

政信合作模式渐入穷途 信托公司抢搭“末班车”

PPP模式嵌入“政府信用”新路径隐现

□本报记者 刘夏村 陈莹莹



CFP图片 制图/尹建

“一个区级政府项目，竟有5家信托公司竞争。”面对眼下竞争日趋激烈的“信政合作”业务，信托经理张华（化名）感慨道。事实上，张华正在经历一场由一份文件引发的“战争”。中国证券报记者了解到，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（简称43号文）下发后，一些信托公司开始赶在12月31日前抢发政信合作类产品。此外，还有更多的信托公司正在加紧与地方政府协商，以保证存量业务被认定为地方政府债务。

信托公司的这些竞争与努力显而易见主要是为了傍上“政府信用”。亦因为如此，在43号文后传统的信政合作业务模式趋于消亡之际，一些信托公司开始谋划通过交易结构的设计将政府信用嵌入PPP模式中，而其实现路径业已隐现。

不过，相关专家认为，新规明确修明渠、堵暗道，赋予地方政府依法适度举债融资权限。这就意味着，那些本身能够盈利的、进行市场化运作的项目，信托公司还是可以去做，但以往单纯依靠财政隐性担保的老路子肯定走不通了。

“突击项目”的精打细算

张华和他的公司所要获取的项目位于西南一省会城市所属的区中——原本这样的项目并不是太难拿，但现在他们却要面临另外四家信托公司咄咄逼人的竞争。

张华说，“信政合作”业务竞争加剧的原因在于，目前信托行业整体比较萧条，可供选择的行业、项目并不多，“而更直接、更重要的原因在于受43号文的刺激，大家都想赶在最后截点前抢发，能多做单一单”。

张华提到的43号文，即于今年9月末下发的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》。这份文件明确，抓紧将存量债务纳入预算管理。以2013年政府性债务审计结果为基础，结合审计后债务增减变化情况，经债权人与债务人共同协商确认，对地方政府性债务存量进行甄别。对地方政府及其部门举借的债务，相应纳入一般债务和专项债务。对企事业单位举借的债务，凡属于政府应当偿还的债务，相应纳入一般债务和专项债务。随后，财

政部配套下发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（简称351号文），明确表示文件所指存量债务是指截至2014年12月31日尚未清偿完毕的债务。

在诸多信托业内人士看来，赶在前述时间截点发出来的信政合作项目极有可能会被认定为地方政府性债务纳入预算，从而极大提高产品的安全性。于是，抢发信政合作产品成为目前一些信托公司的重要任务。

不过，WIND统计数据显示，今年10月份信政合作产品的发行数量为49只，规模为47.1亿元，高于9月份34.3亿元的规模，但低于去年同期64.7亿元的规模。对此，多位从事信政合作业务的信托公司人士表示，目前参与抢发这一业务的只是一部分信托公司。

首要原因在于，不少信托公司担心项目即使“抢发”成功，但未必会被纳入地方政府债务。国务院发展研究中心金融研究所综合研究室主任陈道

富表示对于某些机构的“突击行为”不甚理解，“新规要求把地方政府债务分门别类纳入全口径预算管理，并不是说你‘突击’做了项目就可以高枕无忧了。”

此外，前述信托公司人士认为，从融资方来说，由于地方债务政策收紧，对于后续偿债压力的担心使得一些地方的举债冲动受到压制；对于信托公司而言，目前信政合作业务的融资成本多维持在10%左右，能达到13%的已属少数，扣除发行等费用后，信托公司所剩不多，所以缺乏冲刺业务的动力，特别是对于一些发行能力较弱的公司而言更是如此。

另有信托公司经理对中国证券报记者表示，按照公司正常的业务流程，一个项目要走完尽职调查、上会、发行等全部流程大概需要两个月的时间，所以时间来不及了。这位信托经理说，最终他们公司采取的措施是——落实保证已过投决会的项目能够被纳入政府预算。

存量业务的近忧远虑

和前述信托经理一样，某南方地方系信托公司的信托经理刘明（化名），近期也在为保障公司存量政信合作业务被纳入政府预算管理而奔忙着。实际上，在不少信托业内人士看来，被纳入审计署口径的存量地方债务相当于政府变相承认由财政“兜底”，风险会大幅降低。

按照财政部下发的351号文，对地方债务清理后确需将地方政府负有担保责任或可能承担一定救助责任的债务划转地方政府负有偿还责任的债务的，按照“权责利相一致”的原则，相应的资产、收入或权利等也应一并划转。对地方债务的甄别工作由财政部门牵头负责。财政部门与有关部门对地方政府负有偿还责任的存量债务进行逐笔甄别，其中：通过PPP模式转化为企业债务的，不纳入政府债务；项目没有收益、计划偿债来源主要依靠一般公共预算收入的，甄别为一般债务，如义务教育债务；项目有一定收益、计划偿债来源依靠项目收益对应的政府性基金收入或专项收入、能够实现风险内部化的，甄别为专项债务，如土地储备债务；项目有一定收益但项目收益无法完全覆盖

的，无法覆盖的部分列入一般债务，其他部分列入专项债务。

“不论被划为哪一类，只要项目被认定为地方政府债务就有保障了。”刘明说，现在的紧要工作就是去和地方政府协商、谈判。

但刘明很快发现，将存量业务认定为地方政府债务并非易事。困难之一是，一些地方政府之前上报的地方债务数据存在瞒报、少报的问题，所以现在就更不愿意新认定更多新的债务。困难之二是，严格意义上的信政合作类项目往往有地方政府出具的担保承诺函或者地方人大决议，但亦有大量的基础产业信托虽然被信托公司认为属于信政合作，但其担保方式缺乏前述措施而仅有项目公司建设用地的使用权抵押、第三方提供连带责任担保，对于此类产品的认定则存在更大的变数。

不过，在另外一些人士看来，43号文对信政合作存量业务的影响并没有想象那么大。多位信托业内人士对中国证券报记者表示，新规下发以后，大家都在积极研究。可以肯定的是，存量项目的风险基本是可控的。“也就是说，只要之前是安全的、合

规的项目，那么新规出来之后，仍旧是安全的，不会受到什么负面影响。但如果在项目的合规性、项目选择等方面本来就存在问题，也不会因为新规出台就有所改变。”

兴业信托创新研究部总经理李勇进一步表示，“43号文对于业界的负面影响并没有外界想象得那么大，即便没有43号文，也会有其他相应的机制来进行约束。”现在看来，信托公司的业务边界更加清晰了，但是未来政信怎么合作，合作风险有多大，依旧还是要看机构对于项目和风险的判断。

陈道富则直言，由于清理存量债务，甄别政府债务仍旧需要一定时间，目前难言存量债务和项目就百分之百安全。“是否安全，还是要看这些项目的性质，如果真正是需要政府偿还的债，也就认了；但如果不该政府背的债，也不可能纳入进去。我想，可能很多人对于新规文件的意思理解错了。如果是那些依靠政府隐性担保的、没有盈利来源的项目，本来就不该是信托公司应该做的事情，怎么可能安全？”

参与“PPP”的瞻前顾后

实际上，对于正在抢发项目的张华，努力保证存量业务被纳入政府债务的刘明等众多信托从业者而言，他们需要面对的另外一个现实是——目前被信托公司所广泛使用的信政合作业务模式在不久之后将会消亡。

按照43号文要求，将剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务，而目前绝大多数信政合作业务都是与政府融资平台进行合作。

“平台公司的政府融资功能被剥离后，现在这种信托债形式的信政合作模式就玩不下去了，行业里确实有些悲观。”一位资深信托业务人员说，“实际上，基于基础设施庞大的投融资需求，信政合作业务还会继续存在，只不过将会换一种玩法。”

值得注意的是，43号文已经提出了一种新的业务模式，即政府与社会资本合作模式（PPP）。43号文表示，鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。政府通过特许经营权、合理定价、财政补贴等事先公开的收益约定规则，使投资者有长期稳定收益。投资者按照市场化原则出资，按约定规则独自

或与政府共同成立特别目的公司建设和运营合作项目。投资者或特别目的公司可以通过银行贷款、企业债、项目收益债券、资产证券化等市场化方式举债并承担偿债责任。政府对投资者或特别目的公司按约定规则依法承担特许经营权、合理定价、财政补贴等相关责任，不承担投资者或特别目的公司的偿债责任。

实际上，近期PPP模式已成为信托行业的一个热词，但让众多信托经理头疼的是：信托该如何介入到这一业务模式中？

在目前的信政合作业务模式中，绝大多数项目是债务属性，收益固定，期限通常在三年以内，往往还有政府信用背书；而按照PPP模式操作，产品没有政府信用背书，且期限较长，收益亦不固定。一些信托业内人士认为，这两种模式差异较大，所以对于信托而言，如何以一种可行的方式参与这一业务模式尚存困难。

不过，中国证券报记者了解到，目前已有一些信托公司着手这一业务模式的研究，并提出了初步的业务交易结构设想。

一位老牌信托公司的资深业务人员对中国证

券报记者表示，信托公司参与PPP模式，大体可以分为两种形式，即直接参与和间接参与。直接参与，即信托公司直接以投资方的形式参与基础设施建设、运行项目，但相对应的信托产品则为产品期限较长的股权或债权信托产品，而这一类产品的资金来源将主要是险资等机构资金；间接参与，即信托公司为PPP模式中的某一投资方融资，发行固定收益类信托产品。

对于信托业内颇为关心的如何在PPP模式中嵌入政府信用这一问题，前述人士表示，产品要是政府付费，还是有政府信用的；如果不是政府付费，则与政府信用无关。不过，亦有不愿具名的信托公司研发人士透露，信托公司在参与PPP模式时，可以尝试与政府或相关机构签订对赌协议，设置一种特别高或特别低的触发线，从而使股权投资变为一种实质上的有固定期限的债权投资。

不过，陈道富认为，新规明确修明渠、堵暗道，赋予地方政府依法适度举债融资权限。这就意味着，那些本身能够盈利的、能够进行市场化运作的项目，信托公司还是可以去做，“只是以往单纯依靠财政隐性担保的老路子肯定走不通了。”

■记者观察

“香饽饽”何去何从

□本报记者 陈莹莹

地方政府及有关部门制定详细的还款计划和方案，协调当地政府逐步压缩超过地方财政偿还能力的平台贷款；二是根据地方融资平台现金流能否达到全覆盖情况，采取及时收贷、收回再贷、据实定贷、引资还贷、只收不贷等方式，逐步缓解存量平台贷款风险；三是针对地方融资平台贷款额度较大，一种担保方式难以覆盖贷款本息的特点，积极落实政府承诺、项目回笼款监管、账户管理等组合措施，采用多种担保方式组合的办法降低风险。

这一切或许将在不久后终结，今年出台的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（简称43号文）要求加强政府或有债务监管。剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务。地方政府新发生或有债务，要严格限定在依法担保的范围内，并根据担保合同依法承担相关责任。

昔日的“香饽饽”应该何去何从？审计报告显示，截至2013年6月底，地方政府负有直接偿还责任的债务为10.88万亿元，负有担保责任的债务2.66万亿元，可能承担一定救助责任的债务4.34万亿元。据财政部测算，如果将后两类债务按近年来政府实际偿债比例折算，地方政府负有偿还责任的债务约有12万亿元，其中地方政府融资平台举借的政府负有偿还责任的债务超过4万亿元。

因此，对于商业银行而言，首当其冲的仍旧是要加强地方融资平台银行贷款风险管理，严防引发系统性风险。一是加强对地方融资平台贷款评估判断，密切监测集中到期平台贷款，及时与融资平台、

与此同时，商业银行还需要进

一步完善贷款业务结构，加大对三农、小微等实体经济领域薄弱环节的支持力度。实际上，商业银行在利率市场化中可获得更大的自主定价权，这也为产品和服务创新奠定了基础。互联网金融平台的快速发展，也为商业银行提供更加快捷、高效、草根的金融服务提供了新的渠道。另外，未来商业银行不能仅提供单纯的信贷业务，而应成为提供包括传统信贷及结算、国际业务、债券承销、并购贷款、委托贷款、财务咨询等各类业务在内的“一揽子”金融服务商。

三季度基础产业 信托规模负增长

□本报记者 刘夏村

亿元，较二季度环比下降55.7亿元。对于三季度基础产业信托规模出现负增长，中国信托业协会专家理事周小明认为，资金信托对基础产业配置的减少，与基础产业过度投资、地方债务风险显现出密不可分的关系。可以预见，今年出台的关于地方政府债务融资方式和存量债务管理方式改变的政策，将进一步压缩信托业对基础产业的投资，信托公司对政信合作业务也将更加审慎。

信托总规模逼近13万亿

统计数据显示，截至三季度末，信托业管理的信托资产规模为12.95万亿元，实现规模平稳增长，并再创历史新高。其中，较去年末的10.91万亿元增长18.70%；较今年2季度末的12.48万亿元环比增长3.77%。

不过，从季度环比增速看，今年三季度不仅延续了自2013年一季度以来的持续回落态势，而且回落幅度明显增大。2013年四季度全行业信托资产季度环比增速为7.66%，2014年一季度为7.52%，下降0.14个百分点；2014年二季度环比增速为6.40%，较前季度回落1.12个百分点；而今年三季度环比增速仅为3.77%，较二季度回落2.63个百分点，回落幅度明显增大。

与规模增速趋缓相一致的是，三季度信托行业的经营业绩增长亦现趋缓。2014年二季度、三季度实现营业收入分别为220.14亿元、209.81亿元，环比增速分别为23.22%、-4.69%。2014年二季度、三季度实现净利润分别为127.8亿元、112.54亿元，环比增速分别为29.97%、-11.94%。

周小明认为，两方面因素导致信托行业经营业绩下滑，其一是信托资产增速持续放缓，增量效益贡献下滑；其二是信托报酬率呈现下降趋势，信托报酬的价值贡献下滑。业内人士介绍，基础产业信托的担保方式主要包括项目公司建设用地的使用权抵押、第三方提供连带责任担保、由地方出具担保承诺函。其中，由地方出具担保承诺函的项目又被称为“信政合作业务”。

前述统计数据亦显示，截至三季度末，信政合作业务规模为11023.7