作者：朱 杰
邮箱：research@fecr.com.cn

保险 ABS 注册制改革，发行规模大幅增长

——《关于资产支持计划注册有关事项的通知》后续跟踪

根据《资产支持计划业务管理暂行办法》规定，资产支持计划业务（以下简称“保险 ABS”）是指保险资产管理公司等专业管理机构作为受托人设立支持计划，以基础资产产生的现金流为偿付支持，面向保险机构等合格投资者发行受益凭证的业务活动。2019 年 6 月 26 日，中国银保监会发布通知，对保险资产管理机构首单资产支持计划之后发行的资产支持计划实行注册制管理，由中保保险资产登记交易系统有限公司（以下简称“中保登公司”）办理。

一、保险 ABS 的前世今生

随着保险行业对外开放推进，行业内竞争加剧。保险公司承保费率呈下降趋势，保险资金运用收益成为利润的重要补充。保险资产管理公司是保险资金运用的重要渠道之一。保险 ABS 产品可盘活企业资产、改善资产负债杠杆，保险资产管理公司可将资金投入实体经济发展，并在风险可控的前提下，丰富资产配置组合，并获得投资收益。

保险 ABS 起步较晚，从发展历程来看，2012 年至 2015 年 9 月保险 ABS 为试点阶段，9 家资产管理公司发起设立了 22 单资产支持计划，3 年内发行规模逾 800 亿元。2015 年至 2019 年 6 月 26 日，保险 ABS 发展逐渐规范，但资产支持计划发行需通过原保监会或银保监会等保险监管部门的审核，发行周期较长，约为 3~6 个月，加之保险资金对安全性、投资收益和发行规模要求较高，导致保险资产支持计划整体发行规模较小。

2019 年 7 月 22 日，中保登公司上线资产支持计划注册系统（以下简称“注册系统”），开启资产支持计划发行新篇章。与以往相比，注册系统在较大程度上提升了资产支持计划的发行效率，其注册规模亦增长较快。2019 年 7 月 22 日至 12 月 16 日，6 单资产支持计划通过注册系统注册，注册规模为 100 亿元。

目前，保险 ABS 发行总规模约为 1000 亿元，与 4.91 万亿元的存量 ABS 相比，占比很小。但随着资产支持计划注册制的实行，预计发行规模将快速增长，基础资产类型将更为丰富。

二、保险 ABS 优势

1.收益率较高

根据原保监会数据，2012 年至 2015 年 9 月，保险 ABS 平均收益率为 5.8%~8.3%，而同期 2012 年至 2015 年保险公司保险资金运用平均收益率为 3.39%、5.04%、6.3%和 7.56%。相同评级情况下，保险 ABS 的信用利差较信用债高 50BP 左右。保险 ABS 平均收益率较高可能与产品期限较长、流动性风险补偿要求较高有一定关系。

2. 减少资本占用

保险资产管理公司的资本充足率不得低于 8%，而 AAA 级至 AA-级资产支持计划的风险权重较低，为 15%，再资产证券化风险权重相对较高，为 30%。资产支持计划通过内外部增信、资产与原始权益人分离等方法而减小信用风险，获得更高信用等级，减少对保险资产管理公司资本占用。

3. 有助于投资组合久期管理

保险公司保费收入中，人身险保费收入具有期限较长的特征。而保险 ABS 发行期限亦较长，且多采取滚动发行的模式，试点期间保险 ABS 平均存续期为 5.5 年。保险 ABS 亦可较好匹配长期保险资金运用的需求，成为管理投资组合久期的可选标的。

4. 违约处置回收率较高

一般来说，保险 ABS 的债权或收益权产生的现金流对债务偿还的覆盖倍数较高，且还可采取超额抵押、超额现金流、超额利差、留存收益、储备金账户、差额补充支付承诺等方式增信。即使保险 ABS 发生违约，亦可通过资产处置等方式减少损失，预期违约回收率相对较高。

三、风险分析

目前，资本市场对信用风险防范力度较大，部分信用等级较低的民营企业融资困难。部分企业采用 ABS 方式发行债券，通过增信方式提高债券信用等级。同时，为了保证 ABS 产品发行，发行人或其关联方参与认购 ABS 产品，采取“发行人购买资管产品劣后级”或“发行人购买资管产品劣后级及部分平层+债券质押融资”模式。其中，后一种模式认购方还包括过桥方，使得 ABS 产品成功发行，过桥方和发行人购买的 ABS 平层将被用于质押偿还过桥方资金，最终资管产品都集中于发行人手中。在此过程中，发行人通过质押 ABS 产品实现融资，但发行人的发行成本亦将显著提高，包括发行利率、过桥费、管理费等，违背了降低实体经济融资成本的初衷。

此外，上述模式使得交易结构更为复杂，监控风险难度更大。发行人与资产管理人利益不同，在发生违约的情况下，资产管理人将尽快处置债券以减少损失；而债券实际持有人为发行人，债券处置会导致发行人损失；同时，资产管理人受到发行人的委托，发行人和资产管理人面临利益冲突。

【作者简介】

朱杰，德累斯顿工业大学国际管理专业硕士，研究部研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于 1988 年 2 月 15 日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业 30 余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。

远东资信评估有限公司 网址：www.sfecr.com

北京总部
地址：北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部
地址：上海市杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 2 层 202 室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信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。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。