



视觉中国图片

400亿碧桂园ABS获批背后 非标转型激战ABS

□本报记者 吴娟娟

逆袭ABS市场

某中型券商投行部副总经理周昶（化名）告诉记者，他目前的主要业务已变成ABS。周昶说，他希望挖掘之前的客户，将其中的一部分转化成ABS客户。“2017年以来券商业务全线收缩，中小型券商内部部门划分不严格，业务调整比较方便。”他介绍。

2017年以来非标监管收紧，房企融资渠道收缩，ABS成为房企越来越重视的融资渠道。周昶手里拿到了一单房企的ABS业务，他预计2018年5、6月份即可在深交所发行。

与此同时，另一家中小型券商北京分公司副总经理近期则在同学聚会上极力推销自己代销的ABS。

在非标收缩背景下，中小型券商在ABS业务上热情高涨。渤海汇金证券资产管理公司董事总经理李耀光表示，目前ABS业务的毛利率较低，很多大券商并未将此项业务列为公司重点，因此中小券商获得一线机会。周昶也表示ABS单笔业务的性价比较低，不过他认为ABS市场空间广阔，从着眼未来的角度出发，眼下虽然不赚钱也值得吆喝。

在此背景下，2018年3月5日，深圳市前海一方恒融商业保理有限公司作为原始权益人的“融元-方正证券-一方恒融碧桂园35-82期保理资产支持专项计划”获得深圳证券交易所审议通过，产品总规模400亿元，采取储架、发行分期机制，成为国内规模最大的储架发行资产证券化项目。

作为资产支持计划管理人的方正证券负责募集资金，购买相关应收账款债权，同时对专项计划资产进行管理、运用和处分。事实上，在资产管理机构去通道的背景下，方正证券着力扩张主动管理业务：2016年方正证券年报显示，其主动管理业务规模同比增长近4倍。而据方正证券人士介绍，公司主动管理业务中非标占比高。由于2017年非标监管趋严，方正证券于是进一步转型，而ABS成为公司目前的重点发展业务。

根据中国证券投资基金业协会发布的《2017年度资产证券化业务备案情况综述》，截至2017年12月31日，累计共有118家机构备案确认1125只资产支持专项计划，总发行规模达16135.20亿元，其中1.26万亿元的发行规模由券商主承销。2017年主承销额排进前十的券商包括德邦证券、平安证券、国开证券等以营业收入计的中型券商。

业内人士分析，中小型券商多不具有银行间市场交易商协会主承销商资格，不能在全国

日前，碧桂园400亿ABS获审批通过，一时间，非标转身ABS似乎成为非标转型最确定的出路。部分非标业务吃重的银行、券商正在山重水复之时，仿佛迎来柳暗花明的前景。但业内人士表示，部分ABS底层资产涉及项目多，合规难度大，投资勿盲目入场。

范围承销非金融债，业务选择相对大券商要少。此外，ABS底层资产评级相对较高，储架发行的企业信用评级一般为AAA评级。在债券违约事件频发的背景下，高评级的ABS受欢迎程度自然很高，也自然成为中小券商瞄准的目标。

据中国证券报记者了解，目前高评级房地产供应链ABS已经形成了割据局面。参与碧桂园400亿ABS业务的保理机构——前海一方人士告诉记者，大房企与券商基本绑定，如碧桂园、万科、绿城也有长期合作的券商。保理作为最了解项目的金融服务机构，目前基金与券商联手将排名靠前的供应链ABS瓜分完毕。

提振资管非标转标信心

ABS大热背后的一大推手是资管行业非标转型焦虑。业内人士表示，ABS提振了非标转型的信心。

某股份制银行南方市级分行同业部负责人告诉记者，2018年之后，其所在部门业务全线收缩，而他的出差频率大幅度上升。“熟的不熟的合作伙伴都要跑起来，争取留住非标客户。”对他来说，所谓非标转标就是要留住原来的客户，以新的业务模式提供融资。另据媒体报道，部分券商同业部门已经解散。而近期频频审批通过的ABS大单则提振了这些机构非标转型的信心。

方正证券人士告诉记者，光大、浙商、招商等股份制银行已经不同程度地增加了对ABS的投资。中金固收团队在研究报告中指出，在路演中了解到到期非标或者同业资产中，有不少的比例流向了ABS。报告称，在目前阶段，ABS对于银行转标具有吸引力。首先，ABS收益率水平高，替代非标资产后收益率降低不多；其次，ABS作为标准化产品可为银行节约资本。目前，

部分银行正在利用分行资源将符合条件的非标资源包装成为ABS，在非标转标的同时维系客户关系，同时为银行带来存款及其它收入；第三，部分银行认为目前ABS的风险收益比可观，辅以择时有可能取得较好收益。记者从某股份制银行人士处了解到，风险资本占用低，同时又能带来其它业务的方案最受欢迎。如果能够将非标资产包装成ABS，资金方与项目方则皆大欢喜。

“除了与方正证券合作的400亿ABS大单，碧桂园近期通过包括ABS、ABN在内的资产支持计划类产品累计实现融资近千亿元，这极大地提振了资管圈非标转ABS的信心。”方正证券人士告诉记者。前海一方相关人士表示，在与交易所接触中了解到，沪深交易所鼓励资管机构发行资产支持证券计划支持实体经济。

不过，并非所有的非标都能变身ABS。场内ABS对信用主体要求较高，场外ABS融资成本高，发行、承销压力较大。国信证券相关人士介绍，根据中国证券投资基金管理协会的统计数据，2017年共有1.61万亿元ABS备案，较2016年实现了翻倍，若2018年再实现翻倍增长，则2018年末ABS发行总额可达3.22万亿元。加上银行间债券市场发行的ABN以及保险相关项目的ABS，资管行业整体ABS发行规模将更多。金融监管研究院测算认为，我国非标资产余额规模在15万亿元，虽然完全寄望于ABS吸收非标的可能性较低，但ABS作为非标资产转标的热门选项依然受到追捧。

非标转型需多管齐下。业内人士表示，非标的出路无非是回表或转标，而ABS提供了转标的重要途径，近期商业银行接纳非标回表的能力也开始提升。

近期银监会下发《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，降低商业银行拨备要求。天风证券首席经济学家刘煜辉表示，下调拨备覆盖率将有助于缓解银行资本占用，有助于银行表外非标资产回表。

中国工商银行城市金融研究所所长周月秋在《中国金融》发表文章指出，银行非标除信贷资产证券化之外，商业银行应加快推动收益权（物业费、学费、基础设施收费等）资产证券化。

构建底层资产优质、现金流较强、运作模式成熟的非标资产项目库，做好资产估值、评级、流动性管理和风险评估等系统性工作，全面做强非标资产证券化业务。同时，紧盯监管政策导向，提前通过银行业信贷资产登记流转中心、北京金融资产交易所等平台的介入，提高非标资产流动性和公允价值，增强“非标转标”的及时性和有效性。创新丰富理财直接投融资工具，针对

成长性好和业绩改善能力强的企业，适时引入权益选择权安排（如认股期权、回售选择权等），做大做强标准化业务。

投资风险不容忽视

底层资产含项目公司多，难以完全穿透，这使得投资者识别风险的难度增加。

据上述前海一方人士介绍，其参与发行的“方正-一方恒融碧桂园供应链保理1-34期”原始资产涉及碧桂园842家项目公司、2634家供应商的9645笔应收账款，参与券商的合规风控难度较高。

近期在上交所组织的关于资产支持证券化的内部培训上，中信证券称，项目团队在承做业务时需参与大量的访谈、列席会议、实地调研等，对业务参与者以及拟证券化资产进行调查。

根据《证券公司及基金管理子公司资产证券化业务信息披露指引》，ABS产品存续期内如果出现以下情形需要向投资者报告，包括基础资产发生超过资产支持证券未偿本金余额10%以上的损失，预计基础资产现金流相比预期减少20%以上，未按计划说明书约定分配收益，资产支持证券信用等级发生不利调整等。

申万宏源固收团队估算得出：2018年ABS到期规模约为7220亿元，比2017年到期规模增加49%。2018年下半年相对上半年到期更多。发行机构需加强存续期管理，以防范风险。

中金固收团队亦提示，投资机构需自把关，不要盲目进入该市场，应该对市场项目进行详细的条款甄别和收益测算。可以重点关注：早偿对次级收益是正影响还是负影响；次级期间收益的实现条件是什么？考虑到投资者获取的历史数据有限，未必经历十分完整的经济周期，也需要对未来潜在的早偿和不良有足够的心理预期和压力测试。另外，作为一类风险相对较高的产品，分散投资也具有必要性。此外，由于ABS的市场定价机制尚不完善，流动性不高，部分账户在处置ABS产品时常与合理定价偏离，投资者如果能够抓住机会，则可实现不错的收益。不过这也意味着对于投资者来说，ABS二级市场交易存在较高风险。

对于投资机构来说，在打破刚兑的大趋势下，ABS如同所有资管产品一样，不具刚兑属性。记者了解到，部分券商在非标转型压力下，销售ABS产品时存在隐性刚兑承诺。基于ABS原始资产涉及项目繁杂，刚兑承诺引发兑现问题的风险较高，尽管数据显示2017年我国ABS违约率较同评级公司债低，但投资机构依旧不能掉以轻心。