

在地方政府性债务总规模中，以地方政府融资平台为借款主体的债务占据了较大比例。近年来，政府性债务问题逐步引起广泛关注，其中地方政府债务问题尤为突出，而占比较大的融资平台信托产品的风险问题也引起了市场的重视。本文拟对地方政府融资平台信托产品的主要类型和风险进行全面梳理，以供投资者参考。

一、地方融资平台信托产品分类

由于每个地方政府融资平台面临的具体情况各不相同，所以其信托产品也千差万别。归纳起来，笔者认为，目前市场上地方政府融资平台信托产品主要有以下几种类型。

（一）贷款类

贷款类信托产品是地方政府融资平台信托产品中最为常见的一类，具体表现为信托公司以信托资金向地方政府融资平台或其子公司发放信托贷款。贷款的形式有流动资金贷款、固定资产贷款、项目融资贷款等。

贷款类信托产品的优点在于，操作模式较为简单易行，能够为社会上大多数投资者所理解和接受。

（二）股权附加回购类

股权附加回购类信托产品，是指信托公司发行信托计划募集资金，通过股权增资的形式投资地方政府融资平台项目公司股权，同时，地方政府融资平台签署回购函，承诺到期足值回购信托计划所持有的项目公司股权。

此类产品的优点在于，能够避免繁琐的贷款审批、统计、托管支付程序，而且资金用途较为自由，没有严格的用款限制；同时，充实了项目公司的资本金，为项目公司日后争取更多的银行贷款创造了条件。

但是，这种模式最初出现的目的在于规避银监会对融资类信托产品的限制，随着这种模式被越来越普遍地应用，银监会已经将此类产品定义为融资类项目。

（三）特定资产收益权类

特定资产收益权类产品，是指信托公司发行信托计划，募集信托资金，受让地方政府融资平台某个特定资产（如高速公路收费权、应收账款、租金收入等）的债权或者收益权，以该特定资产未来的现金流作为信托计划的未来现金流入来源。一般情况下，融资平台会承诺当某一期现金回流无法覆盖信托计划预期收益时，承担补足

的义务。

特定资产收益权类信托产品是资产证券化的雏形。一般而言，此类产品如果做到信托受益权标准化，且引入外部评级等其他中介机构，则有望发展成标准的资产证券化业务。此类产品一般在地方政府融资平台资产负债率较高、流动资金缺口不大、没有现成合适资产进行抵质押等情况下采用。

此类产品的优点在于，将融资平台缺乏流动性的资产的未来稳定现金流提前变现。

（四）有限合伙模式

有限合伙模式，是指信托公司发行信托计划，募集信托资金，和地方政府融资平台指定的机构一起成立有限合伙企业。其中，信托计划在有限合伙企业中扮演LP角色，GP角色由融资平台或融资平台和其他企业一同出资成立的企业（国有独资公司无法扮演GP角色）承担。有限合伙企业并入融资平台表内，再通过有限合伙企业向母公司发放股东借款，来达到为融资平台融资的目的。

一方面，有限合伙模式较为复杂，涉及的主体较多，而且牵扯多重缴税的问题，会提高企业的融资成本。但另一方面，这种模式较为隐蔽，能够帮助融资平台扩大资产规模，撬动更大的财务杠杆。

二、地方融资平台信托产品风险

尽管不同类型地方政府融资平台信托产品在交易结构、信用增进条件、项目资质及风控标准等方面存在差异，但概括地说，它们皆面临如下几大类风险。

（一）法律合规风险

地方政府融资平台涉及的法律法规较多，监管机构对其融资主体、借款用途等有着各种各样的限制和要求。地方政府融资平台融资所涉及的合规限制主要有：

1. 融资主体方面

根据《关于加强2013年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（银监发〔2013〕10号，以下简称《指导意见》），银监会对地方政府融资平台实行严格的“名单制”管理，且要求各银行及时更新“名单制”管理信息系统中的客户信息，按季报送监管机构；严禁各银行对未纳入“名单制”管理的融资平台发放任何形式由财政性资金承担直接或间接还款责任的贷款。

同时，银监会要求各银行将融资平台划分为“仍按平台管理类”和“退出为一般公司类”（简称“退出类”）。“退出类”是指经核查评估和整改后，已具备商业化贷款条件，自身具有充足稳定的经营性现金流，能够全额偿还贷款本息，整体转化为一般公司类客户管理的融资平台；凡不符合退出条件及未完成退出流程的融资平台，均作为“仍按平台管理类”管理。

2.项目选择方面

在《指导意见》中，银监会对地方政府融资平台贷款投向作了严格规定：“对于‘仍按平台管理类’，新发放贷款的投向主要为五个方面：一是符合《公路法》的收费公路项目；二是国务院审批或核准通过且资本金到位的重大项目；三是符合《关于加强土地储备与融资管理的通知》（国土资发〔2012〕162号）要求，已列入国土资源部名录的土地储备机构的土地储备贷款；四是保障性安居工程建设项目；五是工程进度达到60%以上，且现金流测算达到全覆盖的在建项目。”其中，需要注意的是，信托产品要求不得发放土地储备贷款；保障性住房贷款需要满足“四二二”要求，即“四证”齐全（国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证及建筑工程施工许可证），开发企业具备二级开发资质，以及资本金投入达到20%以上。

3.增信措施方面

在现实中，地方政府融资平台会为其信托产品引入各种各样的增信措施，具体包括担保承诺、不动产抵押、应收账款质押等。同时，信托产品作为一种金融产品，信托公司或者其他金融机构也会为信托产品本身提供诸如回购承诺等增信措施。事实上，这些增信措施经常会涉及合规问题，下面即对这些措施中需要关注的合规问题作一个简要分析。

（1）担保承诺

不论何种形式的政府担保，或者学校、医院等公益性质事业单位的担保，在原则上都是无效的。《担保法》中第八条和第九条明确规定，国家机关不得为保证人，学校、幼儿园、医院等公益性质事业单位也不得为保证人。2012年12月发布的《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》再次重申：地方各级政府及所属机关事业单位、社会团体，要继续严格按照《担保法》等有关法律法规规定，不得出具担保函、承诺函、安慰函等直接或变相担保协议，不得以机关事业单位及社会团体的国有资产为其他单位或企业融资进行抵押或质押，不得为其他单位或企业融资承诺承担偿债责任，不得为其他单位或企业的回购（BT）协议提供担保，不得从事其他违法违规担保承诺行为。

(2) 不动产抵押

地方政府融资平台用于抵押的不动产一般有土地、在建工程等，需要关注的方面有：

第一，在土地抵押中，用于抵押的土地是否为划拨地，如果是划拨地，信托公司在进行抵押物处置时，应补交土地出让金后方可有限受偿。

第二，用于抵押担保的土地必须拥有合法的土地使用权证。

第三，学校、幼儿园、医院等以公益为目的的事业单位、社会团体的教育设施、医疗卫生设施和其他社会公益设施不能用于抵押。

第四，在建工程的融资抵押权原则上要劣后于税收优先权、土地使用权出让金优先权、建设工程款优先权等。

(3) 应收账款质押

2012年12月发布的《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》明确规定：“除法律和国务院另有规定外，地方各级政府及所属机关事业单位、社会团体等不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务。对符合法律或国务院规定可以举借政府性债务的公共租赁住房、公路等项目，确需采取代建制建设并由财政性资金逐年回购（BT）的，必须根据项目建设规划、偿债能力等，合理确定建设规模，落实分年资金偿还计划。”所以，从合规的角度来说，用于质押的BT工程款的产生时间，原则上应该在2012年12月以前。

(4) 信托公司或其他金融机构的增信措施

由信托公司或其子公司提供的担保值得关注。第一，《信托公司管理办法》第二十二条规定，信托公司可以对外提供担保，但对外担保余额不得超过净资产的50%。第二，现在部分信托公司通过成立子公司的模式为自己的产品提供担保，而银监会对各个信托公司的监管属于全口径并表监管，故这种做法的实际担保效应值得商榷。

同样，银行担保的合法合规性也值得关注。在银行同业资金投资信托受益权的过程中，经常需要三方协议中的丙方银行出具信托受益权的到期回购承诺。担保是银行的重要日常业务，但是银行的担保需要总行层面的审批，在实务中，会有部分银行分行在没有总行审批文件的情况下，私自出具抽屉协议³进行担保。尽管目前市场上尚无银行分行出具抽屉协议，最终却没有履行担保义务而被起诉的先例，但是不

代表这种模式在法律上没有风险。

(二) 信用风险

地方政府融资平台的行政级别与地位，在很大程度上决定着其能调用资源的多寡，因此是影响其信托产品信用风险的首要因素。同时，市场普遍认为，地方政府融资平台的信用其实是基于地方政府自身或者上级财政的信用，所以，在评价地方政府融资平台信托产品的风险时，还会对当地政府的财政经济实力进行细致分析。此外，融资平台自身的经营性收入、现金流情况等都与其信托产品信用风险紧密相关。

1.行政级别与地位

在地方政府融资平台行政化色彩浓厚的背景下，行政级别是其较为重要的一个“身份标识”，是评价其信托产品信用风险需要首要考虑的因素。同时，同一个地市可能会有多家平台公司，而这些平台公司在该地市的地位和角色各不相同。不同行政级别和地位的平台公司在面临现金流风险、经营风险时，所能够调动的用于解决问题的资源和力量是完全不一样的，这就决定了其信托产品的信用风险存在差异。

2.区域财政经济实力

地方政府融资平台信托产品具有很强的政府信用背书，投资者在进行遴选时，需要注意融资主体所在地的GDP、财政收入、税收收入、负债率等情况。除了这些常用的指标外，笔者在此提出另外一些指标，以供参考：

(1) 当地公开发债平台公司总负债/当地GDP

通常情况下，一个地区内的政府融资平台不止一家，这些融资平台如果出现信用风险，原则上都应该由当地政府提供支持，而且一个地区之内的平台公司互保的情况非常普遍，因此，当衡量某个地方政府融资平台信托产品的信用风险时，应该考察整个地区面临的财政压力。

(2) 预算内收入/预算内支出

很多投资者仅关注地区财政收入情况，认为财政收入越高越好。但是事实上，财政收入高的地区，往往也有较高的财政支出压力，而且财政支出特别是预算内财政支出，具有较强的刚性性质，难以缩减。因此，预算内收入/预算内支出这个指标更适合用于衡量一个地区真实的财政收支情况。

(3) 政府基金性收入/财政总收入

目前，在全国的地方政府基金性收入中，80%以上的收入来源于土地出让收入，因此可以认为，政府基金性收入/财政总收入这个指标衡量的是地方政府财政总收入对土地出让收入的依赖程度。

很多人认为，地方政府土地出让收入越高，说明当地财政收入架构越有问题，这存在认识上的误区。事实上，土地出让收入是地方政府具有较高自由支配能力的资金，也是地方政府融资平台出现现金流危机时，地方政府最先可能考虑动用的资金，故这部分收入虽然不稳定，但是对于地方政府融资平台的重要性非常大。

3.经营性收入

地方政府融资平台的主要经营性收入包括土地一级开发收入、基础设施建设收入、安置房销售收入、租赁及物业管理、水电煤气天然气销售收入、污水处理收入、公交收入、市政工程施工收入、公路收费收入等。

其中，租赁及物业管理收入、水电煤气销售收入、污水处理收入、公交收入、公路收费收入等具有较强的稳定性，可以带来较稳定的现金流，而土地一级开发收入和基础设施建设收入则高度依赖地方政府土地出让收入。而在地方政府土地出让收入中，绝大部分是商业住宅用地收入和商业地产土地出让收入，工业用地出让收入对土地出让收入贡献不大。考虑到当前三四线城市整体地产风险较大，因此过度依赖土地出让收入的平台公司未来面临着较大的经营风险。

在实际决策中，可以用（土地一级开发收入+基础设施建设收入）/当年营业性收入这个指标衡量融资平台对政府卖地收入的依赖程度。如果这个指标过高，同时平台又位于地产泡沫较大的城市，那么该平台信托产品的信用风险值得关注。

同时，由于土地开发的有限性，对于较为依赖土地开发收入的融资平台，应该关注当地未来3~5年的土地开发规划。

4.现金流情况

由于地方政府融资平台信托产品多为投资额度大、回收期限长的项目，其现金流一般较为紧张，因此在考察还款来源时，对其未来现金流进行预测非常重要。对此，投资者应关注以下两点：

（1）经营活动现金流情况

原则上，经营性现金流是融资平台最为重要的现金流，因此，在衡量信用风险时，对其未来经营性现金流进行测算至关重要。

融资平台未来经营性现金流情况主要取决于各项经营性收入的实现情况。在对其进行测算时，应该注意：预期能获得一级开发收入的土地必须取得国有土地使用权证，而且应该要求融资平台提供当地政府未来3~5年的土地开发规划文件；融资平台未来的财政补贴收入等财政性承诺收入，具有较大的不确定性，有明确文件规定的强制性财政拨款收入才能够被列入未来可预期现金流范畴内。

（2）融资活动现金流依赖情况

一般用三年融资活动现金总流入/三年现金总流入这个指标衡量融资平台对融资活动现金流的依赖程度。这个指标越高，说明融资平台对融资活动现金流的依赖程度越高。

如果融资平台对融资活动现金流的依赖程度较高，则应该重点关注融资平台的未来再融资能力。通过调查融资平台的银行授信情况、公开发债评级、未来债务到期集中度等情况，可以推断企业的再融资能力。

（三）政策风险

政策风险是指国家对地方政府融资平台相关政策进行大方向调整所带来的风险。由于地方政府融资平台的特殊性，与地方财政挂钩程度较高，因此政策风险对地方政府融资平台信托产品的影响很大。

在考察融资平台信托产品所面临的政策风险时，要重点关注国务院、人民银行、银监会、发展改革委、财政部等各个相关部门对地方政府性债务的政策调整和表态。

（四）流动性风险

流动性风险是指投资者在急需现金时，无法将信托产品迅速变现的风险。流动性风险是所有非标产品都面临的风险。对于地方政府融资平台信托产品，当投资者需要通过转让信托受益权实现资金回笼时，通常很难找到一个活跃的信托交易平台来实现转让，从而面临着潜在的流动性风险。

2014年4月8日，银监会发布了《关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发〔2014〕99号），明确提出要研究推出债权型信托直接融资工具。如果这一工具能顺利推出，将为降低或化解融资平台信托产品流动性风险提供切实可行的解决方案。

三、结论

地方政府融资平台作为我国基础设施建设高峰时期的一类特殊实体，经营业务上具有项

目投资额

度高、回收期限长

的特点，公司治理上具有高度的行政

化色彩。

其信托产品面临的主要风险有法律合规风险、信用风险、政策风险及流动性风险等，尤其应关注其中的法律合规风险

和信用风险。

其中，法律合规风险方面，应着重审查项目融资主体、项目选择、增信措施方面的风险；信用风险方面，应重点关注融资平台的行政级别与地位、所处地区财政经济实力、经营性收入及现金流情况等。

本文源自中海信托

更多精彩资讯，请来金融界网站(www.jrj.com.cn)