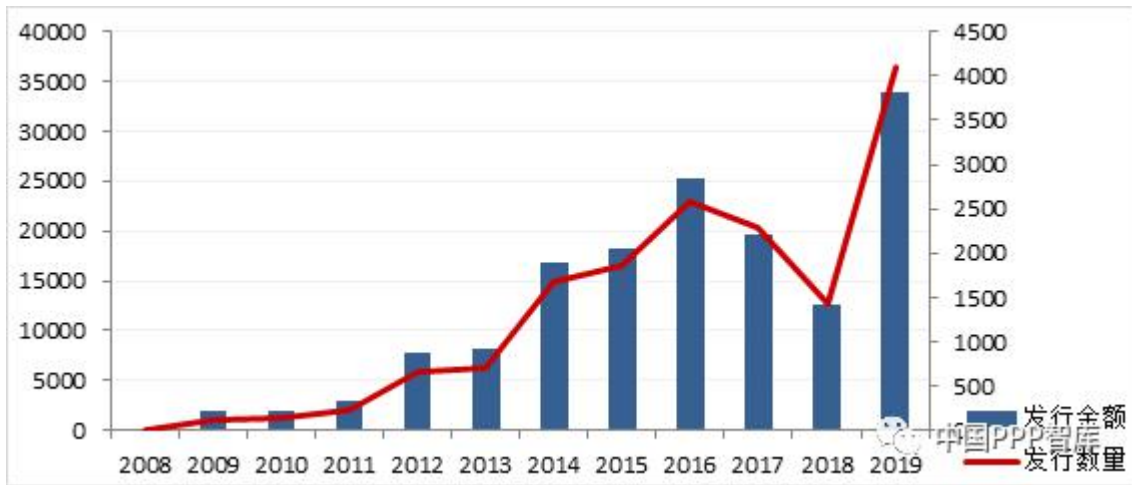


图 2 城投债发行数量和规模 (亿元/个) 来源: Wind 数据

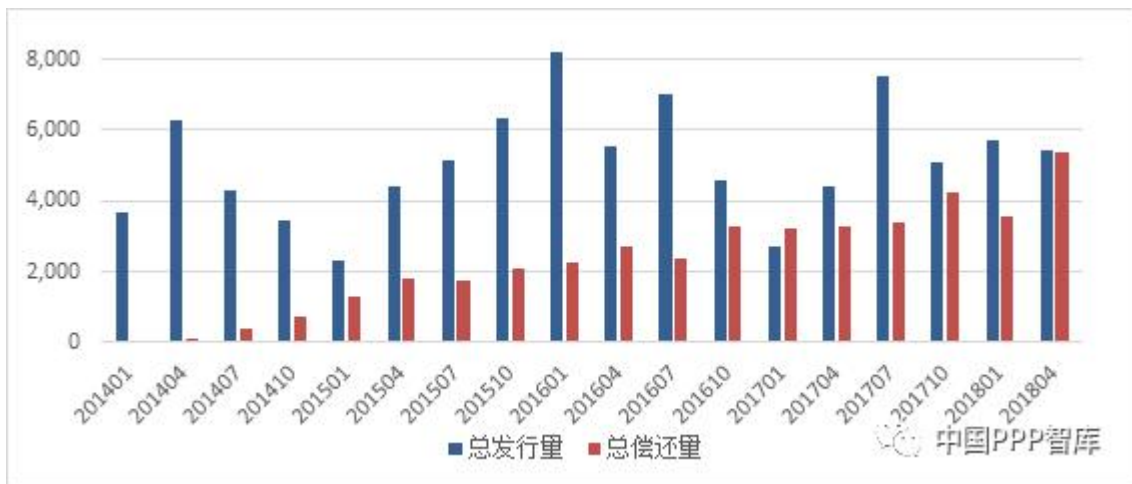


图 3 近 5 年城投债发行总量和总偿还量对比来源: Wind 数据

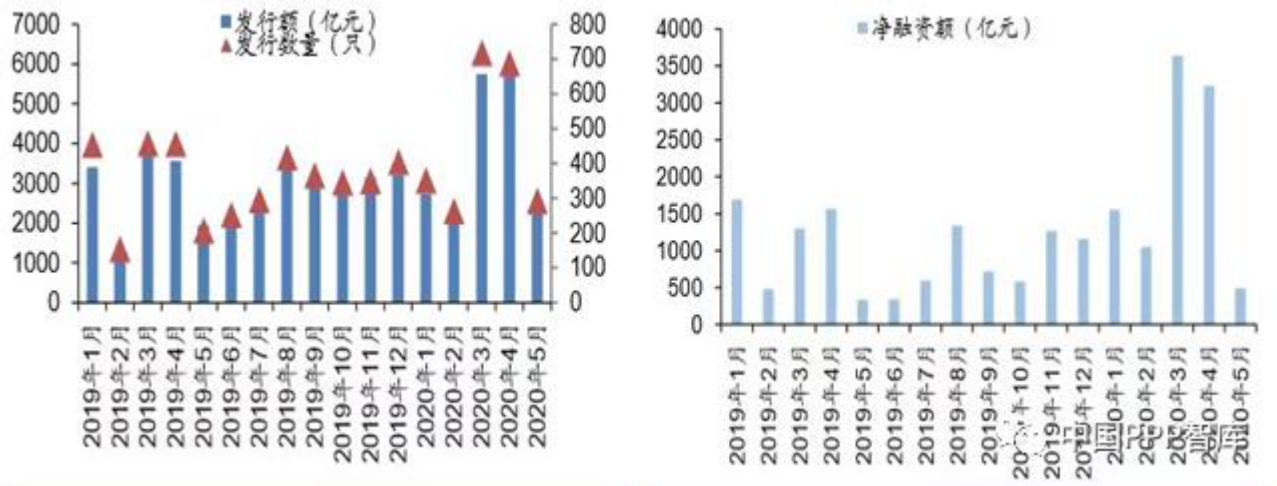


图 4 2020 年以来城投债发行量和净融资量 来源：Wind 国金证券研究所

（四）基础设施投资、专项债、PPP、城投和 REITs

在了解了中国基础设施以上三种主要融资模式后，似乎从总体上了解了中国基础设施投资的主要模式。但把三者数据和基础设施投资的总体数据放在一起做比较（如图 5 所示），可以看出，目前这三种主流方式并不能完全覆盖中国基础设施的总体投资。

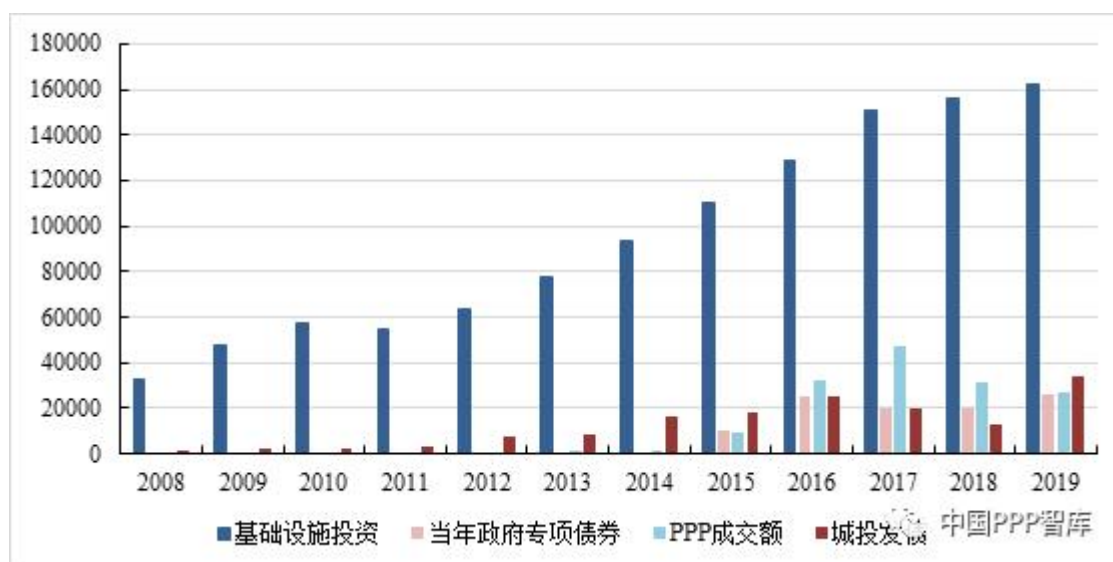


图 5 2008~2019 年中国基础设施投资与专项债、PPP、城投债概览
数据来源：中国统计年鉴、Wind 数据库、明树数据

原因有几点，首先，以上数据是可统计数据，其中专项债和 PPP 成交数据是比较公开的，但在力推 PPP 的早期，有一定比例的 PPP 并没有在财政部库中，特别是其中城投债仅为公开发行业务数据，其大量的资管、信托等非标业务数据并未统计其中；

其次，对于一些大型的国家重点建设项目，如长江大保护、南水北调和下一步的黄河大保护等基础设施建设工程，采用国家直接投资

或国家与地方联合投资模式；

同时，仅就三种模式而言，专项债和 PPP 模式受地方政府预算空间限制，城投债表面依托企业自身，但实际与地方经济发展密不可分，发债受企业自身和地方政府债务杠杆限制，因此为了加强地方政府基础设施建设，不少项目采用 F EPC 模式，利用大型承包商的信用资质为地方政府的项目先行筹措资金。

虽然有与政策打擦边球甚至违规等问题，但却有一定的市场空间，尤其是在 10 号文出台之后，土地性基金预算不能列支 PPP 项目，地方政府搞产业新城项目既要吸引有综合实力的产业服务商和承包商，又缺乏财政资金，就只能借助社会资本方的实力做滚动开发，也不失为一种创新模式。

从图 5 的数据看出，近十年来，中国基础设施投资的总量已达 113 万亿元。国家发改委统计 1995~2018 年的基础设施累计投资统计是 130 万亿元，年平均增速为 18%^[8]，百万亿级的总投资到目前为止，早已经沉淀成巨大的存量市场。

如前所述，其主要资金来源依赖于财政和银行贷款，不论是承包类的建筑企业还是地方政府，近些年债务杠杆率都普遍较高。尤其近两年，城投公司非标违约事件不断增加，暴露出一些地方政府债务形势比较严峻。

据公开数据统计，2018~2019 年发生非标违约的城投平台就有 49 家，其中贵州省平台 20 家 7，城投公司的风险事件从某种程度暴露出地方政府投融资环境的恶化。

在此背景下，政府加大新基建投资、加强“三重一新”建设，需要大量的投资支撑，对于存量资产的挖掘就有变中求新的意义。通过盘活存量资产，降低债务杠杆、化解政府风险的同时，吸纳了更广泛的社会投资者，置换存量的同时也释放了新增，减少了投资压力。

刚刚闭幕的陆家嘴金融论坛上，银保监会主席郭树清提到中国的储蓄占全球总额的四分之一以上，为世界经济增长贡献了大量的结余资金。那么对于中国的资本市场而言，REITs的出台，也促进了公众储蓄投资的转化，并且是从公众直达实体经济，减少了中间环节，有望降低融资成本。

而关于REITs与PPP的结合，社会各界寄予厚望，市场上目前还没有基础设施REITs先例，国家发改委和证监会也明确表示，此次REITs发行不急于求成，成熟一个发行一个，稳中求进的节奏更有利于试点领域扩大和具体项目推进，因此，该文中的探讨可以作为抛砖引玉供读者参考，在此就不再一一赘述。

三、下一步基础设施投融资发展与创新

展望中国的基础设施投融资创新，要与当下的经济环境紧密结合。为了抓六稳、促六保、重振经济，相关部委在国务院金融委的统一部署下最近出台一系列的财政和货币政策，并表示这既不是最后的晚餐，也不会有免费的午餐。

简言之，既为当下谋发展，也为未来留余地。笔者在给各地方政府和社会资本方等讲课时也经常将这个理念用在PPP领域，不论是政府还是企业都要奔着长期合作、优势互补、风险共担、利益共享的多

赢原则去做 PPP，否则就是两败俱伤，还影响公众等其他方。

大国竞争长远依靠科技，科技的发展并非朝夕，新基建的提出为中长期发展绘制了方向性蓝图，市场上关于新基建的文章已经有很多，领域之新、模式之新、理念之新都区别于传统发展基础设施的思路。

但归根结底，都是生产要素的更合理、更科学的配置，为经济发展增强内生动力，为城市发展赋能。以前谈 PPP 多是聚焦于项目，但 PPP 本身的内涵不止于此，强调政府和社会资本方的广泛合作。此次新基建不再强调以政府为主导，也是政府治理层面的优化，从而衍生出多元化的投融资渠道。

首先是现有模式的综合运用。专项债、PPP 和城投在不同时期出现在中国经济舞台，又在不同的时间段被强调或者规范，有其特定的社会背景，就像当下为了加快疫情后的经济建设，要加快专项债的下发，特殊时期应该有特殊政策，短期和长期的发展要平衡，才容易可持续发展。

城投公司近些年发展受政策影响较大，但城投公司与地方政府关系天然紧密，不论是在承接地方政府专项债项目上，还是贯彻落实地方政府发展措施上有天然优势，尤其是一些城投公司经过近十年发展已经做大做强，成为地方经济的重要支撑。但若全面回到城投模式，地方政府的隐形债务将不可估量，可能引起系统性债务风险。

PPP 模式是广为世界各国采用的模式，如果应用规范，是已经被验证过的合理提升地方政府基础设施服务效率和缓解地方政府债务

的有效模式，PPP 将继续采用和推广，但并不是一切皆可 PPP，成熟国家应用的比例也不超过 10-20%，未来中国也将是在一定比例如 30% 以内。

三种模式之间并非零和博弈，完全可以发挥其各自优势、相互支撑，共同推进地方经济可持续发展。

其次，关于新城开发和产业园区的综合开发，在现有政策约束下如何进行投融资创新是一个重要方向。

前面提到新基建、新城开发和产业园区的开发往往可以聚集人、财、物特别是科技、大数据等先进的生产要素，但此类项目的开发建设涉及的资金庞大、要素众多、结构复杂，招商引资又需要有战略眼光。仅依托地方土地财政发专项债，缺乏产业布局，则对地方经济的增长边际效应有限，也不是地方政府的强项。

因此，如何在现有政策约束下，谋划长期发展路径、实现短期融资可行、中期资金平衡、长期地方经济发展有潜力，是一个需要地方政府和社会资本方等各方共同探讨的课题。

基础设施的投融资不同于其他领域，虽然中央政府可能有更大的政策创新（如基础设施 REITs），但地方政府特别是企业，创新更多的是在现有的政策约束下，依托自身的项目运作实力，提高项目的可融资性，去实现资源的价值最大化，几个要素缺一不可。

再则，关于基础设施的权益性投资，这是由专项债做资本金和 REITs 试点所引发的一个重要思考。这两个政策颁布时，引起了市场极大的关注，本质上是中国基础设施投融资市场权益性投资工具的匮

乏。

国外很多国家对于投资项目的资本金比例没有固定要求，让市场去决定，而中国的政策有明确要求。中国政策的动机出于防范过高的金融杠杆风险，本身是可以理解的，但是在金融市场没有合适的权益性金融工具使得资本市场和基础设施投资能够进行联通，对于一些大型重点基建项目的建设将是极大的制约。

同时，为了筹集资本金，企业不得不绕道其他渠道，通过抽屉协议等模式融资，其实是提高了项目的融资成本，最后还都转嫁给政府或公众。如何搭建基建领域合理的股权融资渠道，对于中国基建投融资市场的长期健康发展非常重要，基础设施 REITs 是开始，而不是终点。

最后，正如开篇在回顾中国基础设施投融资发展历史时，也比较了国外基础设施投融资路径，虽然疫情的影响以及逆全球化造成在未来一两年甚至更长的时期内，中国经济的恢复都将依托于国内市场，“两新一重”则是下一步的重点领域；但长期而言，“走出去”也将中国基础设施投融资发展的必然趋势之一。

新出炉的 2020 世界十大建筑服务公司中，中国建筑世界第一，法国万喜位居世界第二，在全球上市公司 2000 强排行榜中，中国上榜公司的数量遥遥领先，总资产、总营业额均位居前列，但是若看盈利率和市值，中国企业则不占优势[10]。

“一带一路”沿线以发展中国家为主，其经济发展面临和中国特别是改革开放初期一样的难题，既缺基础设施又缺资金，传统的总承

包模式也将随之向带资承包、PPP、股权投资与并购等模式转变，如果在国际市场成功运作项目，与国际建筑承包商进行竞争，对于国内的建筑承包商而言是更大的挑战，也将是一个新的酝酿点。

从当下的特殊时点，回顾和展望中国基础设施投融资的历史、现状和未来，限于篇幅，而且政策也在推陈出新，本文观点难免有不足和疏漏之处，只能以点带面，抛砖引玉与大家探讨。中国的基础设施投融资市场巨大，让我们与时代的脉搏共振，在发展中上下求索，为社会发展的美好明天尽自己的应有之力。

鸣谢：

感谢中央财经大学张家明对文中所涉基础设施投资、专项债、PPP和城投债的数据搜集和整理。

主要参考文献：

- [1]、赵新博，王守清.《商业银行参与PPP:从政策到实践》，清华PPP研究中心公众号，2019/5/28.
- [2]、中信证券研究部，《政策看债专题——十年城投，回望前瞻》，2019/4/25.
- [3]、裴俊巍，《国外PPP立法特点与经验借鉴》，中国财政，2016.12半月刊[总第713期].
- [4]、2019年中国PPP市场报告，明树数据2019年春节版.
- [5]、杨伟民.《不能借应对疫情和稳就业再给僵尸企业上“呼吸机”》，新浪财经，2020/6/15.
- [6]、赵新博，王盈盈，张家明.《地方融资平台和PPP模式对比研究

分析》，清华大学 PPP 中心公众号，2018/9/7.

[7]、康正宇，《城投债 2019 年发行总结与 2020 年展望》，中证鹏元评级公众号，2020/1/15.

[8]、吴亚平，《基础设施 REITs 的意义、要点和发展前景》，京东数字科技研究院，2020/5/28.

[9]、《王守清 PPP 团队答复基础设施 REITs 试点有关问题的函询》，中国 PPP 智库，2020/6/7.

[10]、白露，《2020 世界十大建筑服务公司》，勘察设计前沿公众号，2020/6/17.

浅谈影响 PPP 项目融资的因素

来源：PPP 知乎 作者：王寿安、肖洪桦 杭州城投建设有限公司

【摘要】PPP 项目具有投资金额大、回收期长等特点，社会资本大部分的资金来源于融资，所以，融资的成功与否基本决定了项目能否有充足的资金继续推进下去。融资主要分两种形式，股权融资和债务融资，其中后者为主流。融资到底受哪些方面的影响？本文介绍了十五个方面的因素，不合理之处欢迎批评指正。

【关键词】PPP 项目 融资 因素

一、环境因素

1、当地的经济水平

PPP 项目所在地的经济水平是金融机构（银行等）首先关注的问题。经济水平决定了当地的财政收入，当地的经济结构又决定了财政收入是否可持续。如果当地的经济水平连续几年呈增长势头，且各行业发展平衡，尤其是新兴产业上升势头较好，则财政收入会呈现稳步增长。假如当地的经济主要靠资源开发，而资源储备不足以支撑至项目合作期结束，那么，以政府付费为主的 PPP 项目将存在较大的收款风险。

2、当地的政治生态

项目所在地政策导向、交通情况、人口流动量、外来企业招商投资情况等，一定程度上会影响金融机构的决策。

比如，项目是否为国家政策倡导的？是否能列为省、市重点工程？能否争取市、省、中央资金支持？如果上述答案存在肯定的，将

增加金融机构对项目的信心。

3、限制性规定

某省有关部门就明文禁止采用 PPP 模式打造景观工程，已采购尚未开工的禁止开工，已开工的必须缩小规模。因此，需要慎重对待这类特殊的限制性规定，以免陷入融资僵局。

二、政府因素

4、政府付费是否纳入财政中长期预算

根据《中华人民共和国预算法》规定：“政府的全部收入和支出都应当纳入预算”、“未纳入预算的不得支出”。发改委发改投资【2016】2231 号文也规定：“对于需要当年推进实施的 PPP 项目，应纳入各地区各行业 PPP 项目年度实施计划。需要使用各类政府投资资金的传统基础设施 PPP 项目，应纳入三年滚动政府投资计划”。

政府对项目投资或付费纳入政府预算需要当地政府通过县长联席会、党委常委会、人大常委会等会议做出决定，最后以人大常委会或委员会名义出具类似“关于 PPP 项目政府付费部分纳入政府中长期预算的决议”文件。社会资本需要实施机构快速取得相关文件，为金融机构提供“定心丸”。

5、政府的内部意见

有些地方政府急于启动项目，未按正常程序办理合规性手续，也未征求其他相关部门合理意见。一旦项目开始，持不同意见或未提前沟通的部门便成了“绊脚石”，导致项目推进和融资困难。尤其是主办的领导岗位调整后，项目便成了“僵尸”项目。

6、政府的诚信

项目落地前，社会资本要了解政府和建设单位有无违约先例，以及政府的信用情况。若信用情况不佳，则需要慎重防范。

7、政府的适当引荐

有些地方政府与银行存在长期协议合作，政府可为其引荐优秀企业，比如社会资本成立的项目公司。如果有引荐，一方面说明政府对该项目和社会资本是有信心和支持的，另一方面也可能争取到较低的贷款利率，同时为当地银行带来效率，实现多赢。

8、合法合规性

发改委、财政部为 PPP 项目分别设立了项目库，要求实施的项目必须是入库项目。但两库设立的目的及要求不同，发改委设库目的是“将作为安排政府投资、确定与调整价格、发行企业债券及享受政府和社会资本合作专项政策的重要依据”，入库项目要求做实施方案，但对财政承能力、物有所值未做要求。而财政部的 PPP 综合信息平台主要目的是“对全国 PPP 项目进行跟踪、监督，为开展 PPP 工作或开发实施 PPP 项目提供技术，具体包括项目库、机构库、资料库”，项目库中又有三个子库：储备库、执行库、示范库，其中列入执行库的执行项目要求编制实施方案、通过物有所值、财政承受能力论证。财政部财金【2019】10 号文对 PPP 规范项目也做了具体界定。

因此，项目是否已入库并不代表一定合规，还要查看“两评一案”等资料是否齐全。如果各类前期手续的内容差距过大，则需要调库，甚至需要重新办理招投标程序。而这些手续都需要花大量的时间，时

间过久，根据财办金【2017】92号文规定，一年内项目无实质性进展，需要清理出库。

合规性手续作为申请融资的核心材料，需要内容完整、前后一致、办理及时。

9、土地手续

社会资本要了解项目的占地是否符合城市规划、土地利用总体规划，土地是否已征收，土地征收的指标是否足够，是否占用基本农田等。同样的，如果调整规划、土地变性等所花时间超过一年，则实施项目的风险就很大，融资的难度相应增加。

三、社会资本因素

10、母公司的实力

金融机构通常会关注母公司的经营情况，如资产负债、现金流、利润等。虽然项目公司成立、首笔注册资金到位，但金融机构对风险的管控不会局限于项目公司的有限资产。若母公司实力欠佳，金融机构甚至期望或要求由母公司做担保。所以，有实力的母公司将为项目融资增信不少。

11、项目公司团队的综合能力

金融机构除了关注社会资本总部的管控实力外，也注重项目现场管理团队对项目的整体策划能力，尤其是项目负责人的教育经历、工作经验、PPP基础知识、协调能力以及实际操盘的水平。因此，高质量、高水平的管理团队也是很重要的。

12、基本帐户的设置

从融资的角度出发，基本帐户设在融资银行更能赢得支持。

13、项目资本金

国务院出台了《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》（国发【2019】26号），通知中明确规定了项目资本金的比例、来源、帐户管理以及审查机构：资本金“必须是非债务性资金”，“不得以任何方式抽回”，最低资本金比例机场为25%，其他为20%，最低不低于15%（在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下），“通过发行金融工具等方式筹措的各类资金，按照国家统一的会计制度应当分类为具的，可以认定为投资项目资本金，但不得超过资本金总额的50%”。“属于企业投资项目的，提供融资服务的有关金融机构要加强对投资项目资本金来源、比例、到位情况的审查监督”。因此，资本金的到位情况也是金融机构调研的一方面。

14、运营期的现金流

金融机构有意向放贷的项目，基本上是后期有稳定现金流的项目。所以社会资本需提前测算好运营期的收入、成本以及固定资产投资回收期，确保全运营期内的各项收入能覆盖成本、贷款利息或最低收益，如果能有一定的利润更好。

15、涉及多家金融机构的情况

有些项目规模大，作为一家金融机构很难满足需求。当通过多家金融机构共同融资、彼此又相互观望时，可以考虑引进一家国有银行或官方参股的基金公司（如中国政企合作投资基金股份有限公司）参与，可以增加其他金融机构的信心。

结束语

以上就是融资的主要影响因素与需要注意的一些问题，当然，实际融资工作中遇到的问题远远不止这些。比如，金融机构还会关心政府基础投资的财政支出比例，项目合作期长短，以及金融机构内部因素，社会资本对金融机构的选择等。我相信在充分考虑了上述十五个方面后，项目的融资就相对容易多了。

国务院办公厅关于印发生态环境领域中央与地方 财政事权和支出责任划分改革方案的通知

(国办发〔2020〕13号)

来源：财政部政府和社会资本合作中心 时间：2020.6.15

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

《生态环境领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》已经党中央、国务院同意，现印发给你们，请结合实际认真贯彻落实。

国务院办公厅

2020年5月31日

(此件公开发布)

生态环境领域中央与地方 财政事权和支出责任划分改革方案

按照党中央、国务院有关决策部署，现就生态环境领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革制定如下方案。

一、总体要求

以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中全会以及中央经济工作会议精神，贯彻落实习近平生态文明思想，坚持绿水青山就是金山银山，健全充分发挥中央和地方两个积极性体制机制，适当加强中央在跨区域生态环境保护等方面事权，优化政府间事权和财权划分，建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系，形成稳定的各级政府事权、

支出责任和财力相适应的制度，坚决打好污染防治攻坚战，加快构建生态文明体系，推进生态文明体制改革，为推进美丽中国建设、实现人与自然和谐共生的现代化提供有力支撑。

二、主要内容

（一）生态环境规划制度制定。

将国家生态环境规划、跨区域生态环境规划、重点流域海域生态环境规划、影响较大的重点区域生态环境规划和国家应对气候变化规划制定，确认为中央财政事权，由中央承担支出责任。

将其他生态环境规划制定确认为地方财政事权，由地方承担支出责任。

（二）生态环境监测执法。

将国家生态环境监测网的建设与运行维护，生态环境法律法规和相关政策执行情况及生态环境质量责任落实情况监督检查，全国性的生态环境执法检查 and 督察，确认为中央财政事权，由中央承担支出责任。

将地方性的生态环境监测、执法检查、督察确认为地方财政事权，由地方承担支出责任。

（三）生态环境管理事务与能力建设。

将国务院有关部门负责的规划和建设项目的环境影响评价管理及事中事后监管，全国性的重点污染物减排和环境质量改善等生态文明建设目标评价考核，全国入河入海排污口设置管理，全国控制污染物排放许可制、排污权有偿使用和交易、碳排放权交易的统一监督管

理，全国性的生态环境普查、统计、专项调查评估和观测，具有全局性和战略性意义、生态受益范围广泛的生态保护修复的指导协调和监督，核与辐射安全监督管理，全国性的生态环境宣传教育，国家重大环境信息的统一发布，生态环境相关国际条约履约组织协调等事项，确认为中央财政事权，由中央承担支出责任。

将地方规划和建设项目的环境影响评价管理及事中事后监管，地方性的重点污染物减排和环境质量改善等生态文明建设目标评价考核，控制污染物排放许可制的地方监督管理，生态受益范围地域性较强的地方性生态保护修复的指导协调和监督，地方性辐射安全监督管理，地方性的生态环境宣传教育，地方环境信息发布，地方行政区域内控制温室气体排放等事项，确认为地方财政事权，由地方承担支出责任。

（四）环境污染防治。

将跨国界水体污染防治确认为中央财政事权，由中央承担支出责任。

将放射性污染防治，影响较大的重点区域大气污染防治，长江、黄河等重点流域以及重点海域、影响较大的重点区域水污染防治等事项，确认为中央与地方共同财政事权，由中央与地方共同承担支出责任。适当加强中央在长江、黄河等跨区域生态环境保护和治理方面的事权。

将土壤污染防治、农业农村污染防治、固体废物污染防治、化学品污染防治、地下水污染防治以及其他地方性大气和水污染防治，确

认为地方财政事权，由地方承担支出责任，中央财政通过转移支付给予支持。将噪声、光、恶臭、电磁辐射污染防治等事项，确认为地方财政事权，由地方承担支出责任。

（五）生态环境领域其他事项。

将研究制定生态环境领域法律法规和国家政策、标准、技术规范等，确认为中央财政事权，由中央承担支出责任。

将研究制定生态环境领域地方性法规和地方政策、标准、技术规范等，确认为地方财政事权，由地方承担支出责任。

生态环境领域国际合作交流有关事项中央与地方财政事权和支出责任划分按照外交领域改革方案执行。中央与新疆生产建设兵团财政事权和支出责任划分，参照中央与地方划分原则执行；财政支持政策原则上参照新疆维吾尔自治区有关政策执行，并适当考虑新疆生产建设兵团的特殊因素。

三、配套措施

（一）加强组织领导。各地区各有关部门要增强“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”，把思想和行动统一到党中央、国务院决策部署上来，加强组织领导，切实履行职责，密切协调配合，确保改革工作落实到位。

（二）落实支出责任。各级政府要始终坚持把生态环境作为财政支出的重点领域，根据本方案确定的中央与地方财政事权和支出责任划分，按规定做好预算安排，切实履行支出责任。要调整优化资金使用方向，提高资金使用绩效，支持打好污染防治攻坚战，不断满足人

民日益增长的优美生态环境需要。

（三）推进省以下改革。各省级人民政府要参照本方案要求，结合省以下财政体制等实际，合理划分生态环境领域省以下财政事权和支出责任。要加强省级统筹，加大对区域内承担重要生态功能地区的转移支付力度。要将适宜由地方更高一级政府承担的生态环境领域基本公共服务支出责任上移，避免基层政府承担过多支出责任。

（四）协同推进改革。生态环境领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革既是财税体制改革的有机组成，也是生态文明体制改革的重要内容，要与生态环境领域相关改革紧密结合、协同推进、良性互动、形成合力，适时修订完善相关法律法规和管理制度，加快推进依法行政、依法理财。

本方案自 2020 年 1 月 1 日起实施。

国务院办公厅关于印发公共文化领域中央与地方 财政事权和支出责任划分改革方案的通知

(国办发〔2020〕14号)

来源：财政部政府和社会资本合作中心 时间：2020.6.24

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

《公共文化领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》已经党中央、国务院同意，现印发给你们，请结合实际认真贯彻落实。

国务院办公厅

2020年6月4日

(此件公开发布)

公共文化领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案

按照党中央、国务院有关决策部署，现就公共文化领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革制定如下方案。

一、总体要求

以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中全会以及中央经济工作会议精神，健全充分发挥中央和地方两个积极性体制机制，优化政府间事权和财权划分，建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系，形成稳定的各级政府事权、支出责任和财力相适应的制度，健全公共

文化服务财政保障机制，促进基本公共文化服务标准化、均等化，确保财政公共文化投入水平与国家经济社会发展阶段相适应，坚持和完善繁荣发展社会主义先进文化的制度，巩固全体人民团结奋斗的共同思想基础。

二、主要内容

（一）基本公共文化服务方面。

1. 基层公共文化设施免费或低收费开放。将基层公共文化设施按照国家规定实行免费或低收费开放，确认为中央与地方共同财政事权，由中央与地方共同承担支出责任。主要包括地方文化文物系统所属博物馆、纪念馆、公共图书馆、美术馆、文化馆（站），以及全国爱国主义教育示范基地，按照国家规定实行免费开放；体育部门所属公共体育场馆按照国家规定实行免费或低收费开放等。

上述博物馆、纪念馆、公共图书馆、美术馆、文化馆（站）、全国爱国主义教育示范基地免费开放，所需经费由中央与地方财政分档按比例分担，其中：第一档中央财政分担 80%；第二档中央财政分担 60%；第三档中央财政分担 50%；第四档中央财政分担 30%；第五档中央财政分担 10%。上述公共体育场馆免费或低收费开放，中央财政根据大型体育场馆开放数量、补助标准、绩效情况等确定对地方转移支付资金。

第一档包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等 12 个省（自治区、直辖市）；第二档包括河北、山西、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南、

海南等 10 个省；第三档包括辽宁、福建、山东等 3 个省（不含计划单列市）；第四档包括天津、江苏、浙江、广东等 4 个省（直辖市）及大连、宁波、厦门、青岛、深圳等 5 个计划单列市；第五档包括北京、上海等 2 个直辖市。党中央、国务院明确规定比照享受相关区域政策的地区按相关规定执行。

2. 其他基本公共文化服务事项。将国家基本公共文化服务指导标准涉及的读书看报、收听广播、观看电视、观赏电影、送地方戏、文体活动等其他事项，确认为中央与地方共同财政事权，由中央与地方共同承担支出责任。中央财政根据基本公共文化服务工作任务量、补助标准、绩效情况、财力状况等统筹确定对地方转移支付资金。

（二）文化艺术创作扶持方面。

将文化艺术创作扶持方面的有关事项按政策确定层级和组织实施主体分别划分财政事权和支出责任。主要包括为落实中央关于繁荣发展社会主义文艺的部署要求，由政府组织实施或支持开展的公益性文化活动、展览、文艺创作演出等，涉及文学、舞台艺术、美术、广播电视和网络视听节目、电影、出版等方面。

中央确定并由中央职能部门组织实施或支持开展的事项，确认为中央财政事权，由中央承担支出责任；中央确定并由中央职能部门、地方共同组织实施或支持开展的事项，确认为中央与地方共同财政事权，由中央与地方按照相关职责分工分别承担支出责任；地方确定并由地方组织实施或支持开展的事项，确认为地方财政事权，由地方承担支出责任。

（三）文化遗产保护传承方面。

1. 物质文化遗产保护。主要包括文物保护单位保护、可移动文物保护、古籍保护、考古等。中央职能部门组织实施的物质文化遗产保护，确认为中央财政事权，由中央承担支出责任；纳入国家物质文化遗产保护有关规划，并由地方组织实施的文物保护单位保护、国有文物收藏单位馆藏珍贵可移动文物保护、考古等，确认为中央与地方共同财政事权，由中央与地方共同承担支出责任，中央财政根据保护需求、工作任务量、绩效情况、财力状况等确定对地方转移支付资金；其他物质文化遗产保护事项，确认为地方财政事权，由地方承担支出责任。

2. 非物质文化遗产保护。主要包括非物质文化遗产代表性项目保护、非物质文化遗产代表性传承人传习活动、文化生态保护区保护等。中央职能部门组织实施的国家级非物质文化遗产代表性项目和传承人传习活动等，确认为中央财政事权，由中央承担支出责任；地方组织实施的国家级非物质文化遗产代表性项目和传承人传习活动、文化生态保护区保护等，确认为中央与地方共同财政事权，由中央与地方共同承担支出责任，中央财政根据保护需求、工作任务量、绩效情况、财力状况等确定对地方转移支付资金；地方组织实施的省级及以下非物质文化遗产代表性项目和传承人传习活动、文化生态保护区保护等，确认为地方财政事权，由地方承担支出责任。

（四）文化交流方面。

1. 对外及对港澳台文化交流合作。主要包括落实文化交流与合作

协定及其执行计划，开展演出、展览、会展等对外及对港澳台文化交流和推广活动，涉及文学、舞台艺术、美术、广播电视和网络视听节目、电影、出版等方面。中央职能部门组织实施的事项，确认为中央财政事权，由中央承担支出责任；中央职能部门、地方共同组织实施的事项，确认为中央与地方共同财政事权，由中央与地方按照相关职责分工分别承担支出责任；地方组织实施的事项，确认为地方财政事权，由地方承担支出责任。

2. 海外中国文化中心建设。主要包括按照规划开展的海外中国文化中心建设、运行和相关交流活动。中央职能部门组织实施的事项，确认为中央财政事权，由中央承担支出责任；由中央职能部门指导地方组织实施的事项，确认为中央与地方共同财政事权，由中央与地方按照相关职责分工分别承担支出责任。

（五）能力建设方面。

1. 公共文化机构改革和发展建设。主要包括按照国家规定对文化文物系统所属博物馆、公共图书馆、美术馆、广播电视节目制作播出传输机构、文艺院团等公共文化机构改革和发展建设的补助（地方基本公共文化服务除外）。按照隶属关系，对中央级公共文化机构改革和发展建设的补助，确认为中央财政事权，由中央承担支出责任；对地方级公共文化机构改革和发展建设的补助，确认为地方财政事权，由地方承担支出责任。

2. 公共文化管理。主要包括各级有关职能部门及所属机构承担的文化事业和文化市场、电影出版、广播电视和网络视听、文物保护管

理，以及人才培养、文化志愿活动等。按照隶属关系，中央职能部门及所属机构承担的事项，确认为中央财政事权，由中央承担支出责任；地方职能部门及所属机构承担的事项，确认为地方财政事权，由地方承担支出责任。

中央预算内投资支出按国家有关规定执行，主要用于中央财政事权或中央与地方共同财政事权事项。中央与新疆生产建设兵团财政事权和支出责任划分，参照中央与地方划分原则执行；财政支持政策原则上参照新疆维吾尔自治区有关政策执行，并适当考虑新疆生产建设兵团的特殊因素。中央和地方通过政府购买服务等形式，支持社会力量参与公共文化服务。公共文化领域其他未列事项，按照改革的总体要求和事项特点具体确定财政事权和支出责任。

三、配套措施

（一）加强组织领导。各地区各有关部门要增强“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”，切实把思想和行动统一到党中央、国务院决策部署上来，加强组织领导，切实履行职责，密切协调配合，确保改革工作落实到位。

（二）强化投入保障。全面实施预算绩效管理，着力提高公共文化领域财政资源配置效率、使用效益和公共服务质量。中央财政加大对困难地区的均衡性转移支付力度，地方财政要统筹安排上级转移支付和自有财力，促进基本公共文化服务标准化、均等化。符合区域规划的公共文化机构基本建设等资本性支出可通过依法发行地方政府债券方式安排。

（三）协同推进改革。公共文化领域财政事权和支出责任划分改革，要与深化文化体制改革、文物保护利用改革等紧密结合，并根据改革发展形势以及相关条件成熟情况，适时优化调整财政事权事项，健全基础标准，进一步规范支出责任。省级政府要参照本方案的要求，合理划分省以下公共文化领域财政事权和支出责任。要将适宜由地方更高一级政府承担的基本公共文化服务支出责任上移，避免过多增加基层政府支出压力。

本方案自 2020 年 1 月 1 日起实施。

深圳市律师协会

政府和社会资本合作（PPP）法律专业委员会

简 介

深圳市律师协会是依照《中华人民共和国律师法》和相关法律成立的行业自律性组织，是由深圳市全体律师组成的社会团体法人，受深圳市司法行政机关的指导、监督和上级律师协会的指导，依法对深圳律师实施行业管理。

律协各专业委员会是律协理事会根据律师业务的发展情况设置的负责组织会员进行学习和交流，指导律师开展业务活动的机构。其宗旨是发动会员积极学习专业知识，提高律师业务素质和服务水平，拓展律师业务领域，促进律师专业化分工，增强深圳律师的整体实力。律协业务创新与发展专门委员会负责管理、协调各专业委员会开展工作，律协秘书处业务部负责专业委员会的日常工作。

根据深圳市律师协会第十届理事会第一次会议决定，市律协设立30个专业委员会，政府与社会资本合作（PPP）法律专业委员会为30个专业委员会之一。十届律协政府与社会资本合作（PPP）法律专业委员会于2017年5月20日举行了选举大会，之后又进行了增补，共选举产生委员30名、副主任3名、主任1名。经市律协会长会、理事会对选举会议进行审议确认，公布确认了PPP专委会委员、副主任、主任名单。

政府和社会资本合作（PPP）法律专业委员会

组成成员

| 序号 | 姓名 | 职务 | 律所 |
|----|-----|-----|----------------|
| 1 | 顾东林 | 主任 | 广东联建律师事务所 |
| 2 | 马浩然 | 副主任 | 广东盛唐律师事务所 |
| 3 | 蓝新宏 | 副主任 | 上海市建纬（深圳）律师事务所 |
| 4 | 周凤玲 | 副主任 | 广东晟典律师事务所 |
| 5 | 张旭 | 秘书 | 万商天勤（深圳）律师事务所 |
| 6 | 张西文 | 委员 | 广东鼎义律师事务所 |
| 7 | 郭建文 | 委员 | 广东鼎义律师事务所 |
| 8 | 刘全民 | 委员 | 北京市盈科（深圳）律师事务所 |
| 9 | 潘建辉 | 委员 | 上海市君悦（深圳）律师事务所 |
| 10 | 刘义 | 委员 | 广东联建律师事务所 |
| 11 | 刘仲坚 | 委员 | 广东瀛尊律师事务所 |
| 12 | 闵五海 | 委员 | 广东赛维律师事务所 |
| 13 | 邹红芳 | 委员 | 广东联建律师事务所 |
| 14 | 史闻红 | 委员 | 广东万诺律师事务所 |

| | | | |
|----|-----|----|----------------|
| 15 | 田兴都 | 委员 | 广东联建律师事务所 |
| 16 | 熊 婷 | 委员 | 上海市建纬（深圳）律师事务所 |
| 17 | 杨 波 | 委员 | 北京大成（深圳）律师事务所 |
| 18 | 张 文 | 委员 | 广东卓建律师事务所 |
| 19 | 左英魁 | 委员 | 广东卓建律师事务所 |
| 20 | 赵艳华 | 委员 | 广东卓建律师事务所 |
| 21 | 赵丹阳 | 委员 | 广东诚公律师事务所 |
| 22 | 郑志明 | 委员 | 广东方根律师事务所 |
| 23 | 钟 瑜 | 委员 | 东方昆仑（深圳）律师事务所 |
| 24 | 范荣荣 | 委员 | 东方昆仑（深圳）律师事务所 |
| 25 | 朱湘黔 | 委员 | 广东联建律师事务所 |
| 26 | 赵启太 | 委员 | 广东国晖律师事务所 |
| 27 | 汤建彬 | 委员 | 广东商达律师事务所 |
| 28 | 王迎华 | 委员 | 广东德纳律师事务所 |
| 29 | 权庆华 | 委员 | 广东中万律师事务所 |
| 30 | 陈 严 | 委员 | 广东华商律师事务所 |