

注册制后首只汽车贷款ABS发行

# 不良资产“入池”谨慎 资产证券化乍暖还寒

□本报实习记者 周文静

6月5日,融腾2015-1信贷资产支持证券将于通过簿记建档发行,这也是注册制后首只汽车贷款资产证券化产品(ABS)。

在注册制实施后,央行近日推出注册总额640亿元的资产证券化额度。此次获准注册的基础资产类型均为金融机构发放的汽车消费信贷资产,其中招商银行独揽300亿元,上汽通用和福特两家汽车金融公司各120亿元。

今年4月,央行取消发行资产支持证券的监管审批;5月国务院批准5000亿元的发行额度。业内人士表示,注册制的落地实施和发行额度的扩充体现盘活存量信贷资产的战略,市场亦普遍看好信贷资产证券化市场。然而一季度数据显示,信贷支持证券的发行并未出现井喷。2015年一季度,银监系统的信贷资产证券化共发行17期,发行规模507.87亿元,远远低于市场预期。

“大行不太缺资金,也不太愿意出售优质资产,而中小银行在追求政绩、形象品牌和市场效益的情况下纷纷想争得当地资产证券化的‘头头汤’,现在地方城商行和农商行是资产证券化业务的主要发行主体。另外一季度发行规模小还受注册制推行的时间短尚未常态化,相关规则还不明晰的影响。”某评级机构人士向中国证券报记者表示,在基础资产方面,汽车消费信贷在未来还有很大的空间,会成为资产证券化基础资产中的重要部分。

## 汽车金融“走量”动力足 大额汽车信贷资产证券化“落地”

继去年底银监会推出备案制后,央行于今年4月正式推行信贷资产支持证券发行注册制。经过近两个月时间的准备,央行注册制在5月28日开闸放行。首批注册总额640亿元,由四家金融机构包揽,其中招商银行独揽300亿元。6月5日发行的融腾2015-1信贷资产支持证券发起机构为通用汽车金融,本期产品规模为40亿元,是历来汽车金融产品中规模最大的,也是注册制后首只汽车贷款ABS。

“在国内除了按揭抵押,此前银行资产证券化的产品主要是对公贷款业务,而入池的个人信贷资产比较少。当前由于整体经济增速下行,优质贷款项目也在缩减,尤其是对公贷款,银行没有动力将其打包出售,同时对公贷款的利率较高,无疑也降低了银行发行产品的动力。而汽车消费信贷属于个人借贷资产,证券化意味着金融机构在尝试推动个人信贷资产的证券化。”某商业银行内部人士对中国证券报记者说。深圳某商业银行信贷经理表示,经济环境不好,不良率在攀升,对于企业经营贷款的发放银行已经非常严格和谨慎,

其所在银行的企业贷款亦有所收缩。

此次获准发行的基础资产类型均为汽车消费信贷资产。招商银行表示,央行对此有着多方面的考虑,一方面,汽车消费信贷资产风险分散性好,业务模式清晰,同质性高,通过完善的信息披露机制,能够使投资者全面清晰了解风险状况,即使在美国次贷危机中,汽车消费信贷ABS的表现仍然最为稳健;另一方面,汽车消费仍然是我国消费产出的主力之一,鼓励汽车消费信贷符合国家支持消费金融发展的政策导向。

“这次央行批准的汽车贷款证券化额度是较大的,此前汽车公司和银行也有在做这类业务,但额度都比较小,去年为数不多的业务额度大概在10亿元左右。银行作为发行主体贷中后都有健全的管理,资产分散;汽车公司作为发行主体,能够实现低成本的融资。汽车消费信贷在国内未来还有很大的空间,会成为资产证券化基础资产中的重要部分。”上述评级机构人士说,加上车贷的资产证券化利润空间大,一般车贷利率在10%以上,而证券化产品给到投资者的利率在

5%左右。

独立财经人士谢忆年认为,相比于按揭二三十年的期限,三至五年期限的汽车消费贷款具备风险分散性好、整体风险低,能够更好的控制和回收。相较于其他基础资产,现在国内金融机构的汽车消费模式比较完善,适合证券化。同时,市场空间巨大,国内汽车消费金融发展迅速,未来保有量有望达到5000万。中央财经大学中国银行业研究中心主任郭田勇亦表示,相对于房屋按揭,个人汽车消费信贷更适合资产证券化,同时,汽车消费贷款利率高于按揭的利率,银行对扩大汽车消费贷的动力也更大。

汽车金融公司参与资产证券化的动力也很强,近期除通用\福特外,宝马和丰田也各自提交发行注册报告。一方面,汽车金融公司的融资渠道不比银行,ABS是低成本的融资渠道。而另一方面,汽车金融公司与银行不同,虽节约本金的动机相对较弱,但这类公司往往承担辅助汽车销售的工作,因而通过发行ABS“走量”的动机比银行更强。

## 中小行蜂拥而入 三季度有望“爆发”

“我们做了不少的项目,但由于注册制的刚推行,部分业务的信披指引出来了,但部分的还没有出来,具体操作流程会影响业务进展。同时信息披露的要求更加严格,要求披露的细节和数据要非常详细,好多项目都被央行打回来了,要求补充数据,”上述评级机构的人士透露,自去年11月银监会公告对资产证券化采取备案制后,市场普遍对2015年的发行有很高的期待。然而一季度的数据显示,信贷支持证券的发行并未出现井喷。2015年一季度,银监会主管的信贷资产证券化共发行17期,发行规模507.87亿元。

该人士表示,随着注册制相关操作细则的完善,堆积在途中的业务及新增的业务在三季度将会出现“井喷”,5000亿元的额度应该会达到。从发起人构成来看,一季度城商行、农商行和股份制银行的发起的期数较多,汇丰、渣打、华商三家外资银行也开始进入国内信贷资产证券化市场,但是发行规模普遍较小,大多集中在10亿至30亿元之间。一季度除工行外,其他大行均未发行信贷资产支持证券。

“鼓励资产证券化,对于金融机构来说就不仅仅是业务,地方性银行对资产证券化非常热情。大行不太缺资金,也不太愿意出售优质资产,而中小银行在追求政绩、形象品牌和市场效益的情况下纷纷想争得当地资产证券化的‘头头汤’,现在地方城商行和农商行是资产证券化业务的主要发行主体。”业内人士说。

“央行要求打包入池的是优质资源,而现在经济环境不好,企业经营困难,银行投放贷款不足,优质项目也不容易找。同时,资产证券化产品只在银行间交易,能够带来的收益比较低,很多银行缺乏动力。”上述银行人士表示。对于大行并未积极参与其中,郭田勇认为,国有大行的存款较为充裕,加上一季度央行的定向投放使大行的存贷比、流动性等方面的压力没那么大,减少其资产证券化的需求。另外,年初地方债置换政策,一定程度上转移了原来可用于资产证券化的基础资产。

招商证券认为,信贷资产支持证券发行成本居高不下,导致产品的发行利差很小,目前优先级

## 银行谨慎 不良入池尚需时间

在信息披露还不充分的当下,不良资产的证券化产品对于不少投资者还难以接受(即便是有着充分信用支持的优先A档),尤其是风险控制比较严格的机构。“在信息披露并不完善和透明的情况下,当前买卖双方信息上不对称,而投资者的投资能力、风险承担能力以及投资理念还没有达到的情况下,将不良资产进行资产证券化的路还比较远。”上述银行从业人士认为。

连平表示,信披制度的完善和落实是不良资产证券化的基石。其信披内容至少应包括参与机构、交易条款、历史数据以及基础资产筛选标准等方面的信息。而同时诸如道德风险、基础资产风险、隔离风险、虚假转移风险等一些潜在风险应早防范。此外,资产证券化发行的流程应该进一步便利、简化,同时不断增加市场参与主体。除了商业银行,应该

证券发行成本仍在5%左右,而大行转出的均为优质信贷资产,加权平均贷款利率仅在6%左右,考虑到需要支付评级、信托、会计师、律师等中介机构的费用,在整体只有1%利差的情况下,大行从证券化中很难获利,甚至还会亏钱,而中小银行信贷资产池的加权利率普遍在7%以上,证券化的积极性更高。此外,信贷资产的流转,既可以是存量资产,也可以是增量资产,大行通过理财、资管通道,以及最近很热的产业基金等方式,均能实现新增信贷资产的表外化,各类影子银行的存在,部分替代了标准的资产证券化业务。

但中小银行开拓资产证券化业务并非一路坦途。受制于存贷比等因素而对资产证券化内有动力的中小银行,在项目储备和发行难度均大于大型银行。中金公司表示,从构建资产池的过程来看,中小银行资产池选择范围有限,考虑到目标评级、出表效果,构建基础资产池难度大;同时中小银行在监管沟通、项目推进、产品需求等难度高于大型银行,因而产品发行周期更长;另外中小银行项目规模普遍较小。

鼓励资产管理公司等非银金融机构参与进来,如此市场需求也能更加多元化,从而降低发行成本。引进外资机构和资金参与,有助于提高我国资产证券化市场的交易水平和风险管理水平。

“对于不良资产的入池,我们在做业务与银行的交流中发现,银行还是非常谨慎的。”上述评级机构人士告诉记者,在审批制下,资产的入池与否事实上是由监管部门在把控着,在这种环境下,不可能将不良资产放入其中。现在随着注册制的推行,核心转在信息披露上,在资产入池上将慢慢交由市场,不良资产的入池是可期待的。不过,目前资产证券化对于很多银行来说尚属新业务,出于在市场上的声誉考虑,银行自己也不会轻易将不良资产放入其中,所以不良资产是否入池仍需要时间。

## 加速资产证券化 缓解小贷公司融资难

□本报实习记者 周文静

在“只贷不存”制度框架下,小贷公司的资金主要来源于股东投入的自有资金以及不超过两个银行业金融机构的融入资金。招商证券研究报告认为,狭窄的资金来源,使得小贷公司有动力盘活资产存量,提高资金的周转速度。而资产证券化是其获得资金的重要方式,同时,随着小贷资产证券化产品在交易所的上市,一些小贷公司还通过券商资管、基金子公司发行资管计划募集资金。

### 基础资产循环购买

作为债权性资产,小贷资产证券化和银行信贷资产证券化有诸多类似,都有按照贷款合同收回本金和利息的权利,但由于借款人资质、放款流程、贷款特性和交易结构等的不同,两者又存在很大的差异。

招商证券固定收益研究孙彬彬认为,小额贷款借款人一般是“三农”或者中小企业,信用资质普遍不高,还本付息的能力和意愿具有较大的不确定性。此外,由于贷款期限较短,小贷资产证券化一般采用循环购买模式,类似于国外的信用卡资产证券化,本息收回后除去相关费用和支付给各档证券的收益,剩余资金会用来循环购买新的小贷资产。而信贷资产证券化的基础资产池都是静态的,除非特殊情况发生,一般入池资产都是固定的,随着贷款收回本息,基础资产剩余的贷款笔数和金额都会减少。

同时,相比规模相近的信贷资产支持证券,小贷资产支持证券的初始入池贷款笔数较多,平均贷款期限则较短,这和小额贷款的小额、分散、短期的特性有关,尤其是以主要发放公益扶贫小额贷款的中农信,入池贷款笔数高达122,438笔,平均贷款本金余额仅为0.45万元,起到较好的风险分散作用。小额贷款的加权平均利率一般在20%以上,较高

的基础资产收益率也提供有效的超额利差保护。

由于采取循环购买模式,仅对初始入池资产的质量进行分析很难去评价小贷公司管理水平的高低,因此需要通过批量化的评估,对小贷公司的整体经营状况、股东背景、贷款发放流程、风险控制、贷后管理等方面进行综合评判。基于小额贷款借款人主体的信用资质普遍不高,违约率的历史数据较短,为了提高信用评级和被投资者接受,小贷资产证券化项目较多会采用差额支付承诺和外部担保机制,这和信贷资产证券化几乎完全根据基础资产池质量和分层结构决定投资价值有很大的不同,小贷资产支持证券的投资风险,很大程度上依赖于这两个主体的偿付能力和意愿。

### 资产证券化产品上市

今年初,“瀚华小额贷款资产支持专项计划1号”在上海证券交易所上市挂牌交易。业内人士表示,该专项计划在上海证券交易所挂牌转让,支持二级市场证券持有者以该专项计划质押再融资,满足流动性需求。

中国小额贷款协会会长闵路浩表示,在资产证券化业务备案制推出后,瀚华推出的小额贷款资产证券化产品是我国普惠金融迈出的创新性一步。相信未来中国的证券市场将迎来更多为小微企业服务的金融产品和服务。

招商证券研究报告认为,根据小额贷款的特点,小额贷款的借款人信用评级普遍不高,贷款多以小额、短期为主,通过资产证券化技术进行结构分层、现金流划分和外部增信后,可以使优先级证券的投资风险大为降低。同时也要考虑到小额贷款的历史违约率数据较短,不能完整反映出经济下行情况下的违约率情况。此外,小贷资产较高的地域集中度也可能面临较大的系统性风险,投资决策时需要优中选优。

## 银行理财产品发行收益双降

□本报实习记者 周文静

数据显示,2015年5月,银行共发行4866款理财产品,其中人民币理财产品4754款,外币理财产品112款,理财产品发行量较4月份减少927款,降幅为16%。

今年A股市场持续走高,资金跑步涌入;同时基金市场也火起来,大量资金来源不断地借“基”转入股市。另一方面,今年银行理财产品收益率保持着稳中有降的趋势,而且流动性较弱,再加上近年来时常发生理财产品的负面事件,银行理财产品对投资者的吸引力逐渐减弱,产品发行量也随之下降。

### 5月收益率略降

融360监测的数据显示,2015年5月银行理财产品的平均预期年化收益率为5.22%,较4月份略降0.02个百分点,平均投资周期为3.8个月,过去两个月来投资周期不断缩短,可见银行对短期资金较为渴求。整体来看,5月份银行理财产品的收益率相对平稳,在央行二次降息及股市继续火爆的情况下,银行理财产品收益存在一个博弈的过程。

一方面,5月11日央行宣布下调人民币存贷款基准利率0.25个百分点,这是继去年11月以来第三次降息,另外今年2月、4月央行还分别两次降准,预计今年央行还将继续实施宽松货币政策,资金面宽松是不容置疑的事实。随着存款利率浮动区间上限的不断提高,银行存贷款息差扩大,盈利空间受到压缩,银行理财产品收益下调也在情理之中。另一方面,去年7月以来,股指飙升带来证券开户数及成交量的猛增,大量资金来源不断地由各投资途径流向股市,作为传统金融机构的银行,资金流失的压力巨大。一旦银行下调理财产品收益,将会有更多的客户弃银行投股市或其它理财市场。

央行接连向市场释放流动性造成资金面逐渐宽松的局面,而股市持续火爆引发炒股热潮,究竟要不要下调理财产品收益成摆在银行面前的一个难题。从短期来看,理财产品收益不会明显下降,但是从长期来看,收益下滑趋势却难以避免。不过银行理财产品的客户群基础很大,相对于互联网金融产品来说安全

度更高,所以仍具有一定优势。预计6月份理财产品发行量将保持相对稳定。

### 大额存单冲击保本产品

普益财富认为,银行理财市场现阶段主要面临的三个问题。首先,与A股市场相比,银行理财市场缺乏与之竞争的高收益产品。普益财富2015年4月统计数据显,当月收益最高的产品为广发银行发行的一款结构性理财产品,预期收益率为13%。此收益率相对于直接投资股市或者购买偏股型基金来说缺乏竞争力。据统计,658只股票型基金2015年前4月平均收益达到46.01%,而混合型基金平均收益也达34.03%。

其次,银行理财市场在缺乏高收益高风险产品的同时,低风险低收益的产品也可能受到极大的冲击。大额存单的推出以及“取消存款上限”的呼之欲出,标志着利率市场化进程进入收尾阶段,这将极大的冲击保本型理财产品所占据的市场份额。以大额存单为例,大额存单的利率分固定利率与浮动利率两种,固定利率存单采用票面年化收益率的形式计息,浮动利率存单以上海银行间同业拆解利率为基准计息。业内人士普遍认为一般情况下大额存单利率将高过存款利率,这使得银行保本型理财产品在收益率上的优势被更加的弱化。而且大额存单对于银行来说成本更低,对于投资者来说套现也更加灵活,因此保本型的两类产品受到的冲击将会非常之大。

最后,资产端的变化也极大影响银行理财市场。流动性宽松背景下,可投资资产收益率持续下降,倒逼理财产品收益率下滑。另一方面,部分“优质资产”的风险也开始暴露,如天威债券的违约表明投资国企债券稳赚不赔的时代已结束。

因此,单一的“固定收益”特色的银行理财产品已不足以应对市场的变化,转型势在必行。普益财富认为,银行理财产品转型的下一站是“财富管理”,财富管理与一般理财业务最大的不同是,一般理财业务是以产品为中心,目的是更好销售自己的理财产品;财富管理业务则是以客户为核心,是为投资者设计一套适合自身的财务规划,未来银行从被动的投资组合销售向主动的投资组合管理变化的过程。