

闲话 ABS 第六季|ABCP 专题之 ABCP 的黄道吉日

前言：

各位 ABS 的看官们，上回说道 ABCP 的续发规模既能够扩大也能够缩小，一时间《ABCP 宝典》已火爆商贾圈，越来越多的商贾纷纷慕名前来，希望能通过 ABCP 法门来解决自己的融资难题；但是商贾们在进行操作时，发现了更多的细节问题。这日，一商贾便带着自己对 ABCP 中有关日期的疑惑，前往唐僧师徒住所，以求解惑

本期小编：孙歌珊、李明、游诗棋

商贾：圣僧，近日我在准备 ABCP 的过程中对日期的选择有不少疑惑，我也研读了往期《闲话 ABS》中详解日期的文章，了解到日期选择的重要性，我将能获得最优分层的日期理解为“黄道吉日”。但在 ABCP 当中，日期的设定仿佛更多一些，还请圣僧指点如何选择 ABCP 中的黄道吉日。

唐僧：施主来的正巧，贫僧听闻昴日星君得了个新法器，那法器可测黄道吉日，贫僧正好借此法器为施主讲解。

悟空：哦？昴日星君，那只大公鸡还会算日子？

唐僧：不可无理，昴日星君主司晨啼晓，算日子时辰这种事情更是神职所在；悟空，你替为师去一趟，请星君携法器前来。

八戒领命出门，不多时便随一朵云回来，只见云上端坐一只小鸡，云上仿佛有字。



小财：各位好，我是昴日星君的散财童子，已经进入师门两年半了，大家叫我小财就可以；师父出门参加年度“云鸡算”大会去了，师父临行前算到今日圣僧必有事相求，特命我前来相助。

商贾：上仙好，还请上仙用法器帮在下测算黄道吉日。

小财：好说，我这就和唐长老一同算算。

ABCP 与 ABN 的日期差异

唐僧：我们可以对比下有差补结构的 ABN 和 ABCP，根据小财展示给诸位的 ABCP 中常见日期图，可以看出，它重点指示出了续发日、循环购买日和预期到期日的独特性。其中，续发日为 ABCP 独有日期，其余两者的设定方式与 ABN 有较大差异。那我们就主要来说说道道这续发日、循环购买日以及预期到期日可好？

商贾：有劳圣僧了。

ABCP项目常见日期安排



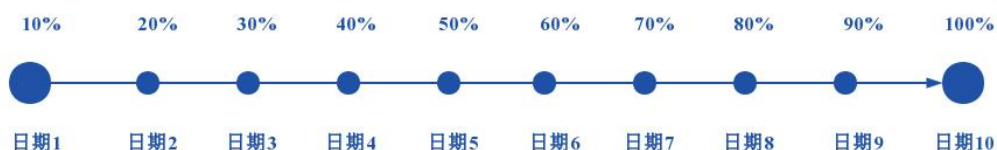
ABCP的续发日

唐僧： ABCP 的还款来源包括当期基础资产回收款、下一期募集的资金以及差额支付承诺人的承兑款，但当期还款来源的具体构成与是否续发成功以及交易结构设置有关。在续发成功且当期 ABCP 不设置循环购买时，ABCP 到期回款来源只包括当期基础资产的回款和续发成功时新一期募集资金。其中，当期基础资产回收款是基础资产在封包日至续发日之间的回款，因此续发日的选择，会影响当期 ABCP 回款来源中基础资产回收款规模，进而会影响续发成功情景下的模型测算结果以及续发成功时的募集规模。

举个栗子：

在当期 ABCP 不循环购买的前提下，假设续发成功，续发日限定了资产池的回款构成：
选择日期 2 作为续发日，则当期 ABCP 的资产池构成就是初始资产池 20%回款的部分；
选择日期 6 作为续发日，则当期 ABCP 的资产池构成就是初始资产池 60%回款的部分；
选择日期 10 作为续发日，则续发成功情景和续发不成功情景所对应的资产池是一样的，在这种极端情况下，ABCP 就和 ABN 一样了。

基础资产回款比例



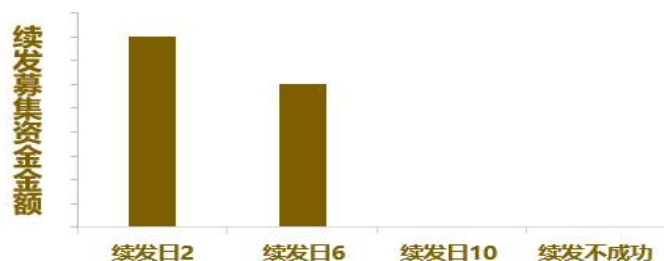
悟空：俺懂了师父，这个续发日就和俺头上这紧箍一样，可松可紧，可用来调节 ABCP 在续发成功情况下当期资产池的规模，进而影响该情景下的评级结果。

唐僧：悟空给了一个很好的比喻。另外，续发日除了上述对当期 ABCP 的影响，也会对下一期的 ABCP 募集规模有影响，简单来说，续发日距离设立日的时间越久，基础资产回款的规模就越大，那么用来兑付当期 ABCP 所需的续发规模就越小。我们也可以让小财给我们“云鸡算”展示一下，会更清楚。

小财：好嘞唐长老，那我就选择日期 2，日期 6 和日期 10 作为续发日来算算。

若干时间后，小财呈上一份结果

压力测试模型	续发日2	续发日6	续发日10	续发不成功
组合资产信用分析	AAA _{sf}	AA _{sf}	A _{sf}	A _{sf}
关键债务人测试	BBB ⁺ _{sf}	BBB _{sf}	BBB _{sf}	BBB _{sf}
现金流测试	AAA _{sf}	AA _{sf}	A _{sf}	A _{sf}
最终级别	BBB ⁺ _{sf}	BBB _{sf}	BBB _{sf}	BBB _{sf}



商贾：圣僧这么一讲加上小财上仙的展示，我对续发日的疑惑真是茅塞顿开。

ABCP 的循环购买日

唐僧：那贫僧接下来再说说循环购买日，不知施主对循环购买安排有多少了解？

商贾：在下倒是略知一二。在 ABN 中，资产池的剩余期限较短，需要通过循环购买拉长资产池的剩余期限来匹配证券端的发行期限需求。但是 ABCP 本身资产期限就长于优先级票

据的存续期，为何还设置循环购买机制呢？

唐僧：好问题。对于 ABCP 来说，虽然大部分资产的期限长于当期证券的存续期，但也有可能有部分资产在当期证券存续期内到期，从而使得资产池规模变小。为了保证续发成功后的新一期证券对应的资产池规模与上一期基本保持一致，则需要新一期证券设立前进行循环购买操作。但是循环购买后的新资产池只对续发成功后的证券，而与当期证券无关。

商贾：如此一来，这 ABCP 中循环购买的资产并非当期资产吧，那是否无需对循环购买后资产池质量下降的风险进行敏感性分析？

唐僧：施主果然聪慧，我们可以具体看下 ABCP 项目中与循环购买有关安排：



唐僧：悟能，你看出什么特别的吗？

八戒：在俺老猪看来，这循环购买触发的日子和当期 ABCP 到期支付日（T 日）是同一天，这就意味着存在两种情况：

情况 1：续发成功，则募集资金兑付当期 ABCP 本息，当期 ABCP 结束；基础资产回款按约定进行循环购买，形成新的资产池，该资产池成为下一期 ABCP 对应的资产池；

情况 2：续发不成功，按照交易文件约定，则该期 ABCP 不进行循环购买，后续兑付安排按照续发不成功进行操作。

无论发生以上哪种情况，对于单期的 ABCP 来说，在其存续期，虽然会有循环购买安排，但循环购买新进来的资产属于下一期发行的资产池，当期票据对应的资产池不会发生变化，所以无需进行敏感性分析。包含新购买资产组成的下一期 ABCP 的资产池，由各中介机构进行相应的尽调和分析，为下期的发行做准备。

唐僧：悟能讲得很对，为师给你们再出个小考题：循环购买时间发生怎样的变动，会需要进行敏感性分析？悟能，你来说说看。

八戒：结合之前师父所言，俺老猪觉得，如果把循环购买日设置到支付日之前，那么无论续发成功与否，循环购买都会导致当期 ABCP 的基础资产池发生变化，这就使得当期 ABCP 面临由于循环购买导致的基础资产质量变化以致当期 ABCP 基础资产的回款出现波动从而影响 ABCP 本息兑付的风险，这样就需要进行敏感性分析了。

商贾：原来如此，听完猪长老一番讲解，在下真是豁然开朗。

ABCP 的预期到期日

商贾： 圣僧，我还有一个问题，ABN 中的优先级票据的预期到期日是按照资产在正常情况下的回款计划来设置，而 ABCP 的回款本身与基础资产回款期限不匹配，那么 ABCP 中的优先级票据预期到期日该如何设置呢？

唐僧： 这个要分两种情况来说道，分别是续发成功和续发不成功两种情景。

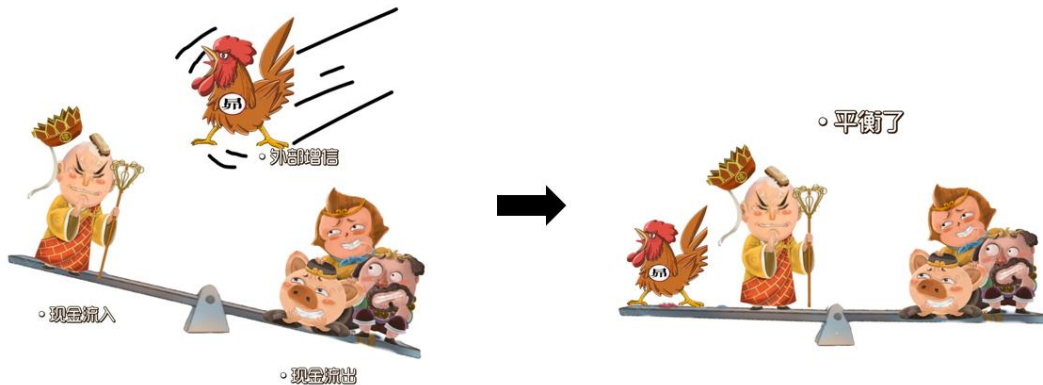
情况 1：续发成功：当期优先级票据的兑付主要依靠下一期票据续发成功的募集资金，因此 ABCP 的预期到期日相较于 ABN 而言受到基础资产的回款安排的影响更小，更取决于续发日的时间选择；

情况 2：续发不成功，当期优先级票据的兑付安排将变为和 ABN 类似的过手摊还的形式，此时票据预期到期日可以参考不循环的 ABN 项目来测算。

由于 ABCP 的基础资产普遍拥有较长的剩余期限，优先级票据面临的流动性风险较 ABN 更大，因此更需要有差额补足等外部增信机制来缓释续发不成功带来的流动性风险，从而保证优先级票据在预期到期日的按时足额兑付。举个例子，在已发行的部分增信模式的 ABCP 中，无增信部分的优先级票据的预期到期日选择的逻辑与续发不成功情形相同，依赖于基础资产本身的预计还款情况；有增信部分的优先级票据的预期到期日则与续发成功情形相同，更取决于增信方自身的资金安排需求。

商贾： 原来如此，看来世间万物都是有得必有失呀，ABCP 在优先级票据的预期到期日选择上可以更灵活；但是因此更依赖外部增信方来保证票据在预期到期日的兑付。

小财： 这位施主所言极是，我们星君经常在算日子的时候，会重点看流入和流出的平衡性，如果单靠资产自身不能维持平衡，就得向外部求援了。



如何来选 ABCP 的黄道吉日

商贾： 说了这么多，圣僧能否给我一套标准的 ABCP 的黄道吉日呀？

唐僧： 这位施主，ABCP 也是众多资产证券化产品中的一种，虽然有它自身的独特日期，但挑选黄道吉日的原则和其他资产证券化产品是一致的，最核心的一条就是资产产生的回款流入要匹配票据支付的资金流出。

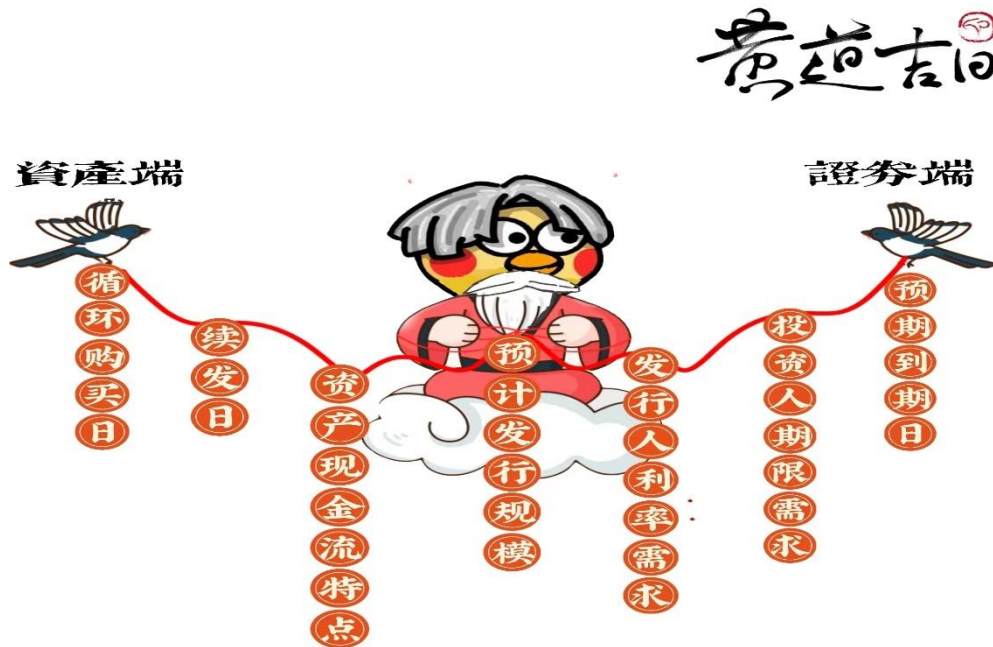
对于续发日来说，就是要综合匹配基础资产现金流的特点、发行人的利率需求、预计续发规模以及投资人的期限需求等。

对于循环购买日来说，ABCP 的循环购买是为准备续发下一期的资产，因此该日期的选择与续发日以及预期到期日的设置高度相关。

对于预期到期日来说，在当期 ABCP 票据的兑付主要依靠续发成功募集的资金情况下，预期到期日的设置可以不受基础资产回款计划的限制，但更依赖于增信方的资金支持，因此预计到期日更取决于增信方的流动性管理能力及其资金安排规划。

总的来说，我们无法像黄历那样给出一个黄道吉日列表，每个项目都有自己的黄道吉日，得根据更充分和详细的信息，才能测算出来。

小财：唐长老总结的很对，我们星君也经常说，资产证券化的日期选择没有绝对的对错之分，只有合适不合适；就像姻缘一样，对甲合适的，对乙不一定合适；但是原则还是要流入流出能匹配上，发行方和投资方在产品中选择各自最合适的时间达到自己的需要，而这些时间选择若能“有缘”达成共识，那就算是找到了 ABCP 的黄道吉日呀。



悟空：你这只小鸡年纪不大，懂得不少，还懂姻缘呐。

小财：大圣过奖了，我不光懂姻缘，我还会唱、跳、Rap 和篮球，你要不要看一下？

众人：不了了。

小财：为何？

众人：只因你太美~

往期精彩：

[闲话 ABS 第六季|ABCP 专题之 ABCP 界的金箍棒](#)

[闲话 ABS 第六季|ABCP 专题之 ABN 的特别分身](#)

[闲话 ABS 第六季|ABCP 专题之《ABCP 宝典》](#)

[闲话 ABS|2022 跟踪特辑](#)

[闲话 ABS|第五季合集](#)

[闲话 ABS|新冠疫情特辑](#)

[闲话 ABS|第四季合集](#)

[闲话 ABS|第三季合集](#)

[闲话 ABS|第二季合集](#)

[闲话 ABS|第一季合集](#)