

2017 年 11 月 14 日 ABS 专题报告

多视角下的租赁 ABS

——融资租赁 ABS 系列报告之二

臧运慧

兴业研究

分析师

摘要:

- 尽管资产证券化为租赁企业开辟了新的融资渠道，但随着中小微企业信用质量下行趋势明显，今年以来发展势头明显受到遏制。本文将详细解读融资租赁 ABS 发行情况、融资人融资目的、实务操作中的问题、基础资产特点和交易结构。
- 企业 ABS、保险资产证券化、ABN、信贷 ABS——四个标准化产品条线均可发行租赁 ABS，各有侧重，相对而言金融租赁 ABS 发起机构的集中度更高，前五家占比 79.63%。
- ABS 作为融资途径具有多方面的作用，对于融资租赁公司而言，有较为突出的两点：对于大型的租赁公司来说，ABS 可突破企业的杠杆限制；对于小型的租赁公司来说，ABS 可拓宽融资渠道、降低融资成本。

- 涉及保证金、租赁物权、抵质押权等相关权益均作为基础资产入池，但在租赁 ABS 实务操作中，一般发行阶段并未入池，而是通过权利完善事件规避相关风险。
- 中小微企业为主要承租人的基础资产存质量下行风险，行业集中度风险高，且资产池入池资产笔数较少，同质化程度低；季付为主，基础资产利率水平较高。
- 关于交易结构，以优先/次级分层结构、超额利差等内部增信为主；普遍设置保证金账户提供信用支持；信用触发机制相对成熟；静态池结构为主。

关键字：融资租赁、保证金、租赁物、物权

融资租赁 ABS 发行及信用现状全解读

——融资租赁 ABS 系列报告之二

融资租赁行业一直面临融资渠道单一，融资困难的问题，资产证券化为租赁企业开辟了新的融资渠道，并且由于租赁应收款的债权范围明确，易于证券化，较其他类型 ABS 发展迅速，短期内集聚了大规模的发行体量，但随着中小企业、小微企业信用质量下行趋势明显，今年以来发展势头明显受到遏制。本文将就融资租赁 ABS 发行情况、融资人融资目的、实务操作中的问题、基础资产特点和交易结构进行详细解读。

一、四个标准化产品条线均可发行租赁 ABS，各有侧重

租赁资产证券化即以租赁资产为基础资产，由租赁公司作为发起人/原始权益人发行设立的资产证券化产品。根据发起主体经营性质的不同，主要分为融资租赁 ABS 和金融租赁 ABS，前者可在交易所、保交所和银行间债券市场发行企业 ABS 和 ABN，而后者仅可在银行间债券市场发行信贷 ABS，并由银监会进行监管审批。

图表 1：租赁 ABS 种类比较

| | 融资租赁 ABS | 金融租赁 ABS |
|------|---------------------|----------|
| 产品类型 | 企业 ABS、保险资产证券化、ABN | 信贷 ABS |
| 交易场所 | 交易所、上海保险交易所、银行间债券市场 | 银行间债券市场 |
| 监管机构 | 证监会、保监会、交易商协会 | 银监会 |
| 发起主体 | 内资、外资融资租赁公司 | 金融租赁公司 |
| 评级要求 | 单评级 | 双评级 |

数据来源：公开资料整理、兴业研究

首单融资租赁 ABS 远东首期租赁资产支持收益专项资产管理计划发行于 2006 年 5 月 10 日,由国内融资租赁龙头公司远东国际租赁有限公司作为原始权益人、东方证券股份有限公司作为计划管理人发起设立,发行规模仅为 4.86 亿元。此后资产证券化 2011 年重启后,是发展最为快速、持续的基础资产类型。

而在信贷 ABS 发行步入正轨之后,第一单金融租赁 ABS-交融 2014 年第一期租赁资产支持证券(简称“交融 2014-1”)于 2014 年 9 月 16 日在银行间债券市场发行,发行规模 10.12 亿元,交易结构采用日趋成熟且常规的信托模式。

截至目前,融资租赁 ABS 和金融租赁 ABS 分别共计发行 290 单和 21 单,发行规模分别为 3123.83 亿元和 561.55 亿元。2017 年租赁 ABS 发行金额 1123.93 亿元,仅占 ABS 发行总量的 9.77%。无论是从发行单数还是发行金额,租赁 ABS 占 ABS 发行总量的比例都大幅下降。在 8218 家融资租赁企业中,共有 129 家租赁公司参与过租赁资产证券化,企业参与度很低。2017 年已发行的租赁 ABS 发行金额仅占租赁资产合同余额的 2%,这也说明了资产证券化在租赁行业有很大的发展空间。

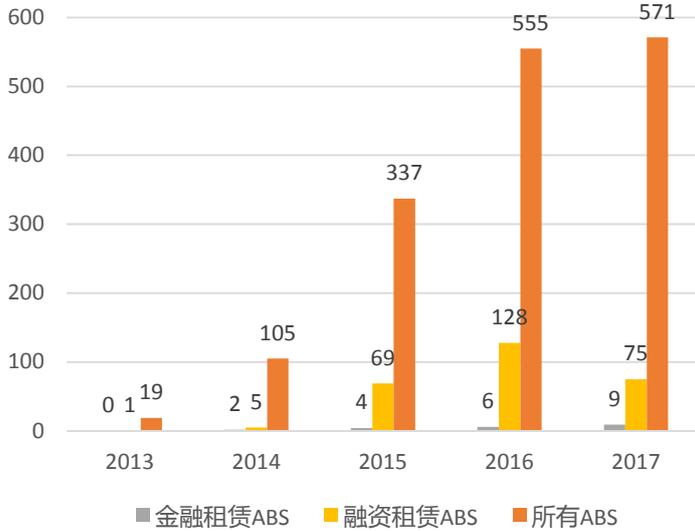
图表 2: 租赁 ABS 市场发行情况一览(单位: 亿元)

| 发行市场 | 累计发行金额 | 发行笔数 | 存续金额 | 存续笔数 |
|-----------|---------|------|---------|------|
| 银行间市场 | 848.59 | 37 | 733.98 | 31 |
| 交易所市场 | 2485.71 | 248 | 2136.32 | 207 |
| 报价系统等其他市场 | 232.69 | 26 | 163.89 | 21 |
| 合计 | 3566.99 | 311 | 3034.19 | 259 |

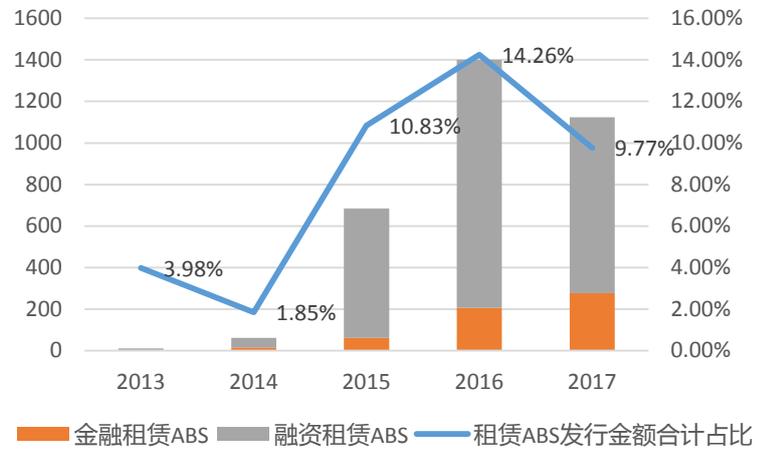
数据来源: cnabs、兴业研究

注: “报价系统等其他市场”包含上海保险交易所市场(共发行 4 单)

图表 3: 租赁 ABS 发行单数



图表 4: 租赁 ABS 发行金额 (亿)



数据来源: cnabs、兴业研究

图表 5: 租赁ABS前五大发起机构

| 融资租赁 ABS | | | 金融租赁 ABS | | |
|----------|----------|-------------|----------|----------|-------------|
| 发起机构 | 发行金额 (亿) | 前五大机构发行金额占比 | 发起机构 | 发行金额 (亿) | 前五大机构发行金额占比 |
| 远东宏信 | 596.09 | 39.41% | 招银金融租赁 | 173.90 | 79.63% |
| 平安国际融资租赁 | 216.56 | | 华融金融租赁 | 129.00 | |
| 聚信国际租赁 | 142.16 | | 兴业金融租赁 | 68.77 | |
| 汇通信诚租赁 | 122.02 | | 皖江金融租赁 | 46.36 | |
| 上海易鑫融资租赁 | 107.53 | | 江苏金融租赁 | 29.15 | |

注: 此处“远东宏信”代指远东宏信所控股的租赁公司, 包括远东国际租赁有限公司、远东宏信(天津)融资租赁有限公司

数据来源: cnabs、兴业研究

在所有租赁ABS中, 前五大机构发行金额占比约为35%, 集中度较高。金融租赁ABS的集中度更高, 前五家发行机构占比高达79.63%。远东宏信控股的远东国际租赁以及远东宏信(天津)融资租赁公司走在租赁行业资产证券化融资的前端, 发行金额高达596亿, 占有所有租赁ABS

发行金额的16.7%。金融租赁公司中招银金融租赁和华融金融租赁发行占比显著高于其他金融租赁企业。

二、ABS对于融资租赁公司的意义

ABS作为一种融资途径，具有多方面的作用，具体对于融资租赁公司而言，其较为突出的有两点：

1、对于大型的租赁公司来说，ABS可突破企业的杠杆限制。大型租赁公司，其业务规模逐步拓展，客户需求增加，而资本金规模相对稳定，增幅较其业务规模增幅甚微。尽管相对小贷公司来说，至少10倍的杠杆水平已经很高，但监管杠杆限制仍对其业务扩张带来限制，而ABS融资可实现债务和资产出表，非杠杆融资，可使表外资产大规模扩张。而大型租赁公司其实融资渠道相对畅通，公开发债和银行借款等传统融资方式的融资成本也并不高，相对于拓宽融资渠道、降低融资成本，突破杠杆限制是大型融资租赁公司的头等需求，因此这类公司的ABS发行必然要求出表，自持次级的比例不能过高，且不会提供差额支付、担保等支持措施，更不会在ABS到期日进行回购。

2、对于小型的租赁公司来说，ABS可拓宽融资渠道、降低融资成本。小型租赁公司融资渠道相对受限，主体信用资质难以达到发债企业的信用要求，即便银行给予的授信全部使用，杠杆使用程度也远低于监管要求，且融资成本相对较高。这类公司发行ABS的目的中，拓宽融资渠道和降低融资成本甚于出表，且鉴于其资产质量略弱、资产池集中度

略高，发行的ABS优先级要达到较高的信用等级以降低融资成本，一般需要外部支持，租赁公司通常选择差额支付而非寻求外部担保的方式来提高信用等级，此时便无法出表，而租赁公司本身对出表需求也并不强烈。

三、租赁ABS涉及的实务操作问题

严格来说，租赁ABS的基础资产是租赁公司依据租赁合同对承租人享有的租金请求权和其他权利及附属担保权益，包括但不限于抵质押权、第三方担保、保证金项下的相关权益、与租赁物相关的保单及承租人未能及时还款时处置租赁物的收入所得等。

融资租赁通常涉及保证金，系承租人在租赁期初向出租人缴纳的、承诺在以后每个付款期按照合同约定按时付款的一定比例的现金，正常情况下承租人最后一期租贷款偿付完毕后，保证金会返还至承租人，或者直接冲抵最后未付的租贷款。而在任一还款日，承租人逾期未付租贷款时，可从保证金中扣除。租赁ABS中，考虑到入池租赁应付款相关的保证金同时入池，会大幅缩减募集资金规模，因此一般不会将保证金实质入池，而是留在原始权益人账上代为保管，一旦某笔租赁资产逾期，按照约定基础资产实质包含了“保证金项下的相关权益”，逾期资产对应的现金流会从保证金中划入专项计划。

关于租赁物方面，尽管基础资产及其转让并不直接涉及租赁物，但是构建在租赁物基础上的租赁债权，因此入池债权相关的租赁物不能是

已设立抵押、被司法机关查封扣押的、所有权存在瑕疵的租赁物。而在基础资产转让至专项计划/信托计划阶段，租赁物是不跟随租赁债权进行转移的，主要是由于专项计划/信托计划并不具备租赁牌照。

存续期内，若承租人未及时偿付租金并经催款后无力缴纳，要求原始权益人尽快处置租赁物进行现金流回收，并将所获款项抵偿未偿租金及相关费用入池，原始权益人对租赁物所有权的拥有仅为“代持”性质。也正因如此，为防止租赁物在原始权益人破产清算时被列入清算资产，其信用质量下滑或风险事件发生时一般会触发权利完善事件，将租赁物物权转移至专项计划或其他指定租赁公司。但这一处理方法可能使得租赁物的所有权发生争议，导致租赁物无法处置。进而，承租人可能对原始权益人享有的租金请求权提出抗辩。若法院对出租人和承租人之间的关系进行重新认定，可能给专项计划造成损失。

基础资产转让时，应通知债务人，并进行抵质押权的变更登记，未办理上述事宜的，一般需要通过权利完善事件来规避相关风险。

税务方面，由于承租人所需要的增值税发票在租赁应收款的每个付款日由原始权益人开具，而租赁应收款转让至专项计划/信托计划时，专项计划不具备开票资格，计划管理人/受托人由于内控原因，一般也很少能代为开票，开票方便只能由原始权益人承担，但有些地区的税务部门并允许这一操作，实际业务过程中，通常与当地税务部门沟通存续期内租赁应收款的开票问题，尽量仍由原始权益人代为开票，简单快捷。

四、基础资产特点

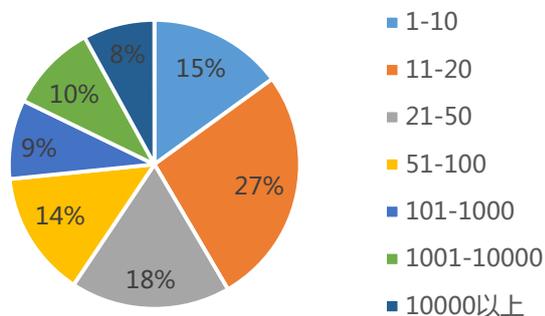
1、基础资产笔数较少，同质化程度低，质量存下行风险

除重卡租赁等承租人是个人的 ABS 外，70%左右的租赁 ABS 产品基础资产笔数都在 100 笔以内，一万笔以上的租赁 ABS 仅占 8%左右，其中，资产池笔数分布 1-10 笔和 10-20 笔区间内的分别占比 15%和 27%，租赁债权分散度较低，集中度风险偏高。且承租人是中小企业甚至小微企业，当前信用质量存下行风险。

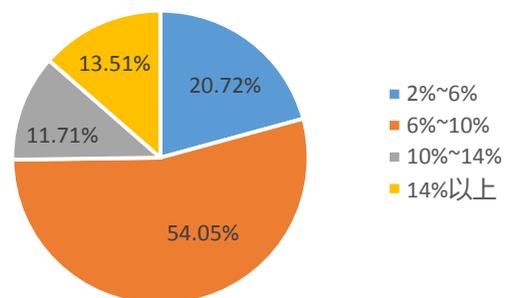
2、季付为主，基础资产利率水平较高

约 78%的租赁 ABS 基础资产均采用季付方式，且还款额度一般是按照承租人的融资需求和还款进度要求定制化设计。资产池加权平分利率分布在 2.07%-18.59%之间，利率分布在 2%-6%的租赁 ABS 占比仅 20%，约一半的租赁 ABS 基础资产利率分布在 6%-10%之间；约 25%的租赁 ABS 基础资产利率在 10%以上。总之，利率水平较高，易超过证券利率水平形成超额利差为资产支持证券的本息偿付提供信用支持。

图表 6: 基础资产笔数分布



图表 7: 基础资产利率分布

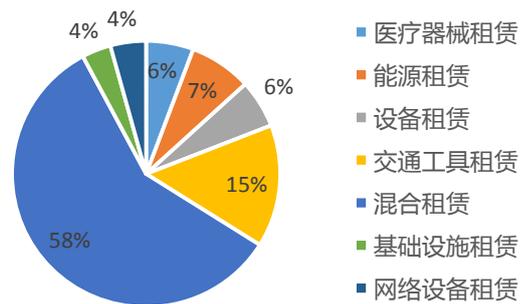


数据来源: cnabs、兴业研究

3、资产池承租人行业集中度较高

从行业分布来看,约 58%的租赁 ABS 基础资产分布于多个行业(混合租赁),而 42%的租赁 ABS 基础资产仅分布于 1 个行业,包括租赁公司仅为 ABS 通道的单一承租人 ABS。分布于 1 个行业的 ABS 中,主要集中在交通运输、工业制造、电子、能源、医疗等行业。在混合租赁中,上述行业的租赁资产也占据了主要地位。基础资产所处行业的集中度提高了租赁 ABS 的风险,同时租赁物主要为机械设备、交通运输设备等企业固定资产,流动性较差,回收价值低。

图表 8: 基础资产种类描述



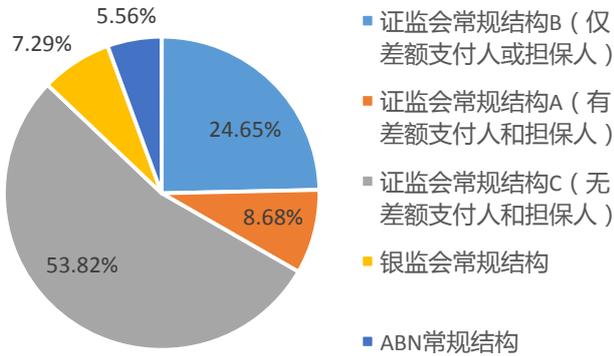
数据来源: cnabs、兴业研究

五、交易结构分析

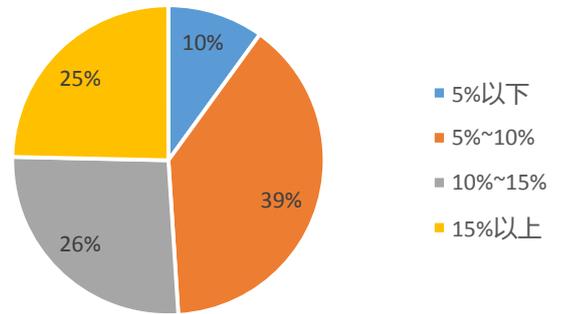
1、以优先/次级分层结构、超额利差等内部增信为主

租赁 ABS 较少设置外部增信措施,内部增信是其主要增信措施。未设置差额支付以及担保机制等外部支持措施的 ABS 产品占 69.79%,两项增信措施均采用的 ABS 仅占 5.56%。

图表 9: 租赁 ABS 交易结构种类



图表 10: 租赁 ABS 次级占比分布



数据来源: cnabs、兴业研究

内部增信措施方面，优先/次级的内部分层仍是优先级最主要的支持来源。在所有已发行的租赁 ABS 产品中，次级占比超过 10% 的约占一半左右，约四分之一的 ABS 次级占比在 15% 以上。最高次级占比达 33.94%。总体来看，次级对于优先级的支持力度较高。除此之外，次级对优先级的支持还需叠加超额抵押综合分析。

租赁 ABS 的基础资产利率水平较高，易形成超额利差对现金流偿付提供保障。在所有已发行的租赁 ABS 产品中，加权贷款年利率超过优先级利率的产品占比超过 90%。

2、普遍设置保证金账户提供信用支持

尽管保证金初始不入池，但租赁 ABS 一般会在专项/信托计划账户下设置保证金科目，与原始权益人约定承租人缴纳的保证金转入保证金科目的条件。在承租人未能如约缴纳租金的情况下，保证金科目的资金

将对差额进行补足。相较于其他债权资产，保证金属于融资租赁合同的特有安排，为租赁 ABS 提供了一定的信用保障。

3、信用触发机制相对成熟

租赁 ABS 产品一般设置三类信用触发事件：违约事件、加速清偿事件及权利完善事件。

违约事件指同资产支持证券兑付相关的违约事件。加速清偿事件指同参与机构履约能力、资产池违约率相关的加速清偿事件。尽管专项计划/信托计划在账户安排上略有不同，但这两类事件触发后的处理思路类似，都是将支付各类费用后的账户资金优先偿付优先级证券本息，剩余资金再分配给次级证券持有人。

权利完善事件主要用于解决租赁物所有权争议问题及资产转让过程中涉及到的通知债务人、抵质押变更登记问题。权利完善事件的触发条件一般是原始权益人出现风险事件或者信用级别下调，为彻底实现租赁债权及租赁物所有权与原始权益人的破产隔离，不至被列入破产清算资产所设。权利完善事件触发后，租赁物物权需及时转移，通知债务人、抵质押变更登记等工作均需完善。

部分租赁 ABS 也会设置回收款转付机制，尤其在发起主体信用风险增加或其他事件触发时，一般会将长周期的归集转付机制缩短，如季度归集转付变更为月度归集转付，加快资金回收频率，并要求承租人还款现金流直接支付至专项计划账将户。

另外，少量租赁 ABS 也会设置回购条款，要求原始权益人在违约事件或加速清偿事件触发时回购剩余所有基础资产，该类 ABS 并未真实出售基础资产，难以实现与原始权益人的破产隔离，且无法出表。

4、静态池结构为主

目前已发行的租赁 ABS 产品基本为静态池结构，仅有少量项目设置了循环购买机制。静态池结构有助于降低再投资风险，但资金利用率较动态池略弱。

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”, CIB Research)提供, 本报告中所提供的信息, 均根据国际和行业通行准则, 并以合法渠道获得, 但不保证报告所述信息的准确性及完整性, 报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。 本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断, 我司有权随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。 本报告内容仅供报告阅读者参考, 一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出, 对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果, 我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的, 应视为分析师的个人观点, 并不代表所在机构。 我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。 分析师本人自认为秉承了客观中立立场, 但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证, 相关风险务请报告阅读者独立做出评估, 我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议, 不能作为任何投资研究决策的依据, 我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体, 我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述, 均应从严格经济学意义上理解, 并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见, 报告阅读者也不应该从这些角度加以解读, 我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任, 并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。 除非是已被公开出版物正式刊登, 否则, 均应被视为非公开的研讨性分析行为。 如引用、刊发, 需注明出处为“兴业经济研究咨询股份有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。