

张晨 发展企业资产证券化是大势所趋

□本报记者 徐文擎

张晨,现任北京国开泰富资产管理有限公司投资总监,具有证券、基金从业人员业务资格,8年金融行业从业经验,曾就职于北京鑫利大通投资集团;国开证券有限责任公司。2013年7月加入国开泰富基金管理有限公司。

企业ABS料成新兴战场

目前我国资产证券化主要有三种模式,分别是银监会监管的信贷资产证券化、证监会监管的企业资产证券化和交易商协会下的资产支持票据(ABN),伴随着券商资管、基金子公司的加入,资产证券化市场逐渐呈现出三军混战的格局。但截至目前,券商和基金子公司的队伍仍然显得相对较弱。据申银万国统计,2011年至2014年期间,银监会ABS有78单,发行金额为3178亿元,证监会ABS有29单,发行金额仅392亿元。业内人士预计,券商资管和基金子公司入局后,企业ABS料将成为新兴战场。

从国家及市场的角度看,发展壮大企业资产证券化市场是大势所趋。在房地产失去经济发展的支柱作用且还没有找到代替产业、经济下行但不会硬着陆的前提下,货币宽松的特征比较明显,同时随着利率市场化不断推进,利率下行基本毋庸置疑。“基础资产的利率在往下走,但企业的负债端银行理财利息却还没有下降,银行的利差在缩窄,这也预示着银行会更加追逐相对安全的高息资产。在固收领域,企业资产证券化的票息较高,拿远东天津专项计划为例,3A类证券半年期能发到6.7%,这并不常见。”张晨说。

同时,占据强大优势的银行信贷资产证券化相较于企业资产证券化,

资产优质、期限偏短,但价格并没有太多优势,基本是各家银行互持,多用于调整银行自身资产的久期和结构,资产在银行体系内流转,没有起到真正意义上的出表作用和转化风险作用。张晨介绍,“但企业资产证券化是奔着真正出表的目标,将风险和收益匹配起来,虽然目前的企业资产证券化还带着回购、担保,但以后的做法会越来越市场化。”

近年来,政府一直在倡导金融反哺实体、支持实体。张晨认为,中国有很多优质的企业,金融要做的事是在经济的下行周期帮助企业“缓一缓”,平滑他们的运营周期,平滑经济下行带给他们的冲击,中国目前没有CDS,没有风险缓释工具,资产证券化是个很好的途径。

“尤其是很多涉及到平台类和基础设施建设的产业,一段时间内看他们也许是产能过剩、经营方式落后,但在整个国家的发展过程中,这些产业不可或缺,推倒重来的代价太大,资产证券化的一个作用就是帮助这类企业减轻包袱,调整负债模式,盘活企业资产,使其更加适应经济的发展,创造更好的效益。”他说,“另外,国开体系擅长做资产证券化计划,例如截至2014年12月31日,国开体系做过703亿的信贷资产证券化,可以给资管公司提供很多技术、人才、经验上的支持。”

在发展中解决问题

参照国际经验,资产支持证券是固定收益市场的重要品种,承担着资本市场繁荣发展的重要推手作用。以美国为例,上世纪80年代MBS和ABS兴起,到了21世纪,随着房贷市场的发展,MBS和ABS出现空前繁荣。2003年MBS发行量达到34020亿美元,占当年债券发行量的50.37%,ABS也在2005年达到峰值,发行量2890亿美元,占比5.23%。虽然金融危机后风险偏好下降,但资产支持证券依然是美国债券市场当中的一个主要品种。

反观国内,2014年,已发行的资产支持证券占全年债券发行量的比重只有3.1%,而其中大部分是信贷资产支持证券,企业ABS占比连0.3%都不到。

从上面的数据就可以看出,国内的资产证券化市场仍属一片蓝海,之所以发展缓慢,是因为当前存在一些难题尚未解决,例如政策制定、投资者认可、投资结构单一和二级市场缺乏流动性等。其中监管部门未形成一个统一的合作框架,定价机制缺失,交易场所存在壁垒是核心问题。

对于这些,张晨也有自己的理解。“资产证券化是个新事物,目前金融

抢占先机 蓄势待发

自2014年11月资产证券化业务向券商资管和基金子公司放开后,短短数月内,包括国开泰富、民生加银、华夏在内的多家基金公司的子公司已成立资产支持专项计划,竞相开拓这片新沃土。据业内人士估计,今年企业资产证券化的市场规模预计在千亿级别。

张晨介绍,“近年来基金子公司的通道业务日益受到挤压,整个行业都在谋求主动管理业务的转型,去年11月的新规对大部分基金子公司来说都是一个很好的契机,对于我们更是如此,因为此前做通道类产品并不是我们的优势。但现在这扇窗户打开以后,可以凭借国开行在资产证券化方面丰富的经验和项目资源,以及我们自身在该领域的较早布局,抢占先机,蓄势待发。”

作为较早一批开展企业资产证券化业务的基金子公司之一,国开泰富资产管理有限公司(以下简称“国开泰富资管”)将目光瞄准了租赁资产的证券化市场。由于地方企业龙头许多落地在国开行当地的分行,因此他们可以借力分行与企业客户合作基础推动证券化业务发展。此外,公司也积极寻求市场化合作的契机,其中远东项目就是与齐鲁证券的一次牵手。

该专项计划采用优先级/次级分层结构。其中,优先级资产支持证券本金规模不超过8.95亿元,按期限划分为五档,预期收益率在6.7%—7.1%之间;次级资产支持证券由原始权益人全额认购。其中,优先级资产支持证券A1-1、A1-2、A1-3、A2的评级均为AAA级;优先级资产支持证券B的评级为AA-级。该专项计划的风险保障机制除了优先级/次级的内部分层,还使用了现金流超额覆盖、保证金机制和权利

完善机制。

“关于这个现金流覆盖倍数,我们已经做过压力测试,这个倍数可以抵御利率下行300个bp,另外加上2%的违约率。但这个专项计划中,最长的证券项目也只有40个月,在这期间利率下行300bp的概率并不大。另外,原始权益人认购的劣后端对风险也会有缓冲,再加上资产有转付和过手型两种,相当于上了双重保险。”张晨介绍,采用多重风险保障机制并设置较高的抵御标准,一方面是为了符合国开体系公司一以贯之的稳健风格,另一方面,企业资产证券化在国内尚属新鲜事物,为投资者所真正认识仍然需要一段时间,也需要全行业人员不断进行投资者教育,平稳过渡是每一个新鲜事物被接受的必然过程。

除了风险保障机制外,公司在基础资产筛选方面也有自己的独立逻辑。

首先,基础资产必须干净,权属关系必须明确清晰。其次,资产要有升息的空间,同时流动性也需要相对良好。“比如租赁资产,它有点像信贷资产,现金流很好判断,通过租赁合同就能知道资产是什么情况,比如是直租还是融资租赁,各方面合同是否齐备,物权关系是否干净简单。现金流稳定是一方面,另一方面还要有一定的溢价。”张晨举例道。

另外,基础资产的结构需要相对分散,包括行业结构、平均每单金额等具体指标。

最后,对母公司历史上的违约情况和资质要做充分的调查。对远东宏信的尽调结果显示其历史违约率不超过1%,企业资质良好。针对于这类业务,将是公司今后发展的重要方向之一,公司将着力推动。

去年11月证监会发布的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及两个配套指引,对于不少券商资管和基金子公司来说,是一次绝好的完善业务体系的契机。作为国开体系的一员,北京国开泰富资产管理有限公司在继承稳健的集团基因外,更承担着迅速做大规模、做强资管业务特色的责任。在整个大资管行业面临转型升级的当口,他们将目光投向了资产证券化的沃土。