

2019年三季度中国GDP增速为6.0%，创10年来新低，其中，基建类投资增长4.5%，高于去年同期。根据历史经验，我国地方政府债务管控呈现出明显的周期性调控。

在经济下行压力较大时期，稳增长政策占上风，地方政府债务管控放松，债务快速扩张；随着经济回暖，地方政府管控则显著增强。所以为了中国经济的稳定增长，尤其在经济逆周期之际，政府平台反而安全性高。

2019年，经济仍然在低谷中徘徊，随着政策逆周期调节加强，又一波大基建要兴起了，为基建提供融资支持的平台仍然值得投资，政信类信托也是最值得投资人信赖的中国少数未爆发过集中风险的投资类型之一。

## 概念

政信类信托是基础产业类信托的一种。基础产业类信托就是指资金投资于基础产业领域的信托计划。其中，投向交通、水利等基础设施建设项目的被称为基建类信托，其参与实体基本为地方国企或融资平台，用资项目多由国家和政府支持，由政府验收并还付款，因包含隐形政府信用，又被称为政信类信托。

政信类信托项目通常是基础平台公司承建或大型企业代建后再由政府回购，通常以政府财政到位的后续资金、阶段性还款以及土地出让收入作为偿还保证，信托本金和收益的实现由地方财政预算保障。

我们需要了解的是，政信类资产除了信托以外还有其他的金融交易类产品结构，对于同一个地方政府发行的各类资产，可以观察其表现，对当地政信类信托的安全性提供参考。

## 政信类信托优势特点

### 1、背靠政府的类国债信用

国债无疑是中国最安全的债项，背书是国家主权信用。而中国的城投信仰，背靠的是政府主权信用，由政府背书。城投债务在中国的体制下出现极度风险从而引发政府信用缺失是不可想象的。

### 2、政府平台没有主观违约意愿

政府平台是不可能存在主观违约意愿的。如果哪家平台敢延期还款，整个区域都会被拖累融资困难。有的投资人担心“借新还旧”会累积违约风险，事实上借新还旧

不完全是负面的，而是缘于资金安排的错配。

### 3、有政府协调还款

平台一旦出问题，便会涉及到政府的切身利益，政府有动力出现协调。如果是一些中小民营企业破产了，一些国有企业违约了，那是市场出清的过程，政府没有救助的义务。历史经验告诉我们，城投债务一旦出现问题，还从未发生过政府不采取救助措施的先例。

### 4、历史坏账率极少

从过去10年多政信实务实践的经验来看，政府平台出现兑付问题的情况是很少的，风险敞口规模远低于银行的坏账率水平。即便在2018年债券市场违约事件集中爆发时期，城投债风险也明显低于其他债种。少数平台违约，也能在短期内妥善解决，给投资人一个合理的赔偿及交代。

### 5、调节手段灵活

政府一共有4个钱袋子：一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算，其中，国有资本经营预算和社会保险基金预算是定向使用的，不能动。如果平台缺钱了，政府还有两个钱袋子，公共预算和政府基金预算，可以统筹解决平台债务问题，简单来说就是可以发债。当然，政府的各平台之间互帮互助，也能很好的解决平台债务问题。

### 6、对官员终身问责

中国实行的是地方政府债务终身问责制，官员对地方债务是要负起责任的，要求不得以政府换届、领导人员更替等理由违约毁约，违约毁约要承担相应法律和经济责任。

## 挑选政信类信托四要素

### 1、区域情况

判断一个地区投资情况是否良好，除了经济水平、财政收支水平外，还应该看这个地区的市场成熟度、地理位置、发展前景等。建议投资者优先选择经济发达区域，如长三角、珠三角、环渤海等，再挑选经济水平较强的一二线城市、百强县等。当然，三四线城市、非百强县也不乏优质、可靠的项目，但需要专业的研究机构严格筛选，把控风险。

前面说过，同一地区的其他交易结构政信类资产的表现也可以作为筛选参考指标。例如各省城投债的净融资规模，由于城投债的主要用途中占比最大的是借新还旧，因此净融资规模指标可以看出各地区的再融资实力。

## 2、政府财政

作为政信类信托的主要担保方和还款方，当地政府的财政情况非常重要。投资者可通过各地方政府财政局官网查询到其财政状况。主要可以从以下几方面来判断地方政府实力。

行政级别。在其他条件大致相同的情况下，行政级别越高，偿债能力越强、风险越小。同等条件下，东部城市总体比中西部城市实力要强。

经济实力。主要可以从GDP规模、增速、人均值、支柱产业的健康程度等方面评价，支柱产业是否单一、产业的健康程度也都很重要。

财政收支。主要从地方财政收入与支出情况进行评价，重点关注地方的一般预算收入、财政自给率、可支配收入以及收支平衡情况。

负债规模和渠道。主要考察地方负债规模、负债率、偿债率等指标是否处于合理区间，以及偿债高峰期的峰值和出现时点。如18年财政收入负增长省份—天津就需要谨慎。

## 3、融资主体

融资主体是基础产业信托最重要的参与方，也是主要还款主体，其背景、资质、实力、市场关系、发展情况等都需要重点关注。主要从正面、侧面两个角度判断。

正面主要看融资方的背景、项目信息、企业财务信息、是否为发债主体等。主要考察融资方在期限内是否有比较稳定的现金流、总资产、净资产、资产负债率、主营业务收入、净利润等指标。这其中要重点关注融资方是否存在大肆注资土地行为，是否虚高评估价格、虚增所有者权益，是否存在低平台的资产负债率等问题。如果融资方是在公开市场发行过较大规模债券的企业，相对来说其资质较好，再融资能力强，而且因其违约成本比较高，风险较低。

侧面主要考察融资方银行信贷状况、信托业务状况、小型私募融资状况等。如果出现银行停止信贷，现存信托业务规模过大、主流信托公司停发新产品，存在通过小型私募机构利用有限合伙等模式进行融资等情形，则说明融资方整体负债饱和，后续融资能力较弱，应当引起足够警惕。

#### 4、增信措施

政信类信托附带的增信措施（也叫风控措施）主要包括应收账款质押、国有土地使用权抵押，以及第三方连带责任担保等。

应收账款质押方面，被质押的应收账款一般为融资方承接政府项目所产生的政府欠款，目前的政信类信托产品多为此类，而债务人非政府的，也多为资质优良的企业。政府是债务人的，应充分考察当地政府的财政状况以及该款项是否纳入当年的财政预算；企业是债务人的，应充分考察债务企业的资产运营、盈利、偿债及发展能力等可能影响偿债能力的因素。

土地抵押方面，由于政信类信托产品的融资主体多为当地政府下属国企，因此土地储备较为丰富，用土地使用权作为抵押是政信类信托常见的风控措施。土地使用权抵押率一般需设置在50%以下，即信托计划募集总规模占抵押物估值的比例最好低于50%，且越低越好。除此之外，还要重点关注土地评估风险以及融资人无法还款时抵押土地的变现风险，即要考虑到土地所在区域经济、环境、发展前景等多方面问题。

保证担保方面，必须要求实质性担保，即担保公司的综合实力要足以覆盖项目风险。政信类信托的担保方与融资方类似，多为政府下属国企，及与融资方系关联公司等，因此也要综合考虑担保方实力背景、业务状况、财务状况、信用记录、是否发债主体及信用评级等级等因素

#### 政信类信托延期兑付事件及处理举例

2018年12月，国通信托“方兴309号韩城城投集合资金信托计划”因融资方无法如期全额归还信托计划债务，拟定延期兑付。韩城城投出现违约风险，并非因自身经营状况出现波动造成的，主要是因为其为民营企业担保，而民企未按期偿还金融机构贷款，导致韩城城投被诉讼致使融资链断裂。

韩城城投方面在出现流动性风险后，第一时间支付了该笔信托的到期利息，并积极对接国通信托就前期延期支付事宜已与国通信托达成了初步共识，就该事项出具了切实可行的还款计划及承诺函，先行兑付了3000万元本金，承诺在12月底前兑付剩余个人投资者另外3200万元本金及利息。

#### 相关政策动态分析

2018年10月31日，国务院办公厅发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见（国办发〔2018〕101号）》，为城投融资归来创造了有利的政策环境。不难

发现，当经济下行压力加大时，基建成为重要的抓手，重新站在信托产品认购的第一顺位，安全边际较强。

本文源自用益研究