

經濟觀察家

PPP模式進展猛 機遇與風險並存



▲六月起，中國國務院、財政部、發改委等相關部委以及地方政府陸續出台了一系列支持、扶持PPP模式發展的各項政策和意見。圖為廈門港口大型碼頭。

2016年在貨幣回歸中性情況下，政策轉向以財政為主、貨幣為輔，由於財政支出受赤字率約束，PPP（公私合作關係）模式在政策、落地及企業業績三方面大超市場預期。未來PPP進展如何？有哪些新機遇？會成為龐氏騙局或影子銀行嗎？

方正證券首席經濟學家 任澤平

政策超預期

近期，政策對PPP的扶持不斷加碼。2016年6月起，中國國務院、財政部、發改委等相關部委以及地方政府陸續出台

了一系列支持、扶持PPP模式發展的各項政策和意見。比如，發改委1744號文提出構建PPP項目多元化退出機制，增強PPP項目流動性，以吸引更多社會資本參與等。此外，PPP統一立法也開始步入快車道。

同時，第三批PPP示範項目即將公布，推廣節奏加快。不同於前兩批示範項目，第三批項目由財政部、教育部、科技部等二十個部門聯合推出，不僅項目數量和投資規模提高了，項目範圍得到大幅拓寬。第三批PPP示範項目預計將涵蓋市政公用事業、交通運輸、園區開發、農林水利與環境保護、社會事業與其他等多個領域。值得注意的是，東部沿海區域PPP項目佔比有望提升，預計對基礎設施建設的帶動效應也將更為顯著。

落地超預期

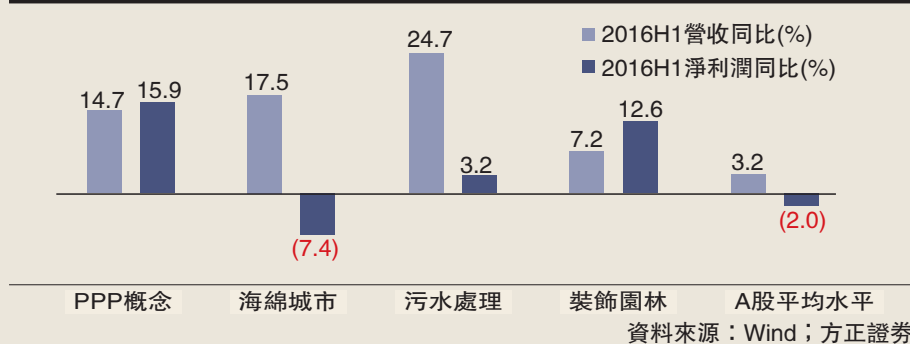
與今年3月末相比，PPP項目落地呈加速趨勢。6月末，第一批示範項目中，執行階段19個，落地率達76%，未落地項目以大型軌道交通項目為主，該類項目落地周期較長；第二批示範項目中，執行階段86個，落地率達45%。據財政部PPP中心的統計，PPP項目落地周期平均在13.5個月。

財政部第一批示範項目始於2014年12月，第二批示範項目始於2015年9月，考慮到政策扶持力度不斷加碼及金融機構參與的深入，預計到2016年年底PPP項目落地率將明顯上升。

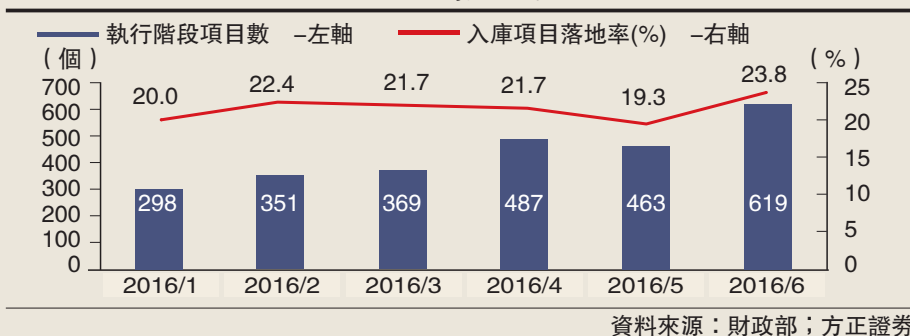
業績超預期

從公告披露的信息來看，上市公司參與建設的PPP項目主要集中在建築、環保等領域。上半年項目落地的加速推動了PPP概念個股的業績。一方面，在PPP業務的助力下，業務訂單增加，業務收入較上年同期增長；另一方面，工程施工的利潤上升推動公司業績上升。多家大力發展

2016年上半年PPP概念板塊業績增長



PPP項目落地率上升



PPP業務的上市公司預計，三季報業績將延續半年報業績向好的態勢。

對比2016年上半年所有A股上市公司和PPP概念個股的業績，可以發現，無論是所有PPP概念公司還是子類別公司（如海綿城市、裝飾園林及污水處理板塊），營業收入的同比漲幅都明顯高於市場平均水平。淨利潤方面，參與工程施工及施工周期較短的公司明顯業績增幅更大。

是否是新「龐氏騙局」？

界定PPP模式是否是新的「龐氏騙局」，首先需要明確什麼是龐氏騙局。市場判斷理財產品「龐氏騙局」主要有兩點：信託資金形成的資金池的投資方向不明，以及「借短貸長、借新還舊」。

我們認為當前PPP模式不能認為新的「龐氏騙局」，主要基於龐氏騙局的兩個本質特徵作出的判斷。首先，PPP項目是否有明確的投資方向，項目是否是編造的虛假項目。這點基本上可以排除，落地

的PPP項目都有明確的投資領域，或是基建或是公共服務領域。

其次，投資資金的流動性風險是否可控，是否「借舊還新」。一般而言，金融產品都具有流動性風險，但不同於「龐氏騙局」，正常的金融產品的流動性風險是客觀的，而不是人為的惡意融資帶來的。對於PPP項目而言，參與方了解投資周期長的特點，因此傳統銀行信貸模式參與比例非常低，「借短投長」的資金期限錯配風險大大降低。

是否是新「影子銀行」？

「43號文」出台之前，地方政府融資平台公司被認為是廣泛存在的「影子銀行」。「43號文」剝離了地方融資平台的融資功能，有效地降低了地方政府債務期限錯配風險。但另一方面，基建對資金的需求短期內不會減少，甚至在穩增長的訴求下繼續上升。政府大力扶持PPP模式，很大程度上是為了緩解地方政府此後的財

日央行恐難逆轉長債孳息

德國商業銀行亞洲高級經濟學家 周浩



浩首窮經

在漫長的等待後，日本央行給予市場的答案是「按兵不動」。一如既往，日本央行照本宣科地表示，為了達到2%的通脹目標

，其將竭盡全力。通讀日本央行的利率決議，市場關心以下幾點：第一，日本央行沒有降息；第二，日本央行沒有擴大資產購買規模；第三，日本央行要控制利率曲線的形狀，並號稱將盯住「貨幣基礎」轉向盯住「利率曲線」。最後一個可能是最讓市場費解，該句話直白點說就是，目前的利率水平是合適的，所以市場不要過度追求更低的利率。這也導致了日本國債的長端利率出現反彈，但反彈只會是曇花一現，過兩天市場會發現，手裏的錢又多了，資產卻難覓，最後只能投入國債市場。

所以，舉世關注的日本央行昨天什麼都沒做。從早上10點半開始，市場就開始焦急期盼日本央行的利率決議，到了中午時分，彭博新聞社甚至統計出這是2014年以來最晚的利率決議，可見大家的焦躁和無聊。

但儘管很多人有些失望，但可能這也是日本央行在眼下給市場最好的結果。

本次會議引人關注，是因為負利率政策再次遭到全方位的批評。作為負利率政策的先行者，日本央行買下了相當於日本GDP規模的國債，但卻沒有買到想要的「通脹」，反而所有的通脹先行指標都顯示未來的通脹預期會越來越弱。

結果，日本央行只能被迫在本次會議前宣布啓動對三年半以來貨幣政策的「全面評估」（Comprehensive assessment）。明眼人都知道，所謂的「全面評估」不會得到什麼答案，其主要目的是為現任日本央行行長黑田東彥上台以來的貨幣政策做一個辯護。在這份60多頁的評估報告中，日本央行用了大量的模型來證明自身決策的正確性，同時也意味深長地表示，通脹預期與貨幣供應量之間是一個「長期」而非「短期」的關係，其字裏行間的意思是，雖然眼前政策效果不明顯，但未來會見效的。

坦率地說，儘管負利率政策已經走入死胡同，但換一個央行行長，可能還是會考慮繼續寬鬆。這不是一個經濟學課題，反而是一個政治學課題。

結構性改革引而不發

安倍晉三已經大權在握，如果黑田的工作被證明不夠「完美」，那麼安倍將會選擇換人，但「安倍經濟學」的路線仍將被延續下去。在這個被形容為「三支箭」的理論框架中，貨幣政策寬鬆及財政政策成爲了先行者，但所謂的「第三支箭」——結構性改革，卻一直引而不發。一方面，安倍需要通過穩定就業市場來保證自身的選票，而結構性改革往往會伴隨大規模的失業；另一方面，結構性改革如何下手，可能才是根本問題。在沒有科技創新、全球經濟毫無方向的狀況下，結構性改革能改變多少，很多人甚至持懷疑態度。

於是，對於黑田來說，總結一下目前為止的經驗，至少表明其仍然在做事情，但下一步怎麼做？最好的辦法是把球先踢給美聯儲。

地產代理佣金不易賺

利嘉閣地產總裁 廖偉強



樓市強心針

上月一手市場表現非常暢旺，成交多達2500宗，是近年少有的盛況；踏入九月份，新盤市場火乘風勢，首個周末即創出單日沽近1100伙的佳績，而末兩個月首十三日即市成交已達約2400宗。

行家們爲了把握這次黃金機會，均各出奇謀去搶盡市場份額。爲了激勵下屬及增加前線的動力，獎金及佣金一再提高；前線員工亦明白此次是難逢的機會，大都願意付出更多的時間及努力。

工作投入耗時耗力

筆者從事地產代理三十年，一直廣結人緣，已累積了一定數量的客人，隨著近期新盤表現火熱，自然有很多新知舊雨探問路、了解市況。朋友之間，講錢失感情（有些朋友會要

求減價），所以筆者一般都會轉交下屬，等他們自由戀愛（自己讓價）。

早前筆者也有一篇文章講述地產代理的工作，並非如一般人想像中容易就可收取豐厚的佣金。代理物業的過程中，其實需要很多工序，牽涉很多的成本，包括人力、物力及時間等，全部都需要投入大量資源，所以有句說話叫做「佣金收之無愧」。

最近，有位朋友看中了一個新盤，找筆者介紹一位同事給他。筆者當然不會怠慢，除了因朋友關係外，更要顯示我們服務的專業，於是筆者慎重吩咐下屬，不容有失。

經過同事詳盡的資料介紹，花了大量時間參觀示範單位，最重要是提供了專業的講解及分析，最後那位朋友亦決定入票抽籤，然後向筆者的下屬要求回贈90%的佣金。

之後，下屬向筆者匯報過程，筆者的回答是：「友情是我與他之間，生意在你與他之間，不會對我有何影響，重點是你的看法，是否認為佣金收之無愧。」最後筆者的下屬選擇了放棄這次交易，商場交易是你情我願，這也就是自由市場的競爭及可貴之處。

政因國。

但最近一段時間，部分地方政府爲了加快項目的上馬，抑或是單純爲地方政府融資，以PPP項目之名行融資之實。比如，尋找一家資質較好的社會資本（如大型央企）合作，雙方出資成立項目公司，由該項目公司作爲PPP的主體投資基建項目，然後簽訂回購股份的協議，承諾在未來項目建成後以一定價格回購其全部股份。這種模式實質上仍是過去地方政府融資平台的邏輯，一旦這種情形失去控制，會演變成一種新的「影子銀行」。

不同於過去地方融資平台的是，PPP模式下的基建項目融資，沒有了政府的隱性擔保，取而代之的是項目的資質和信用。也就是說，PPP就算是新型的「影子銀行」，亦難復昔日的輝煌。《新預算法》將PPP納入了財政預算和人大決議，在該約束下PPP難以替代地方城投公司成爲新「影子銀行」。

目前，市場上對PPP項目的擔憂主要

來自於現金流風險。在落地項目中，採用使用者付費的PPP項目最受歡迎。9月5日召開的國務院常務會議上，中國國務院總理李克強也強調：「再向社會集中推介一批有現金流、有穩定回報項目的項目」，意在加快PPP項目落地，加強市場對PPP模式的信心。

項目的現金流風險？

全國PPP綜合信息平台項目庫季報第三期中提到，6月末政府付費類和可行性缺口補助類項目的比重比3月末略有提高。實際上，基建項目和公共服務項目中，使用者付費類別的佔比並不太高，半公益和公益類項目居多。

政府付費類項目的政府違約風險歸根到底還是因爲PPP模式的法律法規不完善以及政府契約精神的缺失。一旦通過立法的形式把政企合作模式標準化，政府和企業的違約成本超過其收益的規模，PPP模式就會走上正軌。