

2019 年中國企業資產證券化發展狀況研究 Development and Prospect of China's Enterprise Asset-backed Securitization in 2019

楊迪川^{1*}
Di-Chuang Yang

摘要

企業資產證券化是我國非金融機構資產證券化的主要模式。本文著重介紹中國企業資產證券化的交易基礎資產、結構的特點和信用增級的主要方法，以及對我國企業在2019年的資產證券化的發展情況和違約情況，進行較為細緻的分析。

關鍵字：企業資產證券化、信用增級、交易結構

Abstract

Enterprise asset securitization is the main mode of asset-backed securitization of non-financial institutions in China. Firstly, this paper analyzes the basic assets, structural characteristics and main methods of credit enhancement in China's enterprise asset-backed securitization. Finally, this paper analyzes the development and default of asset securitization in China in 2019.

Keywords: Securitization of Credit Assets, Credit Enhancement, Transaction Structure

1. 引言

資產證券化是一個比較廣義的概念，通常在西方社會流行著這麼一句話：“只要有未來穩定現金流的資產，就可以進行資產證券化”，從這個話可以看出，資產證券化的資產可以是多種多樣的，資產證券化的發起人也可以是多種多樣的。雖然以銀行等金融機構作為發起人的資產證券化，一直是資產證券化的主流，但是以非金融機構作為發起人的資產證券化，也是資產證券化的重要分支之一，在我國這些以非金融機構的資產作為抵押資產進行證券化的過程，就統稱為企業資產證券化。

企業資產證券化最根本的目的是融資。對於企業來說，融資的方式很多，如股權融資、債券融資等直接融資，而資產證券化也是一種在金融市場直接融資的方式。企業資產證券化和股權、債券融資最大的區別是，股權、債券融資都是以企業的整體信用進行融資，而資產證券化則是以企業的一塊較優質的資產為融資主體，因此投資者投資資產支持證券，是只需要考慮這個資產的價值，而不需要考慮發起企業的情況，這是資產證券化融資和其他融資方式的根本區別（圖1）。證券化對企業而言有諸多益處：首先，證券化能夠提高企業整體資產的流動性；其次，證券化能拓寬企業的融資管道；最後，證券化能夠改善企業的資本結構，降低企業的融資成本。降低融資成本是企业資產證券化特別重要的一點，特別是對那些自身信用級別不高的中小微企

¹ 廈門大學嘉庚學院國際商務學院副教授 511482777@qq.com*通訊作者

業而言，如果它們有一塊非常優質資產，那麼以這塊資產進行資產證券化，它的評級將遠高於企業信用的評級，從而大幅降低了企業的融資成本，因此資產證券化益處的最後一點也是最關鍵一點（林華等，2014）。

在美國雖然企業資產證券化推出不到30年時間，市場規模已經有2,500億美元，而在我國，企業資產證券化比信貸資產證券化起步還要早些。我國在2005年開始的資產證券化試點中，最早的一批證券化交易是以企業資產證券化為主。2019年我國已經一年就發行了1,033只企業資產證券化產品，發行總規模達11,084億元，可見企業資產證券化的發展速度非常快。

2. 企業資產證券化基礎資產

企業資產證券化是企業以流動性較低的資產，作為支持發行流動性較高的證券的過程。可用於企業資產證券化的資產包括很多種類，比如企業的應收賬款、信託收益權、基礎設施收益權、BT回購款、保理融資債權、租賃租金、信託受益權等財產權利。這裡所指的企業並不局限於工商企事業單位，也可以是政府單位或部門，還可以是小貸公司等非典型金融機構。

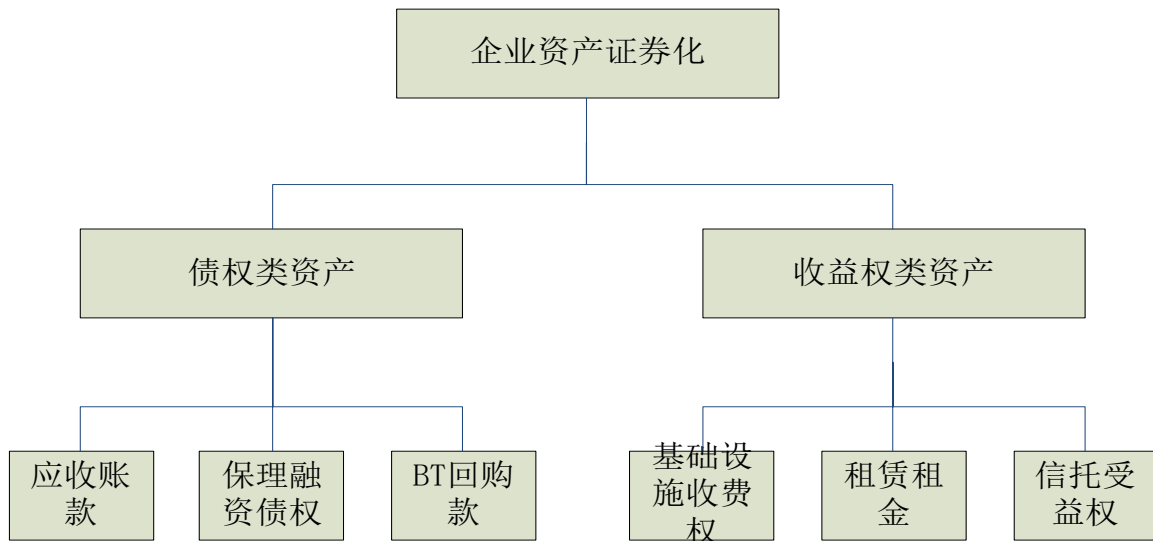


圖 1. 企業資產證券化結構圖

3. 企業資產證券化交易模式

企業資產證券化與信貸資產證券化的交易模式比較相似，也是首先企業選擇基礎資產，然後由證券公司或者基金子公司設立專項資管計畫，企業將資產的所有權轉移給專項資產計畫，然後由資管計畫管理人將資產打包成資產池，通過結構化重組，然後信用增級；評級機構評級後就可以發行證券，之後由承銷商將證券分銷給投資者（林華，2015）。圖2是我國企業資產證券化的主要交易結構：

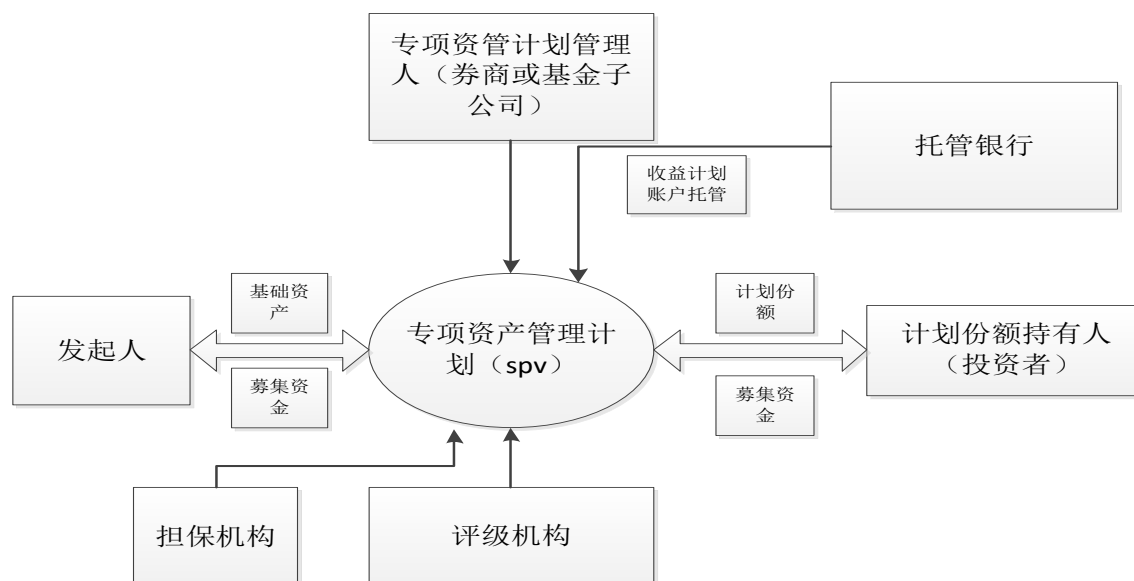


图2. 企业资产证券化交易结构图

4. 企業資產證券化信用增級模式

企業資產證券化的信用增級方式和信貸資產化有比較大的不同。信貸資產證券化的主要信用增級方式是內部信用增級，包括優先劣後分層、利差支付制度、超額抵押、保證金和現金帳戶；而企業資產證券化的主要信用增級方式，除了內部信用增級之外，還有外部信用增級；外部信用增級主要方式有機構擔保、差額支付承諾、回購承諾、流動性支持等（扈企平，2013；鄧海清等，2013）。

4.1 協力廠商擔保

協力廠商擔保是一種傳統的信用增級方式。由協力廠商機構對SPV發行的證券進行擔保，信用增級效果明顯並且容易衡量，為資產證券化提供擔保的擔保人通常包括企業、擔保公司、城投公司及其他信用較好的金融機構。

4.2 差額補足承諾

差額補足承諾一般由原始權益人（發起人）出具《差額支付承諾函》，並且承諾在SPV存續期間，如果每一期基礎資產預期收益分配前的資金確認日，發現專項計畫帳戶中的現金不足以支付該期優先順序資產支持證券的本息，則由原始權益人按照要求，將利息本金的差額補足到帳戶中；但是差額補足承諾也在一定程度上，影響了“真實出售”的法律效力。

4.3 回購承諾

回購承諾也是由原始權益人對資產支持證券的外部增信措施。一般促發回購條款的事項，會在產品成立之前進行約定，回購可以針對基礎資產池中的某一項資產。例如獅橋三期資產支持專項計畫中約定，租賃租金未按約定償還時，原始權益人需按照要求，按照初始資產池標準提供用於替換的基礎資產；若不能提供，則需對違約的基礎資產，按照應收融資租賃貸款餘額進行回購。回購也可針對資產支持證券整體，例如營口華源熱力供熱債權資產支持專項計畫約定，由於權益人業務變更、上市相關運營資質、政策變更、進入破產程式等原因，導致特點供熱收費權全部消失，或有無法

收回的風險而發生加速清償機制時，原始權益人有義務回購基礎資產。表1是我國部分企業資產證券化信用增級方式：

表1. 部分企業資產證券化信用增級方式

項目名稱	發起機構	基礎資產	內部信用增級	外部信用增級	協力廠商擔保
營口華源熱力供熱合同債權一號專項資產管理計劃	華源熱力	基礎設施收費	優先次級結構分層、超額現金流覆蓋	差額補足承諾、原始權益人回購、協力廠商擔保	營口經濟技術開發區城市開發建設有限公司
力帆租賃一期專項資產管理計劃	力帆融資租賃（上海）有限公司	租賃租金	優先次級結構分層、超額利差、現金流流轉機制、信用觸發機制	差額補足承諾、協力廠商擔保	力帆實業集團有限公司
平安國正小貸二期資產管理專項計劃	合肥國正小貸	小額貸款	優先次級結構分層、超額利差	差額補足承諾、協力廠商擔保	正奇安徽金融控股有限公司
中銀證券-深能南京電力上網收益權資產管理專項計劃	深能南京能源控股有限公司	基礎設施收費	優先次級結構分層	差額補足承諾、協力廠商擔保	深圳能源集團股份有限公司
高密天然氣收費收益權資產管理專項計劃	高密市交運天然氣有限公司	基礎設施收費	優先次級結構分層	差額補足承諾、協力廠商擔保、天然氣收費權質押、交運天然氣股權質押	高密市國有資產投資有限公司
招商資管一號-雲南公投取勝高速公路車輛通行費資產支持專項計劃	雲南公投	基礎設施收費	超額現金流覆蓋	差額補足承諾、高速收費權質押	無

資料來源：本文自行整理

5. 2019年中國企業資產證券化發展特點

2019年企業資產證券化的發行量和規模均較上年大幅提升，規模翻番至11,084億元，遠超過銀行間信貸資產支援證券化的發行規模，說明我國企業對這種新的融資方式的歡迎程度。

5.1 基礎資產

按照基礎資產分類，2019年企業貸款類（小額貸款、購房尾款和消費貸款為主）資產證券化發行規模升幅最大，上升488%；企業收益權類產品發行規模最小；基礎設施收費權類產品發行規模上升幅度最小。細分項來看，企業貸款中互聯網消費貸款類產品增速最快且規模最大，占企業貸款發行規模的55%；企業債權中票據類產品

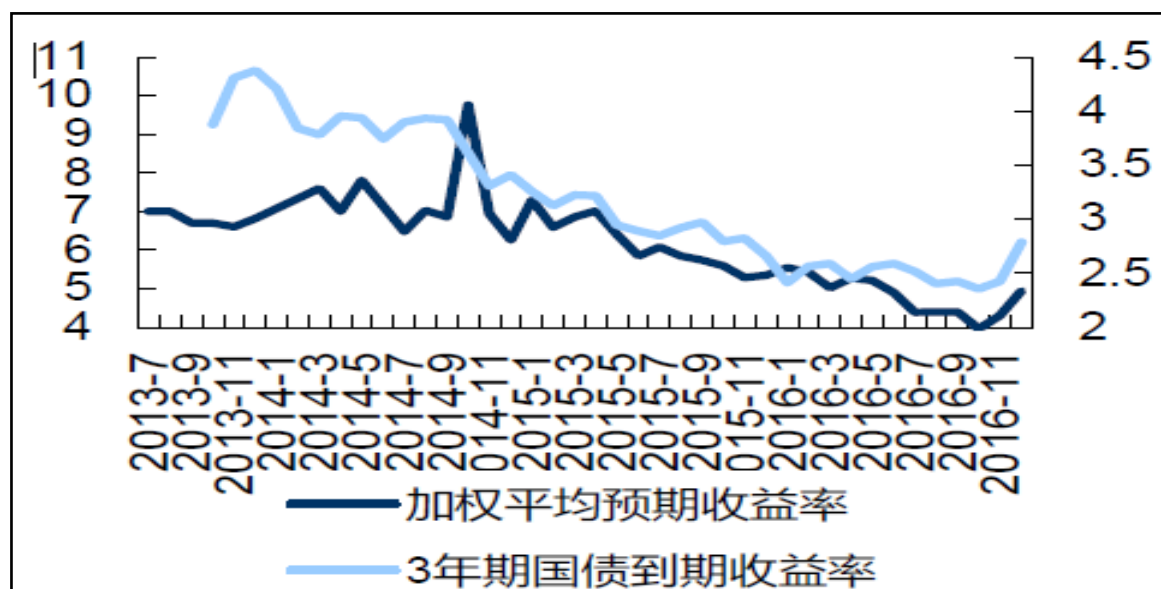
2016年首次推出，應收帳類（互聯網消費白條為主）產品發行規模占比最大，約55%；金融受益權中信託受益權的規模占比最大，約84%。

5.2 發行證券分層

2019年從這1,033筆發行證券的優先次級分層來看，次級證券平均占比為9.67%。其中以小額貸款為基礎資產發行的企業ABS次級證券比例為10.27%，以應收賬款作為基礎資產發行的企業ABS次級證券比例為10.25%，以基礎設施收費權為基礎資產發行的企業ABS次級證券比例為10.15%。從上面的統計資料可以看出，以基礎設施收費權為基礎資產發行的企業ABS的次級證券比例最低，但是各類基礎資產次級證券比例相差不大。

5.3 資產支持證券收益率

2016年市場利率總體趨勢是先抑後揚的走勢，從年初開始，我國市場利率隨著無風險利率不斷下降，最低時10年期國債利率一度下降到2.6%左右的歷史最低值，但是10月之後，隨著我國經濟階段性企穩等因素的支持，我國國債收益率迅速上升。由於資產支持證券的收益率通常比同期限無風險利率高50bp，因此10月以後收益率也大幅反彈，圖3是我國企業資產支持證券收益率走勢圖。



資料來源：Wind 資訊

圖 3. 2019 年企業資產證券化收益率

5.4 近年企業資產證券化風險事件的總結

5.4.1 “大成西黃河大橋通行費收入收益權專項資產管理計畫”違約

本應於2016年5月29日本息兌付的14益優02遲遲未對外發佈兌付公告，企業資產支援證券產品出現首單違約。該產品為2014年由中原證券作為計畫管理人，發行的“大成西黃河大橋通行費收入收益權專項資產管理計畫”，原始權益人為鄂爾多斯市益通路橋有限公司，實際控制人為內蒙古東達蒙古王集團，屬民營企業。該專項計畫在成立之初就存在些許風險：

首先，該專項計畫的原始權益人財務狀況存在一定不確定性。原始權益人的主營業務單一，營業收入全部來自于大成西黃河大橋通行費收入。該大橋自2011年正式通

車運營，不過，大橋通行費收入與當地煤炭銷售的呈較高的正相關性（通行車輛90%以上為運煤車輛）。近年煤炭行業景氣度下滑，導致當地煤炭銷售量價齊跌，造成通行費收入自2013年開始下降。

其次，增信安排未降低投資風險。該專項計畫採取差額補充承諾和不可撤銷連帶擔保的外部增信措施。差額支付方為原始權益人，而擔保人則為內蒙古東達蒙古王集團，為原始權益人的實際控制人，其主體評級為AA-（大公2014年給予的評級）；此外，原始權益人自持次級檔證券，不過次級檔層厚較小，占發行規模的5.66%，對優先檔的信用支持極為有限。

再次，擔保人有一定擔保能力，但近年盈利水準下降。內蒙古東達蒙古王集團主營業務分為農牧業、貿易流通業和路橋建設與經營這三大板塊，2014年財務資料顯示，各板塊分別占營業收入的43.33%、35.86%和10.96%。2014年農牧業和路橋建設的營業收入同比下滑，而貿易流通業務則為2014年新設板塊，未來存在不確定性。

5.4.2 “渤鋼租賃資產支持專項計畫”違約

渤鋼租賃的母公司—渤海鋼鐵集團在今年年初被爆陷入債務困境，發生貸款逾期和債務違約情況。2016年3月底，渤鋼租賃資產支持專項計畫召開持有人會議，通過了“要求渤鋼租賃補充追加增信措施”的議案。然而，渤海鋼鐵集團債務重組方案遲遲未推出，10月19日，聯合資信將渤鋼租02和渤鋼租03的信用級別由AAA下調至A，主要系原始權益人/差額支付承諾人和擔保人信用水準發生惡化，基礎資產承租人出現無法償付的情況。根據最新的11月資產服務機構報告顯示，違約基礎資產占基準日基礎資產餘額比重為46.2%。該專項計畫所暴露出的風險主要在於（1）基礎資產集中度過高，承租人均處於鋼鐵行業，租賃物多為生產用設備（2）承租人、原始權益人、擔保人之間存在較大的利益相關性。該項計畫的擔保人是由渤海鋼鐵集團承擔，而其持有渤鋼租賃75%的股權，為其實際控制人，而入池資產的承租人均為渤海鋼鐵集團的內部鋼鐵製造企業。

參考文獻

1. 林華、鬱冰峰、鄧海清、郝延山（2014）。金融新格局：資產證券化的突破與創新。北京：中信出版社。
2. 林華（2015）。中國資產證券化操作手冊。北京：中信出版社。
3. 扈企平（2013）。資產證券化：理論與實務。北京：中國人民大學出版社。
4. 鄧海清、胡玉峰、蔣鈺煒（2013）。資產證券化：變革中國金融模式。北京：社會科學文獻出版社。

收稿日期：2020-11-01
責任編輯、校對：張穎、曾晶瑩