

研究报告

(2024 年第 12 期 总第 44 期)

2024 年 6 月 13 日

特许经营：构建良性循环的使用者付费 PPP 新机制

不动产金融研究中心

魏晨阳 郭翔宇 雷童

【摘要】 2024 年 4 月，在基础设施和公用事业领域，随着特许经营与 PPP 的内涵达成一致，中国 PPP 开启了全新的使用者付费机制。针对过去 PPP 粗放发展过程中在投资、融资和管理方面所面临的诸多问题，新机制可以结合国际经验和中国当前发展阶段，从项目创新、激励社会资本和实现金融循环三方面着手，致力于构建使用者付费 PPP 模式的良性循环。

政府与社会资本合作（PPP, Public-Private Partnership）是国际上公共事业领域常用的发展模式，用于弥补因外部性导致的公共品市场效率不足的问题。在过去 10 年间，中国的 PPP 模式对基础设施和公用事业的高速发展发挥了重要作用，带来了公共产品与服务的改善

和投资效率的提升，但同时也引发了部分道德风险和政府隐性债务问题。2024年4月，随着国家发展改革委等六部委发布《基础设施和公用事业特许经营管理办法》（下称“17号令”），明确了新机制下特许经营是基于使用者付费的PPP模式，统一了特许经营与PPP的内涵，开启了“使用者付费”的PPP新机制。

一、PPP 在中国的发展历程

（一）市场探索阶段（1984-2014）

20 世纪 80 年代，中国 PPP 的初步探索围绕 BOT（Build-Operate-Transfer）模式展开，BOT 至今仍是主要的特许经营模式之一。1984 年，深圳特区电力开发公司与香港合和电力公司采取合作经营方式建造了位于广东东莞的电厂，成为中国首个落地的 BOT 项目。2000 年后，中国政策开始鼓励非公资本参与基础设施和公用事业领域，各地政府进行分散化的 PPP 探索和推进。中国该阶段的 PPP 以特许经营类的 BOT 为主，而非公资本也以外商为主。

2008 年，中央政府推出四万亿财政刺激政策，大量基础设施和公用事业的投资建设由地方政府牵头进行，融资任务交由地方融资平台承担。该阶段模式以 BT 和委托代建为主，但由于对其过度依赖和不规范运作，为后续地方政府债务问题的大量涌现埋下了隐患。当时许多人对 PPP 的认知尚不明确，认为 BT 属于 PPP 的一种。然而，由于 BT 模式缺乏社会资本在运营阶段的参与，且社会资本的施工垫资往往伴随着政府的回购责任，实际上使政府成为项目的主要融资主体。这种模式与大多数国家对 PPP 的定义存在显著差异，后来国家层面明确 BT 模式不属于 PPP 范畴。

（二）蓬勃发展与风险积累阶段（2014-2023 年初）

随着 2013 年底财政部和国家发展改革委开始主导对 PPP 模式的推广和规范，2014 年 PPP 模式正式规范落地，这被广泛认为是中国

PPP 的元年。此后，逐渐形成由国家发展改革委主导基础设施 PPP、财政部主导公共服务 PPP 的管理体系。根据财政支出责任的大小，PPP 项目可顺次分为政府付费、可行性缺口补助、使用者付费三类。

2014 至 2017 年 PPP 进入蓬勃发展阶段，于 2017 年单年新增投资达峰至 5.3 万亿元（图 1），单年新增项目数超 3500 个。PPP 被广泛用于增加杠杆，规模在这段时间井喷式增长。

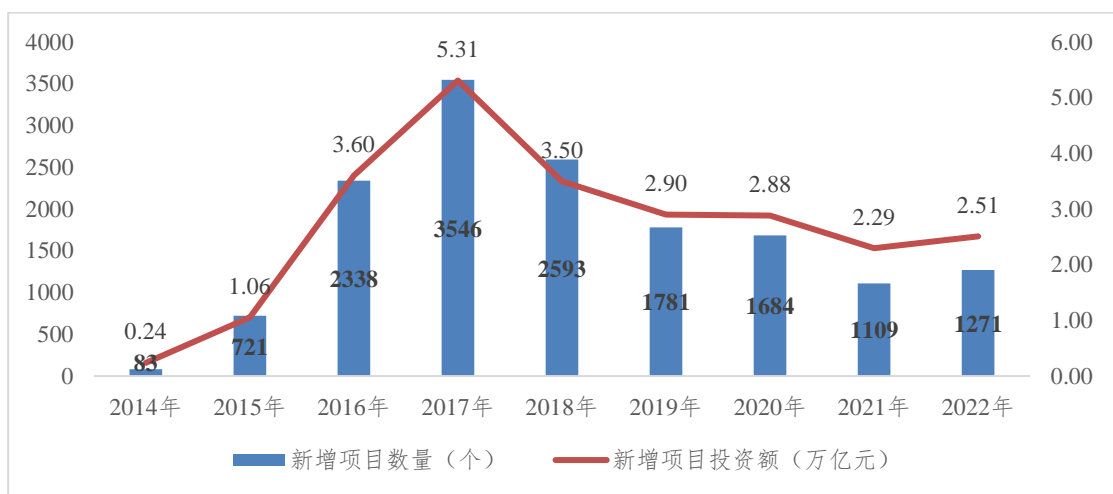


图 1 2014-2022 年全国 PPP 项目年度新增投资情况

资料来源：财政部 PPP 项目库、国家发展改革委 PPP 监测平台、明树数据

2017 年底，财政部开始针对 PPP 项目进行规范，清理了大量运作不规范和存在瑕疵的项目。随着 2018 年起监管更加严格，PPP 项目规模增速有所放缓。财政部 PPP 项目库数据显示，截至 2023 年 2 月，入库项目达 1.4 万个，总投资额约 20.9 万亿元；其中使用者付费项目仅有 1616 个，投资额 2.7 万亿元，占比略高于 10%（图 2）。

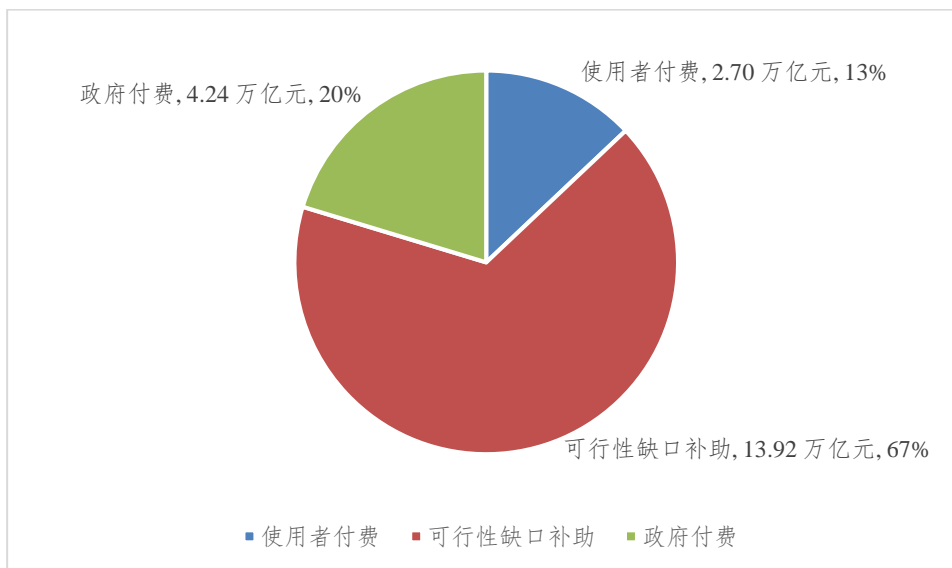


图 2 截至 2023 年 2 月三类 PPP 项目总投资额比例

资料来源：财政部 PPP 项目库、万得（Wind）

剩余近 90%的 PPP 项目为政府付费和可行性缺口补助类型。虽然这些项目在过去 10 年带来了大量公共投资并改善了公共服务，但也积累了大量政府负债，未能有效释放社会资本的活力，模式风险日益突出。因此，2023 年 2 月，PPP 模式被叫停，进行存量项目的深度清理和整改。

（三）新机制新阶段（2023 年 11 月至今）

2023 年 11 月，国家发展改革委和财政部发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》（下称“115 号文”），2024 年 4 月，六部委发布 17 号令，规定“基础设施和公用事业特许经营是基于使用者付费的 PPP 模式”。

PPP 新机制明确了以下三点：一是应全部采取特许经营模式，聚焦使用者付费项目，严格和规范可行性论证；二是激活社会资本参与，鼓励民营企业参与长期运营；三是由国家发展改革委牵头发展特许经营项目，各级财政部门严格执行预算管理制度，结束了国家发展改革委与财政部的双头监管机制。自此，中国 PPP 得以焕新重启。

二、中国 PPP 发展面临的主要问题

中国 PPP 在发展过程中面临的主要问题可归纳为投资、融资、管理三种类型。

从投资角度而言，最重要的问题是过往较多的 PPP 项目投资效率不高，未形成符合“物有所值”商业逻辑的全生命周期良性循环。具体问题包括：

第一，过度依赖政府资金补助，自身缺乏回报机制。过去 10 年，尽管 PPP 模式的投资热潮拉动了地方 GDP 的高速增长，但由于投资标的公益属性较强，普遍缺乏回报机制，大多项目只能以可行性缺口补助或政府付费的方式推进。这使得政府承担了相对于社会资本更高的风险，却未获得匹配的收益，积累了沉重的财政负担。某些项目中，地方政府甚至签订了阴阳合同，约定明股实债、政府回购、固定收益等条款，实际上将 PPP 异化为一种融资平台，堆积了大量隐性债务。

第二，投资流向和公共需求地域范围的错配。许多 PPP 项目超前、过度地建设在财政实力较弱的中西部地区（图 3），与当地较小的市场需求不匹配，导致项目整体收益较低，形成资源浪费。同时，运营和维护公共设施的成本高昂，在中西部地区本就需要中央转移支付纾解地方债务压力的情况下，进一步加剧了整体财政负担。若后期无力维护公共设施，这将为社会层面的长期安全埋下隐患，例如基础设施领域可能产生豆腐渣工程，公用设施领域垃圾或污水处理不规范等问题。

第三，项目同质化问题。各地相同类别的 PPP 项目普遍趋于同质化，忽略了项目自身特质的挖掘以及关联收益的创新拓展。在快速推进项目数量增长的背景下，各方关注点更多集中在项目的融资功能，相对缺乏对项目全生命周期的高质量规划，难以捕捉项目各节点的潜在收益并实施创新性发展模式。由于创新是一项有风险、高成本的活动，如果对创新的激励不足，即使未来可能带来更高的长期回报，参与者也难以牺牲当期资金去搏取未来不确定的收益。

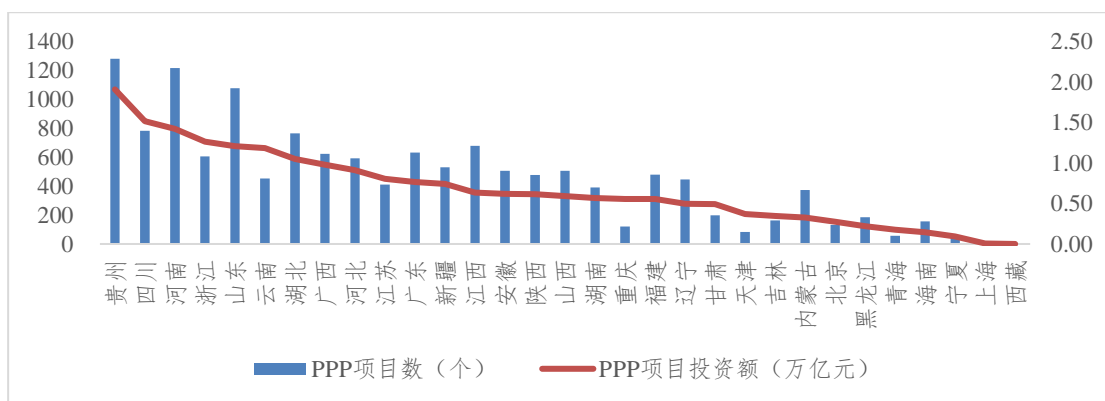


图 3 截至 2023 年 2 月 PPP 项目资金流向地区

资料来源：财政部 PPP 项目库、万得（Wind）

从融资角度而言，最重要的问题是 PPP 项目融资较难且成本较高，亟须打通长期、低息、多元化的融资渠道。其中的核心问题包含：第一，过去 PPP 由于缺乏稳定经营收益，以及部分项目烂尾违约导致整体 PPP 主体信用较弱，金融机构态度较为审慎，项目融资较难且成本较高。第二，过去 PPP 融资渠道较单一，难以覆盖不同环节差异化的融资需求。过去 PPP 最主要的融资方式仍是银行中短期贷款，难以与各环节资金需求进行良好匹配。第三，PPP 需要完整的多元化融资工具，并在各个环节实现金融循环。

具体来说，PPP 项目整体期限较长，在建设、运营、退出等不同阶段有不同的融资需求。在建设期，项目收益债等债权融资产品通常评级不高，难以获得主流市场认可；PPP 基金等股权融资虽然引入了保险、信托、理财资金等，但由于实操中常出现的明股实债被认定为不合规，该方式风险提升，暂未在市场上引起较大反响。在运营期，项目需要长期、低息的资金，但国内较难找到久期匹配的资金；同时，通过股权交易、资产交易、资产证券化、不动产投资信托基金（REITs）等 PPP 二级市场（指已完成项目建设并进入平稳运营期、可交易 PPP 资产的市场）退出的方式尚未成规模。综合来看，在中国尚不成熟的资本市场，PPP 融资渠道相对有限且零散，难以支撑起全生命周期的融资需求闭环。

从管理角度而言，主要存在参与主体的运营管理能力、政府的监管与履约能力尚须提高这两方面问题。第一，需要解决参与主体的运营管理问题。当前地方国企及央企下属公司成为 PPP 的主力军，

而民企的参与度自 2016 年起呈下降趋势，中标项目数量和规模占比逐渐低于国企，且参与项目的投资额多数较小。2022 年，民营企业中标规模仅占全部项目的 3.5%（图 4）。由于民企受体制和机制约束较小，可以在决策和运营过程中充分激发项目的创新活力，通过高附加值的服务提高运营效率。因此，需要激发民企在公共领域的创新活力，提升运营水平。

第二，政府全生命周期的监管与履约能力有待提高。在项目进入阶段，对项目与合作伙伴的选择不够精准。过去 10 年，政府对公共服务需求的认定缺乏客观的可行性判断标准，许多不适宜的项目与实施方案被立项。在项目实施阶段，需要建立完善的监管机制，避免政企之间出现协调问题，使得引发长时间的纠纷，甚至导致项目烂尾。在新机制建立中，应当全面解决以前因信息不对称所导致的逆向选择问题，即质量较差的项目获得了更多资源，以及道德风险问题，即部分政府部门存在腐败寻租等严重纪律问题。



图 4 2014-2022 年全国 PPP 项目民营企业中标数量和规模占比趋势

资料来源：明树数据

三、可借鉴的国际经验

（一）“投”：全生命周期的良性循环

PPP 在各国一般通过政府付费和使用者付费双轨发展。使用者付费机制最先由法国开创，其公共服务领域良好的商业化运营模式被广泛应用。而以英国为代表的国家过度采取了政府付费模式，由于政府支出过重却难以分享超额收益，逐渐走向暂停调整。足以见得可持续的模式选择及全生命周期可行性论证的重要性，这敦促各国反思自身 PPP 项目是否真正做到物有所值，PPP 模式是否为对应项目的最佳选择。为提升 PPP 项目的运行效率，国际上从不同角度创新，带动公共服务事业的付费模式良性循环。

首先，鼓励社会资本充分参与或自主发起项目。多国政府通过市场化竞争，比选海内外社会资本的项目方案，这有利于刺激社会资本降本增效，实现项目更创新、高质量落地。而在自主发起项目方面，世界银行发布的《基础设施 PPP 采购报告 2018》显示，全球超 135 个经济体在 PPP 实践中，约 57% 允许社会资本自主发起项目，由政府负责论证是否采纳并主要负责监管。这种方式下的社会资本主导性更强，也有利于把握市场真正所需的公共服务。

其次，鼓励项目在投资经营中创新发展。新加坡等国在设计 PPP 产出时，不会固定具体的产出形式，以期发挥社会资本更大的创新性与能动作用；澳大利亚的某医院 PPP 项目约定新医院建成运营后，社会资本可将原址的旧医院自行改造并开办超市或旅馆等，所得收入归社会资本所有。以上这些因地制宜、因时而变的举措，使

得项目产出既符合社会资本的收益需求，又相对贴合项目所处环境与社会实际需要。

最后，施行灵活的政策调节措施。在项目期限方面，法国、哥伦比亚等国测算收益相关指标至最佳状态，以此确认项目的运营期限，很多项目不在此前设定固定合同期限。在定价机制方面，智利允许 PPP 公路项目收费标准按消费者物价指数进行调节，保障后续道路维护的资金来源。在反馈机制方面，澳大利亚早期过度放大了社会资本的参与范围，使其过度承担了风险却未享受到相应收益，导致部分项目的失败，在政府及时修订相关法律并制定特别法律加持下，进一步强调保障私人资本的权益，使得 PPP 模式恢复健康发展。这提示我们应关注风险与收益的匹配，制定符合各方权责利的配套制度。

中国 PPP 应借鉴国际经验，进行符合中国国情的全生命周期创新。17 号令仅保留使用者付费模式，聚焦有经营性收益、可财务自平衡的项目，可以预见，未来可通过 PPP 模式运行的项目将大幅减少。政府仅在建设期给予必要的投资支持，在运营期对部分行业（如新能源项目、轨道交通等）按既有规定补贴。这体现出政府不再兜底，严格限制支出条件，严防新增隐债阻挠化债进程。新机制向国际看齐，以激励相容的机制，真正地把风险与收益压实在社会资本，鼓励保证质量、降本增效、积极创新以获取效益。

（二）“融”：培育多元参与的资本市场

国际 PPP 融资基本采取股权加债权模式。债权融资一般达到 PPP 项目公司总资产的 70%以上，主要来源于商业性或政策性银行贷款。各国正在积极培育多元参与的资本市场，以降低对银行贷款的依赖。

第一，进行债券融资，发行地方政府债券、项目收益债券、公司债券等。由于欧美成熟市场 PPP 运行较为稳健，投资者对项目成功率和政府信用有信心，促进债券市场蓬勃发展。从整体融资比例看，加拿大于 2010 年时 PPP 的债券融资金额已超过银行贷款，说明债券市场拥有较大想象空间，是压降银行贷款比例的较好工具。从降低融资成本的方法看，美国的项目收益债券规模较大，可通过租赁付款等担保方式享受税收减免，同时就相关债券签订保险合同以获取更高的信用评级，这些做法大大降低了发债成本。从风险防控方法看，由于债券存续期较长，国际上有的项目还会利用通货膨胀指数化债券来规避通胀风险，例如澳大利亚某 PPP 项目债权融资中约一半为 28 年期指数化年金债券（一种通胀指数化债券），为中国提供了与特许经营权期限匹配的低风险融资思路。

第二，探索股权融资、夹层融资等多样化渠道，促进市场交易，吸引长期资金参与。股权融资方面，除了项目参与者自有资金直接出资，多国政府与市场发行了一些基金进行股权融资。夹层融资方面，日本等国探索 PPP 基金收购项目公司的优先股、次级债等，发挥介于股债之间的金融市场作用。较多国家积极发展二级市场，通过直接股权交易、资产证券化、REITs 等方式，为社会资本提供退出

通道。最具代表性的英国在 1998-2016 年期间，直接股权交易和基于项目收益权的基金交易数额庞大且收益率高，分别达 103 亿（平均收益率 28.7%）和 81 亿英镑。其他多国也在逐渐建立二级市场，REITs 及各类资产证券化产品日益丰富，使得 PPP 项目“投融管退”的闭环打通，增强了投资者信心，吸引着大量市场资金进入，尤其是一些长期资金。由于 PPP 项目运营期限长，与追求长期稳定回报的养老基金、保险资金等的久期高度匹配，这些资金（例如加拿大养老基金）广泛通过股权形式或持有相关债券等方式参与项目。综合来看，多样化的融资渠道有助于 PPP 项目资金获取、鼓励社会资本的积极性，但需提防监管不足、风险与收益分担不平衡下社会资本获利过高，损害项目的物有所值。

中国 PPP 新机制下，特许经营期限由最高 30 年延长至 40 年或更久，须进一步探索长期的、体系化的融资方式。一方面，完善债权融资体系。通过提升 PPP 融资主体信用，充分利用各类债务融资工具，并辅以保险等增信机制，降低融资成本。另一方面，应打通基础设施和公用事业特许经营项目的金融循环，促进股权与债权融资工具共同发力，吸引保险、养老等多元长期资金参与。

（三）“管”：重视运营，强化监管

国际实践中，运营和监管方面有如下经验可作为参考。运营方面，重视预算管理和高质量运营。关于预算管理，欧盟通过政府预算和采购法律，约定各国财政赤字率不能超过 3%、政府负债率不能超过 60%，使得 PPP 项目的预算约束标准清晰化。关于高质量运营，

澳大利亚在 20-30 年的 PPP 合同到期时，优先将项目交予原社会资本方运营，激发项目高效运营；新加坡政府关注长远的公共利益，通过 PPP 项目建设硬件设施的同时，还提供大量软性服务，增进民生福祉；日本不追求发展速度，专注于项目质量，其早期受限于建设管理能力，优先试点小型公共设施，随着经验积累与技术进步再稳步拓展至大型基础设施；多国还制定了税收减免或税收风险防范政策，减轻项目运营负担。

监管方面，从顶层设计到监管执行，全方位维护项目成果。关于构建监管体系，有的国家成立专门机构管理 PPP 项目，有的国家制定专门法律，确保项目按照既定目标与要求实施；日本除此之外还进行专项监管，按最长三年期限向项目运营方派遣中央或地方公务员。关于绩效监管，有的国家同时对政企进行绩效激励，例如英国的 PPP 项目若在年度评价过程产生节约，政府与承包人可 3:1 分享该部分结余；澳大利亚引入独立第三方监督评估绩效，强化合同履行管理，兼顾各相关方的利益诉求，加强信息披露和社会监督，防止出现道德风险和暗箱操作。关于成本管理，新加坡更注重与社会资本长期合作过程的总成本核算，而不仅是单项目需要的财政核算，体现其长期统筹性的成本管理思维；英国等国家注重全生命周期成本和质量的最佳组合，以实现公共项目的经济效益及资源的最大化利用。有力的监管措施有助于项目实施不偏离轨道，维护运营成果。

中国新机制下的 PPP 可结合具体国情，在运营和监管上加强创新。运营方面，17 号令要求更注重项目实际运营，增量项目实施 BOT、

DBFOT、BOOT 等方式，禁止通过 BT 方式逃避运营义务或垫资施工；政府可在特许经营到期时优先与原特许经营方续约，有助于公共产品或公共服务的持续稳定提供。以上导向顺应了大资管时代注重资产管理的内涵，有助于优质项目的涵养。

监管方面，建议政策部门明确全方位监管及配套机制：一是继续完善跨部门的监管协调机制，改善监管部门条块分割现象，防止监管缺位；二是构建细化且弹性的绩效监管机制，建议在全生命周期绩效管理中融入 ESG 理念，评估 PPP 项目的绿色、稳定和可持续性；三是完善风险管理机制，增加透明度和问责机制以及优化营商环境等。

四、新机制的建议与展望

综合而言，中国 PPP 新机制重点关注了以下几个方面的改革：项目选择及效率提升，重视更长期限的运营，拓宽投融资渠道，激励民间资金参与，严防额外新增财政支出，政府定位至监管职能等。其整体颠覆了以往的发展模式，作为框架文件，在创新领域还处在探索阶段。因此，对于构建使用者付费 PPP 良性循环新机制，本文提出以下三方面建议与展望。

第一，围绕使用者付费，注重项目创新高效发展。项目打造与收益提升层面，应充分发掘 PPP 项目潜力，灵活搭配创新性经营方式，提升经营效率。建议在原价值较低的项目内，引入使用者付费意愿与收益较高的项目，如智慧停车场及充电桩、风光充储智慧能源等，提升整体项目的收益水平。项目范围拓展层面，针对暂未纳

入 115 号文附件清单的项目类型，如收益发掘潜力较大的教育、养老、医疗等项目，应探索在特定范围内纳入特许经营支持领域。同时，建议拓展关注向“一带一路”成员国等输出中国基础设施建设能力的国际增量机会。

展望未来，使用者付费 PPP 新机制的应用领域更聚焦，有助于项目由粗放的发展模式转向精耕细作的高质量发展模式。同时，PPP 还可以与其他新兴领域或理念充分联动，达成“1+1>2”的效果：首先，PPP 模式有望与“平急两用”公共基础设施建设擦出更大火花，既能共享政策资金支持，又能共寻创新经营思路，实现政府规划急用场景、民间资本开发项目用途的有机结合。其次，可将 ESG 及其他可持续元素融入带动 PPP 项目持续改进，克服模式原有的局限性，提升项目实施的综合效益。最后，随着新质生产力的发展推动经济结构转型，可为 PPP 项目创造新的用户需求，助推项目的功能与使用场景迭代创新。

第二，激励民企为主的社会资本积极参与。虽然 17 号令将“激发民间投资活力”作为立法目的之一纳入总则，但民企的参与程度短期内恐难大幅提升。由于 PPP 项目投资及培育周期长、风险大，民企在缺乏融资优势的环境下，可能缺乏参与积极性。为有效引导社会资本尤其是民企的积极参与，应多措并举激励企业降本增效，例如向有效盘活存量资产并减少政府补助额度的社会资本予以奖励，将项目绩效与税收减免等优惠政策挂钩，鼓励社会资本自主寻找并发起公共所需、拥有合理商业模式的项目。另外，中国的公有制经

济占据主体地位，国企的积极作为对 PPP 模式的带动依然重要。建议国企将精力重点放在存量资产的盘活与维护，在难度较大领域发挥主导和开路作用，在项目实施后期吸引民企进入其他配套项目。

展望未来，新机制鼓励更灵活创新的民营资本参与，并通过高附加的服务提高运营效率，有利于实现政企优势互补及商业模式创新。在这种模式下，居民或将享受到更优质的公共服务，政企能达成降本增效、激励相容及合作共赢。当民营资本多元化参与程度达到较高的水平，特许经营项目能够激发更多的主体进行竞争与创新，提升公共领域的创新力和效率。

第三，实现基础设施和公用事业特许经营项目的金融大循环。特许经营新模式下，金融大循环的实现是未来项目高效运转至关重要的一环。新机制下各个阶段应当发挥不同融资工具的长处，如募资阶段长期股本金、投资阶段多元化融资工具、管理阶段资产证券化渠道和退出阶段多元化 REITs 渠道。同时也应当注重打通金融循环中不同工具连接的堵点，促使资金能够真正地循环起来。

展望未来，基础设施公募 REITs 已经发展为中国资本市场极为重要的资产类型，全新 PPP 机制应当在前期发挥政企联合的优势，在各类股权、债权融资渠道的辅助下，专注优质资产培育，为中国公募 REITs 提供优质的底层资产，促进公募 REITs 的规模进一步提升。同时，公募 REITs 作为特许经营的退出渠道，能够提升社会资本参与的积极性，引导更多资本参与公共服务领域的建设，促进公共服务效率的提升和经济长期稳健发展。随着政府逐步引导以及市

场资金自发聚集，包括 PPP、REITs 在内的金融市场将逐步形成良性、互信、规模化的大循环。

（作者：魏晨阳为清华大学五道口金融学院金融 MBA 中心主任、清华五道口全球不动产金融论坛秘书长，郭翔宇为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心高级研究专员，雷童为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究专员）

本文首次刊发于《清华金融评论》2024 年 6 月刊（总第 127 期）