

## 闲话 ABS 第六季之 ABCP 界的芭蕉扇

本期小编：郭燕 孙佳彤 孙艺航 李奕霖

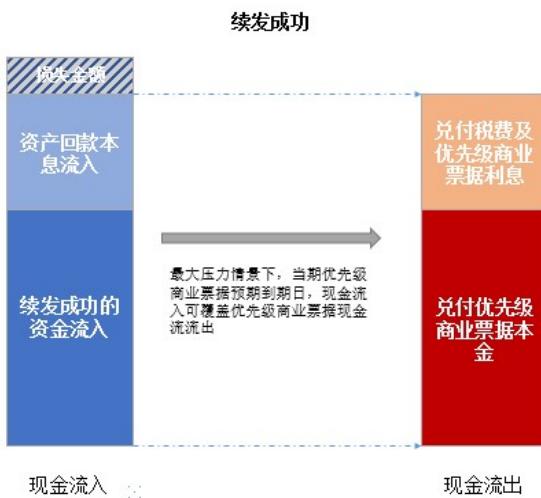
住持：“圣僧，通过夜以继日的学习，我对 ABCP 有了一个较为全面的认知，最后想请教一下，续发和首评相比较，评级方法和评级逻辑区别大吗？续发时评级结果又是否会产生变化呢？”

### 评级方法可延续，评级逻辑是唯一

唐僧：“住持，ABCP 作为证券化产品，不论首评还是续发，评级判断其违约风险的核心都是资产池的现金流入对票据端的现金流出的覆盖程度。需要注意的是，ABCP 的每一次续发，评级都会进行重新测算，同时会从当期票据在未来面临续发时点时续发成功和续发不成功两种情况进行考量，两种情况下评级考察的侧重点有所不同。”

#### ①续发成功

如果续发成功，评级关注的是当期票据在兑付日现金流入对现金流出的覆盖程度。若现金流流入能够覆盖现金流流出，则优先级票据通过测试，达到目标级别，反之则不能。其中，现金流流入为当期票据在存续期内目标级别压力情景下的基础资产回款规模与存续资产可续发规模的合计值。



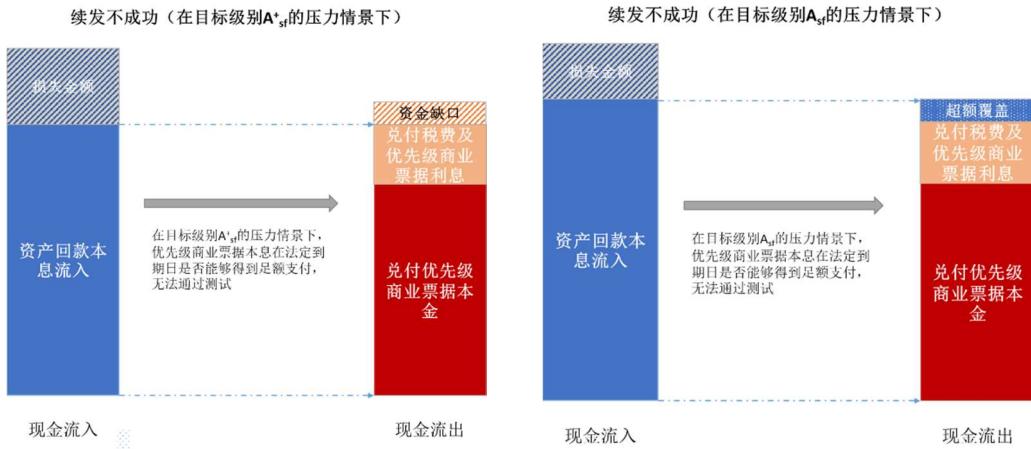
**案例：**优先级票据预计发行规模 95300.00 万元，次级票据预计发行规模 5081.11 万元，存续期 180 天。若优先级票据续发成功，在目标级别 AAA<sub>sf</sub> 的压力情景下，现金流流入为 102335.08 万元，可以覆盖优先级票据的现金流流出 96820.41 万元，本期优先级票据可以通过目标级别 AAA<sub>sf</sub> 的测试。续发成功的现金流覆盖情况如下表所示：

目标级别 AAA<sub>sf</sub> 的压力情景下续发成功的现金流覆盖情况（单位：万元）

目标信用级别	正常回款	续发规模	当期现金流流入合计	当期现金流流出合计
AAA <sub>sf</sub>	7205.44	95129.64	102335.08	96820.41

## ②续发不成功

假设单期 ABCP 续发不成功，评级关注点则是在给定的分层方案下，如果在严格的压力情境下，优先级票据利息在每个兑付日能够得到足额支付，且优先级票据本金在法定到期日或之前能够得到足额支付，则该优先级票据能够达到相应的目标级别，反之则不能。



仍以上述案例来看，若优先级票据续发不成功，假设票据持有人继续持有当期票据，受托机构需要按照约定的分配顺序（税-费-优先级票据利息-优先级票据本金）按季进行分配，直至优先级票据本息全部支付完毕。续发不成功的现金流压力测试结果如下图所示：

续发不成功的现金流压力测试结果 (单位: 万元)				
目标信用级别	各压力情境下的最低临界违约率	目标信用级别下所需承受的违约比率	资金缺口	超额覆盖
A <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	13.53%	14.01%	493.00	--
A <sub>sf</sub>	13.53%	12.51%	--	1001.51

注：临界违约率为证券基于各种压力情景均不发生损失或均可足额按时兑付的最大违约比率

从续发不成功的现金流压力测试结果可以看到，对于 A<sup>+</sup><sub>sf</sub> 的目标级别，优先级票据所需承受的违约比率为 14.01%，在此目标违约比率下优先级票据在法定到期日前无法偿还完所有本息，仍有 493.00 万元的资金缺口。因此，优先级票据无法通过 A<sup>+</sup><sub>sf</sub> 级别压力测试。对于 A<sub>sf</sub> 的目标级别，优先级票据所需承受的违约比率为 12.51%，优先级票据在法定到期日前可偿还完所有本息且仍有 1001.51 万元的资金用于偿还次级票据。因此，优先级票据信用等级为 A<sub>sf</sub>。

住持：“圣僧，您讲解的非常细致，我已了解 ABCP 评级判断逻辑，那优先级票据续发评级结果为何又时高时低呢？”

唐僧：“续发时的评级过程，重点是针对可能出现变化的资产池以及信用支持比例进行优先级票据规模的重新测算，而评级结果的高低则是取决于资产池质量和信用支持的变动情况以及外部增信主体的情况等多种因素。首评和续发的资产池有时看似变化不大，实则微小变动可能引发级别的巨大波动，如同铁扇公主和太上老君的芭蕉扇，虽名同形似，但扇风后的结果却不同。”



### 小换资产池，级别却换了天地？

ABCP 的续发实质是第 N 期与第 N-1 期 ABCP 投资人对于信托受益权的转让，由于循环购买或追加交付（新增委托）带来的新增资产会使续发 ABCP 的资产池发生变化。首评资产池会随时间推移发生变化，比如剩余期限的缩短会使得风险敞口变小；随着部分资产的正常到期或提前结清，存续资产的集中度也可能和初始资产大相径庭。与此同时，新增资产的资产特征也会随其在续发资产的占比情况产生不同程度的影响。总的来说，续发时需要对新组成的资产池进行重新评估和测算，关注要点主要包括以下方面：资产信用水平，债务人地区、行业集中度，剩余期限，抵质押物处置价值（或有）、现金流分布情况和底层收益率等。

**案例：**存续期 180 天，基础资产为租赁债权的 ABCP，在续发时有同一户承租人项下 3 笔资产正常结清，又循环购买 3 户新承租人的 3 笔资产，该项目原始权益人同时也是优先级票据的差额支付承诺人。首期和续发的资产池要素对比如下：

要素	首次	续发
资产池规模（万元）	102272.25	102502.91
合同笔数（笔）	42	42
承租人户数（户）	32	34
承租人加权平均影子级别	BBB <sup>-</sup> /BB <sup>+</sup> <sub>s</sub>	BBB <sup>-</sup> /BB <sup>+</sup> <sub>s</sub>
借款人加权平均违约概率	8.37%	9.81%
资产加权平均影子级别	BBB <sup>+</sup> <sub>s</sub> /BBB <sub>s</sub>	BBB <sub>s</sub> /BBB <sup>-</sup> <sub>s</sub>
贷款加权平均违约概率	4.14%	6.82%
加权平均到期期限（年）	3.63	3.82
加权平均回收率	38.55%	37.83%
加权平均利率	6.70%	6.30%
前五大债务人未偿本金占比	38.43%	44.23%
前三大行业未偿本金占比	76.96%	81.47%
前三大地区未偿本金占比	46.27%	54.78%

对于该例子续发时保持发行规模不变，优先级获得的信用支持较首评 8.97% 略升至 9.17%。不考虑外部支持的情况下，续发级别仅为 CCC<sup>+</sup><sub>sf</sub>，明显低于首评级别 BBB<sub>sf</sub>。首评和续发分别的量化测算结果如下：

量化测算结果	优先级证券信用支持	组合资产信用风险分析模型对应的优先级信用级别上限	关键债务人违约压力测试模型对应的优先级信用级别上限	现金流压力测试模型对应的优先级信用级别上限
首次	8.97%	A <sup>-</sup> sf	A <sup>+</sup> sf	BBB <sub>sf</sub>
续发	9.17%	B <sup>-</sup> sf	BB <sup>+</sup> sf	CCC <sup>+</sup> sf



这是为什么呢

循环购买的3笔资产影子级别只有BB<sup>+</sup>s，且不附有任何担保措施，其中2笔的金额高于首评单户最高金额，剩余期限长、租赁合同利率低、现金流于临近到期日的日期进行摊还、租赁物处置价值不高、承租人所处行业和地区为本期占比最高的行业和地区。总体来看，续发资产池资产信用水平下降，各维度集中度上升，风险暴露可能性加大，整体质量恶化，综合负面效应同步扩大。

住持：“这么看确实不能小觑资产的筛选过程！那么，资产池质量好级别就会上升咯？”

八戒：“这个我会！资产池质量好那么评级结果也肯定高！”

唐僧：“八戒，不得无礼，单看资产池是无法最终决定级别的，续发时券端发行规模或大或小或不变（“金箍棒”一文已有详解），以及参与方后续资质水平的变化都可能影响续发评级结果。”

悟空：“就是就是！你这呆子还真是不懂装懂！”



## 扩募或缩募，如何影响评级结果？

---



### 扩募 or 缩募，这是个好问题

优先级票据扩募或缩募，会影响优先级票据能获得的次级和超额抵押提供的信用支持的高低。如果以首期发行时获评票据的信用等级为参照，若票据续发时资产池质量下降，且优先级票据获得信用支持减少，优先级票据获得的支持不能满足目标级别所需要承受的风险，那么续发票据的信用等级就会降低。

另外需要注意的是，由于一般次级票据注册后规模就不再变更，产品续发选择扩募/缩募时还需结合资产特点确定好超额抵押的金额。

## 岁月是把杀猪刀，你是否还是当年的参与方？

---

住持：“圣僧，首评和续发除了资产质量和发行规模，还需要关注什么呢？”

唐僧：“常言道，岁月是把杀猪刀，不过要是天生丽质那也不好说哦！续发时，除了关注存续资产的往期表现是否符合预期，参与方过往履职表现，各方经营情况及增信方代偿能力也是续发时的关注重点呢！”

从参与方履职表现来看，ABCP 的续发实质是信托受益权的转让，在结构设置上往往为了保护投资者利益而设定不合格资产赎回机制，赎回价款囊括了资产全部本息，赎回方一般为原始权益人或资产服务机构（或其指定的第三方），因而存续期内上述参与方的资信水平变化对于赎回义务的履行可能存在一定影响。而 ABCP 产品资产端与票据端期限一般情况下并不匹配，优先级票据还本付息方式往往为期间付息到期一次性还本，并且次级及初始超额抵押提供的信用支持比例往往较低，当期票据还款来源主要是下一期票据的募集资金，因此，现阶段成功发行的 ABCP 产品通常设置增信主体对优先级票据进行流动性支持/差额补足。考虑到 ABCP 产品票据端期限很短，在分析增信主体的增信能力时应更加关注增信主体的短期偿债能力、短期融资能力、流动性水平等。同时需要注意的是，在量化测算上，不论首评还是续发，均需区分下次续发成功和不成功两种情况进行测算（除非是最最后一次续发），续发成功的情况下，本次投资者本息收益来源就是下期续发的募集资金，模型中假设续发规模不变，并将募集资金作为现金在测算模型中考虑。所以对同一个产品，续发成功和不成功的增信前级别也会有很大差别。

## 总结

续发评级逻辑基本与首发相同，ABCP 续发后评级结果的评定，也是基于是对发行时基础资产、交易结构及参与方风险的评估和测算后的综合判定。在此基础上，外部增信措施依然可能对优先级票据的级别起到额外或关键的信用支持作用。

住持：“圣僧您讲解的非常清晰，我是悟了悟了！没有外部增信的情况下，续发评级结果并不能以是首评还是续发来判断，每续发一次就要重新评估一次。对于有外部增信的情况，虽然增信主体对优先级票据级别起到关键或额外作用，但是也要关注资产池存续期表现以及资产池特征。这确实与铁扇公主和太上老君的芭蕉扇有异曲同工之妙，脉络看似一样，但实则一阴一阳，只有扇风的时候才知道是至阴还是至阳。圣僧授业解惑，佩服佩服。”

唐僧：“住持明智！”

住持：“圣僧的《ABCP 宝典》可真是个好宝贝！经过这几夜的学习，我终于算是比较清楚的了解了 ABCP 这个产品，那老衲以后就赶紧用此法宝解决附近商贾的融资需求！”