

## 2019年中国企业资产证券化发展状况研究 Development and Prospect of China's Enterprise Asset-backed Securitization in 2019

杨迪川<sup>1\*</sup>  
Di-Chuang Yang

### 摘要

企业资产证券化是我国非金融机构资产证券化的主要模式。本文着重介绍中国企业资产证券化的交易基础资产、结构的特点和信用增级的主要方法,以及对我国企业在2019年的资产证券化的发展情况和违约情况,进行较为细致的分析。

**关键词:** 企业资产证券化、信用增级、交易结构

### 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

资产证券化是一个比较广义的概念,通常在西方社会流行着这么一句话:“只要有未来稳定现金流的资产,就可以进行资产证券化”,从这个话可以看出,资产证券化的资产可以是多种多样的,资产证券化的发起人也可以是多种多样的。虽然以银行等金融机构作为发起人的资产证券化,一直是资产证券化的主流,但是以非金融机构作为发起人的资产证券化,也是资产证券化的重要分支之一,在我国这些以非金融机构的资产作为抵押资产进行证券化的过程,就统称为企业资产证券化。

企业资产证券化最根本的目的是融资。对于企业来说,融资的方式很多,如股权融资、债券融资等直接融资,而资产证券化也是一种在金融市场直接融资的方式。企业资产证券化和股权、债券融资最大的区别是,股权、债券融资都是以企业的整体信用进行融资,而资产证券化则是以企业的一块较优质的资产为融资主体,因此投资者投资资产支持证券,是只需要考虑这个资产的价值,而不需要考虑发起企业的情况,这是资产证券化融资和其他融资方式的根本区别(图1)。证券化对企业而言有诸多益处:首先,证券化能够提高企业整体资产的流动性;其次,证券化能拓宽企业的融资渠道;最后,证券化能够改善企业的资本结构,降低企业的融资成本。降低融资成本是企业资产证券化特别重要的一点,特别是对那些自身信用级别不高的中小微企

<sup>1</sup> 厦门大学嘉庚学院国际商务学院副教授 511482777@qq.com\*通讯作者

业而言，如果它们有一块非常优质资产，那么以这块资产进行资产证券化，它的评级将远高于企业信用的评级，从而大幅降低了企业的融资成本，因此资产证券化益处的最后一点也是最关键点（林华等，2014）。

在美国虽然企业资产证券化推出不到30年时间，市场规模已经有2,500亿美元，而在我国，企业资产证券化比信贷资产证券化起步还要早些。我国在2005年开始的资产证券化试点中，最早的一批证券化交易是以企业资产证券化为主。2019年我国已经一年就发行了1,033只企业资产证券化产品，发行总规模达11,084亿元，可见企业资产证券化的发展速度非常快。

2. 企业资产证券化基础资产

企业资产证券化是企业以流动性较低的资产，作为支持发行流动性较高的证券的过程。可用于企业资产证券化的资产包括很多种类，比如企业的应收账款、信托收益权、基础设施收益权、BT回购款、保理融资债权、租赁租金、信托受益权等财产权利。这里所指的企业并不局限于工商企事业单位，也可以是政府单位或部门，还可以是小贷公司等非典型金融机构。

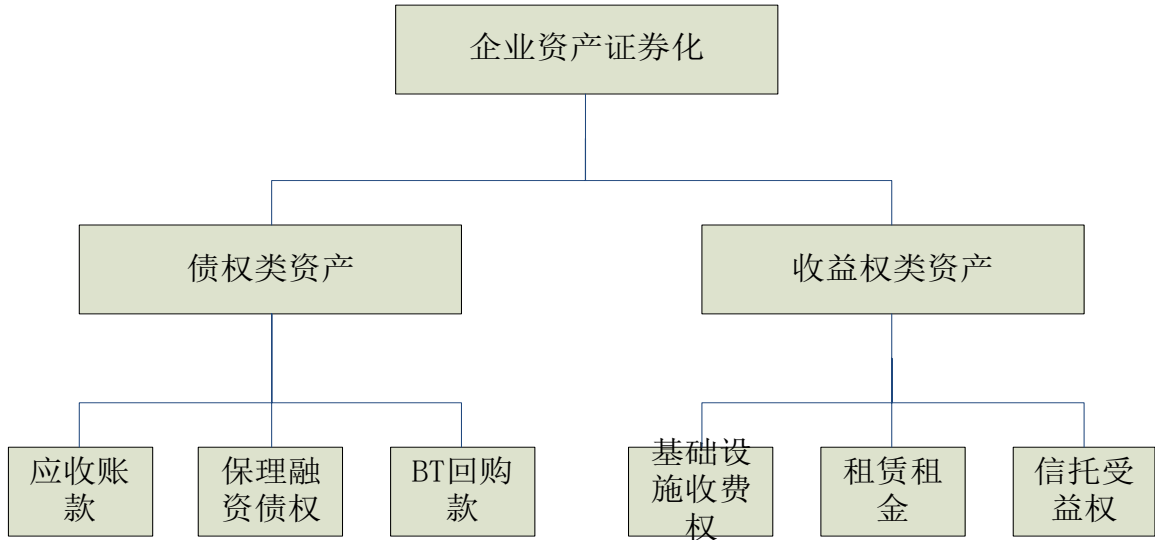


图 1. 企业资产证券化结构图

3. 企业资产证券化交易模式

企业资产证券化与信贷资产证券化的交易模式比较相似，也是首先企业选择基础资产，然后由证券公司或者基金子公司设立专项资管计划，企业将资产的所有权转移给专项资产计划，然后由资管计划管理人将资产打包成资产池，通过结构化重组，然后信用增级；评级机构评级后就可以发行证券，之后由承销商将证券分销给投资者（林华，2015）。图2是我国企业资产证券化的主要交易结构：

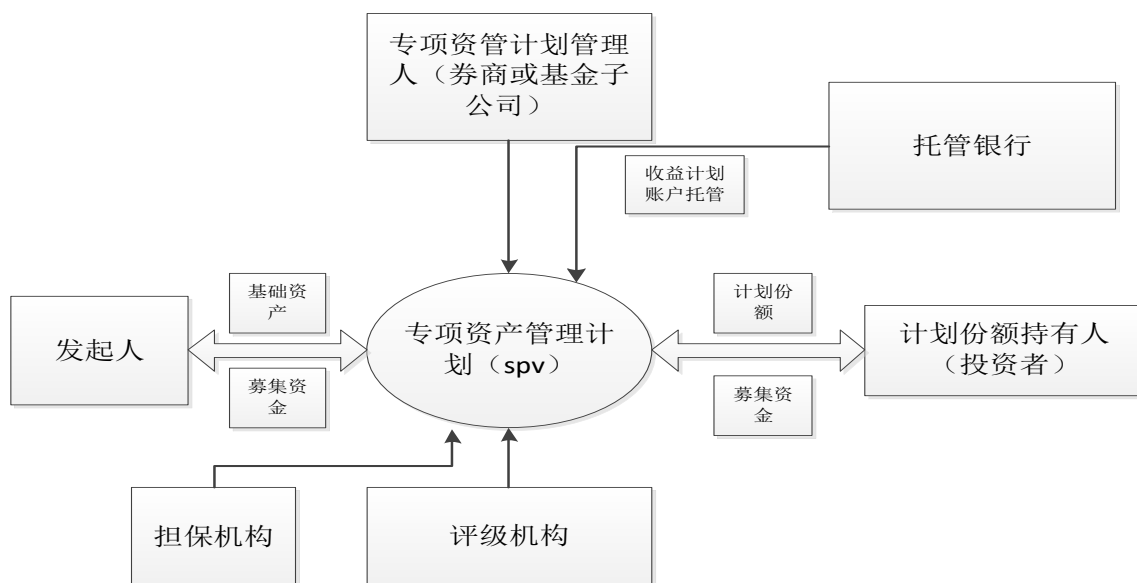


图2. 企业资产证券化交易结构图

#### 4. 企业资产证券化信用增级模式

企业资产证券化的信用增级方式和信贷资产化有比较大的不同。信贷资产证券化的主要信用增级方式是内部信用增级，包括优先劣后分层、利差支付制度、超额抵押、保证金和现金账户；而企业资产证券化的主要信用增级方式，除了内部信用增级之外，还有外部信用增级；外部信用增级主要方式有机构担保、差额支付承诺、回购承诺、流动性支持等（扈企平，2013；邓海清等，2013）。

##### 4.1 第三方担保

第三方担保是一种传统的信用增级方式。由第三方机构对SPV发行的证券进行担保，信用增级效果明显并且容易衡量，为资产证券化提供担保的担保人通常包括企业、担保公司、城投公司及其他信用较好的金融机构。

##### 4.2 差额补足承诺

差额补足承诺一般由原始权益人（发起人）出具《差额支付承诺函》，并且承诺在SPV存续期间，如果每一期基础资产预期收益分配前的资金确认日，发现专项计划账户中的现金不足以支付该期优先级资产支持证券的本息，则由原始权益人按照要求，将利息本金的差额补足到账户中；但是差额补足承诺也在一定程度上，影响了“真实出售”的法律效力。

##### 4.3 回购承诺

回购承诺也是由原始权益人对资产支持证券的外部增信措施。一般促发回购条款的事项，会在产品成立之前进行约定，回购可以针对基础资产池中的某一项资产。例如狮桥三期资产支持专项计划中约定，租赁租金未按约定偿还时，原始权益人需按照要求，按照初始资产池标准提供用于替换的基础资产；若不能提供，则需对违约的基础资产，按照应收融资租赁贷款余额进行回购。回购也可针对资产支持证券整体，例如营口华源热力供热债权资产支持专项计划约定，由于权益人业务变更、上市相关运营资质、政策变更、进入破产程序等原因，导致特点供热收费权全部消失，或有无法

收回的风险而发生加速清偿机制时，原始权益人有义务回购基础资产。表1是我国部分企业资产证券化信用增级方式：

表1. 部分企业资产证券化信用增级方式

项目名称	发起机构	基础资产	内部信用增级	外部信用增级	第三方担保
营口华源热力供热合同债权一号专项资管计划	华源热力	基础设施收费	优先次级结构分层、超额现金流覆盖	差额补足承诺、原始权益人回购、第三方担保	营口经济技术开发区城市开发建设有限公司
力帆租赁一期专项资管计划	力帆融资租赁（上海）有限公司	租赁租金	优先次级结构分层、超额利差、现金流流转机制、信用触发机制	差额补足承诺、第三方担保	力帆实业集团有限公司
平安国正小贷二期资产管理专项计划	合肥国正小贷	小额贷款	优先次级结构分层、超额利差	差额补足承诺、第三方担保	正奇安徽金融控股有限公司
中银证券-深能南京电力上网收益权资产管理专项计划	深能南京能源控股有限公司	基础设施收费	优先次级结构分层	差额补足承诺、第三方担保	深圳能源集团股份有限公司
高密天然气收费收益权资产管理专项计划	高密市交运天然气有限公司	基础设施收费	优先次级结构分层	差额补足承诺、第三方担保、天然气收费权质押、交运天然气股权质押	高密市国有资产投资有限公司
招商资管一号-云南公投取胜高速公路车辆通行费资产支持专项计划	云南公投	基础设施收费	超额现金流覆盖	差额补足承诺、高速收费权质押	无

资料来源：本文自行整理

## 5. 2019年中国企业资产证券化发展特点

2019年企业资产证券化的发行量和规模均较上年大幅提升，规模翻番至11,084亿元，远超过银行间信贷资产支持证券化的发行规模，说明我国企业对这种新的融资方式的欢迎程度。

### 5.1 基础资产

按照基础资产分类，2019年企业贷款类（小额贷款、购房尾款和消费贷款为主）资产证券化发行规模升幅最大，上升488%；企业收益权类产品发行规模最小；基础设施收费权类产品发行规模上升幅度最小。细分项来看，企业贷款中互联网消费贷款类产品增速最快且规模最大，占企业贷款发行规模的55%；企业债权中票据类产品

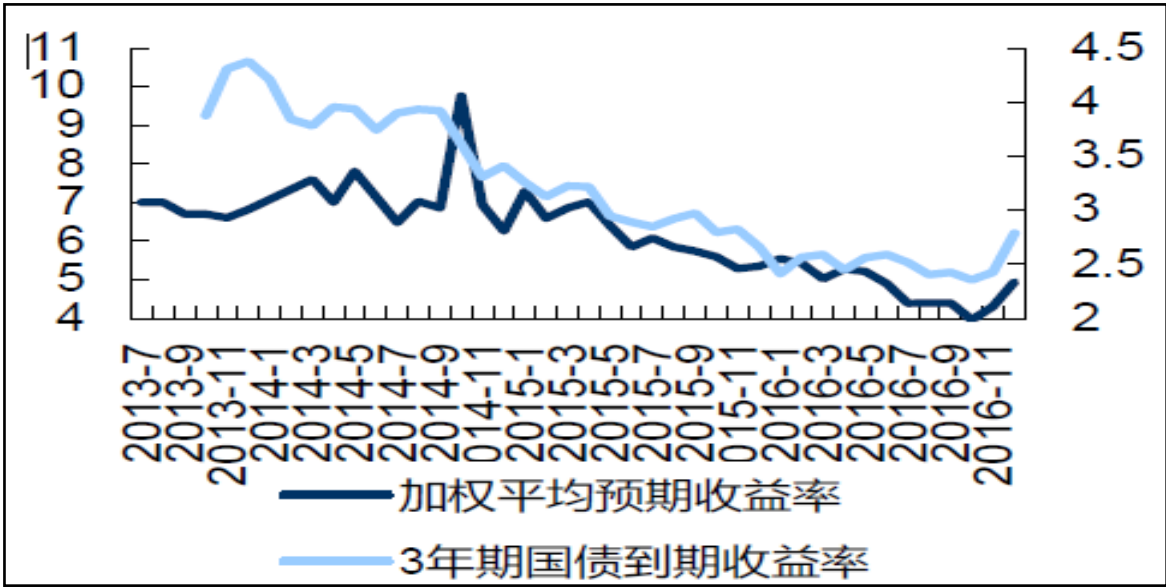
2016年首次推出，应收帐类（互联网消费白条为主）产品发行规模占比最大，约55%；金融受益权中信托受益权的规模占比最大，约84%。

5.2 发行证券分层

2019年从这1,033笔发行证券的优先次级分层来看，次级证券平均占比为9.67%。其中以小额贷款为基础资产发行的企业ABS次级证券比例为10.27%，以应收账款作为基础资产发行的企业ABS次级证券比例为10.25%，以基础设施收费权为基础资产发行的企业ABS次级证券比例为10.15%。从上面的统计数据可以看出，以基础设施收费权为基础资产发行的企业ABS的次级证券比例最低，但是各类基础资产次级证券比例相差不大。

5.3 资产支持证券收益率

2016年市场利率总体趋势是先抑后扬的走势，从年初开始，我国市场利率随着无风险利率不断下降，最低时10年期国债利率一度下降到2.6%左右的历史最低值，但是10月之后，随着我国经济阶段性企稳等因素的支持，我国国债收益率迅速上升。由于资产支持证券的收益率通常比同期限无风险利率高50bp，因此10月以后收益率也大幅反弹，图3是我国企业资产支持证券收益率走势图。



资料来源：Wind 资讯

图 3. 2019 年企业资产证券化收益率

5.4 近年企业资产证券化风险事件的总结

5.4.1 “大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划”违约

本应于2016年5月29日本息兑付的14益优02迟迟未对外发布兑付公告，企业资产支持证券产品出现首单违约。该产品为2014年由中原证券作为计划管理人，发行的“大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划”，原始权益人为鄂尔多斯市益通路桥有限公司，实际控制人为内蒙古东达蒙古王集团，属民营企业。该专项计划在成立之初就存在些许风险：

首先，该专项计划的原始权益人财务状况存在一定不确定性。原始权益人的主营业务单一，营业收入全部来自于大成西黄河大桥通行费收入。该大桥自2011年正式通

车运营，不过，大桥通行费收入与当地煤炭销售的呈较高的正相关性（通行车辆90%以上为运煤车辆）。近年煤炭行业景气度下滑，导致当地煤炭销售量价齐跌，造成通行费收入自2013年开始下降。

其次，增信安排未降低投资风险。该专项计划采取差额补充承诺和不可撤销连带担保的外部增信措施。差额支付方为原始权益人，而担保人则为内蒙古东达蒙古王集团，为原始权益人的实际控制人，其主体评级为AA-（大公2014年给予的评级）；此外，原始权益人自持次级档证券，不过次级档层厚较小，占发行规模的5.66%，对优先档的信用支持极为有限。

再次，担保人有一定担保能力，但近年盈利水平下降。内蒙古东达蒙古王集团主营业务分为农牧业、贸易流通业和路桥建设与经营这三大板块，2014年财务数据显示，各板块分别占营业收入的43.33%、35.86%和10.96%。2014年农牧业和路桥建设的营业收入同比下滑，而贸易流通业务则为2014年新设板块，未来存在不确定性。

#### 5.4.2 “渤钢租赁资产支持专项计划”违约

渤钢租赁的母公司—渤海钢铁集团在今年年初被爆陷入债务困境，发生贷款逾期和债务违约情况。2016年3月底，渤钢租赁资产支持专项计划召开持有人会议，通过了“要求渤钢租赁补充追加增信措施”的议案。然而，渤海钢铁集团债务重组方案迟迟未推出，10月19日，联合资信将渤钢租02和渤钢租03的信用级别由AAA下调至A，主要系原始权益人/差额支付承诺人和担保人信用水平发生恶化，基础资产承租人出现无法偿付的情况。根据最新的11月资产服务机构报告显示，违约基础资产占基准日基础资产余额比重为46.2%。该专项计划所暴露出的风险主要在于（1）基础资产集中度过高，承租人均处于钢铁行业，租赁物多为生产用设备（2）承租人、原始权益人、担保人之间存在较大的利益相关性。该项计划的担保人是渤海钢铁集团承担，而其持有渤钢租赁75%的股权，为其实际控制人，而入池资产的承租人均均为渤海钢铁集团的内部钢铁制造企业。

### 参考文献

1. 林华、郝冰峰、邓海清、郝延山（2014）。金融新格局：资产证券化的突破与创新。北京：中信出版社。
2. 林华（2015）。中国资产证券化操作手册。北京：中信出版社。
3. 扈企平（2013）。资产证券化：理论与实务。北京：中国人民大学出版社。
4. 邓海清、胡玉峰、蒋钰炜（2013）。资产证券化：变革中国金融模式。北京：社会科学文献出版社。

收稿日期：2020-11-01  
责任编辑、校对：张颖、曾晶莹