

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责任公司。

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。

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

机构对它的认识相对清晰，但个人投资者的认识却是个循序渐进的过程。实际上，目前投资者结构也不是特别单一，表面上看好像都是机构在买，事实上背后是理财在买，理财资金集合了很多高净值客户，机构对于这些人群一定做过详细的解释，只是这个品种还没有上升到产品与个人投资者直接发生关系的程度。另外，资产证券化产品的风险比股市低，而且风险不等于损失，风险分散给投资者时会给予一定的风险补偿，当风险不释放的时候，这就是固定收益的部分。”

他还补充道，现在投资者越来越年轻化，80后越来越成为投资主流，他们会更加重视产品实质，对于一些细节会问得很详尽，随着市场发展的时间更久一点，他们会变得更加成熟。

对于流动性的问题，他认为必须在发展中解决，“等交易量上来了，交易对手逐渐多起来，交易一定会更活跃，那时，说不定还会有券商或其他机构进来做市。而且今年交易所ABS交易量已经突破50亿元，考虑到不足千亿的存量，流动性不算太差，一些承销商也能为转让提供相应的服务，虽然离做市还有一定差距，但这些都是时间问题。”