

存续期跟踪评级要点之应收账款 ABS

引言

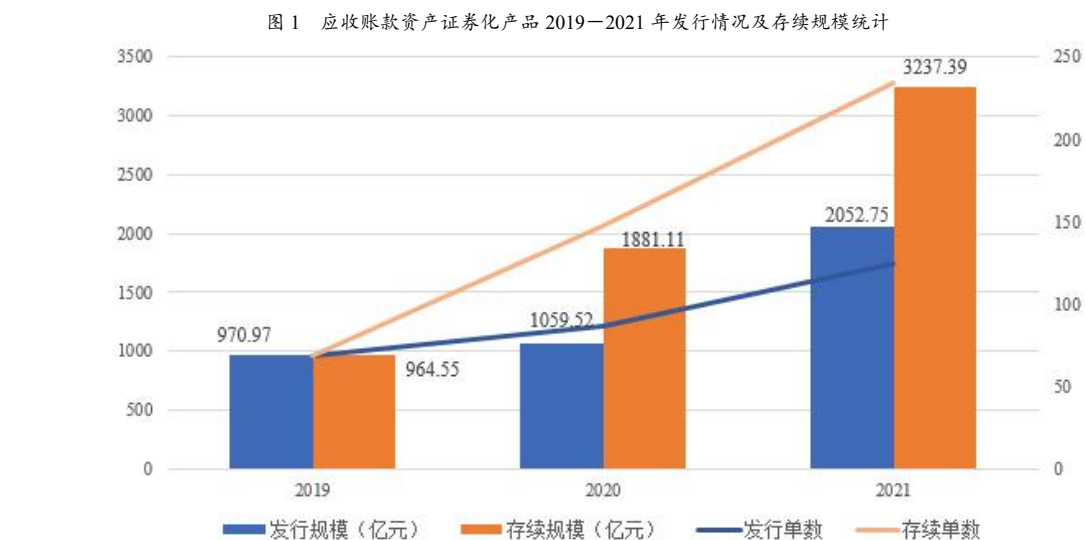
近年来，我国资产证券化产品发展迅猛，发行规模持续保持增长态势。根据 CNABS 数据显示，截至 2021 年 12 月 28 日，信贷资产证券化累计发行 1166 单，累计发行规模为 53573.31 亿元，其中存续产品 603 单，存续产品规模为 17357.34 亿元；企业资产证券化累计发行 5653 单，累计发行规模为 66838.95 亿元，其中存续产品 2818 单，存续产品规模为 29571.64 亿元。伴随着资产证券化业务的发展，证券存续期间的风险事件也陆续出现，风险点主要体现在交易安排、底层资产、增信主体和相关参与方履职风险等方面。本系列专题将按照资产证券化产品类型划分，从评级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

本篇内容主要关注应收账款 ABS 产品在存续期内的跟踪评级的要点。应收账款 ABS 作为企业增强存量资产流动性、优化债务结构的重要融资工具得到了广泛应用，然而在当前宏观经济下行和新冠疫情等外部因素的冲击下，其违约风险也随之增加；同时，不同行业的应收账款差异较大，更为应收账款资产证券化带来了一定的挑战。本文首先介绍了应收账款 ABS 常见的交易结构，然后介绍了跟踪评级中需要重点关注的内容，最后对跟踪评级中常见的问题进行了分析。

一、应收账款资产证券化概述

1、近三年发行情况

从发行情况来看，2019—2021 年，应收账款资产证券化产品在交易所市场和银行间市场共发行 280 单，发行规模 4083.24 亿元，近三年来，应收账款资产证券化产品发行规模逐年递增；截至 2021 年末，处于存续期的应收账款资产证券化产品合计 234 单，存续规模合计 3237.39 亿元。近三年来发行情况如下图所示。



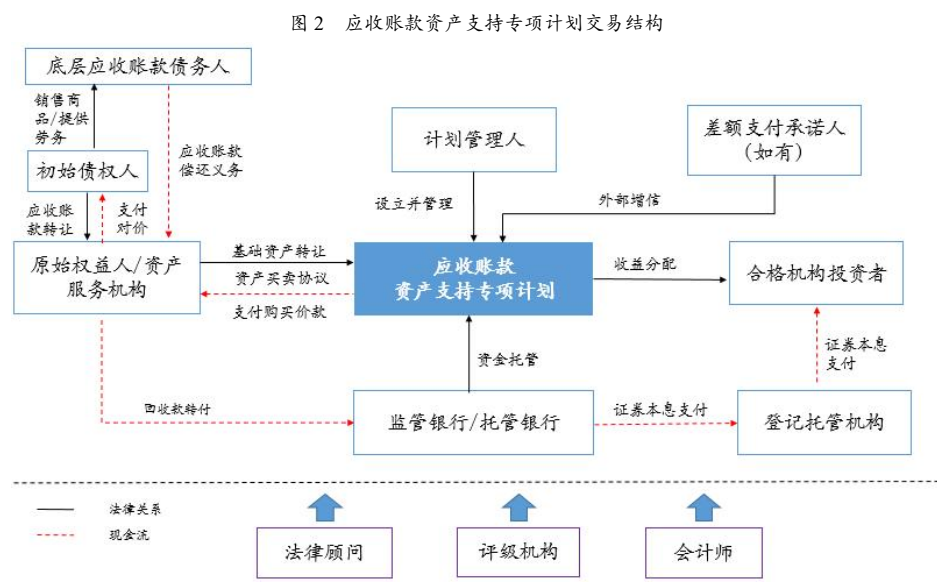
2、常见交易结构

应收账款是指企业因履行合同项下销售商品、提供劳务等经营活动的义务后获得的付款请求权¹。实操中，不同行业应收账款在合同金额和付款周期上存在差异，我们根据其所属行业特征一般分为

¹ 该定义来自于上海证券交易所、深圳证券交易所和机构间报价系统三大资产支持证券挂牌交易场所于 2017 年 12 月 15 日发布的《企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》和《企业应收账款资产支持证券信息披露指南》。

基建类、贸易类和医药类应收账款。

应收账款资产证券化，是由企业作为发起人，将其所拥有的符合标准的应收账款组建基础资产池出售/转让给资产支持专项计划/资产支持票据等特殊目的载体（SPV），由计划管理人/受托人发行设立的资产证券化产品。以在交易所发行的资产专项计划产品为例，交易结构如下图所示。



考虑到不同行业的应收账款差异较大，在专项计划的交易结构设置上也会有所不同。对于基础资产账期较短和封包期较长的情况，专项计划一般会设置循环购买结构，具体而言：账期较短的基础资产，如贸易类应收账款结算周期通常为 3~6 个月不等，医药类应收账款结算周期通常为 6~9 个月不等，往往存在资产期限和专项计划期限不匹配的情况；在资产证券化推进的过程中，从资产封包到产品发行往往存在一定的时间周期，期间初始入池的应收账款很可能已经实现了部分回款，通过循环购买结构避免资金闲置或融资效率的降低。

对于循环购买交易结构，专项计划的存续期会被划分为循环购买期和摊还期。在循环购买期内，基础资产回收款归集转付至专项计划账户，在支付完专项计划各项费用和优先级证券的收益后，剩余部分资金将用于购买新的、符合合格标准的基础资产进入资产池；循环购买期届满进入摊还期，专项计划将停止循环购买，基础资产回收款将在支付完专项计划的各项费用和优先级证券的收益后用于过手摊还优先级证券本金。循环购买的频率将根据基础资产的回款情况按月、按季度、按半年进行，或者设置回款达到一定的金额等条件，触发临时循环购买安排。

对于非循环购买交易结构，专项计划一经设立将不再有新的资产循环入池，初始的资产池所产生的回款将被直接用于支付专项计划各项支出。

由于应收账款都是无息资产，一般通过设置折价购买²来覆盖资产证券化产品利息及相关税费的支出。对于循环购买结构，可在期初一次性折价购买或循环购买期间不断折价购买；对于非循环购买结构，通常在期初一次性折价购买。

二、跟踪评级关注要点

1、存续期证券的兑付情况

存续期间，需关注证券的兑付情况。首先，根据交易结构的安排，确认专项计划是否设置循环

² 一般情况下，基础资产购买价格=应收账款金额*折价率，具体的购买价格根据应收账款的实际情况及项目的交易结构设置确定。

购买结构以及兑付的频率；其次，通过《资产服务机构报告》《收益分配公告》等中介机构报告披露的资产证券化产品的兑付情况，确认优先级产品是否得到了及时、足额的偿付。

需要注意的是，对于设置了循环购买结构的应收账款 ABS 产品，首先需要确认截至跟踪评级的时间点专项计划的循环购买期是否已经结束，然后，对仍处于循环购买期内的产品，确认是否按交易安排及时、足额支付优先级利息，剩余的资金是否按交易安排用于循环购买新的资产；对处于摊还期的产品，确认专项计划账户资金是否按交易安排足额兑付优先级证券本息。

2、交易结构安排执行情况

（1）专项计划触发事件

交易结构的设计上，专项计划往往会设置加速清偿事件、权利完善事件、提前结束循环购买事件、差额支付启动事件（如有）、违约事件等信用触发事件，以期在资产池信用质量发生负面变化时，通过改变交易结构安排进行风险缓释，包括结束循环购买、通知相关权利义务方进行账户变更、改变现金流支付顺序以更好地保障更高等级优先级证券的兑付等措施。跟踪评级中，应关注基础资产池的变化是否触发相关事件安排，以及触发后的处置是否严格按照交易文件的约定，优先级证券的偿付是否得到了保障。

（2）循环购买情况

循环购买的结构下，跟踪期内，应关注基础资产的循环购买情况。首先，通过每一次循环购买的资产清单，核对循环购买资产是否满足入池资产合格标准的要求，进而确认循环购买后资产池整体质量是否会发生负面变化。

此外，就循环购买安排，我们会进一步核对（a）是否按照交易文件约定的触发条件启动的循环购买、循环购买的价格是否按照交易文件的约定执行；（b）通过历史循环购买情况，结合循环购买金额、循环购买价格和账户余额等信息计算循环购买指标以评估循环购买效率，进而评估循环购买后是否存在基础资产池存续规模不足而对证券的兑付带来不利影响。

3、基础资产质量

（1）基础资产的信用水平

跟踪评级时，应根据资产服务机构提供的截至跟踪基准日的资产池清单，了解跟踪期内资产池的变动情况，具体而言：包含截至跟踪基准日剩余未偿应收账款金额、应收账款笔数、期限、行业和地区集中度、重要债务人（如有）、提前结清金额。

需要特别说明的是，应重点关注不合格资产的情况。一般情况下，交易文件中会约定，存续期内发现不合格资产后的相关处置机制。跟踪评级时，通过《资产服务机构报告》《资产管理报告》等中介机构报告中披露的有关不合格资产的情况，对相关责任方是否按约定对不合格资产进行了处置加以尽调核实：若进行赎回/回购处置的，相应的赎回/回购价款是否按时足额支付至专项计划账户；若进行置换处置，置换后的资产是否满足基础资产合格标准，置换部分的资产信用水平，进而评估其对优先级证券产品的兑付的影响。

（2）基础资产回款情况

跟踪期内，应持续关注基础资产的回款情况。近年来，受宏观经济环境和新冠疫情的影响，底层债务人的正常经营受到一定影响：如医药类应收账款的债务人多为公立医院，疫情发生后一直奋战在抗击疫情的最前沿，基建类应收账款的债务人多为国央企背景企业，在抗击疫情的过程中也承担着一一定的社会职责，疫情的发生对公立医院及部分国央企背景企业的正常经营造成了一定的冲击，

极有可能影响到基础资产的正常回款情况，导致基础资产池发生不同程度的延期甚至违约情形。若《资产服务机构报告》显示在产品存续过程中已出现上述情况，一方面，需要将已披露的基础资产回款情况，与首评阶段的现金流回款情况进行对比，以评估对证券兑付的影响；另一方面，应及时向原始权益人/资产服务机构了解是否对基础资产制定了相应的展期政策，是否启动催收等后续的处理程序。

此外，通过监管账户和托管账户的流水信息，核对基础资产回收款归集和转付情况。实操中，部分应收账款的债务人存在无法变更回款账户，如医药类应收账款，通常由债务人医院先支付至初始债权人医药公司的收款账户，由医药公司转付至原始权益人开设的监管账户中，再转付至托管账户，即基础资产回款需经过初始债权人和原始权益人的收款账户而存在较高的混同风险，因此在跟踪评级时，应通过账户流水信息和底层债务人付款凭证信息（如数量较多可视情况抽查），核对转付金额和转付时间，确保归属于专项计划的回款按时足额划转至专项计划账户。

4、专项计划各参与机构表现

（1）各中介机构

跟踪期内，应关注各参与机构自身经营情况是否稳定，是否按照约定按时披露《资产管理报告》《托管报告》等，信息披露是否真实完整，其履职能力是否稳定。

（2）原始权益人/资产服务机构

跟踪期内，应持续关注原始权益人/资产服务机构业务稳定性和履约情况。通过收集原始权益人/资产服务机构业务数据、财务数据及历次披露的《资产服务机构报告》等资料，了解跟踪期内其主体财务状况是否稳定、业务投放是否稳定、主要产品类型是否发生变化，评估主体是否存在因经营情况恶化而挪用基础资产回收款的潜在风险；此外，循环购买的结构下，通过主体的业务投放稳定性进而评估是否有充足的基础资产用于循环购买。

（3）增信方

跟踪期内，应关注增信方主体资信水平和偿债能力的变化。通过收集企业的公开信息及补充提供资料（如有），了解企业的股权关系、内控管理是否调整，经营范围、营收实现情况、财务数据表现、对外担保情况，以评估其整体偿债能力的变化、信用等级和评级展望是否发生变化。

5、量化测试分析

一般情况下，我们会通过组合资产信用风险分析、关键债务人违约压力测试和现金流压力测试三大模型对证券进行量化测试分析（三大模型的具体内容请参见[《存续期跟踪评级要点之融资租赁ABS》](#)）。跟踪评级时，我们将根据剩余资产池的情况对剩余证券产品重新进行量化测试分析，根据最终模型结果判断剩余证券产品信用等级的变化情况。具体而言，首先，应尽可能的收集债务人相关资料，重新进行影子级别的判定，相关资料包括公开信息、财务经营数据、历史表现等，特别地，对于公立医院作为债务人的，其影子级别的认定更多的是考虑当地政府财政情况及医院自身等级情况。其次，根据剩余资产池的情况重新进行三大模型测试分析。当资产池中出现逾期基础资产时，我们会结合尽调情况对基础资产预期现金流回款进行置后调整，再进行现金流压力测试分析；当资产池中出现违约基础资产时，我们会结合尽调情况对违约资产回收率设置较大的折扣，并对现金流回款进行置后调整，再进行现金流压力测试分析。

循环购买的交易结构下，跟踪评级时，如专项计划仍处于循环购买期，截至跟踪基准日剩余资产池的质量明显优于基础资产合格标准的最低要求的，未来仍将进行多次循环购买的情形下，如后

续循环购买基础资产质量下降，将对优先级证券带来不利影响，因此我们会补充进行敏感性分析测试。一般情况下，我们将在满足基础资产合格标准要求的前提下，从资产池集中度和债务人信用水平两个角度对资产池进行调整，重新进行三大模型测试，综合量化测试结果进一步判定剩余优先级证券的信用等级。

表 1 敏感性分析变量调整情况概要

基础资产变量因素	加压调整方式
资产池集中度	其他条件不变，减少债务人户数
债务人信用水平	其他条件不变，将部分债务人影子级别进行下调处理
资产池集中度&债务人信用水平	其他条件不变，同时减少债务人户数，并下调部分债务人影子级别

注：实操中资产池调整的幅度将根据资产池的实际情况有所调整

需要说明的是，虽然基础资产信用质量可能发生负面变化，但并不代表量化测试结果一定会变差。具体而言：对于设有循环购买结构的项目，基础资产折价购买所带来的超额抵押，可能会使得剩余优先级证券所获得的信用支持进一步提升；另一方面对于已经结束循环购买或者不设置循环购买结构的项目，部分优先级证券的兑付会使得剩余优先级证券获得的信用支持提升，这两种信用支持的提升很有可能会比基础资产质量下降的影响更大，从而抵销基础资产恶化带来的不良影响，也可能带来信用等级的提升。因此，在评价优先级证券产品的质量变化时，需要综合考虑基础资产和量化测试结果的影响。

三、跟踪评级时常见的问题

1、基础资产的延期和违约表现

作为资产证券化产品的基础，基础资产的回款现金流是资产支持证券还本付息的第一来源，基础资产的表现是评估资产支持证券能否及时足额偿付的关键。实操中，由于应收账款债务人表现差异较大，部分债务人资信水平较弱，抗风险能力较差，在受到新冠疫情等外部冲击时其正常经营将受到很大影响进而影响其偿债能力。存续期内若资产池内出现大面积的基础资产延期甚至违约的情况，基础资产回收款也将受到重大的影响，严重者将影响 ABS 优先级产品本息的正常兑付。

对于延期和违约的资产，分析人员需要评估该资产对资产证券化产品的整体影响。首先应统计延期和违约资产的金额和占比情况，就延期或违约的债务人进一步了解其真实的偿债能力变化；其次，了解基础资产是否设置保证人连带责任担保等担保措施，违约资产是否启动催收程序并持续关注后续资产的处置情况；最后，了解资产的相关表现是否触发了专项计划的加速清偿事件、提前结束循环购买事件，事件触发后的执行情况。

2、资金混同风险

根据交易结构安排，基础资产回款一般由底层债务人支付至原始的收款账户，部分应收账款的原始收款账户可能由初始债权人而非原始权益人开设，然后由收款户划转至监管账户，再由监管账户划付至专项计划账户，因而存在一定的混同风险；此外，应收账款类型的资产在实操中结算周期较长，划转频率一般设置为按季或者按月，该种设置不利于混同风险的缓释。

跟踪评级时，通过收集监管账户和专项计划账户的全部回款和流水信息，并抽查部分底层债务人还款凭证信息，以确认基础资产回款安排是否严格按照交易文件约定进行；此外，还应关注初始债权人（如有）、原始权益人的财务和经营情况，确保其不会因为自身经营出现问题而导致归属于专项计划的基础资产回款出现被挪用的情形，必要时，会抽查初始债权人（如有）、原始权益人的

业务管理系统，确认其是否按照交易文件的约定将归属于专项计划的基础资产与企业自身的其他资产进行了严格的区分。

3、循环购买风险

循环购买的交易结构下，跟踪评级时，需要重点关注资产池是否存在循环购买不足或循环购买资产质量波动的情况，具体而言：（1）通过循环购买价格、循环购买金额及账户余额等信息评估是否存在循环购买率不足，导致超额利差不及预期，进而对现金流造成不利影响；（2）通过收集循环购买资产清单及底层合同信息，判定循环入池资产较首评资产池的变化，如债务人集中度、行业集中度、地区集中度和剩余期限的变化等，进一步评估新增资产的加入是否会导致整体资产池质量较首评发生变动。

四、总结

近年来，应收账款 ABS 发行规模逐年增长，存量规模增长迅速，应收账款 ABS 存续期管理的重要性日益突出。跟踪评级时，首先，应关注交易结构安排是否严格按照约定进行，具体而言：优先级产品是否得到及时、足额偿付，基础资产回款是否按约定归集和转付，循环购买结构下循环购买资产是否满足合格标准以及是否存在循环购买不足的情况等。其次，应关注基础资产质量变化：资产池较首评的变动情况、不合格资产的处置情况等，对于出现延期和违约的资产，需重点关注原因及后续处置措施。再次，对资产池重新进行三大模型测试，对于循环购买带来资产质量波动的情形，视情况补充敏感性分析，综合量化测试结果判定优先级证券信用等级是否发生变化。最后，应关注资产服务机构、增信方（如有）等个参与机构的履约情况，以评估其对资产证券化产品的影响。