

作者：田野

邮箱：research@fecr.com.cn

近年 ABS 违约案例浅析

摘要

2014 年下半年的 ABS 市场重启标志着我国多层次多体系资本市场更进一步深化发展。然而随着 ABS 市场的蓬勃发展，ABS 产品违约案例也开始出现。投资者对 ABS 产品优先层的刚兑预期逐渐被打破。

总体而言，高信用等级的 ABS 优先层违约案例远少于同类型信用债券，依然是违约风险很低的安全产品。但是随着前期 ABS 产品的到期兑付和国内外宏观经济形势的变化，ABS 产品的违约风险依然存在。

本文选取近年部分典型实质性违约案例进行分析。文中案例均为已到期并且确认无法及时支付本金的 ABS 产品。部分近期产品已被评级公司下调只投机级。但由于并未到期产生实质违约，本文暂不将其列入。

近年 ABS 违约产品涉及 CMBS、ABN 等多种形式；底层资产涉及商业地产、应收账款、供应链信用支持等。典型涉及违约主体多集中于国家政策限制行业，如房地产，或受新冠疫情影响较大的行业及其上下游行业，如与交通运输业关系紧密的融资租赁行业。

在分析 ABS 产品的违约风险时，底层资产的特点仍然是最为重要的着眼点。部分种类 ABS 产品的信用债化也是违约的高发原因。从违约案例来看，违约 ABS 产品多为资产收益权类和供应链保理类，该类 ABS 产品基础资产无明确实体，并且集中度较高，一旦叠加宏观经济下行等重大宏观风险，易出现信用风险。

综合看，在目前国内外宏观环境不乐观、ABS 市场仍不够成熟的当下，如何从法律上更清晰界定 SPV 资产、避免混同风险，如何在复杂的交易结构中增强信息披露的准确性和及时性，将是保护 ABS 投资者、促进 ABS 市场健康发展的新课题。

相关研究报告：

1. 《供应链反向保理 ABS 的研究与分析》，2022.03.12
2. 《基于 REITs 的商业地产融资模式探索与展望》，2022.02.10

一、2018-2022年国内ABS违约整体情况

（一）ABS整体违约情况概述

受2008年金融危机影响，我国国内ABS市场在很长一段时间内处于发展缓慢甚至停滞的状态。在很长一段时间内，国内ABS产品一直是我国金融市场体系中可有可无的存在。但是在2014年ABS市场重启后，发展势头非常强劲。各具特色的ABS产品也陆续进入了国内投资者的视野。

不过，在经历多年的高速发展后，国内ABS市场也逐渐显现出了一些隐忧。尽管ABS产品本身带有诸如资产隔离、内部信用增进、产品分层等特性，使得高等级的优先层ABS产品在传统意义上的实质违约概率远低于信用债。但是ABS产品的信用增进措施也并非绝对有效，受内外部因素导致的经济环境整体下行的影响，叠加2014年国内ABS市场重启后付息兑现高峰的到来，自2018年以来，国内ABS市场屡屡出现风险事件。尽管总量不多，但ABS产品依然出现了一些重大违约事件。

（二）近年ABS违约案例概述

2018-2022年，我国资产证券化(ABS)市场实质性违约主体共1家，涉及ABS产品10只，均为同一系列，涉及信托计划共1只，涉及违约金额约0.61亿元；另外，2018-2022年，我国银行间资产支持票据(ABN)市场实质性违约主体共3家，涉及ABN产品共5支，涉及违约金额约28.4亿元。

表1：2018年以来典型ABS违约产品

债券简称	最新违约日	最新违约金额	发行人	主承销商	违约原因
21前海招阳 ABN001 优先	2022/4/28	5.32	阳光城集团股份有限公司	招商银行	无法兑付
20华济建筑 ABN001 优先	2022/4/20	4.58	阳光城集团股份有限公司	民生银行、中信证券	技术性违约
20华济建筑 ABN001 次	2022/4/20	0.01	阳光城集团股份有限公司	民生银行、中信证券	无法兑付
17中民租赁 ABN001 优先B	2021/7/28	1.68	中民国际融资租赁股份有限公司	浦发银行	无法兑付
PR红博01	2018/9/30	0.31	哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司	—	无法兑付

债券简称	最新违约日	最新违约金额	发行人	主承销商	违约原因
17 红博 02	2018/9/30	0.02	哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司	—	无法兑付
17 红博 03	2018/9/30	0.03	哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司	—	无法兑付
17 红博 04	2018/9/30	0.03	哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司	—	无法兑付
17 红博 05	2018/9/30	0.03	哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司	—	无法兑付
17 红博 06	2018/9/30	0.04	哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司	—	无法兑付
17 红博 07	2018/9/30	0.05	哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司	—	无法兑付
17 红博 08	2018/9/30	0.05	哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司	—	无法兑付
17 红博 09	2018/9/30	0.05	哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司	—	无法兑付

资料来源：企业预警通，远东资信整理

二、ABS 违约整体特征

（一）ABS 违约的时间特征

自从 2014 年下半年国内重启 ABS 市场以来，ABS 市场迎来了规模迅速膨胀的爆发期。然而，在规模和产品数量迅速增长的同时，难免 ABS 产品质量参差不齐。并且，随着 2018 年左右内外部宏观经济环境和政策的变化，叠加前期发行的 ABS 产品逐渐迎来还款高峰。ABS 产品也一改市场投资者眼中安全优质的传统印象，纷纷出

现风险事件，甚至“暴雷”。但总体而言，ABS 违约发生率，尤其是受偿优先度较高、信用情况较好的优先层违约率要远少于同类型同风险等级的信用债。

（二）ABS 违约的行业特征

从目前比较有限的 ABS 违约案例来看，近年 ABS 违约主体主要集中于房地产行业 and 租赁行业。

房地产行业目前受到政府和金融机构的严厉调控，处于债券违约和 ABS 违约的“重灾区”。本轮房地产调控始于 2018 年，到目前已经形成了较为系统和多层次的调控手段。土地供给、房产需求、融资渠道、流动性等各个方面都受到了严格的调控和限制。同时国内经济宏观经济增速整体低迷，外部环境也有较大的不确定性。在这样的背景下，国内房地产市场出现走势分化，部分项目去化艰难，投资回收期限明显拉长；部分高负债高周转的房地产企业流动性明显收紧，风险事件频发。

租赁行业近年来表现相对较好，但仍存在部分风险。租赁行业也属于传统高杠杆高周转行业。近两年承压于新冠疫情，飞机、地产、酒店等租赁受影响较严重；但是另一方面，国内船舶、汽车、生产设备等资产的租赁业务依然维持稳定甚至有所提振。总体而言，近年来我国融资租赁公司数量和融资租赁资产规模基本保持稳定，波动幅度较小。但是资产质量有所下滑，未来现金流不确定性大幅增加，流动性保障力度逐渐减弱，其未来经营风险依然值得关注。

（三）ABS 违约的产品特征

近年 ABS 违约产品从产品类型上主要集中于商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）和供应链 ABS，根据发行形式和交易市场的不同也有可能以资产支持票据（ABN）的形式体现出来。

CMBS 是固定收益投资产品，由商业房地产抵押而非住宅房地产抵押。CMBS 可以为房地产投资者和商业投资方提供流动性。CMBS 最大的特点有：1. 底层资产标的是商业物业而非传统房地产；2. 其发行结构经常以债券或信托形式出现；3. 由于未来现金流高度不确定，而且现金流归集形式类似于信托，其资产包装经常出现比较特殊的“双 SPV”结构。4. 如果 CMBS 发生违约，其有形底层资产会作为抵押资产转移给投资者。

这种情况主要应当归因于 ABS 产品本身的特点和构建思路，即现金流和风险的重新分配。ABS 作为一种将缺乏流动性但预期能够产生稳定现金流的资产，通过重新组合转变为可以在资本市场上转让和流通的证券的融资金融工具，在“非标转标”的过程中，ABS 利用设置特殊目的载体受让基础资产的方式，实现破产隔离，从而达到资产证券化“重资产、轻主体”的目标。该安排有效隔离了资产和主体、不同层级 ABS 之间的信用风险水平。但是究其实质，ABS 产品的内部增信举措只是将风险和收益进行了重新组合匹配，并未缓解底层资产项目整体的风险。一旦底层资产风险整体性暴露，那么 ABS 的内部增信措施也未必能很好地隔离风险。

CMBS 由于其特殊性，底层资产的分散化程度一般较低。所以当 CMBS 的底层资产出现整体性风险时，ABS 产品优先层往往不能实现有效的风险隔离。这也是 CMBS 产品违约事件相对多发的原因之一。

三、ABS 违约案例探究

（一）阳光城系列违约案例

阳光城案例涉及的违约的结构化产品包括 21 前海招阳 ABN001 和 20 华济建筑 ABN001。这两只违约产品以交易市场分类均为资产支持票据（ABN）；以底层资产分类则均可被分为供应链 ABS；以底层资产形式分类则分别属于房地产供应链 ABS 和应收账款 ABS 上述两只产品均由深圳前海联易融商业保理有限公司作为发起机构；基础债务人均均为阳光城集团股份有限公司，发行时优先层均获得东方金诚的 AAA 评级。21 前海招阳 ABN001 发行机构为五矿国际信托有限公司，主承销商为招商银行股份有限公司，上市日期为 2021 年 4 月 29 日，发行规模 5 亿元，年限 1 年，利率为 6.48%。20 华济建筑 ABN001 发行机构为中国金谷国际信托有限责任公司，主承销商为中国民生银行股份有限公司，上市日期为 2020 年 12 月 24 日，发行规模 5 亿元，年限 1.9 年，利率为 6.88%。

阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”）曾用名为福建阳光实业发展股份有限公司。福建阳光实业发展股份有限公司（原福建省石狮新发股份有限公司）于 1991 年经福建省经济体制改革委员会闽体改(1991)010 号文和中国人民银行福建省分行闽银函(1991)118 号文批准设立。由福建省新湖集团公司、石狮新湖工贸公司和石狮市开发企业（服装）有限公司等三家乡镇企业联合发起，注册资本 800 万元人民币。1996 年经中国证券监督管理委员会证监发字（1996）375 号文批准，公司股票于 1996 年 12 月 18 日在深交所挂牌上市（证券代码：000671.SZ）。阳光城集团股份有限公司实际持仓结构比较复杂，且在 2020-2021 年经历了大股东的变更和股权结构的变动。截至目前，阳光城控股股东为福建阳光集团有限公司；股权穿透实际控制人和最终受益人为林腾蛟、吴洁、林雪莺。公司性质为民营企业。最终受益人通过阳光龙净集团有限公司、阳光控股有限公司、福建阳光集团有限公司、东方信隆资产管理有限公司、上海嘉信资产管理有限公司等间接持有阳光城的股权。

阳光城主要从事房地产开发业务，也涉足商业运营、物业服务等相关领域。根据公司最新年报，主营业务收入中，房地产开发与销售业务占比 88.57%，为公司的绝对主要业务；其余业务包括建筑工程代建收入等。

阳光城在 2020 年及以前总体保持了较为平稳的发展态势。但是随着央行、住建部推出了“三条红线”监管指标后，阳光城流动压力骤增。数据显示：阳光城筹资活动产生的现金流量从 2020 年的 122.32 亿元骤减至 2021 年的 12.24 亿元。同时，2021 年房地产行业政策调控升级，市场需求出现迅速下滑，行业销售整体下挫严重。在“三条红线”下，阳光城不得不降低对外部融资的依赖程度。然而受公司自有资金和高周转高杠杆率限制，原有开发项目投资增速被迫放缓。2021 年竣工交付项目数量进一步减少，于是引发了“资金短缺——回款减少”的恶性循环。数据显示：连续出现负面传闻后，2021 年 4 季度阳光城营业总收入仅为 11.94 亿元，大幅低于 3 季度的 114.01 亿元净收入。恶化的营业收入更加重了公司的流动性问题。

产品方面，20 华济建筑 ABN001 已经由阳光城偿还部分本金，同时该票据并未到期。根据未经证实的消息，该资产证券化票据的投资者已和阳光城达成一致，同意该票据继续展期。21 前海招阳 ABN001 暂未见后续实质性进展。

（二）工大高新系列违约案例

工大高新涉及的违约 ABS 产品为 17 红博系列。该系列产品以底层资产分类应归为商业房地产抵押贷款资产支持证券（CMBS）；以底层资产受益表现形式应归为信托资产收益权专项计划。该 CMBS 项目成立于 2017 年 9 月 29 日，并于 2017 年 11 月 14 日正式上市。该产品承销商为华林证券股份有限公司。该产品发行规模 9.5 亿元，发行利率 6.2%，采用分期到期的偿还结构，到期期限 1-9 年不等。该产品由控股股东工大集团对差补义务进行担保，发行时获得联合信用评级有限公司 AA+ 的评级。2018 年 6 月 15 日后系列内各期限产品评级均被联合资信下调为 B+。

哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司（以下简称“工大高新”）成立于 1993 年，是典型的“校办企业”。该公司自成立初始实际控制人即为哈尔滨工业大学，后明确控股股东为哈尔滨工大集团股份有限公司和哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司。1996 年工大高总及下属 16 家作为共同出资人，联合组建工大集团。工大集团及工大高新是在哈尔滨工业大学高新技术园区的基础上发展起来的，学校的全资全民所有制企业哈尔滨工业大学高新技术开发总公司（以下称工大高总）是工大高新的控股股东。目前工大高新控股股东为哈尔滨工业大学高新技术开发总公司；实控人依然为哈尔滨工业大学。

公司原主营业务为大豆深加工、乳制品制造以及商业服务，其中商业服务业务主要为购物中心的物业出租。2015 年，公司通过发行股份置入汉柏科技 100% 股权，汉柏科技是国内网络设备及云计算融合系统领域的知名厂商，主要从事企业级网络安全产品、基础网络产品、云计算融合系统及组件的研发、生产和销售，提供企业专属网络、行业专属云、云计算数据中心等领域内的综合解决方案。目前公司所属行业为信息技术服务和商业地产出租。

该产品是国内首单 CMBS，底层资产是哈尔滨红博会展广场的租金收益权。该产品采用了 CMBS 产品设计中常见的“双 SPV”结构，由厦门国际信托有限公司对资产所产生的现金流进行归集，并将合同约定现金流汇入 CMBS 资产支持专项计划。目前除 PR 红博 01 已偿还部分本金，系列中其他产品均未偿还本金，部分产品暂未到期。

该产品所涉及资产为工大集团核心资产。该商业地产在哈尔滨市区内具有优良的地理位置。据传工大高新正在和投资者协商，计划引入香港某商业地产运营公司。暂无更明确后续消息。

（三）中民国际租赁系列违约案例

中民国际融资租赁股份有限公司（以下简称“中民租赁”）所涉及的实质性违约产品为 17 中民租赁 ABN001 优先 B。该产品由上海国际信托优先公司作为计划管理人和发行人，主承销商为上海浦东发展银行股份有限公司。该产品于 2017 年 6 月 1 日成立，发行票面利率为一年定存利率+4.8%，到期日为 2020 年 7 月 28 日，发行规模 2.7 亿元，发行时由中诚信给予 AA+ 评级；其对应优先 A 档发行利率为一年定存利率+4.3%，到期日为 2019 年 4 月 28 日；发行规模 7.6 亿元，发行评级为 AAA。

中民国际融资租赁股份有限公司是由中国民生投资股份有限公司和韩亚银行共同出资成立的中外合资租赁公司。中民租赁正式成立于 2015 年 4 月，计划注册资本金 60 亿元人民币，首次注册资本金 30 亿元人民币。。中民租赁在 2016 年多次变更注册资本，目前注册资本 60 亿元。中民租赁大股东为中民投租赁控股有限公司和韩国韩亚

银行股份有限公司。经股权穿透后，中民租赁实际控制人为中国民生投资股份有限公司和韩亚金融集团。中民租赁主营业务包括融资租赁业务、向国内外购买租赁财产、租赁财产的残值处理及维修、租赁交易咨询和担保、兼营与主营业务相关的保理业务等。

中民租赁 2018 年后即未公开披露自身经营状况和财务信息，目前具体情况暂无法通过公开市场得知。从公开信息来看，中民租赁可能仍在尽力化解风险的同时开展业务。根据公开信息，该 ABS 产品优先 A 档产品已经全额偿付本息，而作为夹层的优先 B 档已偿还一半的本金和利息。

尽管公开信息获得有限，但是从 2018 年以前已披露的公开信息来看，中民租赁的经营其实相对正常。但是自 2019 年以来，中民租赁发生多起 ABS、债券的风险事件。初步分析原因有以下两点：一、股东关联方风险。中民租赁的控股股东中民投已多次被法院纳入被执行人。中民投在 2019 年起即屡屡爆出流动性风险事件。在此影响下，中民租赁的流动性风险和信用水平也受到市场普遍质疑。二、债务集中到期和“黑天鹅”事件叠加。中民租赁的业务扩张节奏和母公司中民投相对保持一致，自成立起就大手笔扩张。从 2015 年起资产负债率就一路走高。同时由于新冠疫情对航运业的重大打击和狮航事件的负面影响，对现金流高度敏感的租赁业务也受到了不小的影响。在多重因素的作用下，中民租赁在 2021 年开始陆续出现流动性风险事件。

四、关于 ABS 违约案例的一些初步分析

尽管所列举目前 ABS 违约案例相对较少，可能并不具有普遍性。但是我们通过分析上述案例，依然可以发现一些 ABS 违约事件的共有特征。

（一）资金和资产的混同易导致连带风险

在理论上，资产投资者的收益来源于证券化资产所产生的现金流，与创始机构以及受托机构的信用没有法律上的联系，即创始机构以及受托机构并不以其自有资产向投资者承担清偿责任。为实现资产证券化的目的，保护投资者利益，证券化资产产生的现金流应当与创始机构隔离开来，以避免发起人遇到麻烦或破产给 SPV 带来不利影响。为此，SPV 在 ABS 产品架构中特别重要。SPV 的特殊实体地位保证了底层资产与原资产持有人的隔离，无论是在法律意义上还是在经济意义上。SPV 保证了底层资产的“真实出售”，即无论原持有人发生何种风险事件均与底层资产无关，藉此保证了风险和收益的相对独立。

但是在上述 ABS 违约事件中，ABS 底层资产相对独立的特点并未得到很好的体现。在阳光城系列 ABS 违约案例中，底层资产为应收账款和供应链保理款项。应收账款和供应链往来款本质上无法与付款方的信用分割，所以 ABS 资产无法相对主体独立。在工大高新系列案例中，虽然底层资产为可明确辨认的实体，但是由于该资产是原主体公司的核心资产，公司并未愿意将自己完全掏空，并且主体公司的实际控制方认定也存在瑕疵。中民租赁案例的底层资产池倒是相对比较清楚，夹层产品违约系部分贷款展期或拖欠所致。

（二）ABS 产品信用债化导致更高的信用风险

ABS 产品违约案例要远少于同等级信用债。这是因为 ABS 具有诸如风险隔离、内部增信、资产抵押等特点可作为信用增进手段。但是，在 ABS 产品底层资产实际无法或因故无法与原资产持有主体明确切割的情况下，ABS 产品在实质上已经类似于信用债；此时的 ABS 融资相当于发债主体的信用扩张。在此情况下，ABS 大部分信用风险控制措施将实质上失效。此时的 ABS 产品风险特征类似于信用债，其信用水平高度近似现金流最终付款人的主体信用水平。如果最终付款人主体信用水平发生较大变化，很容易导致大部分信用风险控制措施实质上失效。部分类型 ABS 可能通过安排底层资产回收投资，但是如应收账款 ABS 等类型几乎只能依赖最终付款人信用水平的上升。

（三）复杂交易结构下的信息披露主体难以界定

ABS 产品从底层资产到发行再到销售要经历多个主体，SPV 的界定、原资产持有人的判断、最终付款人的分析等等都是分析 ABS 产品信用风险时的重中之重。以阳光城系列 ABS 违约事件为例，21 前海朝阳 ABN001 的正式发起机构为深圳前海联易融商业保理有限公司，进一步分析表明原应收账款资产持有人为多家建筑工程企业。而计划管理人五矿信托均围绕着深圳前海联易融商业保理有限公司开展而非实际最终付款人阳光城。也就是说，仅仅通过定期的信息披露报告投资者很难判断 ABS 真实风险暴露水平。同理还有工大高新系列 ABS，该项目通过略微复杂的双 SPV 方式运作，但是该产品在信息披露中一般围绕上一级 SPV 即厦门国际信托进行分析，从而一定程度上淡化了真正底层资产持有者的连带风险。这些案例都提示我们，在复杂交易结构中寻找真正的现金流来源对于判断 ABS 产品的信用风险非常重要。

（四）ABS 违约事件定义及分级仍值得关注

ABS 产品期限及还款灵活度较高；产品结构设计较为多样。但是多样化的产品设计也为 ABS 产品的违约认定带来了新的挑战。不同于传统债券，ABS 产品很容易出现优先层级按时兑付而劣后层级或中间层级无法兑付的情况，较少出现整体违约。同样，违约事件被触发也并不等于 ABS 实质性违约。而即使 ABS 产品无法兑付，投资者通过对底层资产的处置和展期等手段也可能逐渐收回投资。

在此情况下，如何界定 ABS 产品的违约是个较为重要的问题。传统上，各档现金流晚于初始预期现金流并不能构成违约，只有产品到期仍未偿还全部本金，才可以定义为“违约”；利息层面，产品的优先档设置了票面利率，如当期的利息未能支付，则可以构成该档证券的违约。但是从 ABS 产品投资者的角度来看，底层资产现金流及信用情况大幅恶化且未来无恢复可能即可定义为“违约”，那么 ABS 产品被大幅调低评级或许即可认定为 ABS 违约。但是由于 ABS 设计结构的特殊性，在发行主体陷入困境时 ABS 产品投资者可以要求优先确保对应底层资产。违约后对相关资产的声索权理应优先于信用债投资者。

【作者简介】

田野，中国人民大学金融学硕士，远东资信研究与发展部研究员。

【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机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



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：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【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。