

陷无地可押困局 地方城投股权融资放大杠杆

编者按：今年上半年政信合作狂飙过后，一些过度融资的地方融资平台开始面临无地抵押的困境，无需土地抵押的股权融资类政信合作信托计划由此悄然兴起。

股权投资类政信合作计划在为地方融资平台补充资本金的同时，也进一步放大了地方融资平台债务融资的杠杆，加剧了业内对地方融资平台过度负债风险的担忧。

证券时报记者 唐曜华

继银行发放大量信贷支持地方融资平台后，地方政府通过信托融资再度放大负债风险，这是否会成为压垮骆驼的最后一根稻草？显然是值得认真反思的问题。

无地可抵押？

目前一些过度融资或者地方投融资体系内不重要的地方融资平台，正面临可抵押土地不足对再次融资的制约。”上海新世纪资信评估公司曹敏称。

今年上半年政信合作猛增后，地方城投公司信托融资时以大块土地抵押的豪气不再，取而代之的是融资模式的悄然变化。中部某信托公司研究员预计，未来地方政府融资将不得不盘活其他资产进行融资，比如优质股权。

今年6月份，安徽国元信托为安徽省两县城的城投公司发行了股权投资信托计划，分别为太和经济建设投资公司、砀山县建设投资有限公司各募得资金8000万元，两只信托计划均无土地抵押。

普益财富统计数据 displays，今年4月份以来投向基础设施领域的股权投资类集合信托发行量明显增加，今年一季度发行数量为23款，二季度发行量环比增加70%。

股权投资类信托兴起的背后是，资本金到位率不高制约了一些地方融资平台最大程度发挥投融资功能，甚至影响了一些5月底以来最新获得审批项目的融资行为。央行6月28日发布的《中国经济金融展望季报》就指出，在2008-2009年的刺激政策下，地方政府大量举债，遗留了大量地方融资平台的债务问题，杠杆率已经上升。近日新批项目中，已经出现了项目已审批通过，但由于项目方自有资金不足，无法得到银行信贷支持的情况不足。

通过股权投资类信托计划补充资本金，有助地方融资平台达到30%左右的资本金要求，从而利于进行包括银行贷款在内的其他方式融资。”某信托公司信托市场部副总经理称。

与此同时，地方融资平台的融资杠杆进一步放大，可实现以有限的自有资金撬动更大的融资金额，但杠杆太高意味着财务风险更大，信托融资成本高达15%左右，这对地方融资平台而言是不小的负担。”曹敏称。

与债权投资类政信合作信托产品正面临银行信贷调控变化可能带来的冲击不同，能为城投公司补充资本金的股权投资信托计划，显然是银行信贷无法替代的。

地方政府背景的推动

在今年上半年政信合作的井喷潮中，国元信托因政信合作信托产品的发行量大、品种齐全而成为政信合作领域的领头羊之一。

国元证券发行了包括皖江城市带系列产品、皖北振兴发展系列产品等在内的多个政信合作产品系列，为处于这些城市带的城投公司提供持续的、多样化的融资支持，信托计划类型既包括债券投资类信托计划，又包括股权投资类、权益投资类等。据2011年年报显示，安徽国元信托第一大股东为安徽国元控股(集团)有限责任公司，持股比例为49.6875%。

虽然目前大多数信托公司的地方背景色彩逐渐淡化，地方国资委绝对控股的信托公司已不到20%，但是在今年地方政府偿债高峰期的压力下，为地方政府破解融资难题，地方政府背景信托公司显然与之关联。



翟超/制图

国元信托发此类政信合作类信托计划肯定较多与其独特背景有关。”中国人民大学信托研究所邢成认为，地方政府背景赋予信托公司在本地域运用中的资源优势、人脉优势、市场优势，而地方国资背景也可赋予信托公司拥有特定手段来控制交易对手的道德风险。”

不过信托产品的风险最终取决于所投资项目，经济欠发达地区的城投公司则应相对谨慎。”邢成认为。

已经发行的城投公司股权投资信托计划大多投资城市的区级或者县级城投公司，并且以非百强县为主。以国元信托发行的投资太和经济建设投资有限公司股权的信托计划为例，资料显示，2006年以来太和县财政收入年均增长33.6%，但去年增速有所放缓，同比仅增长16.6%。

今年土地不好卖进一步加大地方政府财政压力，完全依赖地方财政还款的项目风险增大。”上述某信托公司信托市场部副总经理称。据财政部近日公布的数据显示，今年上半年国有土地使用权出让收入11430亿元，同比减少4342亿元，下降27.5%。

收益诱人或许是信托公司大量发行政信合作信托计划的另一动力，虽然不及房地产信托计划，但政信合作信托计划收益率亦相当可观。按照信托公司高进高出的做法，14%的信托融资成本构成中，信托公司可拿到约4个百分点的收益，销售预期收益率则为10%左右。”邢成认为。

面临发行渠道难题

股权投资类政信合作信托计划的发行并非一帆风顺。例如，某股权投资类集合信托计划预计最大发行规模为5亿元，实际募集约为4.84亿元。

政信合作信托产品的销售虽在进行，但投资者对这类信托产品认可度不高，由于缺少土地抵押等保障措施，投资者难免会质疑产品的安全性。”深圳某第三方理财机构总经理称。

而作为拥有最广泛销售渠道的商业银行，大多对股权投资类政信合作产品敬而远之。政信合作信托产品我们很少代销。”深圳某股份制银行客户经理称。

同样，深圳某国有银行虽代销过政信合作信托计划，但据该行私人银行总经理助理称，并没有代销过城投公司股权投资类信托。

出于风控考虑，不少银行代销政

信合作信托计划仅限于跟银行合作过的城投公司。我们银行的规定是，必须是分行上报的、有过授信合作、抵押物充足的项目才可代销。”北京某股份制银行个人业务部财富管理处处长称，虽然只是代理资金收付，但出了问题投资者还是会找银行，我们不能不谨慎。”

风险之辩

对于投资标的为城投公司股权的纯股权投资类信托计划来说，退出方式最关键。事实上股权投资类信托计划对风控要求更高，需要增加保障措施来降低风险。”中部地区某信托公司副总裁称。

一些城投公司股权投资类信托计划显然不想对这个麻烦。国元信托上述投资太和建设股权的信托计划，约定到期时由太和经济开发区管委会溢价受让国元信托持有的太和建设股权。

股权投资附加回购相当于变相融资，应视同贷款。”上述中部地区信托公司副总裁称。附加回购条款后，城投公司股权投资信托计划除了城投公司本身风险外，回购方是否具有足够实力在到期时按约定价格回购股权成为关键。

尽管股权回购的模式本质为融资，但股权投资类信托计划相比债权投资信托计划仍具优势，股权投资类信托计划无需再提供土地抵押，而股权投资信托计划通常需以土地作为抵押或采用其他担保措施。目前来看，已发行城投公司股权投资类信托计划均无土地抵押，只有部分信托计划采取了以担保公司担保的增信措施。

地方融资平台公司的股权价值不好判断，没有土地抵押等其他增信措施，风险较大，我们公司对这类产品会比较谨慎。”一位中部地区信托公司研发部人士称。

在中国人民大学信托研究所邢成看来，无论是股权投资信托还是债权投资信托，城投公司的实力、项目本身的优劣以及城投公司背后地方政府的财政实力是关键。

对于净资产、资产负债等方面含金量高的城投公司，资金投向项目的现金流可覆盖贷款本息、第一还款来源有保障，这类城投公司的股权投资信托产品风险是可控的，反之，即使再多抵押、担保都无法覆盖风险。”邢成分析说。

最让外界担忧的是，地方融资平台在目前负债率不低的情况下过度举债所隐藏的风险。目前一个城投公司几乎同时通过多家信托公司发行信托计划融资，或者同一家信托公司为某家城投公司滚动发行多期信托计划的现象并不少见。

据了解，出于控制风险的考虑，各地监管部门会提供地方融资平台公司名单给信托公司作为参考，原则上名单内地方融资平台不能合作，监管部门还会对名单进行动态调整。

信托公司力推结构性产品

在近期A股市场维持区间震荡之际，“稳中求胜”的结构性产品成为很多信托公司的选择。

证券时报记者从平安信托获悉，日前该公司发行“平安财富·君恒稳健系列期集合资金信托计划”，将固定收益产品与金融衍生品交易合二为一，其中衍生品投资部分的挂钩标的涵盖了全球范围的股票、商品、利率、汇率、指数等多个领域。

所谓结构性产品，是指在交易结构中嵌入了金融衍生产品的投资产品。这类产品的投资对象通常可以分为两个部分，其一是固定收益类资产，其二是金融衍生品(主要是期权等)。其中绝大部分资金投资于固定收益类资产，风险相对较小，以保证产品的最低收益率；另外小部分资金投资于金融衍生品的部分，由于金融衍生品一般是保证金交易，具有以小博大的特点，风险较大，收益率也可能较高。金融衍生品的原生产品在此叫挂钩标的，挂钩标的的价格走势及波动幅度影响着金融衍生品的投资收益率，也进一步影响着整个结构性产品的收益率。

通常情况下，结构性产品的最终收益取决于其挂钩标的表现与投资预期是否相符。若挂钩标的表现情况与投资者预期观点不同，则投资者或将在产品到期时仅仅获得受保障部分的投资本金。

不过，金融衍生品具有高风险、高收益的特性，决定了结构性产品有可能获得的潜在收益率也较高，也就意味着结构性产品的较高收益率源自其金融衍生品投资部分具有较高风险的对价。(张宁)

房地产信托发行回暖 审批节奏已加快

见习记者 刘雁

7月以来，房地产信托发行呈现回暖之势。据用益信托最新统计，上周发行的信托产品中房地产领域融资规模占比重回冠军位置，发行的11款产品共募集资金39.5亿元，占总发行规模的54.57%。

审批节奏现加快之势

接受证券时报记者采访的多位信托公司人士表示，目前并未收到银监放松监管的文件，但7月以来审批节奏明显加快。据了解，去年至今监管层从未正式发文禁止房地产信托，只是对于存量较大的信托公司进行窗口指导。

一位深圳地区信托公司高级投资经理告诉记者，银监会从未明确禁止过房地产信托，何来放开一说？只是信托公司根据自己的业务情况调整节奏而已。”

上述投资经理称，在选择房地产项目时，控制风险和确保兑付是监管层对所有集合信托的要求，部分信托公司倾向选择为大公司发信信托产品，仅是出于公司风控降低借款主体违约风险的要求。

用益信托首席分析师李旻则指出，与去年相比，今年上半年房地产信托增量呈下降趋势，但一直没有停发，一是监管层并未明确叫停，二是因为房地产信托本来就是信托的主要业务。”

据记者了解，去年下半年各地银监局确有对部分信托公司向监管窗口指导，比如陕西银监局在向辖内的三家信托公司发文中便明确表示，对房地产信托业务发展速度过快或者风险隐患加大的信托公司应及时跟进，采取下发金融监管提示通知书、暂停房地产业务准入等措施，有效化解房地产信托风险。

用益信托的报告显示，今年上半年，房地产信托募资规模701亿元，在全部新增信托中的规模仅占22%，低于工商企业类融资规模。然而，近几周的数据却表明房地产

信托微评

基建信托供需两旺

据用益信托近期披露的数据显示，今年上半年，信托公司发行房地产信托产品合计募集资金701亿元，这个规模虽低于工商企业信托753亿元的规模，但是房地产信托的收益率依然强劲。

微评：原因可归为两方面，一是由于各地基础设施项目上马较多，新增项目有旺盛的资金需求；其二在于地方债务平台的存量债务到期，在土地财政吃紧的情况下，债务展期和借新还旧成了地方政府的必然选择，而向银行借新，会有较苛刻的条件，信托融资无疑是一个较好的选择。

从资金供给方看，由于基础设施领域的信托预期收益率较以前有一定提升，在存贷利率下调、整个集合信托市场收益率存在下滑趋势的情况下，房地产信托收益率较之其他领域集合信托对投资者有更大吸引力。更为重要的是，由于信托产品具有地方政府显性或隐性担保，加之集合信托的“刚性兑付”文化，多数投资者会认为集合信托项目都是低风险项目，甚至是无风险项目。收益可观，投资者热衷，资金供给自然充足。

毕马威：中国信托业资产规模将很快超过保险公司

毕马威日前发布报告指出，截至

信托发行正逐步回暖。记者根据用益信托披露的周报统计发现，7月前三周房地产信托发行的规模占比呈现逐月递增的态势，分别为6.9亿元、20.66亿元、39.5亿元。

据另一位信托公司投资经理透露，今年5-6月期间，房地产信托产品审批很慢，可以说是人为控制节奏，但自7月以来监管部门审批房地产信托的节奏明显加快。不同的是，信托公司向监管部门申报房地产相关新产品时需要将风险说明单列一页，说明该项目有何具体风险。

风险控制放首位

虽然近期房地产信托产品发行已然升温，但信托公司并未放松警惕。接受记者采访的多位信托公司管理人员均表示，信托公司本身对于房地产信托的内部风控要求一直以来都很严格，在选择项目时，会优先考虑大型上市房企或拥有丰富土地储备的公司。

国联信托一位业务人士则向记者表示，房地产信托产品除了要符合银监会的合规要求，还要符合公司自身的一套内控评判，可以说是双重保障。

现在发行房地产信托都会把风控放在第一位，为了确保投资者的资金安全，不少项目都会提前兑付以规避风险。”另一位信托公司高管表示。

我们也注意到，上半年提前兑付的案例的确比以前多，这主要是信托公司出于风险规避的角度来考量。”李旻告诉记者。他解释称，提前终止信托计划的原因有两方面：一是信托公司不看好未来房地产开发企业的经营状况，要求企业提前还款，从而提前终止信托计划；另一种则是由于房地产开发企业需要再融资，必须提前解除在建工程的抵押或股权质押而向信托公司提出提前终止。

尽管提前兑付保证了投资者的资金安全和回报，但其中蕴含的风险却值得关注。普益财富研究员范杰便指出，提前终止只是把信用风险和市场风险转化为再投资风险，并使之暴露。从资产管理的角度，这类项目绝不能算是成功的案例。

15家信托公司 注册资本增加126亿元

据媒体统计，自《信托公司净资本管理办法》实施以来，从2011年初至今，15家信托公司总完成增资额126亿元，注册资本超过10亿元的信托公司已经达到46家。

其中平安信托仍以69.88亿元的注册资本居首，排名第二的昆仑信托注册资本为30亿元，而爱建信托因为近期的20亿元增资计划完成，注册资本已与昆仑信托看齐，达30亿元。

微评：面对行业竞争的加剧以及净资本的缺口，通过增资的方式来达标、扩充产品线成为了很多信托公司开展业务的现实选择。而爱建信托的成功增资，体现了其股东对信托业发展的信心。(张宁 整理)

长江证券拟开展约定购回式交易

长江证券今日发布公告称，经该公司董事会审议，拟向证监会、上交所申请开展约定购回式证券交易业

务，该公司开展此项业务的总规模不超过20亿元。

(谢楠)