

ABS市场风起 构建企业融资“第三途径”

□本报记者 孙翔峰

“如果有稳定的现金流,就把它证券化。”华尔街这句名言正在中国资产管理行业逐步演变为现实,在政策支持、交易所努力推进以及市场机构积极参与下,国内资产证券化(ABS)和结构性融资受到各方高度关注,规模快速增长,创新发展层出不穷。

中央结算公司、东方金诚国际信用评级有限公司日前联合发布的《2018年前三季度资产证券化发展报告》显示,2018年以来,我国资产证券化市场延续扩容势头,前三季度共发行资产证券化产品1.2万亿元,同比增长40%;9月末存量接近2.6万亿元,同比增长54%。在底层资产类型上,应收账款、供应链金融、PPP资产等资产类型的加入,让ABS产品内容越来越丰富。



视觉中国图片

ABS配置价值渐显 机构参与积极性提升

□本报记者 孙翔峰

根据申万宏源证券统计,今年前三季度,公募基金配置ABS总市值为567亿元,较二季度末增长15%;公募基金持有ABS规模占存量ABS规模的比例继续小幅上升,升至2.54%。

分析人士表示,ABS市场已经初步形成规模,成为券商和基金必不可少的配置类资产。随着市场规模进一步扩大,各项制度逐步完善,相关机构配置力度有望进一步加强。

机构配置力度增加

分析人士指出,公募基金等机构配置ABS的积极性正在逐步增强。2018年,交易所企业ABS的投资者主要以银行自营与理财、券商自营与资管,以及公募基金与基金专户为主,其中,银行自营与理财的占比分别约为10%和20%,券商自营与资管的占比分别约为5%和20%,公募基金与基金专户的占比分别约为5%和10%左右。

“相较于去年,明显感觉基金和券商配置ABS的力度在增强。”国信证券固定收益第二事业部资产证券化研究负责人索园园表示。

从市场发育的情况来看,ABS市场的逐步成熟为各个机构配置相关资产提供了条件。索园园表示,ABS市场已经初步形成规模,成为券商和基金必不可少的配置类资产。截至2018年11月27日,全年交易所ABS发行规模接近8000亿元,而去年同期为近7000亿元,整体市场体量上来了,机构投资者能够获得持续的资产。同时,ABS产品信用风险相对较低。截至2018年10月末,交易所ABS累计发行1633只,发行量累计超过2.36万亿元,仅有8只ABS项目出现违约,违约率尚在可控范围内并且低于信用债违约率。此外,ABS产品相较于信用债具备一定的配置价值。尽管收益率整体震荡,ABS和信用债相比仍具有几十个基点的利差,对于有一定收益要求的券商和基金,是一个比较好的投资品种。

“如中航租赁于11月22日在交易所市场发行一单ABS产品,优先A1档价格4.7%,相较于当月发行的18中航租赁SCP011价格为3.78%,有将近100个基点的价差。”索园园称。

申万宏源证券分析师孟祥娟表示,公募基金配置ABS的积极性正逐步加强,主要原因是宽信用以来的三季度信用利差收窄幅度较大。其中,两年期AAA中票信用利差收窄36个基点,两年期AA+中票信用利差收窄46个基点。ABS的配置价值,尤其是交易所ABS的配置价值有所凸显,其AA+及其以上等级的票息与相似期限相同等级的中票收益率息差维持在100个基点以上,对于部分对流动性要求较低的公募基金产品具有一定的吸引力。

此外,ABS的分层设计,使得其各档产品的期限和评级均较为灵活,可以满足不同期限不同风险的投资偏好。从公募基金配置ABS产品来看,公募基金偏好分为两类,一是存续期短,二是适当加长期但是风险偏好低。其中,公募基金配置交易所ABS产品较为集中,产品存续期不长。主要偏好花呗消费贷类ABS产品和信达资产管理公司所发行的应收账款类ABS产品;公募基金配置银行间ABS产品则相对分散,多投资于以银行为发行主体的资产集中度较为分散的产品(个人住房抵押贷款、不良贷款、消费分期等),不过票息优势并不明显。

投资者多元化仍需加强

业内人士表示,从当前环境来看,ABS整体的投资者仍然不够丰富,投资主体的多元化推进仍待加强。2018年11月20日,中国证券投资基金业协会发布的《资产证券化业务备案情况(2018年第三季度)》显示,三季度新设产品的认购资金主要来源于券商资管、银行及其理财产品、基金专户等,前述三类主体认购资金占比均超过15%,合计占比约71.13%。

从优先级认购资金来看,券商资管产品、基金专户、期货及期货资管、信托计划等私募基金产品,认购规模达778.11亿元,占三季度新设产品规模46.77%;银行及银行理财产品资金认购企业ABS优先级规模也较大,三季度共认购了529.81亿元,占比31.85%。从劣后级认购资金来看,来源于券商资管、信托计划、基金专户、期货资管以及私募基金的认购资金规模为65.99亿元,规模占比47.87%;由一般工商企业认购(通常为原始权益人)规模53.21亿元,规模占比38.60%。

“从绝对量来看,公募基金并非ABS主要的配置机构,一方面因为ABS流动性较差,大部分产品仍是持有到期;另一方面因为质押加杠杆并未大规模进行。”孟祥娟指出,目前ABS可进行质押式回购,但都为私下协议施回购,今年交易所发布实施质押式回购交易对交易所ABS优先和次档投资意愿有所提振。

一位券商固定收益研究人士表示,ABS产品投资者仍然比较集中,需要继续鼓励多元化、专业化的投资者加入ABS产品的投资中,形成一级、二级市场的有效联动,鼓励投资者聚焦化、专业化,就细分市场或领域进行精细化投资,形成ABS市场投资者分层,优化投资者的定价能力和交易策略,提高二级市场的活跃度;鼓励标准化、统一化的ABS产品稳定滚动发行,形成相对标准化的市场,降低决策成本,匹配专门化的投资策略;加强信息披露,利于不同层级投资者对ABS产品风险的判断,从而提升市场定价能力,吸引更多类型投资者的参与,带动一级、二级市场共同发展。

结构化融资风口

“ABS从业者赶上风口了。与其他信用类融资工具相比,ABS具备盘活基础资产和破产隔离等优势,有利于发行人在获得融资的同时调节资产结构。随着相关监管指引的不断完善,ABS市场朝着更规范、标准化程度更高的方向发展,成为企业常态化的融资工具。”一位券商研究人士对中国证券报记者表示。

业内人士表示,按照时间顺序,ABS在我国的发展历程可分为三个阶段:2004年-2008年是ABS试点阶段。2005年9月,证监会推出中国联通CDMA网络租赁费收益计划,是我国推出的首只企业ABS产品。2008年金融危机爆发之后,国内ABS市场探索也

因此停滞。2011年-2013年是ABS业务重启阶段。2012年5月,央行、银监会和财政部联合下发《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》,标志着在经历了美国次贷危机之后,信贷ABS业务重新启动,进入第二轮试点阶段,试点额度500亿元。

2014年之后,国内ABS迎来高速发展。信贷ABS实施备案制+注册制,发行量大增,企业ABS实施备案制+负面清单管理。这个阶段,ABS市场出现了明显的变化,产品供需市场化程度更高,发行人通常从自身的资本、业务额度、融资成本等方面来考虑,

投资者也将其当成一种高收益低信用风险弱流动性的产品来看待。产品发人类别、基础资产、结构设计等方面都逐渐丰富;产品受到市场认可,利率逐渐走低且利率逐渐出现分化。与此同时,产品开始出现评级下调和违约风险,监管对于融资人准入要求更加严格。

从数量上看,ABS产品在2014年呈现井喷之势。Wind数据显示,2014年,企业ABS全年发行规模首次超过100亿元,达到131亿元;信贷ABS从2012年的16亿元发行规模暴涨至2819亿元。2017年,国内资产证券化产品发行量突破万亿元,年末存量超过2万亿元。2018年前三季度共发行资产证券

化产品1.2万亿元,同比增长40%;9月末存量接近2.6万亿元,同比增长54%。

在数量增长的同时,ABS产品的发行利率则持续下行。2018年以来,宏观环境复杂,违约事件增多,债券市场走势分化加剧。在此背景下,高等级ABS产品的市场吸引力显著提升。根据中央结算公司数据,以5年期AAA级固定利率ABS为例,前三季度收益率累计下行75个基点。

“资产证券化步入常态化发展以来,在盘活存量资产、化解不良风险、助力普惠金融方面发挥着越来越重要的作用,成为支持实体经济的有效工具。”东方金诚指出。

基础资产持续创新

“随着相关监管指引的不断完善,ABS市场朝着更规范、标准化程度更高的方向发展,成为企业常态化的融资工具。”前述券商分析师在接受中国证券报记者采访时表示。

整体来看,在资产证券化市场规模增长的同时,其基础资产类型不断丰富,市场参与主体更加多元。受政策支持,绿色资产证券化快速发展,PPP项目证券化稳步推进,类RE-ITs取得突破,供应链金融证券化热度升温,“首单”类产品全面开花。资产证券化在拓宽

融资渠道、服务实体经济方面发挥着越来越重要的作用,一些创新品种成功支持了结构调整重点领域的融资需求。

2018年以来,多款“首单”ABS产品在上海证券交易所落地,不仅极大扩展了国内ABS市场的实践范围,也有效帮助企业改善了融资环境,提高了融资效率,降低了融资成本。例如,2018年9月28日,普洛斯仓储物流1期资产支持专项计划成功发行。普洛斯此单CMBS是国内首单成功发行的储架式仓储物流资产证券化项目。

供应链金融ABS成为企业盘活资产和融资的新渠道,市场规模快速增长,原始权益人逐步扩围至互联网、新能源等新兴经济领域。其中,德邦蚂蚁供应链金融应收账款ABS20亿元储架发行获批,成为全国首单互联网电商供应链金融ABS,首期产品于4月在上交所发行,规模1.2亿元。小米公司供应链应付账款ABS100亿元储架发行获批,成为国内首单支持新经济企业供应链金融的ABS,首期产品于8月在上交所发行,规模3亿元。

企业ABS则是创新的热点。截至2018年10月31日,我国ABS市场存量2.19万亿元,其中,企业ABS有1.21万亿元,信贷ABS有0.86万亿元,和2014年相比,企业ABS和信贷ABS之间的规模发生了翻天覆地的变化。

相比信贷ABS,企业ABS的基础资产种类更加丰富,自2014年以来出现19种新基础资产类别的企业ABS。特别是2014年-2016年,企业ABS基础资产种类创新不断。企业债权、商业房地产抵押贷款、PPP项目等都在此期间陆续出现。

打造企业融资“第三条途径”

分析人士指出,从融资角度看,ABS主要由融资主体(原始权益人)将自身一部分资产独立或剥离出来,通过特殊目的载体(资产支持专项计划)对该部分资产的未来收益进行证券化,凭借资产的未来变现能力来融资,可以盘活存量资产,改善原始权益人的财务结构。ABS能够帮助主体资质不高但是有不错现金流的小企业突破融资瓶颈,缓解融资压力,是促进经济结构调整、助力普惠金融的有效工具。

中建八局财务负责人介绍,建筑施工企业由于项目多、结算周期长的特点,普遍存在盘活存量资产以及降低负债的需求。中建八局作为建筑企业,2014年-2016年末资产负债

率均在80%以上。公司应收账款资产支持专项计划于2017年6月27日在上交所挂牌,通过结构设计,实现了原始权益人及差额支付层面的双出表。作为表外融资方式,不仅未增加原始权益人的负债率,且在使用资金偿还负债后,进一步降低了中建八局企业自身的负债率。

业内人士指出,资产证券化相较于传统的股债融资方式,开辟了融资的“第三条路径”。基础资产出表之后可以在不增加负债的情况下获得融资,从而降低企业资产负债率。

此外,相对于股票融资,资产证券化的优势在于不会稀释股权且成本较低。相对于债

权融资,资产证券化的优势在于不占用贷款和发债额度,募集资金用途不受限制,产品发行受市场行情波动影响较小。企业ABS融资成本高于同等级信用债,但是对于资产评级高于主体评级的部分企业来说,可以实现低成本融资。长期来看,可以起到提升企业信用资质的效果。

供应链金融ABS产品的出现,对于改善企业上下游关系,缓解产业链上中小企业的融资压力,都起到非常重要的作用。

在提及供应链金融ABS业务对产业上下游企业融资环境改善意义时,云南交投相关负责人表示:“云南交投集团下属物资公司长期由于上游供应商融资难、现金流周转

压力大,在贸易环节造成了物资公司付款和收款的期限不匹配,从而给物资公司带来了资金管理的困难。通过供应链ABS的发行,物资公司的上游贸易供应商既提前实现了资金回笼,拉短了账期,规避了应收账款回款时间不确定性,有效缓解其资金链紧张问题,物资公司也实现了资金收付平衡的资金管理。”

小米金融资产管理部负责人介绍,小米供应链ABS契合了金融支持实体经济尤其新经济的发展方向,为小米上游企业开辟新的融资渠道,降低融资成本,提高效率,对供应商盘活应收账款资产、解决中小企业融资与服务实体经济有重要意义。

多方共举促发展

业内人士表示,资产证券化市场在快速发展的同时也暴露出一些问题,如法律制度有待完善,市场联通有待加强,风险事件有所露头,信息披露不够充分,流动性有待提升等。从企业反馈来看,上述问题在企业实践过程中都有所遭遇,一定程度上限制了ABS市场的进一步发展。

云南交投相关负责人指出:“供应链产品的快捷便利性十分关键,对于后续发行的核心企业,建议加快审批流程,规范供应链ABS产品税务环节的问题,明确资管产品增值税承担主体,降低发行人发行成本,努力实现发票流和现金流一致。”

普洛斯相关业务负责人表示,在日本、北美等市场,物流仓储设施作为基础设施类资产,广受金融市场欢迎,同时也证明了它作为REITs产品基础资产的先天优势。未来中国公募REITs的推出将会为行业发展提供强有力的支持。

“目前,资产支持专项计划作为基础资产的受让主体,只在证监会行政规章中确认了业务管理办法,未在《证券法》中确认其破产隔离的法律地位。这对于涉及ABS的司法判例实务有潜在的不利影响。”华泰资管相关负责人表示。

除了制度政策等方面,资产证券化产品

的监管需求也越来越强烈,随着ABS发行规模不断增长,一些存续产品出现了现金流波动较大、现金流未按要求归集、相关特定原始权益人或债务人丧失偿付能力事件等事项。原因主要包括管理人的持续管理监督不力、服务机构未按约定履行义务、行业周期性波动较大导致基础资产回收出现困难等。

“这些问题的出现对ABS产品参与主体尽职尽责履行义务、持续督导和产品设计能力都提出了更高要求。参与主体需要更加全面、更加审慎地评估项目,建立有效的内部管理制度以持续跟踪基础资产。”上述华泰资管人士表示。

华东地区某固收研究人士指出,随着资产证券化市场的发展,需要自上而下地提高监管标准的一致性,加快出台加强信息披露和提高流动性的举措(如交易所关于ABS质押规则的出台),可有效改善当前市场割裂的情形。此外,还需要完善ABS产品估值与定价机制,一方面需要加强信息披露,另一方面需要引入更加专业的定价工具及第三方数据服务商,此类数据服务商应当能够以行之有效、标准化的数据模型对资产池情况做出真实客观的判断,以助形成一套完整、统一、标准的ABS产品估值与定价机制。