

存续期跟踪评级要点之融资租赁 ABS

引言

近年来，我国资产证券化产品发展迅猛，发行规模持续保持增长态势。根据 CNABS 数据显示，截至 2021 年 12 月 28 日，信贷资产证券化累计发行 1166 单，累计发行规模为 53573.31 亿元，其中存续产品 603 单，存续产品规模为 17357.34 亿元；企业资产证券化累计发行 5653 单，累计发行规模为 66838.95 亿元，其中存续产品 2818 单，存续产品规模为 29571.64 亿元。伴随着资产证券化业务的发展，**证券存续期间的风险事件也陆续出现，风险点主要体现在交易安排、底层资产、增信主体和相关参与方履职风险等方面**。本系列专题将按照资产证券化产品类型划分，从评级的角度提示资产证券化产品存续期间的重点关注因素，以及需注意的一些重大风险表现或问题。

一、融资租赁 ABS 发行情况及常见交易结构

1. 近年发行情况

2018~2021 年 11 月，交易所市场和银行间市场共发行融资租赁(不包括汽车租赁、飞机租赁)资产证券化项目 486 笔，发行规模 5381.51 亿元；2018~2021 年 11 月，融资租赁资产证券化项目发行规模和发行笔数均逐年递增。其中，仍有 401 笔项目处于存续期。面对如此大的存续规模和新增规模，做好存续期管理和跟踪评级成为了防范信用风险的关键所在。

图 1 2018~2020 年及 2021 年 1~11 月发行规模统计



资料来源：CNABS，联合资信整理

2. 交易结构简介

融资租赁债权资产证券化是以租赁资产为基础资产，由商业融资租赁公司/金融租赁公司作为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，主要分为融资租赁和金融租赁，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，并由银保监会进行监管审批。租赁资产 ABS 化能够在很大程度上拓宽融资租赁公司的融资渠道、降低融资成本、提高资金流转速度、优化资产负债结构并部分转移和降低经营风险，相对于传统的债项融资工具有着较为明显的优势。交易结构如下图所示。

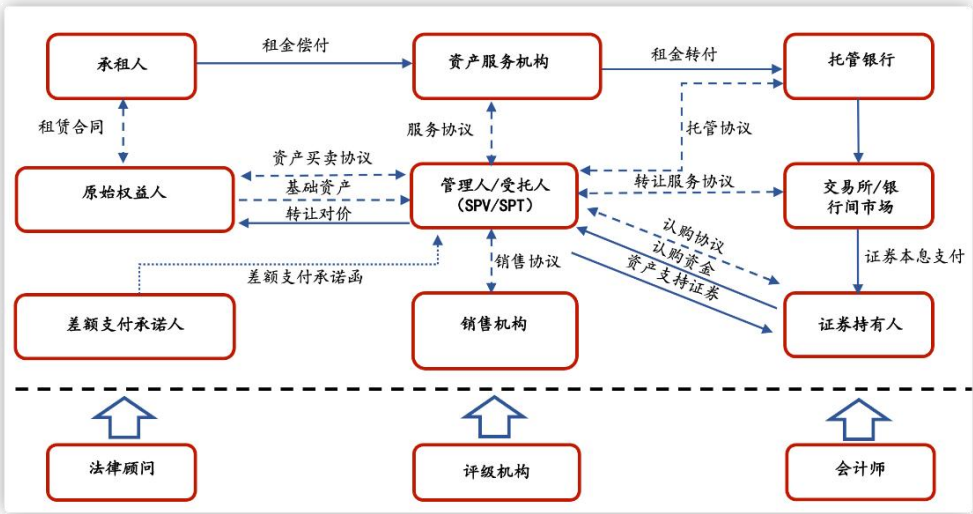


图 2 交易结构

资料来源：联合资信整理

在常见的融资租赁资产支持证券的交易结构中，一般由管理人/受托人设立特殊目的载体（SPV/SPT），管理人/受托人收到募集资金后，用于向原始权益人购买租赁债权资产，再以租赁债权资产形成的本息收益按交易结构的约定向资产支持证券持有人还本付息。融资租赁债权资产支持证券一般交易结构如上图所示。一般而言，原始权益人会继续承担资产服务机构的角色，对属于 SPV/SPT 的基础资产现金流回款进行归集、转付、催收以及违约基础资产租赁物的处置。

二、跟踪评级重点关注内容

跟踪评级的目的在于根据证券发行及兑付情况、基础资产的质量、增信主体的信用风险水平、参与方的履职能力并结合量化分析对存续优先级证券的信用风险进行重新评定。证券的发行及兑付情况影响到存续资产支持证券的规模及后续兑付安排；基础资产的质量直接影响到剩余优先级证券的风险水平；对于部分依赖增信主体的优先级证券，增信主体风险水平是决定优先级证券风险水平的重要因素；参与方的履职能力是交易结构正常运作

的重要定性因素；最后，结合新的量化分析，我们可以得出存续优先级证券的信用等级。

1. 证券发行及兑付情况

（1）核实发行利率情况

证券发行后进入存续期，需要核对相关发行情况和首评相比是否一致。需要关注证券实际发行的利率是否超过首评量化测算中最大加压利率。需要在跟踪评级的量化测算过程中着重观察利率变化带来的影响，以判断优先级证券是否因此受到不利影响，及时评估证券等级的变化情况。跟踪评级量化测算中采用真实发行利率，无需再对利率进行额外加压。

（2）确认兑付情况

存续期间，应将各方出具的存续期管理文件，如《收益分配报告》、《资产管理报告》、《资产服务报告》和《托管报告》与各期兑付的相关凭证及文件进行交叉验证，确认每期是否按交易结构的安排足额兑付应付的本金及利息。随着部分优先级证券的兑付，以及超额利差带来的资产池超额抵押的累积，剩余资产支持证券获得的信用支持往往会明显提升。此外，在计算超额抵押时，需要确认专项计划各个账户的余额并确认是否存在在途资金，索要账户余额凭证，将属于专项计划的资金纳入资产池总额。

（3）确认交易结构执行情况

违约基础资产赎回及置换机制

通常的交易结构中，违约基础资产赎回及置换一般是原始权益人的权利而非义务，在设有增信方的交易结构中，极端情况下，原始权益人不希望触发差额补足事件，因此会对违约基础资产进行赎回或置换。若存续期内发生违约基础资产赎回事项，我们需要对赎回金额进行确认并收集资金划转凭证/文件；若存续期内发生违约基础资产置换，我们则需要配合管理人/受托人以及项目律师对置换入池的基础资产进行尽调，审核其是否符合基础资产合格标准，未偿本金余额是否符合置换要求，并判断该笔基础资产信用水平状况。

不合格基础资产赎回及置换机制

通常的交易结构中，不合格基础资产赎回及置换一般情况下是原始权益人的义务。若在存续期内发生不合格基础资产赎回事件，一方面我们需要确认赎回金额、置换资产是否符合交易文件的约定，另一方面需要评估其他基础资产出现类似情况的风险，并评估该等事件的执行对优先级证券的影响。

各项触发事件机制是否触发

加速清偿事件、违约事件的触发一般与基础资产的表现（累计违约率）、证券兑付情况、资产服务机构能力、增信方（如有）的信用水平挂钩。因此，在跟踪评级的过程中需要根据基础资产的实际表现情况、证券兑付情况和资产服务机构及其他参与方的信用表现情况，确认是否应该触发各项触发事件，与《管理报告》中披露的内容是否相符。若触发权利完善事件，需要核实触发事件引起的现金流归集、偿还等安排是否得到了有效的执行。最后，需要评估触发事件对优先级证券造成的影响。

2. 基础资产质量

(1) 基础资产的信用水平

在跟踪评级的过程中，需要关注《资产服务报告》中披露的基础资产早偿、逾期以及违约情况，持续跟踪基础资产现金流产生、归集和划转情况，判断基础资产现金流回款是否符合预期，并与承租人回款凭证相核对，确认信息披露的真实性。

跟踪评级中，需要获取存续基础资产承租人及担保人最新的财务和经营资料，重新评估基础资产影子评级。对于基础资产现金流的重要提供方（占比超过 15%，关联方合计占比超过 20%）要重点分析和尽调。对于逾期和违约基础资产，需要与资产服务机构确定后续处置情况，并根据具体情形对其影子级别进行下调。对于基础资产早偿，一方面会加速优先级证券的兑付，另一方面会减少专项计划的利息收入，具体影响需视情况而定。

(2) 基础资产集中度

基础资产的集中度主要表现在承租人集中度、地区分布集中度以及行业集中度分布。我们一般认为单笔、地区或行业占比超过 15%为集中度高，需重点关注集中度高的地区经济发展是否稳定、集中度高的行业政策是否稳定，行业发展是否健康，对于占比较大的承租人（占比超过 15%），需要关注其信用风险、公司经营及财务状况。此外，需将跟踪基准日的集中度与初始基准日的集中度相对比，一般而言，随着承租人的还款，资产池中的部分资产会先到期，导致资产池集中度的上升，从而对基础资产的质量产生不利影响。

(3) 剩余期限

随着承租人的还款，基础资产的剩余期限会进一步缩短，从而减少了风险暴露敞口，有利于基础资产质量的提升。

(4) 保证金

随着基础资产的回款，单笔资产未偿本金余额降低，从而保证金的比例将会提升，有利于基础资产质量的提升。

(5) 加权平均利率水平

由于证券已发行，发行利率已确定，存续资产池加权平均利率水平的变化影响超额利差的大小，超额利差越大，对优先级证券兑付越有利。

结合证券兑付情况和基础资产表现情况，将基础资产指标对优先级证券的影响总结如下表：

表 1 不同基础资产统计指标对优先级证券的影响

基础资产指标	对优先级证券兑付风险的影响
剩余期限缩短	利好
加权平均利率水平提升	利好
保证金占比提升	利好
超额抵押提升	利好
集中度提升	非利好
影子评级下降	非利好
逾期、违约	非利好

早偿	不一定
----	-----

资料来源：联合资信整理

3. 增信主体信用风险分析

跟踪期内，需关注优先级证券增信主体的信用风险状况，包括企业概况、行业分析、经营分析、财务分析、增信主体级别与展望等。根据增信主体的最新主体长期信用等级判断对优先级证券的信用提升。

4. 参与方履职能力

跟踪期内，需关注计划管理人、托管人等参与方是否发生替换，履职情况是否稳定、是否发生重点风险事项（如监管处罚等）等可能影响其他参与方履约能力的事件。

5. 量化分析

组合资产信用风险分析模型、关键债务人违约压力测试模型和现金流压力测试模型，这三种量化模型是对融资租赁债券资产证券化产品进行量化分析的核心工具。而在跟踪评级的工作中，量化分析的重点则是对比跟踪期末各模型的结果与上次评级时的变化情况。最终可根据最新的模型计算的结果判断信用等级的变化情况。

组合资产信用风险分析模型主要作用是通过上百万次验算，模拟测算基础资产的现金流违约表现，并最终得到不同信用等级水平下资产支持证券最少需要承受的资产池目标级别违约比率（TRDR）和目标级别损失比率（TRLR），进而我们可以通过对比跟踪评级时相同目标级别下 TRDR 和 TRLR 的变化情况，判断各个目标级别的证券的风险敞口的变化情况。结合跟踪时受评证券可获得的信用支持情况，最终可得到在此模型下各受评证券的级别结论。

关键债务人违约压力测试模型主要作用是衡量占比高的债务人集中违约的风险。承租人集中度越高，关键债务人违约压力测试得出的目标级别下最低分层支持要求也就越高，结合跟踪时受评证券可获得的信用支持情况，最终可得到在此模型下各受评证券的级别结论。

现金流压力测试模型的主要作用是测试优先级证券的临界违约率，即优先级证券能承受的最高违约比率，与组合资产信用风险分析模型中得出的 TRDR 进行比较，判断预期回款现金流对受评证券的保护程度，最终可得到在此模型下各受评证券的级别结论以及获得的保护距离。需要特别指出的是，在跟踪评级的现金流压力测试中，应注意区分考虑正常资产、逾期资产和违约资产的现金流以及属于专项计划账户的现金余额。具体而言，针对正常类资产的现金流进行不同压力情景的加压模拟；针对逾期和违约资产，需要评估其预计能回收的金额；针对从属于专项计划各账户的现金余额，需要核实各账户余额凭证，确认其准确性和真实性，并确认是否存在在途资金，对于确定属于专项计划可回收的现金资产，不需要进行额外加压。从证券端看，由于发行参数均已确定，不再进行加压。

值得注意的是，量化模型的测试结果也可以比较直观地反映出基础资产的整体变化情况：在组合资产信用风险分析模型中，若出现 TRDR 和 TRLR 的数值在相同目标级别下较上次评级时变低的情况，则可说明资产池的整体质量变好；在关键债务人违约压力测试模型中，若在相同目标级别下的最低分层支持要求较上次评级时变低了，则可说明资产池的分散度情况变好。

最终，结合三个模型结论，我们可以判断各证券的级别结论是否发生了变化、各证券的违约概率是否发生变化。级别的提升或下降是相对比较明显的变化，可以直观地反映受评证券的违约概率变化情况。不过如果级别结论未发生变化，我们也可通过观察受评证券在相同目标压力级别下现金流压力测试中获得的保护距离的变化去细致地判断受评证券在跟踪评级时违约概率的变化情况：保护距离变大，则说明违约概率下降，反之亦然。

三、跟踪评级过程中发现的主要问题

从历史跟踪评级情况看，融资租赁资产证券化项目通常存在四个方面的问题：1.资金混同风险较高；2.基础资产信用水平下滑；3.存续期报告信息披露不真实；4.增信主体存在信用水平下滑的风险。

1. 资金混同风险

资金混同风险指的是若资产服务机构信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，基础资产回收款可能与资产服务机构其他资金混同，从而给专项计划资产造成损失的风险。在融资租赁资产证券化项目中，基础资产一般是按季偿还本息，资产服务机构按季度将基础资产回收款从收款账户转付至监管账户，再由监管账户转付至专项计划账户。大多数情形下，监管账户并非资产服务机构收款账户，只是采用隔天划转的形式，起不到实际资金监管作用，因此，可能存在原始权益人在现金流归集期间占用资金的情况。

针对该风险，在跟踪评级时，可以通过资产服务机构提供的资金划转凭证、收款账户及托管账户的交易流水，交叉比对各个账户之间的资金流转情况，确认基础资产回收流程是否符合交易结构安排，是否出现专项计划资金被挪用的情况。此外，需对资产服务机构的信用状况进行同步跟踪，排查因资产服务机构信用状况恶化带来的资金混同风险。

2. 基础资产信用水平下降

近两年，新冠肺炎疫情蔓延，对我国经济和贸易造成了一定的冲击，经济增长放缓。随着我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济的系统性风险可能影响到基础资产的信用表现。若基础资产出现大量逾期、违约，将对未来现金流回款产生重大的不利影响。

在跟踪过程中，对于发生逾期、违约的基础资产，有必要与原始权益人/资产服务机构沟通。对于逾期资产，若基础资产附有保证金，需要获取保证金对逾期资金补足的文件凭

证，确认保证金是否按约定对逾期资金进行补足；对于违约资产，需要获取承租人应对的工作记录以跟踪最新进展，确认资产服务机构是否应对恰当并尽职尽责，此外，还需确认租赁物的后续处置是否合理。最后，根据获得的基础资产承租人及担保人的财务经营数据对基础资产的信用水平做出新的判断，排查基础资产信用风险下降风险。

3. 存续期报告信息披露不真实

在跟踪评级时，资产服务机构会提供《资产服务报告》、存续资产字段表及现金流回款计划表。根据历史经验，存在基础资产逾期或违约，而资产服务机构垫付资金，从而隐瞒资产真实表现的情况。为应对该风险，应向原始权益人索要承租人的租金还款凭证，排查信息披露不真实的风险，确保基础资产信息披露的真实性。

4. 增信主体信用水平下滑

若存续期增信主体信用状况下滑，一方面可能触发各类触发事件，从而引起现金流归集、兑付的安排的改变，另一方面可能引发部分承租人借机恶意拖欠还款的行为。此外，增信主体信用水平下滑对依赖主体增信达到目标级别的优先级证券影响重大，需要结合增信前基础资产量化分析的结果重新判断优先级证券级别。因此，对于增信主体，需要收集其最新财务数据、经营数据以及其他信息对其主体长期信用等级做出新的判断，必要时现场尽调，以排查因增信主体信用水平下滑带来的风险。

四、总结

近年来，融资租赁 ABS 存量规模大且增长迅速。由于融资租赁 ABS 基础资产相对较为集中，故跟踪评级中需要重点关注每笔基础资产的质量表现，并加强对参与机构提供的管理报告等文件真实性的审核，以确保跟踪评级时模型的准确性；此外，交易结构是否得到合理的执行也需要重点确认；同时，部分项目中增信主体的信用水平关系到优先级证券的信用等级和交易结构的安排，也需要重点关注；最后，存续期内也应该关注资产服务机构的信用状况及其他参与机构的履约情况，评估因参与机构自身信用状况下降进而履约能力不足而引起的资金混同风险。