



# 成渝租赁关于资产证券化的难点及路径探析

目前融资租赁公司的主要融资渠道主要为银行借款、保理、股东借款，但作为资金密集型的产业之一，融资租赁行业的持续发展需要及时解决资金及资本的不足，资产证券化、互联网金融等融资方式成为融资渠道未来可拓展的重要手段。

## 一、租赁资产证券化的目的

租赁公司进行资产证券化主要基于以下四个目的：

1、资产证券化有助于拓宽融资渠道，增强流动性，使得租赁公司以高流动性的现金代替流动性较低的资产，这在很大程度上将提高其资本使用效率。

2、资产证券化有助于改善资产负债表，在资产证券化实现真实出售并出表的情况下，资产证券化使得租赁公司的资本结构得到优化，租赁公司经营的效果改善，盈利能力得以提高。

3、资产证券化有利于减少信息成本。租赁公司将其的应收租金债权证券化，并请求专业评估机构进行评估，由此使得投资者能更清晰的理解其标准化后的债权——即有明确的利率、期限和承诺支付标准。

4、提升风险管控水平、提升知名度、走向多边市场。资产证券化的发行涉及到券商、会计师事务所、律师、交易所、中介机构等，资产证券化对于基础资产的筛选、包装、出售、清算的流程有利于倒逼公司优化治理结构、提升风险管控水平，更重要的是与传统银行融资渠道相比，租赁公司真正从单边市场走向多边市场，从间接融资走向直接融资。



## 二、租赁资产证券化的条件

从外部环境来看，一方面资产证券化的市场初现，自 2006 年首个租赁资产证券化产品成功发行以来，已有包括融信租赁、狮桥租赁等非国有背景的多个融资租赁公司获得证监会核准进行租赁资产证券化业务。预计 2015 年资产证券化规模将达到 5000 亿元。另一方面，政策法规力推，中国证监会、中国证券基金业协会于 2014 年 11 月至 12 月发布了包括《资产证券化尽职调查工作指引》、《证券化业务基础资产负面清单指引》等系列文件。将租赁债权纳入资产证券化（ABS）基础资产范围，取消事前行政审批，实行事后备案和负面清单管理，将基金管理公司子公司也纳入可开展资产证券化范围。

从资产证券化的发行本身来看，根据相关理论与实践，可以进行证券化的资产至少应该具备下列特征：

表 1 融资租赁资产证券化需具备的条件

需具备的特征	负面清单
<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 基础资产为原始权益人 5 级分类体系中的正常类。</li><li>✓ 基础资产或租赁物件不涉及国防、军工或其他国家机密，不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序。</li><li>✓ 预期稳定的现金流且已有现金流量记录，以便于合理评级和定价。</li><li>✓ 经营年限：发起机构为正式营运 1 年以上的金融租赁公司或正式营运 3 年以上的非金融租赁公司，或在银行有授信的外商投资或内资试点融资租赁公司，有良好的运营效果和信用记录（如低违约率、低损失率等），以便于评级机构账务企业的信息。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 以地方政府为直接或间接债务人的基础资产，在政府与社会资本合作模式（PPP）下应当支付或承担的财政补贴除外。</li><li>✓ 以地方融资平台公司为债务人的基础资产。</li><li>✓ 矿产资源开采收益权、土地出让收益权等产生现金流的能力具有较大不确定性的资产。</li><li>✓ 有下列情形之一的与不动产相关的基础资产：因空置等原因不能产生稳定现金流的不动产租金债权；待开发或在建占比超过10%的基础设施、商业物业、居民住宅等不动产或相关不动产收益权。</li><li>✓ 不能直接产生现金流、仅依托处置资产</li></ul>



- ✓ 同质性：基础资产既有高标准化、高质量的合同条款契约，易于把握还款条件与期限，使证券化资产集合可以有限地组合、打包、分级、定价并预测现金流。
- ✓ 分散化：基础资产所属行业和所在地区应当尽量分散，单笔基础资产的金额原则上不得超过资产包总额的15%，以最大限度扩大标的资产包中的资产笔数。
- ✓ 相当的规模：基础资产要有一定的经济规模，以摊薄证券化时较高的初期成本。
- ✓ 期限相似：本息分摊于整个资产存续期间，所有基础资产的到期日基本相似，有利于实现合理的期限和收益分配。
- ✓ 资产权属清晰、合同条款清晰，无任何不得转让等限制性条款，且基础资产上未设定抵押权、质权或其他担保物权。

才能产生现金流的基础资产。如提单、仓单、产权证书等具有物权属性的权利凭证。

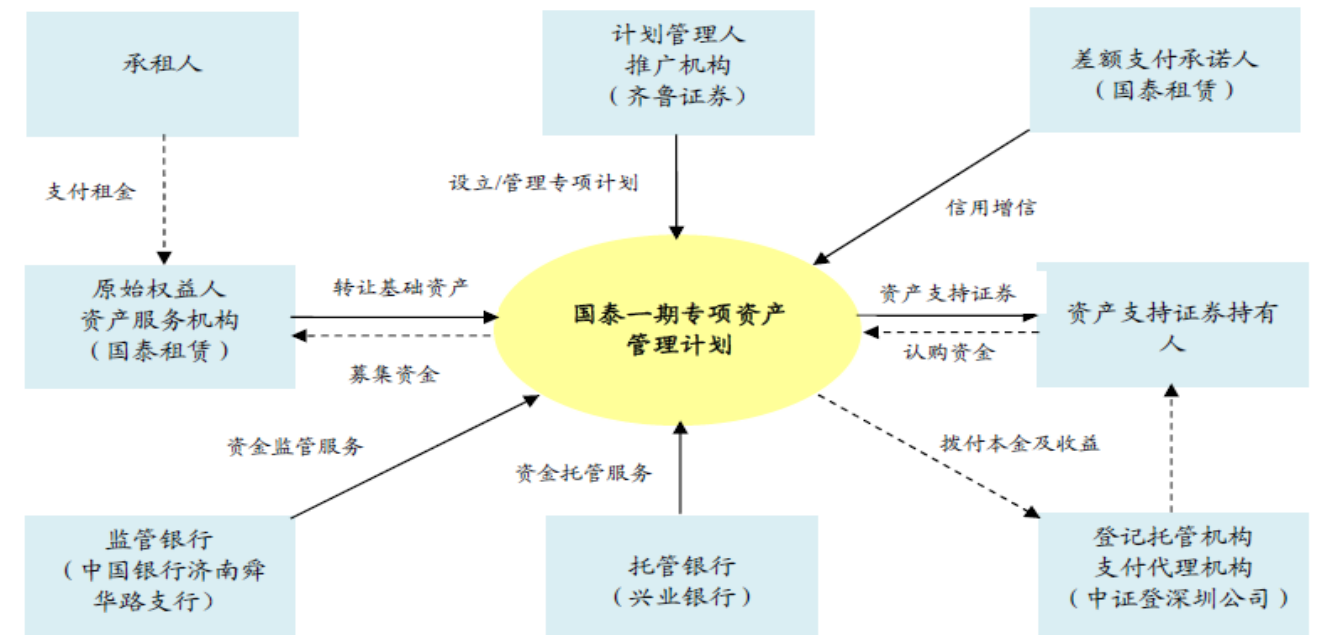
- ✓ 法律界定及业务形态属于不同类型且缺乏相关性的资产组合，如基础资产中包含企业应收账款、高速公路收费权等两种或两种以上不同类型资产。

### 三、租赁资产证券化过程

狭义的租赁资产证券化一般包括以下八个主要的设计交易流程：

基础资产的筛选及确定 → 设立SPV → 信用增级 → 信用评级  
 → 发售证券 → 向发起人支付资产购买价款 → 管理资产池 → 清偿资产支持证券。（如图1所示）

图1 融资租赁资产证券化交易结构（以国泰一期为例）





#### 四、融资租赁资产证券化案例分析

据不完全统计，截止到2015年6月，融资租赁公司获得证监会核准14单租赁资产证券化业务（详细对比见附表）。发行现状如下：

特 征	内 容
规 模	融资租赁ABS的优先级份额融资规模从1.70亿元到20.4亿元不等，平均规模约为7亿元。
期 限	融资期限方面，总的产品期限从3个月到5年不等，平均期限约3年。
基础资产	目前最少的租赁合同笔数为8笔，目前最多的狮桥一期达到1927笔。
评 级	在当前发行的14单融资租赁ABS项目中，优先份额一共有9单全部或部分达到了AAA级别，总体上看，目前融资租赁的优先级份额评级级别均较高。
发行利率	剔除远东1期，在已发行的产品中，利率区间上限最高的为融信融资租赁，区间为7.5%~8.5%，利率区间下限最低的为远东三期，区间为5.3%~7.0%，目前大部分产品利率区间均维持在6%~8%之间。
增信手段	目前融资租赁公司发行资产证券化产品主要采用优先/次级分层并购买次级收益凭证、差额支付承诺两种手段增级，此外还有部分采



	用超额利差、超额抵押等方式增级。
是否出表	目前发行的资产证券化产品中仅2单实现实质性出表，由此可见，目前资产证券化产品大多仍属于担保性融资工具。
租赁公司 资质	2014年以来，融资租赁公司发行ABS案例逐步增加，原始权益人的资质也在下沉。经统计，已发行ABS的融资租赁公司注册资本从2亿元到100亿元不等，平均注册资本26.7亿元，目前正处于资质迅速下沉的阶段，融信租赁、狮桥租赁的资产证券化产品成功发行也预示着融资租赁ABS主体正由国有股东背景向非国有股东背景扩张。

## 五、难点及路径

资产证券化融资是一项复杂的系统工程，融资租赁进行资产证券化依赖于法律、会计、税收、监管等多方面配套措施的完善。

难 点	内 容
基础资产 的选择	基于《资产证券化业务基础资产负面清单指引》，基础资产的选择范围有限，且依据同质性、分散化、期限相似、具备一定规模等特征来看，成渝融资租赁业务处于拓展初期，基础资产规模有限，尚未形成集聚效应，即不具备开展资产证券化的条件。以此作为启示，成渝融资租赁未来业务范围中交通运输应收账款、机械设备等领域同质性较强，容易形成规模效应，未来可进一步挖掘相关业务并利用基础资产做资产证券化拓展融资渠道。



<b>法律层面</b>	资产证券化的核心应当是基础资产的“独立性”或“破产隔离”、资产所产生的现金流以及“真实出售”。但是在中国目前的法律法规体系下，缺失专门针对资产证券化的法律法规，无法为资产证券化的运作提供一个比较完备的法律框架，对于资产转让 <sup>1</sup> 以后的登记和公示程序等相关配套制度和程序都存在着很大的缺失 <sup>2</sup> ，这对SPV和投资者权益的保障上存在着较大的隐患。上述问题其实不光存在于融资租赁资产证券化当中，国内的资产证券化业务其实普遍受制于法律法规制度建设的滞后。
<b>税收层面</b>	一方面虽然财政部和国税总局在2006年联合颁布了“财税[2006]5号文”，但“5号文”优惠政策仅针对信贷资产证券化，而对企业资产证券化，目前还没有相关税收法规，使参与机构在业务开展过程中面临多重限制和不确定性。 <sup>3</sup> 另一方面在融资租赁交易过程中，设备出售方向租赁公司开具增值税发票，然后租赁公司向承租方开具增值税发票。证券化

<sup>1</sup>

《合同法》规定：债权人可以将合同的权利全部或者部分转让给第三人，但依合同性质、当事人约定或法律规定不得转让的情形除外。

<sup>2</sup>《合同法》规定：在租赁债权资产证券化中，租赁合同债权转让应当通知债务人，如果不通知债务人，该债权转让对债务人不生效，但债权转让在原始权益人和计划管理人之间是生效的。在资产证券化实践中，转让的资产将涉及数量很多的债务人，个别书面通知操作难度较大。





<b>税收层面</b>	<p>交易介入后, 租赁公司向SPV转让租金债权之后, 相当于在SPV与承租方之间建立了租金收付关系, 因而应由SPV向承租方开具增值税发票。但是依据目前税收法律法规, SPV并不具备开出增值税发票的资格。若让租赁公司继续代为开票, 存在税收义务承担的错位, 除此之外, 还将导致租赁公司承担更高的税负。在未来全面推广增值税改革之前, 在构建资产池时, 为防范上述问题构成的障碍, 就需要回避应纳增值税的资产(有形动产), 挑选应纳营业税的资产(例如不动产、无形资产), 从而解决开具增值税发票的问题。要从根本上解决难题还有待于出台相关税收政策。</p>
<b>会计层面</b>	<p>在国外, 利用资产证券化实现表外融资已经成为发起人开展资产证券化业务的主要动机之一。而对于发起人向SPV转让的资产应确认为一项担保融资保留在发起人资产负债表内, 还是确认为一项销售业务在发起人的报表中终止确认成为了发起人最为关注的问题。不同的会计处理方法, 会导致不同的证券化成本和收益。从目前租赁资产证券化案例来看, 由于各种信用增级措施如担保、超额抵押、劣后级由原始权益人认购等, 导致大部分基础资产并未实现真正出表, 可见资产证券化并未完全实现真实出售, 可以说仍然是变相的担保融资。</p>
<b>市场认可度</b>	<p>在中国, 融资租赁行业是银行信贷的补充角色, 因此租赁公司(包括金融租赁)的承租人质量不如银行信贷中的借款人, 这</p>

---

	也就造成基础资产质量参差不齐，从而对证券化产品的评级产生影响，因此需要通过内部、外部措施增信。证券化本身流程就非常复杂，又牵涉到很多参与方，加之增信措施导致发行过程繁杂、多方的沟通成本较大，反而不如银行保理融资来的简便。
--	--



但是从长远来看，融资租赁公司的做大做强离不开多融资渠道的拓展及延伸，租赁资产是非常适合证券化的基础资产，现金流稳定，基础资产颗粒度比较大，风险可大面积分散。虽然就目前来看，配套的制度和政策建设滞后导致大规模常规化证券化受制约，但对于这部分业务的发展，我们相信今后会越来越好！<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup>资料来源：1、各租赁公司专项资产管理计划说明书  
2、租赁视界《关于通过租赁资产证券化进行融资的介绍》  
3、计兮《融资租赁公司资产证券化业务发行现状》  
4、知乎金融《融资租赁资产证券化的前景》





附表 租赁资产证券化概况

类型	项目名称	起始日	优先规模	优先级评级	利率区间	当期银行贷款基准利率(3-5年)	租赁合同笔数	还款方式	增信措施	原始权益人及注册资本	是否出表
融资租赁公司	远东首期租赁资产支持收益专项资产管理计划	2006.5.10	4.77	AAA	3.10%	5.85%	31	-	✓ 中国中化集团公司提供不可撤销及无条件全额担保 ✓ 购买次级收益凭证	远东国际租赁有限公司 13.43亿元	否
	远东二期专项资产管理计划	2011.8.5	10.89	AAA	6.1-7.0%	6.9%	282	-	✓ 购买次级收益凭证 ✓ 差额支付		
	远东三期专项资产管理计划	2014.7.23	20.40	AAA	5.3-7.0%		-	-	-		
	汇元一期专项资产管理计划	2013.12.4	10	AAA	6.6-7.0%	6.4%	-	按季付息, 本金按季过手摊还	✓ 购买次级收益凭证	新疆广汇租赁服务有限公司 13亿元	否
	国泰一期专项资产管理计划	2014.5.20	10.20	AAA	6.3-7.0%		30	按季还本付息	✓ 购买次级收益凭证 ✓ 差额支付	国泰租赁有限公司 30亿元	否
	中航租赁资产支	2014.8.21	3.45	AA+	7.0%		8	-	✓ 购买次级收益凭证	中航国际租赁	否



持收益专项资产管理计划								✓ 差额支付	有限公司 37.9亿元	
宝信租赁一期资产支持专项计划	2014.12.16	3.61	AAA/AA	6.15-7.8%		44	按季还本付息	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 初始超额抵押</li> <li>✓ 超额利差</li> <li>✓ 购买次级收益凭证</li> <li>✓ 差额支付承诺</li> </ul>	宝信国际租赁有限公司 5亿元	否
宝信租赁二期资产支持专项计划	2015.3.19	2.73	AAA/AA-	6.1-9.3%	5.75%		-	-		
狮桥一期资产支持专项计划	2015.2.3	3.06	AA+	6.8-8.2%	6.4%	1927	按季付息, 到期还本	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 购买次级收益凭证</li> <li>✓ 差额支付承诺</li> <li>✓ 基础资产现金流超额覆盖预期支出</li> </ul>	狮桥融资租赁(中国)有限公司 10亿元	否
融信租赁一期资产支持专项计划	2015.3.27	1.695	AA+/A	7.5-8.5%	5.75%	117	-	-	融信租赁股份有限公司 2亿元	否
南方骐元-远东宏信(天津)1号资产支持专项计划(SPV为基金管理子公司)	2015.3	6.29	-	-	5.75%	37	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 由原始权益人的关联方为计划提供上限为5032万(相当于总规模8%)的流动性支持</li> </ul>	远东国际租赁有限公司 13.42亿元	是

金融 租赁 公司	交银金融租赁 优先责任公司 (SPV为信托)	2014. 9. 19	8. 95	AAA/A+	4. 95%- 一年定存利 率+3. 4%	6. 4%	-	-	-	交银金融租赁 有限责任公司 60亿元	否
	华融金融租赁 股份有限公司	2014. 12. 24	5. 79	AAA/A	5. 2%-一年 定存+3. 55%	6. 4%	-	-	-	华融金融租赁 股份有限公司 50亿元	否
	工银海天2015年 第一期资产支持 证券 (SPV为信托)	2015. 1. 20	9. 6	AA+/BBB+	4. 98%-一年 定存利率 +3. 55%	6. 4%	-	-	-	工银金融租赁 有限公司 110亿元	是