

现金流负债率双承压 房企急谋ABS融资

□本报记者 万宇 覃泽俊

2017年以来，房企负债水平攀升至近几年的高位，加之银行融资收紧，信用遇遇冷，多家大型房企纷纷转向通过ABS融资。机构人士认为，信用债发行趋严，对于房企而言，REITs等资产证券化产品将成为一种有效融资工具，帮助房企降低杠杆率。券商等机构通过内部成立专门的业务小组，高薪聘请人才，在这一领域积极布局。

A股房企平均资产负债率超六成

2017年，中国商品房销售面积、销售额双双刷新历史纪录，碧桂园、万科、恒大的销售规模均突破5000亿元，在销售创新高的同时，上市房企的负债率不断上行，达到了近年来的最高点。Wind数据显示，2017年，A股128家上市房企负债合计达到6.51万亿元，平均资产负债率达64.56%，其中63家房企负债超过百亿，占比超过一半；34家房企资产负债率已超80%，占比达26.56%。今年一季度，A股128家上市房企负债合计达到6.86万亿元，平均资产负债率达64.13%，负债超过百亿的房企达到67家，资产负债率超过80%的房企数量达到35家。

在香港上市的内地房企负债同样处于高位，碧桂园、中国恒大、融创中国去年总负债分别为9330.57亿元、15195.44亿元、5624.44亿元，资产负债率分别为88.89%、86.25%、90.27%。

在房企负债高企的同时，房企用于偿还负债的现金流同样不容乐观。Wind数据显示，A股128家上市房企中，一季度现金及现金等价物净增加额为负的房企达到72家，占比超过一半，万科A为-803.64亿元、华夏幸福为-197.15亿元、绿地控股为-129.47亿元。

转向ABS融资

随着楼市调控的深入，房地产行业的信贷环境也持续收紧，2017年房企融资结构开始发生显著变化，中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心近期发布的《2018中国房地产上市公司测评研究报告》显示，去年上市房企公司债占比急速下滑，境外融资、股权融资以及资产证券化等占比则大大增加，房企的融资方式越来越多元化，房地产私募基金、ABS、REITs、永续债等创新融资方式不断涌现，2017年多家房企成功发行资产证券化产品，融资金额达492亿元，同比大幅增长86%。

今年以来，房企ABS融资热度不减。华创证券统计显示，截至今年4月底，国内已成功发行商业地产资产证券化产品共计56单，总发行规模约1509亿元，产品类型包括类RE-

ITs，商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）和CMBN。其中，类REITs发行规模687亿元，CMBS发行规模667亿元，CMBN发行规模144亿元。发行利率方面，CMBS发行利率普遍低于类REITs，2017年以来，商业地产资产证券化发行利率均有上调，CMBS上调幅度更为明显。

近期，碧桂园联合中联基金设立的百亿储架租赁住房REITs产品——“中联前海开源-碧桂园租赁住房一号”第一期资产支持专项计划在深圳证券交易所正式挂牌流通，这是租赁住房领域首个百亿级资产证券化项目，首期规模17.17亿元。

碧桂园有关负责人表示，从宏观来看，整体融资环境趋紧确实给房地产行业带来了一定的压力，部分公司在资金方面确实面临较大的困难，但目前碧桂园各类融资渠道畅通，且在各类创新融资方式上积极试水，这次发行的租赁住房REITs产品就是其中之一。碧桂园在资产证券化产品方面已经有不少的经验，之前已发行过购房尾款ABS、酒店类REITs以及租赁住房REITs。后续公司将积极参与到各类资

产证券化业务中去，在公司有资金需求时，基于各类可用资产（包括但不限于长租公寓、酒店以及应收账款及各类收益权等）发行类REITs、CMBS/CMBN以及ABS/ABN产品。

积极布局REITs业务

一位券商ABS从业人员在接受中国证券报记者采访时表示，银行贷款已收紧，近期房企信用债发行也遇到困难，很多机构投资者对于信用债的偏好下降。

他说：“房地产企业目前发REITs比发信用债更有动力。”首先，企业发行REITs一定程度上来说降低了自身的杠杆率，实质是企业把未来的现金流提前兑付了，意味着企业能够得到更高的资金周转率，从而降低企业对银行贷款的依赖性。其次，投资者在购买REITs产品时，关注的是产品本身是否具备足额的资产及未来产生现金流还款的能力，这意味着只要底层资产足够优质，发行主体本身评级对产品发行的影响并不是最主要的问题。最后，对房企来说，发REITs产品可以在不改变资产负债表的情况下，优化企业的

首单高等教育系统ABS登陆上交所

□本报记者 陈健

5月30日，全国教育系统首单PPP资产证券化项目——国君资管山东财经大学莱芜校区PPP项目资产支持专项计划在上交所正式挂牌。分析人士指出，PPP资产证券化正迎来快速发展，有利于盘活相关资产，促进PPP项目由粗放发展方向精益发展。除了政府方面积极的推动，各类机构也在加快布局PPP资产证券化。

推动PPP项目规范发展

此次发行的山东财经大学莱芜校区PPP项目资产支持专项计划，以山东财经大学莱芜校区PPP项目可用性付费的收费收益权为基础资产，总发行规模6.7亿元，期限10年，莱芜华瑞城投发展有限公司为原始权益人，上海国泰君安证券资产管理有限公司（简称“国泰君安资管”）为计划管理人和承销机构。证券分优先级和次级，优先级占比95%，优先级证券评级AAA。

从基础资产来看，山东财经大学莱芜校区PPP项目是全国高等教育系统首个PPP项目，也是财政部第三批国家级示范项目，由中国核工业华兴建设有限公司（简称“中核华兴”）和莱芜市、山东省采用PPP模式投资建设。

国泰君安资管总裁陶耿指出，近年来我国PPP高速发展的同时，也出现了一些不规

范的问题。PPP资产证券化一方面有利于PPP项目存量资产的盘活，增加了PPP项目对社会资本的吸引力。另一方面，PPP资产证券化有利于进一步规范PPP项目运作，防止PPP异化为新的融资平台，更好的促进PPP模式的深远发展。PPP资产证券化对我国PPP领域乃至整个实体经济的发展无疑有着重大的积极意义。

对于教育系统“首单”PPP案例，中国核工业建设股份有限公司副总裁、中核华兴党委书记、董事长陈宝智指出，当前PPP项目正处在由粗放发展向精益发展、由低端向高端延伸的转变中，PPP项目规范发展必将带动PPP项目资产证券化蓬勃发展。

山东省莱芜市市委常委、组织部长张晓海称，该资产证券化项目，是深化莱芜市政府和社会资本合作的具体举措，是推进PPP改革、盘活存量资产、提高基础设施运营效益的成功实践，对于莱芜拓展投融资渠道、引导和撬动各类社会资本参与城市建设必将起到重要的示范和推动作用。“上述项目既是莱芜融资模式的一次有益探索，也是政企合作、优势互补、互利共赢的创新实践”，莱芜市PPP项目管理中心主任张振新表示。

机构积极布局PPP资产证券化

在推进PPP资产证券化进一步发展方面，

财务报表，主逻辑是REITs产品本身具备分散项目风险的能力。

长城证券分析师认为，对于房企而言，REITs将成为一种有效的融资工具，帮助企业盘活存量，加快资金流转，改善公司资本结构，使房地产企业可以在开发运营商和资产服务商之间进行良好的切换。另一方面，REITs可为投资者提供风险较低、收益稳定的投资产品，进一步拓展投资渠道，加速金融市场的发展壮大。

对于未来REITs产品的发展，华创证券表示，由于法律、税制等问题，我国还未迎来真正意义上的REITs。不过，目前国家已加快相关政策出台速度，要求发展REITs试点，或许不久以后会迎来真正REITs产品。

上述券商人士表示，REITs现在已经成为券商业内的“网红”，不少有实力的券商在这一领域积极布局，他透露，一些券商已经在内部成立REITs业务的专门小组，搭建人才团队，并进行培训提高业务能力。与此同时，部分有实力的券商还高薪聘请REITs业务人才，积极布局相关业务。

从政府到机构都在积极谋划。张晓海指出，面对当前复杂严峻的宏观经济形势和持续加大的经济下行压力，莱芜主动适应经济新常态，以改革创新的精神积极破解要素制约，特别是在创新融资方式上，大力推进PPP融资，制定鼓励社会投资和公共服务领域推广PPP的实施意见，出台PPP推进办法，明确了财税、金融、土地等配套支持政策，筹划建立市PPP项目库，已有总投资600亿元的60个项目入选财政部项目库，涉及产业发展、基础设施、教育医疗等多个领域，其中山财大莱芜校区项目已率先落地并顺利推进。

陈宝智表示，公司将筛选优质项目，加强顶层设计，深化务实合作，充分借鉴山财大莱芜校区PPP项目资产证券化的成功经验，探索合作共赢的资产证券化之路，为PPP业务创新发展提供新动力、新引擎。

陶耿指出，国泰君安资管一直以来对资产证券化业务高度重视，将资产证券化业务作为业务重要发展方向。公司把为实体经济服务作为出发点和落脚点，不断开拓创新，力求满足客户多样化融资需求。除了在PPP资产证券化领域积极布局之外，目前，公司还在紧锣密鼓的筹备“一带一路”、长租公寓、类REITs、央企供应链金融等领域的资产证券化，力争为服务实体经济、盘活客户存量资产开辟切实可行的新途径。

网上拍卖“资产包” 不良资产处置“触网”

□本报实习记者 李惠敏 记者 吴娟娟

5月30日，中国长城资产管理股份有限公司（简称“长城资产”）携手阿里举办特殊资产交易会，推出总额超1500亿债权资产。业内人士表示，不良资产处置与互联网合作已成大趋势，预计不良资产处置效率将大幅提高。

上网淘“资产包”成潮流

5月30日，长城资产与阿里巴巴、中国信达共同在杭州举办特殊资产交易会，长城资产在本次交易会上共有33个分支机构推出了近2000项资产。这些资产分布于浙江、广东、山东、河北等30余省、区、直辖市，资产类型涵盖了债权、物权、股权等多种形态，有抵（质）押的资产占比达80%以上，抵押物涉及加工制造

业、房地产业、批发零售业等行业资产。长城资产在阿里拍卖的专区将长期开放，作为其营销、转让资产的重要渠道。

一位专司不良资产投资的基金人士告诉记者，包括长城资产在内的资产管理公司（AMC）越来越愿意与互联网巨头合作。目前信达、华融等AMC、招商银行、广发银行等部分银行，山西省产权交易所、佛山南方产权交易所已入驻“淘宝资产处置”，这是淘宝针对资产所有人或者代理人推出的处置竞拍平台。信达浙江分公司已与淘宝试水开启了不良资产线上线下O2O招商新模式，中国华融亦在探索通过淘宝出售坏账。

记者浏览“阿里拍卖·资产”频道发现，金融资产融合中，长城资产共有标标的物127件，主要包括房产、其他资产、机动车、土地以及债

权。其中，债权资产包括房地产开发、木业、交通重工、科技、商贸、建筑等有限公司。

互联网处置平台受关注

近期，监管部门调低了商业银行拨备覆盖率要求，为不良资产处置留出了空间。新一轮市场化债转股启动，资金对于不良资产处置的兴趣提升；与此同时，互联网不良资产处置平台受关注度提升。例如，一家专注于不良资产委托清收的O2O中介平台——“资产360”已获红杉资本前中国副总裁曹毅创立的源码资本3000万元人民币A轮融资和58同城创始人姚劲波等的天使投资，这意味着互联网不良资产处置逐渐登堂入室，受到资本关注。

互联网平台在本轮资产处置中发挥的作用日益突出。橡树资本、海岸投资等不良资产

处置机构均与互联网平台合作。业内人士透露，海外不良资产基金一般在海外募资，从AMC拿包，经由国内主要的互联网平台转手。这一轮的不良资产处置中，转手卖二手包是外资不良资产机构参与的重要途径。

广东银晟资产管理有限公司旗下的资产处置服务网称，其以与外资合作为主要业务模式，截至目前，它负责处置销售福建包本金100亿元、上海包本金27亿元、山东包本金105亿元（东方资产）、河南包本金18亿元（信达资产）、江西包本金9.6亿元（长城资产）。目前该机构已与某美国不良资产基金、新加坡某环球基金合作，成为相关机构在华的资产处置服务商。

业内人士表示，AMC与互联网巨头联姻，促进资产包流转效率，有望成为本轮不良资产处置的一大特色。

“我认为新规的出发点就是通过分散投资降低资管行业集中度风险，尤其是‘资产池’业务将会进一步压缩，原有的多种业务模式将面临转型。从严监管来看，资管新规相关业务可能难以得到完全豁免。”某资管人士表示。

业内人士表示，虽然资管新规中的一些规定，ABS和养老金产品是可以豁免的，但认购资产证券化的资金持有比例是否也不能超过30%。

目前来看，资产证券化业务不在资管新规的“资产管理产品”范畴中，但是细则落地之前持有比例和规模限额很难说完全豁免。从规避风险的角度，该资管人士倾向于认为300亿元规模限额也将适用于资产证券化产品。

刘娟秀认为，资管新规还有一系列技术性问题需要细则解释：一是需要给出理财产品由预期收益型向净值型转型的明确规定和净值型理财产品按公允价值计量的具体规则，并给出过渡方案；二是券商资管的公募产品如何转型，是否需要申请公募牌照；三是不同行业管理人如何实现统一监管、如何追责；四是新老产品的续作和存量的压缩，具体操作办法也需要细则进一步明确。

专家：完善担保制度 有助控制债务风险

近日，中德证券召集并召开了“16凯迪01”、“16凯迪02”和“16凯迪03”三只债券的持有人会议。当被问及相关债券是否有兑付问题以及后续处置预案时，中德证券表示暂不方便回应。业内人士认为，针对个案而言，债券发行的担保制度亟待完善，但在信用收缩的大环境下，监管协调显得尤为重要，对发行人的教育引导亦不可少。

担保制度需进一步完善

凯迪生态此前的发行公告显示，“16凯迪01”、“16凯迪02”和“16凯迪03”均为无担保债券。其中，“16凯迪03”发行规模为6亿元，票面利率7%，为三年期固定利率债券，回售日是2018年12月15日；“16凯迪02”的发行规模为2亿元，票面利率6.7%，为5年期固定利率债券，回售日在2019年9月7日；“16凯迪01”的发行规模为8亿元，票面利率6.1%，为3年期固定利率债券，回售日是2018年9月7日。此外，凯迪生态在5月初称，其发行的中期票据“11凯迪MTN1”无法按时兑付本息。

中国人民大学商学院研究所所长刘俊海认为，当实质违约发生时，债券发行人和持有人应该平等博弈、对等协商，以求找到一个诚实信用、公平公正的解决方案，尽量把投资者遭受的损害降到最低，一旦发生违约，发债人如不能还息，应尽量把本金支付。如果发债企业确实无法兑付，但又想继续经营而且还有市场，也可以提高利率、合理延期，制定一个合理的还款计划。

刘俊海表示，债券发行的担保制度亟待进一步完善，要维护投资者利益，既要治标又要治本。没有担保制，对于发债人来说相当于零风险，但对于不理性的投资人来说无异于饮鸩止渴。市场化并不等于无担保，债券发行的制度还要进一步完善抵押、质押、留置等一系列担保制度。

“缺位”的债券发行人教育

市场上对违约担忧的加剧，与信用收缩的大环境是分不开的。光大证券固收分析师张旭认为，信用债投资具有顺周期性，信用事件会导致投资者的风险偏好降低，并要求更多的信用利差作为补偿。“量降价升”在发行人层面的体现是“融资贵、融资难”，这会增加其违约的概率，形成“信用收缩—违约”的闭环。今年以来银行间流动性中性偏宽松，显然“违约潮”并非由于狭义流动性缺乏所导致。

“如果监管政策之间能更好地协调，那么其对市场的作用力就会更为有序。”张旭表示，在“政府债务严监管”的过程中，既要合理安排地方新增的债务规模，又要严格落实地方政府债务限额管理和预算管理制度，健全风险预警和应急处置机制，加大对违法违规融资担保行为的查处和问责力度。

另有机构人士认为，对债券发行人的教育亦不能缺位。部分发行主体并没有根据“严监管”的导向适当地调整自身经营行为，这是形成本次“违约潮”的一个重要原因。以券商、银行为代表的中介机构可以引导发行人合理地调整生产经营以及融资计划，避免过快扩张造成资金链的紧张。此外，地方政府可充分调动协调机制，如信用增进公司、担保公司、担保基金等，可以用市场化手段为企业增信，有效提高其防控金融风险的能力。（赵中昊）

招商证券：避险情绪升温 A股料承压

5月29日，美国白宫宣布将对500亿美元从中国进口的产品征收25%关税，最终征税名单将在6月15日宣布。招商证券首席宏观分析师谢亚轩指出，中美贸易摩擦预计仍将持续发酵，近期全球风险事件频发，全球避险情绪的再度升温可能对资产价格形成冲击。受此影响，A股走势可能将有所承压，而中国国债收益率近期明显走低，预计外国事件发酵可能继续对国内资产价格产生边际影响。

谢亚轩称，从全球来看，巴西成为继阿根廷、土耳其之后的另一个受冲击国家，巴西圣保罗指数近3周累计跌幅已达12%，雷亚尔汇率贬值近6%。意大利近期遭遇“股债双杀”，最新的十年期国债收益率已破3%，创近4年来新高。

具体到国内，谢亚轩认为，在避险情绪逐步升温这一大背景之下，判断A股走势可能会有所承压，而中国国债收益率近期则出现明显走低，未来外围相关事件的不断发酵可能继续对国内资产价格产生边际影响。上周以来A股的持续调整并未阻止外资继续流入，北向资金上周以来累计流入117亿元，已连续10周买入A股，随着6月1日MSCI正式纳入A股，短期内外资预计仍将继续增持。而从其它经济体的纳入经验来看，加入指数之前股指一般将维持相对弱势，而正式加入之后股指大概率将在短期内出现上涨。（王蕊）

交行：5月份CPI 同比涨幅料1.5%—1.7%

交通银行金融研究中心5月30日发布报告称，贸易摩擦缓和有助于国内物价温和运行。初步判断2018年5月份CPI同比涨幅可能在1.5%—1.7%左右，取中值为1.6%，涨幅相比上月继续有小幅回落。

交行金融研究中心指出，5月份以来随着气温的持续回升，各地蔬菜供应充分，带动食用农产品价格持续回落。分品种来看，蔬菜和肉类价格都不同幅度的下降，特别是猪肉价格累计下降幅度较大。截至2018年5月20日，22个省市平均的生猪价格和猪粮比价继续下跌，创下2015年以来的新低。预计5月食品价格环比将继续有所回落，预计下降幅度在3个百分点左右。同期国内非食品价格整体平稳，但5月份国内成品油价格迎来年内最大涨幅，预计将导致5月非食品价格与上月相比小幅回升至2.2%。同时，5月翘尾因素为1.34%，比上月回升0.11个百分点。（高改芳）