



其他类政信

本身不是BT和PPP项目，但是经过包装成政府项目，实质是工商企业流动资金贷款

一般出现在代建项目的产业环节上，属于下级代建商

民企(通常建筑公司)或者国企(非地方投融资平台)作为融资人，一般没有应收账款，有地方平台公司回购，收益要高于BT项目，担保一般是企业法人或主要股东

这类项目比较有迷惑性，但是追究其底层资产是可以分辨的

期限较短，很多是1年期

此回购是项目回购，而非融资回购

好的，再讲第三类其他类的政信，这是最包罗万象的。简单来说，产品不归类为bt或者ppp的话，但是你会包装成一些政府类型项目，或者说是帮政府在打工的，那么实质上面它都可以归入为其他类。而且它们的实质是工商企业流动资金贷款。这个怎么解释？我后面会用产品做解释。

举个例子：就是有些民企或者是建筑公司，或者说一些国企，但国企不是地方投融资平台，它是作为这种项目的融资方，一般是没有应收账款的，但是会有个地方平台公司回购，收益一般是高于BT，担保人一般是企业法人或者是它的主要股东。

这个其他类一个最显著的特点。当然也有跟这个不一样的，怎么区分？你用排除法区分，就是说不属于PPP的，也不属于前面最传统BT，他就是其他类的了，没有第三个选项。

可以说这类项目是非常有迷惑性的。目前市场上面能看到接近30~40%的产品是这类型产品，然后那个期限有长有短，有些是非常短的，然后他们的这个回购是不一样的，它这个回购和BT的回购是属于项目回购，而不是融资回购。

什么叫项目回购？也就说是政府开的回购是针对你整个项目完工才给了回购，那万一你项目挂了，政府就不回购了，因为你项目没完成；融资回购是指市政府对你这笔贷款进行回购，我们最前面BT项目的政府如果有回购都是针对贷款进行回购，他不管你的项目有没有完成，两年期到了他就给你钱。

那这个是因为非常复杂，我们后面拿产品来说明。

好，目前我总结一下：信托产品全部都是BT的，基金子公司，证券资管，包括期货公司之外，基本上都是BT类；私募基金和基金销售通道，有少数的是BT类，大部分是PPP和其他。这是目前的行业分类，那么政信类型不同，风险就靠这个来划分。

政信产品风险

OK，然后我说一下这三类产品的风险，如果懂得划分，你就知道它的风险是不一样的。BT类风险最低，它主要的风险来自于政府的财政风险，也就是说你借款，政府他到时候没有钱还你。政府是拿自己财政收入来还你，还是说政府再融一笔钱出来，所以他直接面对的是政府的风险，也就说政府信用，这是传统的BT类项目。

PPP项目风险有很多，目前我觉得最多一点来自于期限错配风险，因为一个PPP项目期限要长达八年到十年，我们外面能看到有很多短期PPP项目拆成两年期的，那怎么做一个十年期的项目，我拆成五个，拿第二期产品去滚第一期，万一你卖不掉你就完蛋了。

因此PPP项目还有一点，就是说我这个项目投入运营之后，因为他是个股权性质，未来运营如果不及预期的话，可能就会产生没有回款的风险。我举例：我造一条高速公路，在经济不发达地区，高速公路造好了，可能没有这么多车，收不了这么多钱，高速公路就会亏损，高速公路会亏损，政府也不会有这么多钱来购买你的服务，因为你产生服务不多，那你可能这个投资期就加长，对不对？还有一个就是你融资企业自身的资金链条，再比如，造一条高速公路，我需要两年，万一没有造完，这个中间企业都是靠企业自己去融的。如果说自己资金断掉了，那我项目没有完工，当然政府后面也不会帮你去收尾，对吧？

然后至于其他类风险，这个就更多。因为其他类的风险，包括我这个工程有没有完工，工程没有完工，政府不回购对吧？例如我做一个工程，中间死了一个人你就停

工了，怎么办？包括我的上级拿到应收账款有没有给我，还有道德风险，所以其它的这个产品风险是比较多一点，基本上可以视为一个企业的短期流动资金贷款。那么流动资金贷款有多少风险，他就多少风险，但是这类事确实是比较容易包装的。

政信风向

讲完类型，我们下面来讲一下政策风向。



2014年地方债最危机的情况已经过去,总体的债务规模和债务利息成本得到了有效控制。

2015-2016地方债置换超过8万亿，2017年已经完成地方债置换2.8万亿

预计2018年地方债置换3.5万亿

2014年底非地方政府债券形式举借的政府债务余额14.2万亿

这点是比较重要一点，数据很多，2014年是什么时候？2014年我可以告诉大家是地方政府债务最危险的一年，那年有很多的学者，尤其是境外的学者，都在质疑中国地方政府债务会不会爆掉？为什么？

因为那年的地方政府债务如果发非标的话，它出口最高费用达到了14.5，就他一年的成本要在14.5。中央当时做了一个很明智的一个决定，说我们从2015年开始在强行推行地方债置换。

2015年至2016年两年，目前地方在政府地方债置换超过了8万亿，2017年目前数据是2.8万亿，因此我们通过三年的努力，地方债已经置换了10.8万亿。根据中央的要求，2018年是地方债置换的最后一年，因此2018年我们目前还需要置换3.5万亿

。

这个怎么算？就是2014年底的摸底，非标形式的地方政府债务存量债务余额是14.2

万亿，也就是要全部置换一遍。从数据来看，今年最早启动发债的是河北，在2月28号发的五年期的品种利率是3.3，但是目前利率有上涨，11月13号的利率已经到3.9。

省份来看，2016年自发最多的是贵州，湖南和辽宁。大家都知道这三个都是融资大省，然后这三个省份目前的置换比率已经高过了96%，也就是说贵州湖南辽宁三个省在2016年把大部分的历史那些旧债的利率高达14.5%全部置换完了。

那么根据财政部的计算，到2016年的9月份地方在政府通过地方债置换能节约多少息，大概平均每年能节约四个点，节约4.2，这4.2，大家去想一下是很能理解的，我可以跟大家说，在非标里面我见过最高的融资成本，大概在14年的时候达到14.5左右。现在我们非标项目的出厂价差不多在10左右，当然年底是有攀升，年底有部分地方攀升到11。今年在11月之前，2017年11月之前基本上非标项目出厂价在10左右，大家如果10左右加上4点，大家就能发现了，确实是很大程度一个利率减免。那么有人如果问我地方在置换，这个是怎么置换，其实就是很简单，到期以后强行命令站住，也就是银行你要用低利率收。

地方债体系是一个金字塔型的，简单来说最顶上一级是省政府，省政府债我记得也是2015年还是2014年底开始发的，也就是由省政府统一发债，评级是3A，省政府把这个钱拿来分给下面需要的地级市去用，地级市再给对应的线。

因为由省政府统一发，所以说它的地方融资成本是最低的。江苏省是第一个发债的，江苏省当时发出来的利率只比同期的国债利率高了30个bp。大家可以想象那个利率是有多低。那么后来因为这个债来不及发，所以说才推动了地方债置换。

第二级是地方平台公司的，地方平台公司，就是那种地方性，例如地级市的平台国企，投融资平台，它评级在A级以上两个A以上，他可以申请在地方平台公司发债。这个发债是发在那个银行间交易市场。但是这个非常难发，因为根据目前规定，差不多每年一个地区的A平台只能有一家发债，而且要报发改委审批是国家发改委审批，国家发改委审批要审批多久，要审批半年。就是说是我一个地区的有这么多个A平台，可能有六个到七个，我一年只有一个平台，经过半年的审批才能发债。所以说这是第二个环节，这也是最老的一个办法，在省政府没有发之前，我们是靠这个地方平台债在发的。

第三个环节，平台公司通过资管直接融资，这个也就是我们前面说的信托政信，包括资管政信，包括现在私募基金政信，那么这个什么意思？就是说这个平台公司他还没有轮到它发债，那么它先通过资管进行直接融资，那这个融资跟前面的发债比，当然它的成本比较高，这是期限比较短，因为都是三年五年的利率一般很低，三个点，五个点。但是这有个好处就是我需要的时候我去发，那一般来说两三个月我

就可以去发了。相对来说是比较快捷，这用来弥补它资金的长短。

因此现在这个体系其实简单来说就是说省政府统一发债，五年期几百个亿，然后资金成本是最底的，它是用于补充长期的低成本资金，然后各市再通过国企平台发债，国企平台报发改委发行那个企业债，然后是长期的低成本的资金，钱不够，那国企平台，再通过资管融资进行补充短期资金，这短期资金主要是一年和两年的。目前有个储备大招，就是说发改委今年开始允许地方政府土地储备之间发债。

自从省政府发展在江苏省推行之后，现在各省都是排队在上。我举个例子，今年贵州省已经成功发债了，贵州省第一次在深交所发，发了400亿，5年以上利率差不多5%左右，然后获得资金追捧，大概在1630多亿。

也就是说作为传统融资大省，或者说现在在全国来说债务率最高的省份之一，贵州发债依然得到大量机构资金热捧。省政府发债它可以控制成本。

然后发改委今年允许地方政府采取土地储备发展，这是个大招，到现在大家都还没有用，以后肯定是会用的。

怎么看地方政府投资？19大开完之后，制定一个继续扶贫开发的一个策略。投资策略来看，未来五年西部地区应该继续成为全国的投资重点。

中国投西部不是最近几年，而是已经投了5-6年了。在这5-6年里面，大家可以看到一个个省的GDP有非常惊人的一个变化。我以贵州为例，贵州2016年GDP是10.5%，是全国第三名，全国前两名是重庆跟西藏，云南2016年是8.7%，我们看经济强省浙江省是7.5，从19名降为了21名，江苏省7.8，从11名降为了14名，也就是说在中央大力投资上，西部几个省份经济都已经上来了。

我以一些具体城市为例，像贵州省毕节市之前是贵州省的倒数第二，经过中央超过四年投资，现在是贵州省的第四大地级市，一般性财政收入突破一百亿，向云南省的保山市以前也是倒数的，现在GDP增速是11.3%，地方一般财政收入突破70亿，固定资产投资年增长率40%，这些都是中央具体投了一些事。

以后还要推进一带一路，如果大家关心政治，会发现中国在巴基斯坦马来西亚斯里兰卡这些投入大量的港口和高铁，这些港口高铁其实最后都是先连接到中国的西部地区，那也就是说东部地区是靠当初的沿海发达起来的，西部地区以后是靠这些一带一路，它会有很长足的一个发展。

现在各省政府都建立一个叫做政府性债务风险应急处置预案。主要在一些融资大省，包括浙江江苏云南贵州山西，这个预案是个什么意思？

我举例像贵州，贵州省预案规定，如果说你地方政府发现你有那个无法按期足额支付到期政府债务本息的，必须提前两个月上报给省政府，由省政府来统一帮你处理，这是贵州省的预案。

四川省预案它还要直接，四川省预案里面提出一个叫做存量担保债务，也就是说政府担保的债务不算政府债务，存量债务不属于政府债务，只有说政府融资债务是算。

然后他是将这个政府性债务风险纳入政绩考核范围，如果说是有财政重整的，政府应予追究有关人员的责任，包括这个人员哪怕退休了，他也要去追责，这就直接跟官帽子就有挂钩了。

政信产品2019年配置意义

好，讲完这一块，我来讲一下政信产品2019年的配置意义。

去年，我们面临一个降杠杆，强监管，还有资金成本在上升。在这么个背景下，通过历史经验来看，市场风险会急剧加大，我个人认为我们会经历一波2015年的财富洗牌。

2015年财富洗牌，可能有些人不知道，就是说那波是以地产为核心的爆仓，从信托公司，基金子公司，期货资管，证券公司资管，包括有限合伙都有大量产品亏损，2018年是灾年，这个大家应该已经知道。

尤其是在市场资金全面收紧的一个情况下，杠杆越高，越是狂奔的机构，它很容易出现资金链断裂的情况，尤其是把融资能力扩充到极致的上市公司体系，大家可以看到，像乐视集团，亿阳集团，甚至陆金所代销的龙力生物，包括那个中弘股份，都是上市公司的项目，所以说这块是18年的重灾区。

那么配置政信的意义就在于政信中间有一种就是传统的BT类政信，它是最久经市场考验的一个基础品种。包括在2014年到2015年的产品兑付危机中，地产类，矿产类艺术品类国企担保类，还有16年开始大型国企兑付危机里面，只有BT类政信是到现在为止，唯一保持百分之一百兑付的品种。

主要就是因为对2019年整体行情来看，风险比较大。但大风险的情况下面，你是需要一块安全的核心资产来配置，那这个属于防守型的一个配置策略。那我举个很简单的例子，因为大家都知道现在没有刚兑了。

像我之前2011年刚做信托，那时候信托公司有政信有那个地产，其实你那时候配给

客户配这些是差不多的，因为当时信托公司可以刚兑，但实际上到2015年信托公司也刚兑不了，新华信托倒了，到现在还没有再起来，对不对？

历史只能证明BT类一直都没有倒。因此在这个情况下面你要做防守，那你当然要选择最安全的一个资产，这也是目前政信一个最主要的意义。

最后，在这里我给大家一个思路，我觉得这个是目前选择政信项目，比较标准中的一个一个要素，符合这几个要素，我觉得都是没什么问题的。