

见微知著，守正待时

——金融租赁资产证券化及其与 CLO 的比较

专题报告 2017 年第 期 总第 期

结构融资评级总部

张子春

电话: 010-88090285

邮件: zhangzichun@chinaratings.com.cn

彭占泽

电话: 010-88090208

邮件: pengzhanze@chinaratings.com.cn

徐睿阳

电话: 010-83250514

邮件: xuruiyang@chinaratings.com.cn

中债资信是国内首家以采用投资人付费营运模式为主的新型信用评级公司，以“依托市场、植根市场、服务市场”为经营理念，按照独立、客观、公正的原则为客户提供评级等信用信息综合服务。

公司网站: www.chinaratings.com.cn

电话: 010-88090001

地址: 北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心 2 号楼 6 层

内容摘要

金融租赁公司（Financial leasing companies）是指经中国银行业监督管理委员会批准，以经营融资租赁业务为主的非银行金融机构。金融租赁公司业务模式与普通融资租赁公司类似，主要有售后回租、直接融资租赁、转租赁以及其他租赁模式等，融资租赁业务对于资本有着很高的需求。发行资产证券化使金融租赁公司在变现锁定收益的同时，可以腾出业务规模并融入资金，是金融租赁公司有效的融资方式之一。截止到 2017 年 8 月，金融租赁资产证券化产品已发行成功发行 18 单，总发行金额为 460.15 亿元。

为了进一步探究金融租赁资产证券化，本文从基础资产、税务处理、交易结构等多方面对金融租赁资产证券化和信贷资产证券化 CLO 进行了对比分析。由于金融租赁 ABS 发起人为金融租赁公司，因此不同于普通 CLO 产品的信贷资产，金融租赁 ABS 的底层资产均为租赁债权资产，金融租赁公司与承租人之间是租赁关系。而在新的营改增政策下，两者在税务处理方面也有着些许不同。此外，因发起机构不同，两者在交易结构风险方面也有差异。

由于我国仍处于资产证券化市场发展初期，目前金融租赁资产证券化在法律法规方面仍归到了信贷资产证券化之中。相信随着融资租赁行业的不断发展，法律法规方面的不断完善，市场机构的不断探索，金融租赁资产证券化也必将迎来新一轮的增长。

一、 金融租赁公司及金租资产证券化简介

（一）金融租赁公司的定义及发展沿革

金融租赁公司（Financial leasing companies）是指经中国银行业监督管理委员会批准，以经营融资租赁业务为主的非银行金融机构。

我国的融资租赁业起源于 1981 年 4 月，最早的租赁公司以中外合资企业的形式出现，其原始动机是引进外资。从 1984 年成立首家金融租赁公司，到 1996 年经批准的金融租赁公司共 8 家。此后的一段时间里未批准新的金融租赁公司。一直到 2007 年，《金融租赁公司管理办法》颁布实施，金融租赁公司再次开始批准设立。2014 年 3 月，新版本的《金融租赁公司管理办法》颁布实施，金融租赁公司的数量开始显著增加。截止到 2017 年 6 月 30 日，目前已有 65 家金融租赁公司，其中超过半数的金融租赁公司是 2014 年之后批准设立的。

目前已有的 65 家金融租赁公司中，银行系金融租赁公司有 43 家，在行业中占据主导地位。尽管金融租赁公司数量不多，但是业务规模庞大，在租赁业务中占据了半数的市场份额。

（二）金融租赁公司的业务模式及融资方式

融资租赁，顾名思义，即是通过租赁的方式，达到融资的目的。与其他融资租赁公司相比，金融租赁公司依托母公司雄厚的资金实力、相对低廉的资金成本、覆盖广泛的经营网络、大量的客户信用信息。金融租赁公司更侧重于融资租赁的融资功能，主要从事类信贷业务。

金融租赁公司业务模式与普通融资租赁公司类似，主要有售后回租、直接融资租赁以及其他租赁模式等，具体如下：

1、售后回租

这是目前金融租赁公司中应用最多的一种业务模式，占比超过 80%。售后回租是指承租人将持有的资产出售给出租人，然后向出租人租回并使用的租赁模式。该种模式下，租赁资产的所有权发生转移，承租人仅享有租赁资产的使用权。同时双方约定在租赁期到期时，由承租人继续租赁或以约定价格由承租人回购租赁资产。

2、直接融资租赁

这种业务模式是部分厂商系租赁公司的主要模式，在金融租赁公司中占比较少。直接融资租赁主要指承租人选择需要购买的租赁物，出租人通过对租赁项目风险评估后出租租赁物给承租人使用。在租赁期间承租人没有所有权只享有使用权，并负责对租赁物的维修和保养。

从上述的金融租赁公司的业务模式可以看出，融资租赁业务对于资本有着很高的需求，这也是金融租赁公司的股东都有着银行系资本的原因之一。尽管如此，融资能力都是融资租赁行业的核心竞争力，短时间内融资金额越大、融资成本越低，金融租赁的业务规模就更有可能会做的更大。

金融租赁公司的融资方式主要有：

1、同业拆借。作为金融机构，金融租赁公司可以在银行间市场进行同业拆借，但根据宏观审慎管理规则及巴塞尔协议三，拆入资金余额不得超过资本净额的 100%，同时金融租赁公司资本充足率不得低于 8% 的最低监管要求。因此同业拆借只能作为金融租赁公司的一种短期融资行为，金融租赁公司若过于倚重同业短期借款，可能会在市场资金面收紧时出现流动性风险。

2、发行金融债。自今年初以来，金融租赁公司金融债发行明显提速。2017 年初到 5 月末，金融租赁公司共发行 11 只金融债，发行总规模达 183 亿元，其中主要为 3 年期金融债。在市场预期未来中长期负债利率可能走高的情况下，金融租赁公司选择增加负债久期，提高长期资金占比，锁定借款成本。尽管金融租赁公司发行金融债热情较高，但监管机构对于金融债的审批依然较为严格。

一般而言，金融租赁公司投放项目的期限在 5 年以上，从资产负债匹配的角度来说，应当融入长期资金，但考虑到长期资金价格高于短期资金，金融租赁公司一般会选择借入低成本的短期资金，以获得更大利润。

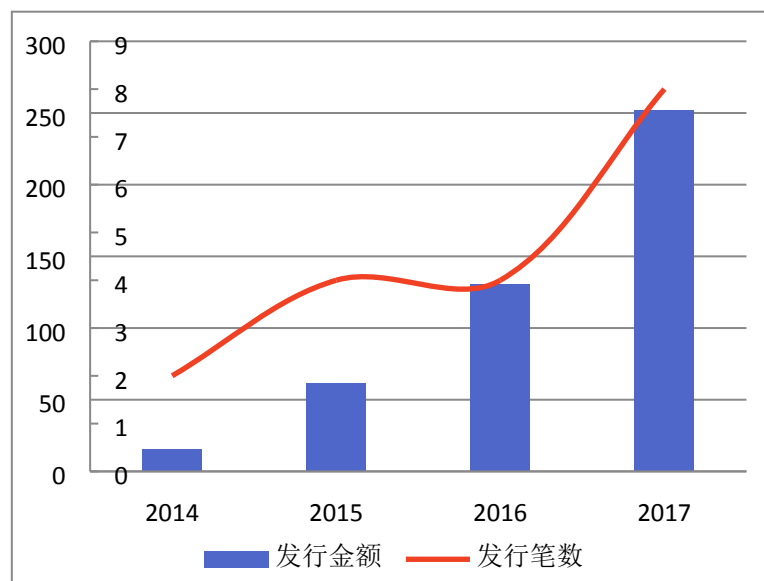
此外，在业务扩张的需求下，不少金融租赁公司通过增加注册资本、增加资本金的方式来提高可融资的规模。

3、发行资产证券化。近年来，随着资产证券化重启，租赁资产支持证券的发行为金融租赁公司增加了一条重要的融资渠道。考虑到金融租赁公司没有存款业务，融资方式相对单一，且同业拆借占比高致使易出现短借长贷的资金期限不匹配问题。因此金融租赁公司有较强的意愿发行 ABS 进行资产出表，在变现锁定收益的同时，可以腾出业务规模并融入资金。发行租赁 ABS 产品，可以使得金融租赁公司盘活存量租赁资产，提高资金使用效率，同时提升自身抗流动性风险能力。

（三）我国金融租赁资产证券化发展情况概述

2014 年 9 月，交银租赁作为发起人、交银信托作为受托机构成功发行了首单银行间金融租赁资产证券化产品。2015 年 9 月 1 日，国务院办公厅出台《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》，指出“允许符合条件的金融租赁公司通过发行债券和资产证券化的等方式多渠道筹措资金”，在随后的几年中，金融租赁资产证券化的发行呈现稳步增长的态势。截止到 2017 年 8 月，金融租赁资产证券化产品已发行成功发行 18 单，总发行金额为 460.15 亿元。

图 1 金融租赁 ABS 发行数量及金额



资料来源：中债资信根据公开资料整理

二、金融租赁资产证券化及银行信贷 CLO 基础资产的对比分析

金融租赁资产证券化（lease ABS）与 CLO 产品较为类似，在基础资产方面，都有单笔贷款余额较高、集中度高、但借款人或承租人级别较高等特点。截止到 2017 年 8 月，已发行的 18 单金融租赁 ABS 中，每只产品平均涉及到 21 户承租人，平均每户承租人的租赁资产余额为 11983 万元，单户集中度水平较高。

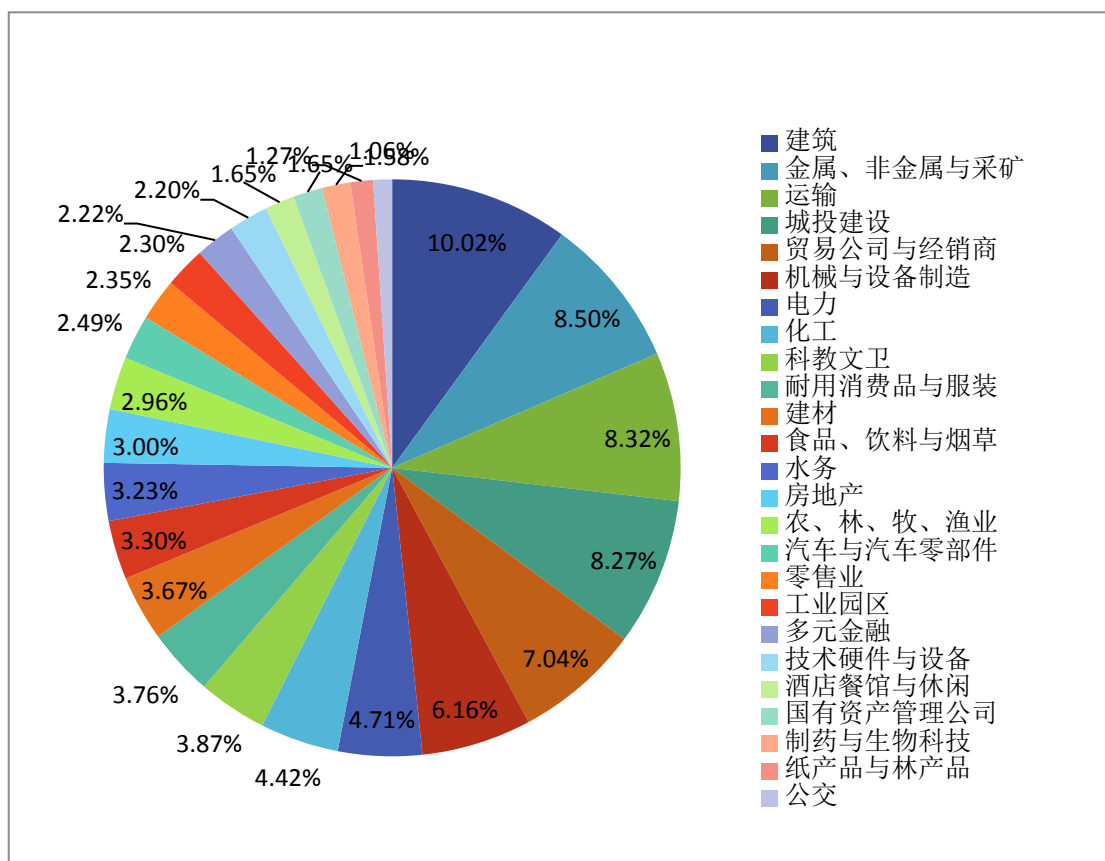
由于金融租赁 ABS 发起人为金融租赁公司，因此不同于普通 CLO 产品的信贷资产，金融租赁 ABS 的底层资产均为租赁债权资产，金融租赁公司与承租人之间是租赁关系。同时，金融租赁 ABS 的基础资产与 CLO 产品在行业、租赁物与抵质押物的法律关系、到期期限、还款方式等方面都有着不同之处，以下就从几个方面对于两者的基础资产进行对比与分析：

（一）租赁入池资产行业集中度更高，以重资产行业为主

同行业企业往往受相同的市场需求和原材料价格波动影响具有较高的相关度，在资产证券化中，行业集中度水平越高，将增加资产之间的相关性，当该行业出现风险后对资产池整体体会产生较大的不利影响，进而有可能会影响证券的及时足额偿付，所以在评估资产池时通常要关注行业集中度情况。

在 CLO 产品中，入池借款人前五大行业集中在建筑、金属、非金属与采矿、运输、城投建设和贸易公司与经销商行业，尽管集中度整体仍处于较高水平，但近年来随着信贷资产证券化规模的不断增长，愈来愈多的发起机构加入，行业集中度在不断下降，行业分布结构逐步趋向均衡。

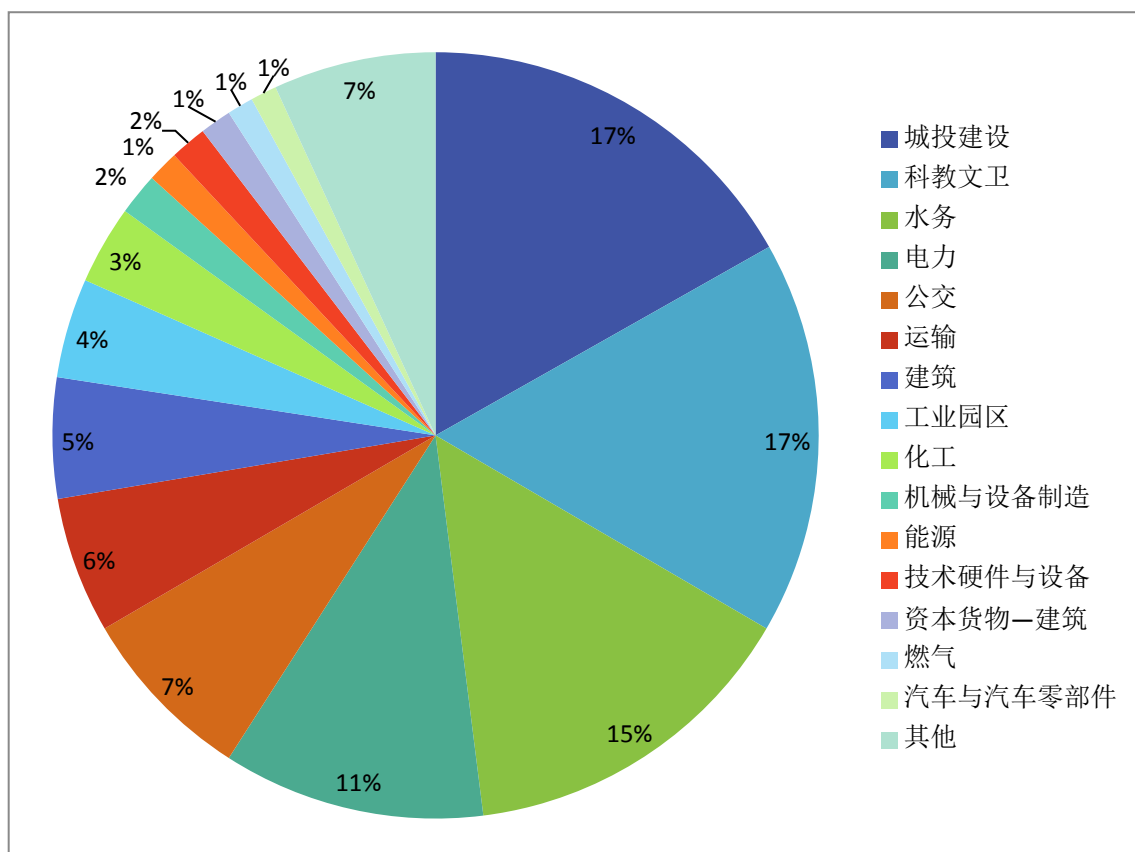
图 2 CLO 行业占比分布



资料来源：中债资信根据公开资料整理

与银行的经营模式相对同质化不同的是，不同金融租赁公司的业务模式可能有差距。因此在金融租赁 ABS 中，不同的金融租赁公司发行的 ABS 中行业可能不同。但总体来讲，在金融租赁 ABS 中，城投建设、科教文卫、水务、电力、公交及运输等行业占比最高。我们可以看出，由于融资租赁业务的特点，入池资产以重资产行业为主，前五大行业占比超过 65%，入池资产行业集中度更高。

图3 金融租赁 ABS 行业占比分布

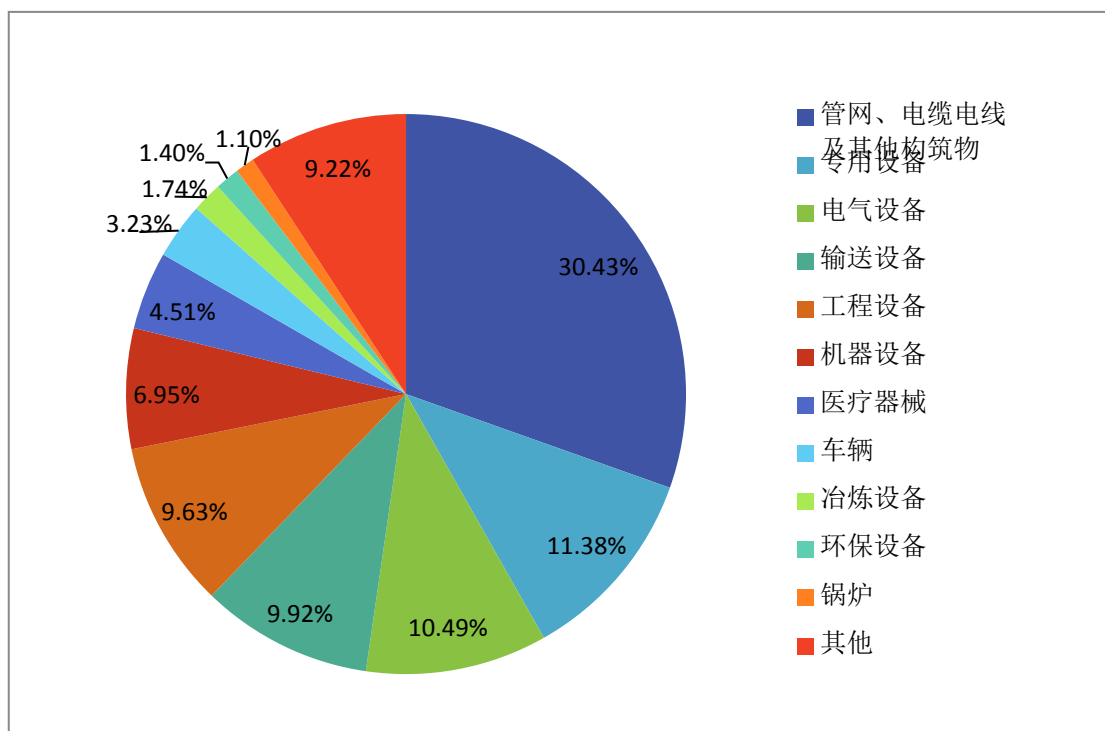


资料来源：中债资信根据公开资料整理

（二）金融租赁公司享有租赁物的所有权，银行享有抵质押物的他项权利

对于普通的 CLO 产品，资产的担保方式主要有信用、保证、抵质押以及它们之间的相互组合，有效的担保方式可以对资产起到增信作用，提高资产的回收率。而在金融租赁的资产证券化产品中，除上述几种担保方式外，由于租赁资产本身的特点，每一笔资产均有相应的租赁物入池，租赁物的回收价值可以降低资产违约时带来的损失。不过由于租赁物多为动产，本身的回收价值并不高，所以对于资产的增信有限。

图4 金融租赁资产证券化中租赁物占比分布



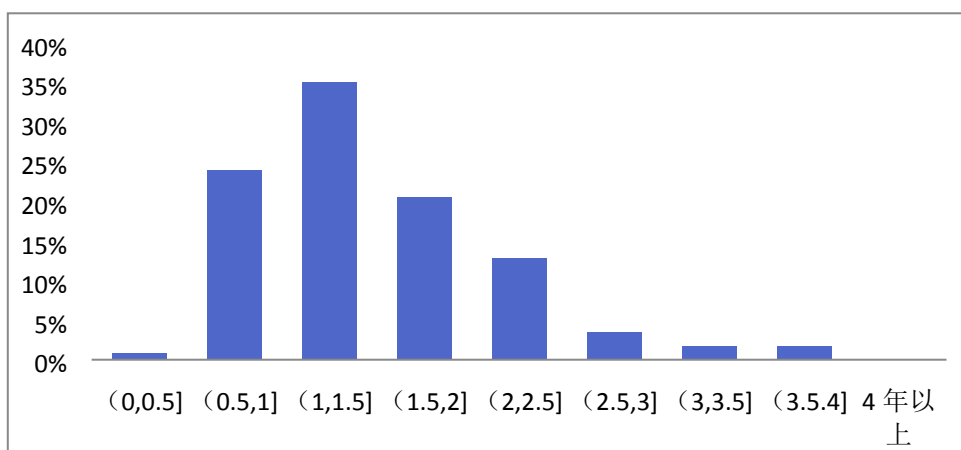
资料来源：中债资信根据公开资料整理

法律关系方面，在 CLO 产品中，发起机构具有抵质押物的他项权利，信托成立后，抵质押权不办理转移登记手续，而是由发起机构作为资产服务机构履行相应的职责，因而存在无法对抗善意第三人的可能性。为了缓释抵质押物未办理变更登记所引致的风险，在交易文件中会设置相应的权利完善事件，即权利完善事件发生后，需办理信贷资产项下的质权、抵押权的变更登记手续，以确保受托人为抵质押财产的抵押权人。而在金融租赁资产证券化中，除了抵质押权可能存在的上述风险外，租赁物所有权可能存在与资产服务机构无法破产隔离的风险。即在信托成立后，金融租赁公司仍旧享有租赁物的所有权，租赁物所有权未办理变更登记手续，租赁物的回收款及处置后的回收金额无法与资产服务机构的主体风险完全隔离。因此若发生破产申请，租赁物将会被人民法院列入为金融租赁公司的债务人财产及破产财产。为了缓解以上风险，在交易文件中会有相应的权利完善机制，即约定的权利完善事件发生后，金融租赁公司应将资产证券化中资产有关的租赁物所有权转让给受托人。

（三）融资租赁是长周期行业，租赁资产加权平均到期期限更长

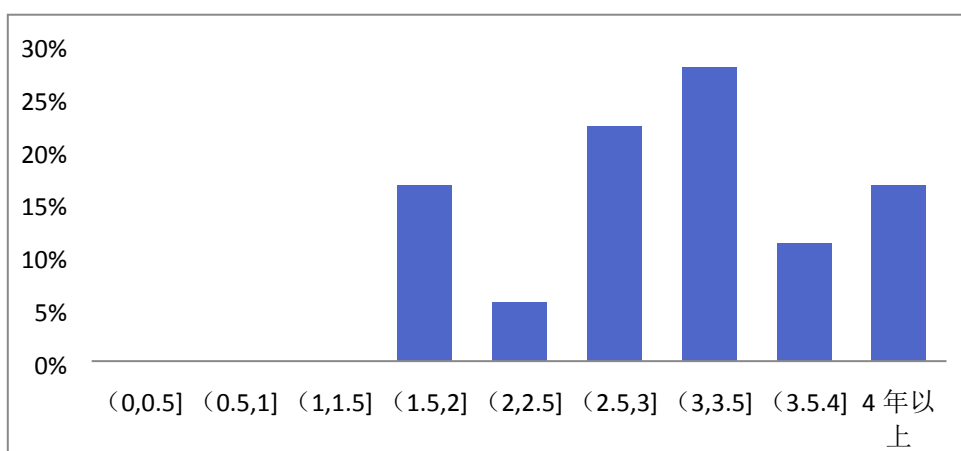
入池资产加权平均到期期限越短，未来经济的波动对借款人影响程度则会越低，其违约可能性则越小。从分布上来看，近年所发行的 CLO 项目加权平均到期期限集中在 1 年-2 年左右，到期期限短也降低了违约的可能。从发行趋势上来看，CLO 的加权平均期限有越来越短的趋势，2016 年所发行的 CLO 项目相比 2015 年加权平均到期期限有所减小。而金融租赁资产证券化产品中，由于融资租赁行业是长周期行业，融资租赁期限一般都较长，因而入池资产加权平均到期期限要长于普通 CLO 产品。所以从期限的角度上看，金融租赁资产证券化的资产池风险暴露时间较长。

图 5 CLO 入池资产加权平均到期期限分布



资料来源：中债资信根据公开资料整理

图6 金融租赁 ABS 入池资产加权平均到期期限分布



资料来源：中债资信根据公开资料整理

（四）租赁资产中等额本息还款方式占比超过半数

在 CLO 产品中，入池贷款的还款方式一般分为两种：到期一次性还款和分期摊还，其中多数为分期摊还方式。而在金融租赁资产证券化中，入池租赁资产的还款方式一般为三种：等额本息、等额本金以及其他还款方式，等额本息的还款方式占比最高，超过 50%。两者的还款方式虽略有不同，但就目前发行的大多数 CLO 以及金融租赁资产证券化产品中，入池资产的现金流都比较稳定。

表1 金融租赁 ABS 还款方式占比分布

摊还方式	承租人户数占比	资产笔数占比	资产余额占比
等额本金	9.15%	9.38%	12.86%
等额本息	61.59%	59.90%	52.60%
其他	29.27%	30.73%	34.55%
总计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：中债资信根据公开资料整理

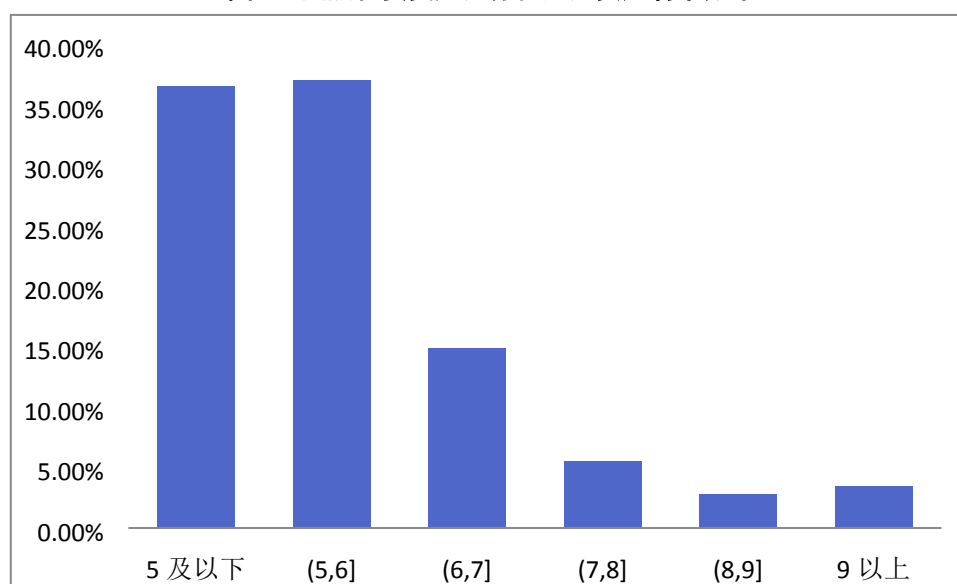
此外，对于交易所发行的租赁资产证券化，基础资产的还款方式则相对比较灵活，现金流相对不稳定。

（五）融资租赁作为一种融资方式更加灵活，租赁资产加权平均利率更高

入池资产的加权平均利率越高，扣除利息支出和各项费用后对证券的支持越大。CLO 产品中入池资产利率为银行对公贷款的放贷利率，具体利率水平取决于银行与贷款企业的合同约定，一般企业的信用水平越高，贷款利率越低。截至 2016 年底，CLO 产品加权平均贷款利率在 4%~6%之间，平均加权平均贷款利率为 5.19%。而已发行的 18 单金融租赁资产证券化产品，加权平均利率为 6.06%，要高于 CLO 中的入池资产。

对于企业来说，当有融资需求时，银行信贷与融资租赁均是可选的融资方式。银行信贷是传统的融资方式，而融资租赁则相对更加灵活。除部分企业的信用水平无法满足银行的要求外，银行的信贷审批较为繁琐、融资租赁融资的税务优惠政策等，也是企业选择融资租赁方式融资的原因。因此对于企业来说，两种方式的实际融资成本差异并没有利率体现的那么大。

图 7 金融租赁资产证券化入池资产利率分布



资料来源：中债资信根据公开资料整理

（六）降低违约风险，多数租赁资产含有一定比例的保证金

在融资租赁合同中，一般都会约定承租人在租赁业务中缴纳保证金或风险抵押金。因而在金融租赁资产证券化中，租赁资产的入池会涉及到保证金。一般情况下，金融租赁公司无需将承租人交付的全部保证金转移至信托账户，但应按照相关合同的约定对保证金进行管理和运用。当承租人以保证金抵偿应付金额或最后一期部分租金时，金融租赁公司应于回收款转付日将款项转至相应的信托账户。保证金的存在，使租金回收款现金流更加稳定，也降低了租赁资产在违约时的可能违约金额。

而在普通 CLO 中，由于对公贷款的特点，一般不作保证金的相关约定。

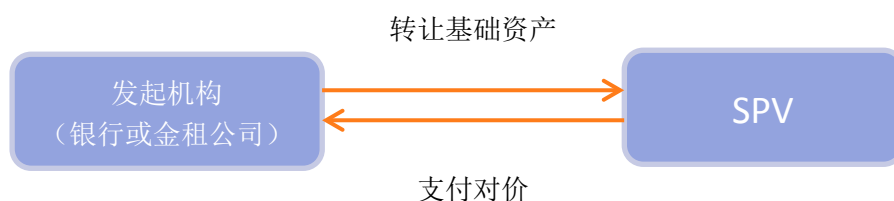
三、 金融租赁资产证券化及信贷资产证券化税务对比

（一）金融租赁 ABS 与 CLO 各环节税务处理

在金融租赁资产证券化和 CLO 的各个交易环节，交易各方可能涉及的税种主要包括印花

税、增值税和企业所得税。财政部和国税总局在 2006 年联合颁布了《财政部、国家税务总局关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》（财税[2006]5 号），对信贷资产证券化的税收处理提供了指导，但财税[2006]5 号文是在旧的税法体制下颁布的，新的企业所得税法体制及新的营业税改为增值税体制分别自 2008 年及 2016 年起取代了旧的税法体制，在新的税法尚未就信贷和其他资产证券化的税务问题做出具体规定前，该文件仍对所有类型资产证券化具有指导意义。在 2015 年，国税总局颁布的[2015]90 号文中对保理债权转让作出规定，也对资产证券化的增值税开票问题有一定的参考作用。以下从资产证券化的各个环节对于金融租赁资产证券化及信贷资产证券化在税务方面进行对比及说明：

1、基础资产转让环节



(1) 增值税及附加税

在 CLO 及金融租赁资产证券化中，发起机构转让资产产生的收益应缴纳增值税，但在转让价格不高于贷款本金的情况下，该行为应当不存在增值税应税收入。

此外在金融租赁资产证券化中，金融租赁公司将“融资租赁债权”及其“附属担保权益”（如有）信托予信托机构，在设立租赁资产证券化信托的行为中，现行的增值税法规及规范性文件尚未明确要求对发起机构征收增值税的规定。

2、分配项目收益环节



(1) 增值税及附加税

根据现行法规规定，对于受托机构从其受托管理的信托项目中取得的贷款利息或租金收入，全额征收增值税。附加税是市区按增值税的 7% 计算城建税（县镇按 5% 计算城建税），按 3% 计算教育费附加，按照 2% 计算地方教育费附加，即共计附加 12%（县镇 10%）。增值税及附加税的一般计税方法为：

应纳税额=当期销项税额—当期进项税额

增值税及附加税率=1/（1+税率）*税率*（1+12%（或 10%））

（营改增前）营业税及附加税率=税率*（1+12%（或 10%））

受托机构运营其受托管理的信贷资产信托项目取得的利息及利息性质的收入，按照 56 号

文规定，自 2018 年 1 月 1 日（含）以后，应全额缴纳增值税。

营改增实行后，融资租赁业缴纳增值税将“有形动产租赁服务”与“不动产租赁服务”进行区分，有形动产租赁服务与营改增前 17% 的税率不变，不动产租赁服务按照 11% 的增值税税率缴税。银行包括贷款服务在内的金融服务业务税率由 5% 的营业税调整为 6% 的增值税。同时，将融资租赁中的直租和回租业务根据其业务实质进行区分。融资性售后回租服务纳入金融服务范围，与银行信贷一同适用贷款服务 6% 增值税税率。

表 2 银行信贷和融资租赁行业全面营改增前后税目税率对比（一般纳税人）

类别			营改增前（营业税）		营改增后（增值税）	
			税目	税率	税目	税率
融资租赁	直租	有形动产	金融保险业（融资租赁）	17%	现代服务（租赁服务）	17%
		不动产		5%		11%
	回租	有形动产		17%	金融服务（贷款服务）	6%
		不动产		5%		
	银行信贷			金融保险业（贷款）	5%	

资料来源：中债资信根据公开资料整理

表 3 银行信贷和融资租赁行业全面营改增前后增值税（营业税）及附加税对比（一般纳税人）

类别			营业税及附加税（营改增前）	增值税及附加税（营改增后）
融资租赁	直租	有形动产	19.04%=17%*（1+12%）	16.27%=1/（1+17%）*17%*（1+12%）
		不动产	5.6%=5%*（1+12%）	11.10%=1/（1+11%）*11%*（1+12%）
	回租	有形动产	19.04%=17%*（1+12%）	6.34%=1/（1+6%）*6%*（1+12%）
		不动产	5.6%=5%*（1+12%）	
银行信贷			5.6%=5%*（1+12%）	

注：附加税以市区为例计算

资料来源：中债资信根据公开资料整理

从上表可以看到，对于有形动产租赁来说，营改增后增值税及附加税率不论是直租还是回租都有所下降，而不动产租赁实际税率上升。银行信贷的实际税率也有一定程度上调。

（2）企业所得税

在 CLO 及金融租赁资产证券化中，两者关于企业所得税的规定一致。主要规定有：对信托项目收益在取得当年向资产支持证券的机构投资者分配的部分，在信托环节暂不征收企业所得税；在取得当年未向机构投资者分配的部分，在信托环节由受托机构按企业所得税的政策规定申报缴纳企业所得税；对在信托环节已经完税的信托项目收益，再分配给机构投资者时，对机构投资者按现行有关取得税后收益的企业所得税政策规定处理。

（二）金融租赁资产证券化税务目前面临的主要问题

1、租赁资产证券化税法有待明确

目前对资产证券化的税务处理大多参考财政部、国家税务总局出台的“5 号文”，但“5 号文”主要针对的是信贷资产证券化业务。尽管在实操中两者差距并不大，不过在基础资产

等方面的不同，使得目前针对信贷资产证券化的税收政策不能完全符合租赁资产证券化的业务特点，在实际操作中也造成了一定困扰。

此外，在上文中，有关企业所得税的分析仅基于老企业所得税法下的规定，新企业所得税法尚未对有关事项的处理作出明确规定。相关部门认为老企业所得税法对于企业所得税处理与新法不违背，可继续适用。但在具体实施项目前，发起机构与受托机构还需与其主管税务机关进行商讨以确认企业所得税缴纳问题。

2、受托机构纳税主体与开票主体尚不明确

在当前税制下，SPV 不具备法人地位，也不具备纳税人地位。对于不出表的租赁业务，可以由金融租赁公司开具增值税发票；但是对于出表的业务，SPV 不具备开票资格，会导致增值税链条断链，承租人税收成本增加。

对于出表的租赁资产证券化业务，业内普遍理解为可以参照国税总局[2015]90 号文中对保理的规定“提供有形动产融资租赁服务的纳税人，以保理方式将融资租赁合同项下未到期应收租金的债权转让给银行等金融机构，不改变其与承租方之间的融资租赁关系，应继续按照现行规定缴纳增值税，并向承租方开具发票。”90 号公告虽然只提到了债权转让，但业内普遍理解是适用于所有融资租赁资产转让业务，即转让后不改变原租赁合同的开票关系，仍由原出租人给承租人开具发票。

3、重复征税问题

重复征税是指同一征税主体或不同征税主体对同一纳税人或不同纳税人的同一征税对象或税源进行两次或两次以上的征税行为。

由于上面提到的发票开具主体等原因，发起人可能就利息或租金收入缴纳增值税，但现行增值税下，政策规定受托机构从其受托管理的资产信托项目中取得的利息或租金收入，应全额征收增值税，这会导致同一笔收入在理论上造成重复征税。在实际操作过程中，发起机构和受托机构会与税务机关协商，约定由其中一方缴纳增值税来避免上述问题。但如果发起机构和受托机构所属税务机关不在同一税务属地，会使沟通成本升高。

四、金融租赁 ABS 与 CLO 产品交易结构风险对比

金融租赁 ABS 与 CLO 产品有相似的交易结构，产品设计均为本金过手摊还、按季付息等，其现金流分配顺序也与 CLO 产品基本类似。但因发起机构不同，两者在交易结构风险方面不尽相同，主要有以下几个方面：

（一）抵消风险

抵消风险是指借款人在发起机构既有贷款又有存款，若发起机构破产或丧失清偿能力，则借款人通过行使抵消权用其存款本息抵销发起机构对其的贷款本息，从而使得入池证券化资产的权益以及本息的受偿会受到借款人行使抵消权的影响。

在普通 CLO 产品中，发起机构为银行，存在借款人在发起机构同时有存款的可能性。因此在此 CLO 中一般会约定，在借款人向发起机构行使抵消权且被抵销债权属于证券化资产的情

况下，发起机构应无时滞地将等额的抵销款全额支付给贷款服务机构。而在金融租赁ABS中，由于金融租赁公司没有存款业务，因此金融租赁ABS并不存在抵销风险。

（二）混同风险

混同风险是指参与机构在资产证券化交易管理过程中，将基础资产回收款账户的资金与其持有的其它资金混同在一起，若交易参与机构发生信用危机或破产清算，被混用的资金权属难以区分，可能导致证券持有人本息发生损失的风险。

混同风险是ABS投资中不可忽视的一部分，在普通CLO产品中，一般规定根据贷款服务机构的信用等级来确定回收款转付频率，该机制可减少回收款在贷款服务机构停留的时间。

考虑到租赁行业竞争愈加激烈，经营难度更大、混同风险更高，因此在金融租赁ABS中除设置上述条款外，最新立项的项目也在尝试加入外部增信担保，由保证人向证券持有人支付基础资产产生现金流与应支付证券本息的差额部分。

免责声明：本报告版权归中债资信评估有限责任公司所有。如为合理使用的目的而引用本报告中的定义、观点或其他内容，请注明信息来源于中债资信评估有限责任公司。在任何情况下，中债资信及其雇员对任何机构或个人因使用本报告所引发的任何直接或间接损失不承担任何法律责任。
