

资产证券化将助推铁路投融资改革

张汉斌 电话：(86) 13811464095

邮箱：zhanghanbin2009@sina.com

一、资产证券化对于我国铁路建设和发展的宏观意义

今年，国务院多次研究深化铁路投融资体制改革，铁路投融资体制改革被确定为深化经济体制改革九项重点任务之一，不久前又印发《国务院关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》；也在前不久，国务院常务会议研究部署扩大信贷资产证券化试点业务，意欲帮助商业银行盘活信贷存量，引导资金向经济发展薄弱环节和重点领域倾斜，其中特别提到基础设施建设领域。铁路建设是我国重大的基础设施建设，对相关产业发展、改善民生都有积极意义，而且铁路运输节能环保，利于我国“两型社会”建设。当前经济增长放缓形势下，加快铁路建设力度，保证甚至超额完成投资计划对带动投资、促进就业和拉动社会总需求都有正向作用。

在此背景下，铁路建设计划略有扩展：根据铁路建设“十二五”规划，未来两年，铁路基建投资还需 8100 亿，现增加为 1.2 万亿；今年铁路固定资产计划投资 6500 亿，调整为 6600 亿，投产新线由 5200 公里扩张为 5500 公里。由此可见宏观经济层面对铁路建设的重视。然而，上半年铁路固定资产投资只完成 2159 亿，不到全年计划的三分之一，铁路建设资金缺口还很大。另一方面，铁路建设投资期长、回报率低，社会资本不愿直接投资铁路建设，迫切需要在投融资体制和金融市场机制方面进行改革和创新。

二、铁路信贷资产证券化和铁路资产证券化两种模式的可行性

资产证券化的实质在于将未来可预期的收入证券化，并在证券市场流通。通过创造流动性来进行风险分散和价值发现，并从宏观层面优化了资源配置机制。我国的资产证券化细分为信

信贷资产证券化和企业资产证券化两种模式，以前一种模式为主，即信贷资产证券化较企业资产证券化业务开展多且早。由于我国金融业以银行业为主要部门，银行在金融资源配置方面起主流作用。从证券化的角度来说，不仅购房按揭贷款、商业贷款可证券化，优质的基础设施、市政工程、交通设施贷款也可证券化。我国处于工业化、城镇化历史进程中，铁路路网渐趋完备，铁路建设贷款还款前景可期，属于低风险优质资产，符合现时期证券化试点要求。同时，主导铁路建设和运营的中国铁路总公司又可以开展铁路线路资产证券化尝试，特定区段线路建成后有稳定的预期现金流收益，而且铁路属于路桥收费和公共基础设施项目，是证监会鼓励券商开展资产证券化业务的五类资产之一。

由于高速铁路、客运专线耗资不菲，既需要债务性融资支持，也需要创新融资模式，降低资金成本。近三年我国铁路建设累积贷款接近 1.7 万亿，债券融资也超过 4000 亿，将如此庞大的信贷资产进行证券化，利于银行等资产持有者盘活存量资产，增强持续授信的积极性。另一方面，铁路建设方通过将在建或已建成的特定线路或特殊区段证券化，可以大大降低铁路建设融资成本，这对于债务负担沉重、融资成本高企的铁总来说，无疑是一大利好。当然，无论是哪种资产证券化，将为投资者提供新的投资产品，既支持了实体经济发展，又扩充了资本市场容量，而且，丰富投资品种能分散系统性风险，增加市场的有效性。

三、铁路资产证券化流程相比信贷资产证券化的差异性

铁路资产证券化相较信贷资产证券化来说，流程及流通市场都有所差异，也更需要进行探索、规范和创新。相比信贷资产原始权益人较明确的特征，铁路路网整体属于国家基础设施，中国铁路总公司代表国家拥有产权属性，不宜作为原始权益人，线路资产证券化需要首先确立原始权益人，特定的客运专线公司可以作为原始权益人；还须成立以专业券商为班底的特殊目的公司（SPV），向原始权益人公开“购买”特定线路收益权等相应资产，形成资产池；并对资产池中资产进行组合、切割、打包等结构性处置；对拟流通打包资产进行信用增级和信用评级，以增加对投资者的吸引力并降低发行成本，信用增级可通过购买违约保险、增设风险储备金、或由铁总及沿线地方政府提供信用担保等举措来达到，而信用评级则由第三方信用评级机构来完成。信用评级后的证券化资产方可流通，由于我国银行间债券市场容量、流通效率都大于交易所市场，建议铁路证券化资产设计为跨市场流通品种；最后一环就是发行价格的确定，这需由专业化的、经验性默会知识丰富的金融团队、券商进行个性化设计并询价，当然也可引入做市商制度，在场外柜台市场交易或定向私募。

四、铁路资产证券化融资的益处

铁路线路资产证券化相较传统股权、债权融资有三点好处。首先，由于证券化标的资产是既定线路未来一段时期的收益权，并非线路的所有权或经营权，因而线路设施的产权属性不受影响，经营独立性也得到保障。其次，由于投资者不能追索除收益权以外的权益和资产，资产证券化作为一种表外融资模式，不会推高铁总的资产负债率水平，这对财务指标趋紧的铁总来说是一种有益的融资补充。再次，通过风险隔离、信用增级和评级，路网资产投资价值得到提升，且降低了投资风险，既扩充了资本市场投资产品，又支持了基础设施建设。当然，资产证券化流程繁复，环节众多，牵涉受益人、发行人、信用评级公司、会计师事务所、律师事务所、中介咨询等市场主体，为确保业务规范，防止利用信息不对称进行不公平交易或操作，须有较完备的监管制度和法律框架，来保护投资者权益，保障资本市场持续发展。

五、两种资产证券化对铁路投融资体制改革的积极意义

当前及今后一段时期正处于铁路投融资体制改革的深化期，信贷资产证券化能盘活信贷存量资产，改善银行等金融主体的资本金结构，提高金融机构资产的流动性，增强金融机构对铁路建设放贷的积极性，其对铁路建设运营的支持是通过银行等信贷机构流动性等财物指标改善的间接途径起作用的；铁路资产证券化通过将未来收益权资产证券化来折现，不仅降低铁路建设、运营主体融资的成本，还避免或减少了负债，达到直接改善资产负债结构的目的，并在一定范围分散了投资风险，铁路资产证券化作用机制是直接的，传导机制是简洁的。

当然，无论哪种资产证券化，都丰富了资本市场投资品种，还对铁路投融资体制改革产生促进作用。由于传统生产计划性较强、内部大联动机特征，以及长期专注于大宗稳定物资运输的市场定位战略延续，铁路运输的封闭特征较强，在运输上表现为面向市场需求、适应市场需求改变的运输组织模式没有建立；在投融资体制上，表现为对计划性资金和国有银行支持性信贷较强的依赖性。而投资主体单一又造成资金来源不足、债务负担沉重和银行信贷风险的累积，为此，吸引民间资本、社会资本甚至合格境外投资者等投资铁路建设运营，实施投资主体多元化可以有效避免上述三个弊端，并改善铁路运输企业的股本结构，促进科学的法人治理机制和现代企业制度的确立，而资产证券化将拓宽社会资本投资铁路领域的渠道，通过制度设计和金融创新来促进社会分散资金投资铁路建设和运营，正在宏观投资导向上具有积极意义，因为铁路不仅是国家基础设施和民生工程，还是节能环保的绿色交通方式，在未来我国综合交通运输

体系中具有骨干作用。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: (86) 13811464095

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>