

标普信评结构融资近距离

境外ABCP信用评级分享



主要内容

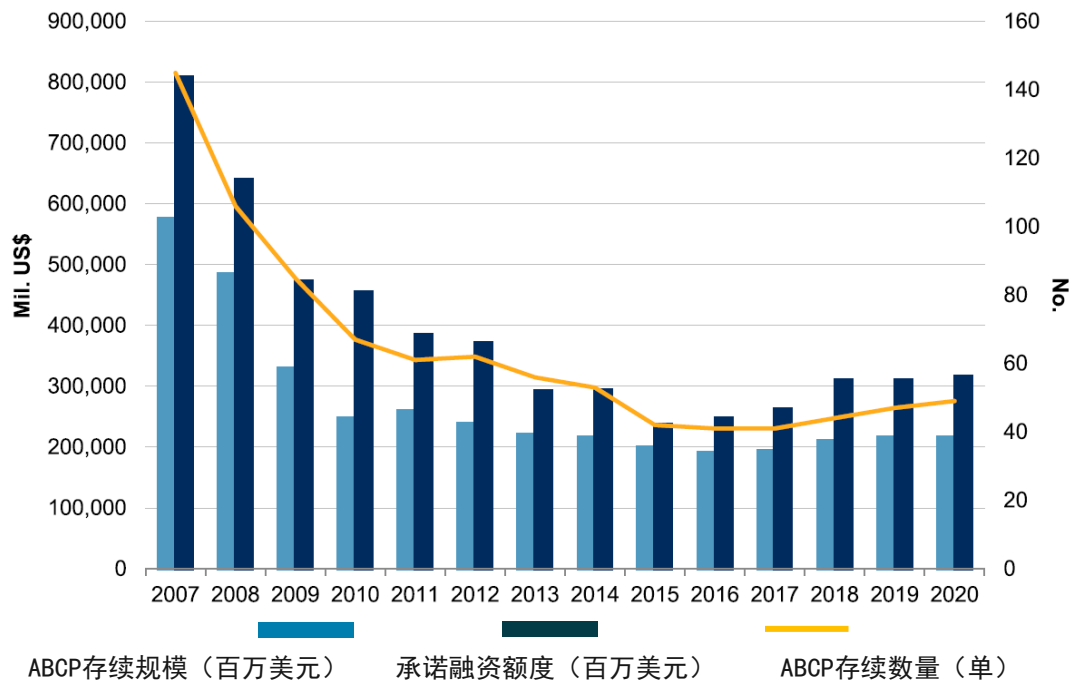
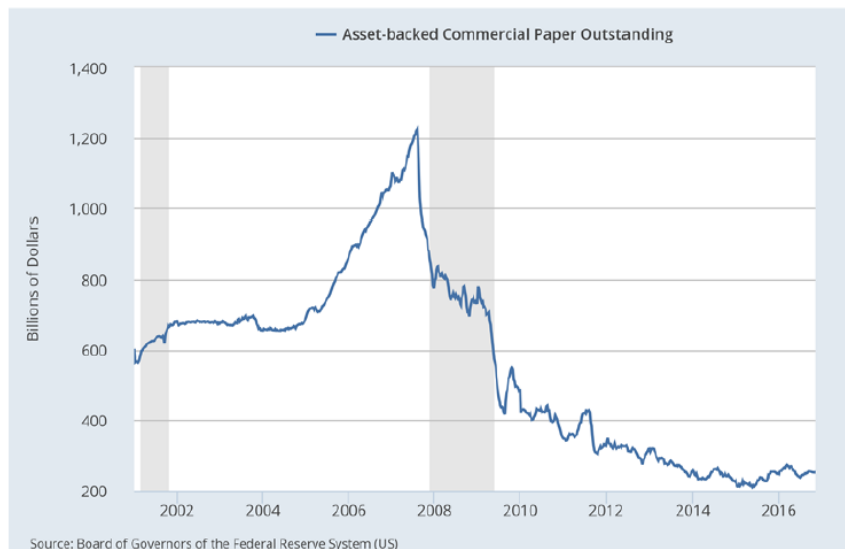
- 01 国际市场概述例举
- 02 他山之石 – 基本理念
- 03 他山之石 – 实操例举

01 国际市场概述列举

历史回顾

- 首单资产支持商业票据（ABCP）项目于20世纪70年代末80年代初期出现在美国。近10年来，ABCP市场规模维持在几千亿美元的水平。截至2020年末，美国市场上存续的ABCP未偿本金余额约2,166亿美元。
- 2020年在疫情的影响之下，3、4月份时由于市场流动性较为紧张，美国ABCP的发行规模增加较快；2020年下半年，随着美联储放宽货币政策，市场流动性和可替代的融资来源增加，ABCP发行增速有所放缓。总体而言，ABCP是成熟结构融资市场惯用的短融手段。

美国ABCP市场历年概况

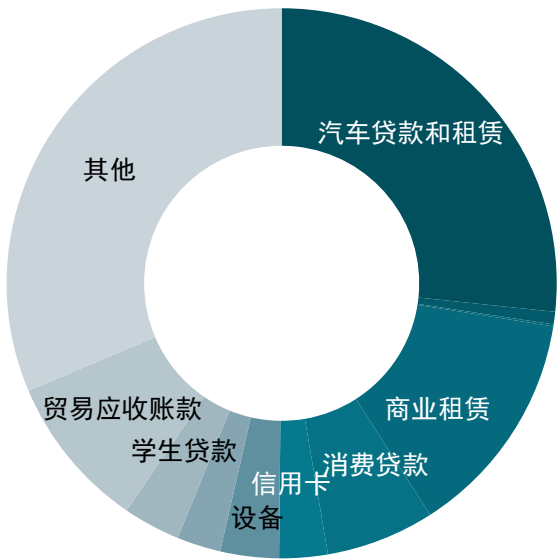


01 国际市场概述列举

主要资产类型及发起机构

- 截至2020年末，汽车贷款及租赁、商业租赁、消费贷款、信用卡和学生贷款等传统资产类型占据美国ABCP基础资产的50%以上。
- ABCP的发起机构主要为银行和非银金融机构，主要发起机构的发行量占据了大部分市场。

美国ABCP资产类型分布



前十大ABCP发起机构

%占标普全球授予评级的ABCP项目
2020年12月 2019年12月

1	JPMorgan Chase Bank N.A.	14.8%	13.7%
2	Guggenheim Treasury Services, LLC	12.3%	11.1%
3	Credit Agricole Corporate and Investment Bank	9.1%	9.7%
4	Royal Bank of Canada	8.0%	9.1%
5	BNP Paribas	5.2%	5.4%
6	Citibank N.A. New York, NY	5.2%	5.0%
7	Societe Generale	4.8%	5.1%
8	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd., New York branch	4.5%	5.3%
9	BSN Holdings Ltd./BSN Capital Partners Ltd.	4.4%	--
10	Northcross Capital Management Ltd.	4.1%	3.4%

02 他山之石 – 基本概念

主要概念及特征

什么是ABCP

- ABCP是一种通常由金融机构设立特定目的载体（SPV）发行的短期货币市场融资工具
- 美国的ABCP产品期限从1天到397天不等（欧洲的产品期限不超过364天），并以贴现或计息的形式发行
- 票据类型可以包括标准ABCP、可赎回ABCP、可售回ABCP、可展期ABCP等

ABCP发展历程

- ABCP起源于美国，随后在美国、欧洲、日本等地广泛发展
- ABCP的发展一开始主要是受到银行业监管和市场竞争的影响，银行可以通过ABCP为其工商企业客户提供低成本的短期资金周转

主要特征

- 产品期限较短
- 基础资产多样化
- 期限错配，滚动发行新的商业票据
- 通常使用仓储机制 (Warehouse Facility)，持续购买资产并构建资产池
- 偿付资金来源灵活

主要参与方

- 发起机构/流动性支持方/管理人：通常为金融机构（商业银行、资管公司）及其他机构
- 投资人：货币基金、私募基金、保险公司、理财公司、银行等

标普信评

S&P Global

China Ratings

02 他山之石 – 基本理念

评级关注要点

ABCP评级

- ABCP评级是对受评商业票据能够被足额（100%票面价值）和准时偿付（到期日）的可能性的评估。
- ABCP的结构设置和交易安排通常是评级关注的重点，通常会对初始的交易结构授予级别，而非针对某一特定交易或某次特定发行。因而，对于ABCP项目的评估，首先关注其结构，再考虑资产信用质量。
- 短期评级能够更好地衡量匹配该类产品的风险，突出其与其它产品之间的特征区别。

ABCP通常还款来源

- 还款通常来源于底层资产的回收款，以及在到期日新发行的下一期商业票据（即滚动发行的票据）的募集款。

流动性的重要性

如果新的商业票据因市场动荡或无法满足发行条件等原因不能发行，将如何偿付ABCP？

- 常见的流动性措施包括贷款协议、资产购买协议或流动性支持方协议以确定的价格直接购买商业票据。
- 流动性支持方需要具备至少与ABCP项目一致的短期信用等级（多流动性提供方需要具体分析）。
- 流动性支持方需在提款通知下发后几小时内提供资金，以及时赎回到期的ABCP。
- 流动性协议的期限通常为12个月，可在到期前进行延期；因此商业票据发行通常先决条件之一是其到期日至少在流动性协议到期日之前或当日。

标普信评

S&P Global
China Ratings

02 他山之石 – 基本概念

市场典型分类

➤ 按照产品模式

单一出售方项目
(Single-seller programs)

多个出售方项目
(Multi-seller programs)

证券套利
(Securities arbitrage programs)

➤ 按照信用支持

部分支持
(Partially supported or Partially enhanced)

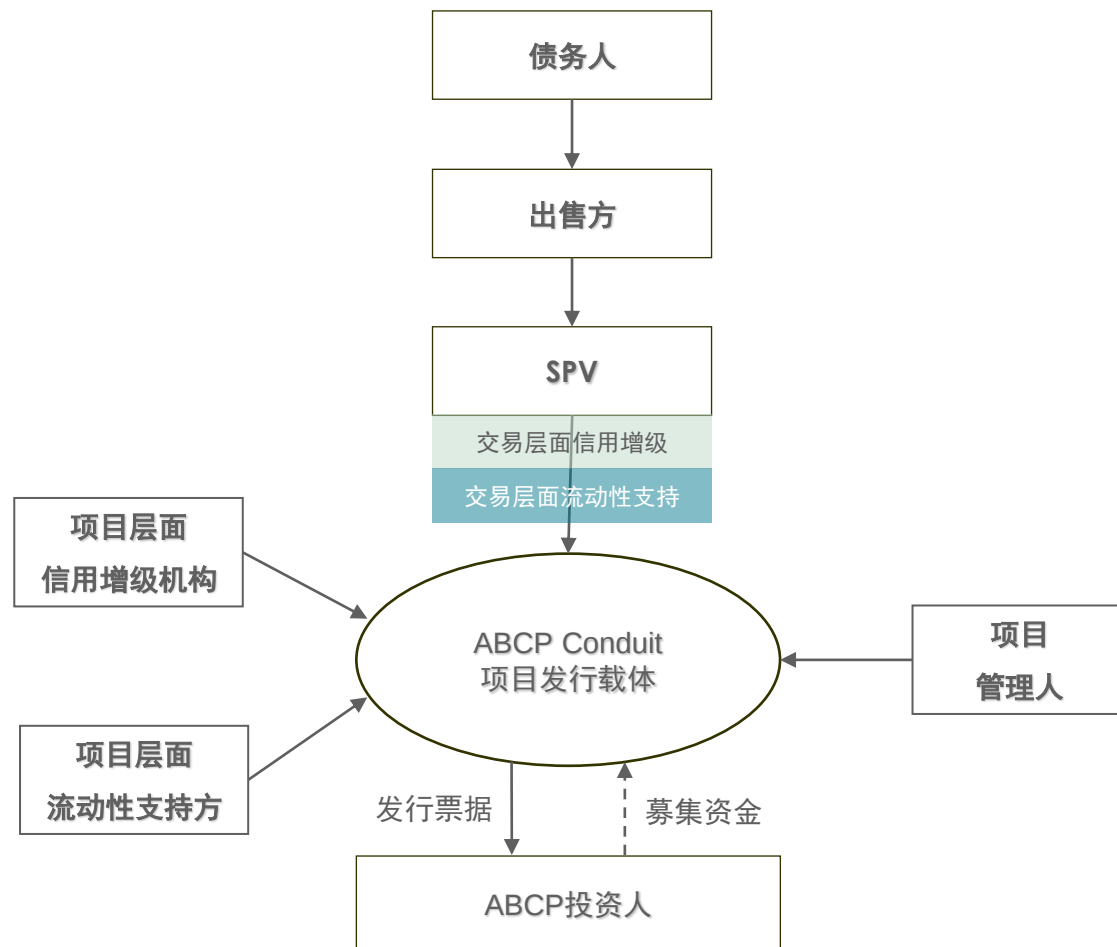
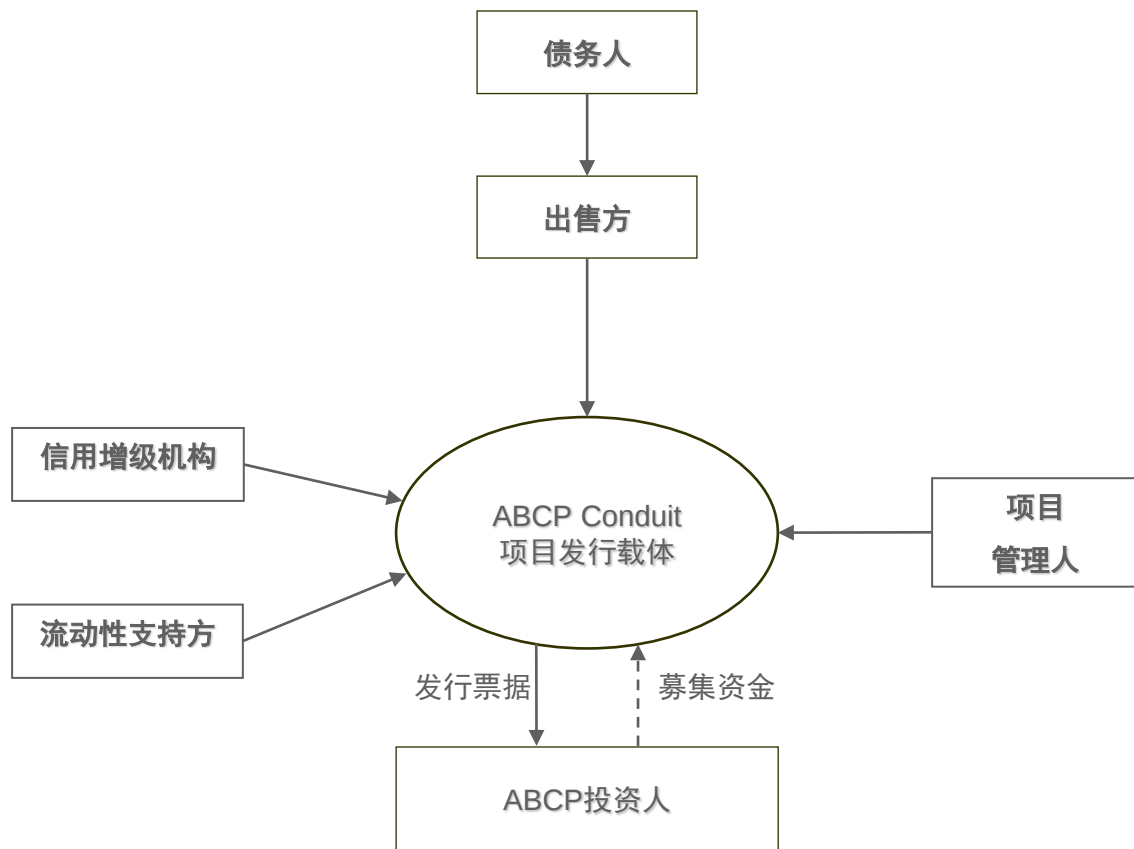
- 流动性支持方对ABCP提供部分支持，比如不承担资产的信用风险
- 投资人会面临底层资产所带来的相关风险，因此需要分析信用风险、流动性风险、利率风险、ABCP的结构设置、法律问题、现金流和原始权益人的风险等相关风险。

完全支持
(Fully supported or Full wrap)

- 流动性支持方在到期之前对于ABCP本金和利息提供全额支持
- 流动性支持方能够100%完全支持ABCP计划的信用风险、流动性风险和法律风险等主要风险，以及利率风险、服务商风险及参与方相关风险。

03 他山之石 – 实操例举

典型交易结构：单一出售方-单双层结构



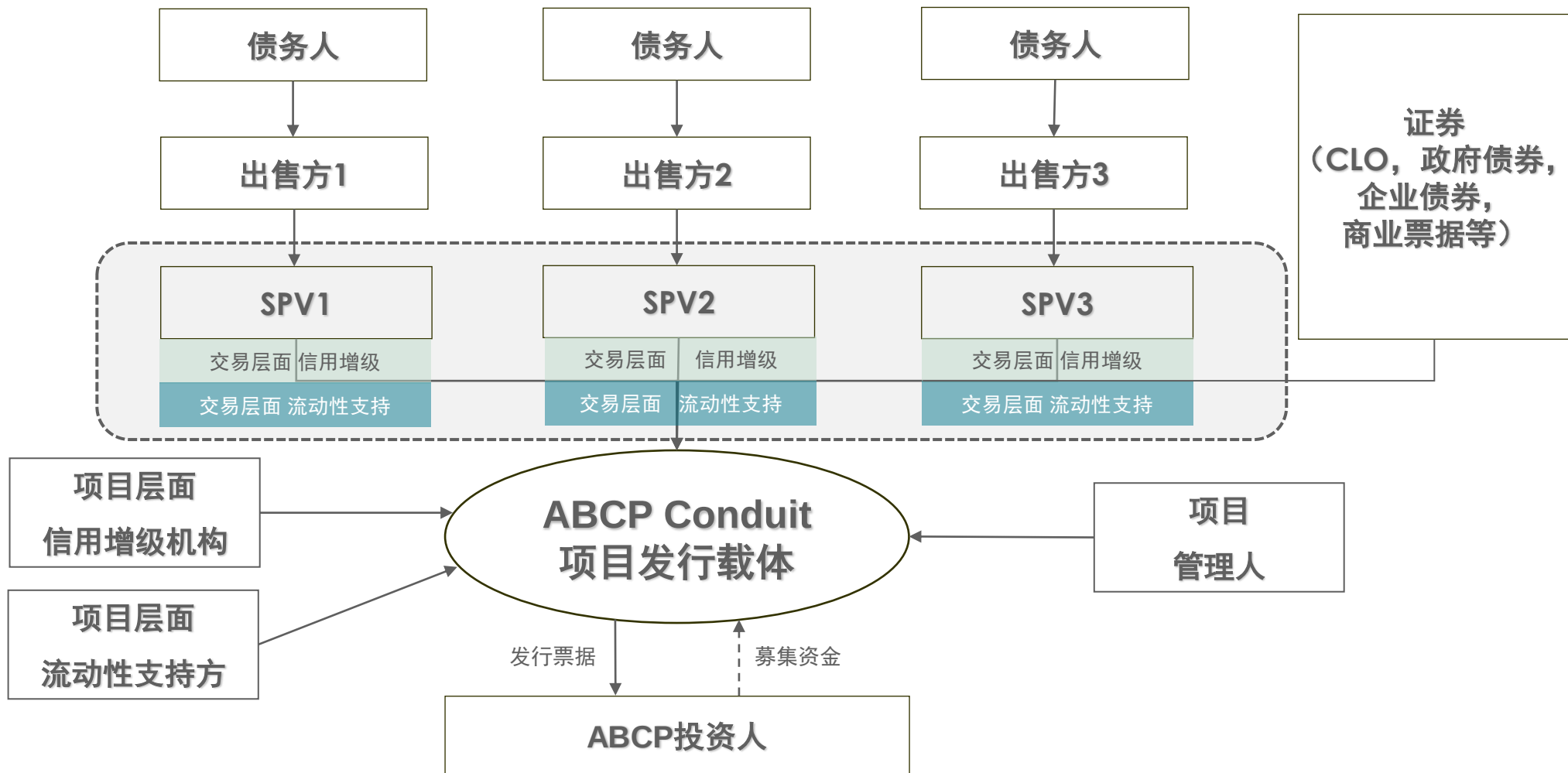
标普信评

S&P Global

China Ratings

03 他山之石 – 实操例举

典型交易结构：多出售方-单双层结构



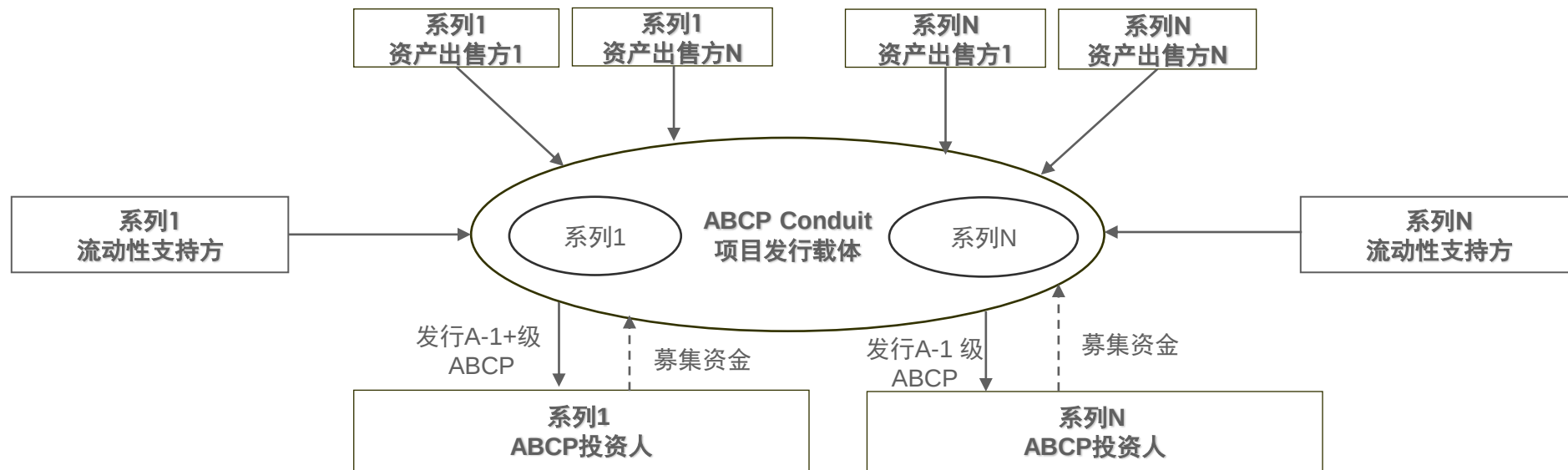
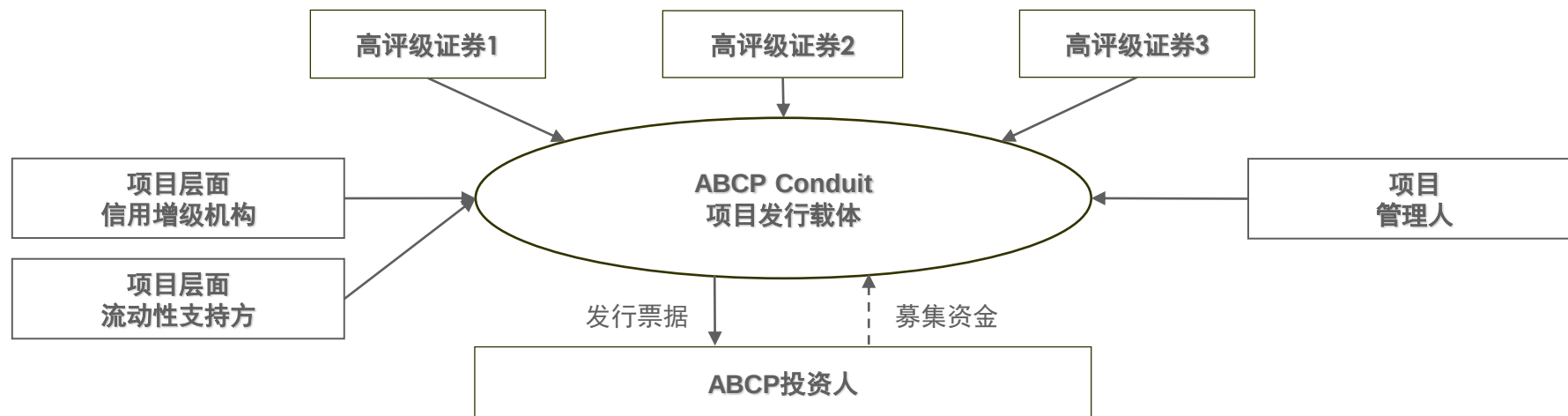
标普信评

S&P Global

China Ratings

03 他山之石 – 实操例举

典型交易结构：证券套利项目与系列混合项目



03 他山之石 – 实操例举

信用风险相关分析例举

交易层面（资产池）信用支持

- 作为第一层信用支持
- 只用于特定交易/资产池，无法覆盖其他交易/资产池的损失
- 其大小可能是资产池的固定百分比，预先确定的比例或动态调整比例（即根据资产池的表现和特征增加或降低，但有限）
- 具体形式包括超额抵押、现金储备、第三方流动性支持等
- 具体规模取决于ABCP投资者是否面临短尾（Short tail）或长尾（Long tail）风险

项目层面信用支持

- 作为第二层信用支持
- 通常在交易/资产池层面信用支持之后
- 典型设置为ABCP未偿本金余额的10%
- 适用于所有交易/资产池
- 为计划管理人提供更大的灵活性
- 通常由流动性支持方银行提供，以信用证的形式
- 若使用的项目层面信用支持水平超出特定阈值，将会触发项目终止条件

标普信评

S&P Global

China Ratings

03 他山之石 – 实操例举

结构设置相关分析例举

常见流动性相关分析

- 常见流动性支持形式：
 - 流动性贷款协议 (“LLA”)：流动性支持方借给SPV资金，资产不在流动性支持方的资产负债表内
 - 流动性资产购买协议 (“LAPA”)：流动性支持方按比例购买资产池中的资产，资产入流动性支持方的资产负债表
- 方法论的一贯性：
 - 假设某笔交易使用逾期90+天的应收账款来计算所需的信用增级水平，但是流动性支持方以逾期60天的应收账款来计算所需提供的资金支持。因而这30天的缺口可能会导致ABCP的资金短缺。
 - 因此，流动性支持方对于损失的计算口径与信用增级水平中对于损失的计算口径需保持一致。
- 多个联合的流动性支持：在多个联合的流动性支持结构交易中，两个评级低于发行载体ABCP项目的机构可能为发行载体提供所有的流动性支持。例如，两个A-1评级的金融机构组合，每个机构都为被评证券提供100%的流动性覆盖，有可能形成A-1+的联合评级结果。
- 常见流动性条款中的“豁免”（Outs）和“限制”（Limitations）：
 - ABCP 发行载体破产
 - 融资金额受限于流动性支持方的融资承诺最大值

标普信评

S&P Global

China Ratings

03 他山之石 – 实操例举

结构设置相关分析例举

运营及法律相关分析

- ABCP项目的交易文件中通常会约定发行载体在发行新一期ABCP项目之前需要满足的一系列条件，比如：
 - 发行载体具有足够的收入以覆盖各项支出，包括ABCP的发行费用和流动性支持的提取费用
 - 目前可用的流动性支持金额至少可以覆盖即将发行的ABCP项目的面值
 - 新发行ABCP项目的到期日至少在流动性协议到期日的前两个工作日之前
 - 即将发行的ABCP资金不会用于流动性支持不会覆盖的不良资产
 - 必要的底层资产的信用支持已经就位
 - 当资产和商业票据的货币不一致时，需有货币互换合约以缓释相关风险
- 法律相关分析：
 - 自动保留：流动性支持可覆盖资产池相关的延误风险
 - 减少诉讼：减少相关利益参与方对发行载体提起诉讼导致发行载体破产的可能性
 - 有限追索权 / 盈余资金：在发行载体全额支付ABCP本金和利息之前，发行载体无义务向交易参与方支付任何费用

标普信评

S&P Global

China Ratings

03 他山之石 – 实操例举

监管框架



信息披露相关要求

- 标普全球持续监测所评ABCP，并要求管理人按时每月提供项目相关信息：
 - 项目层面的证券存续情况 & 信用支持情况
 - 交易层面的信用支持情况
 - 对于部分支持项目，交易层面的资产表现指标（根据底层资产类型有所不同，包括逾期率、累计损失率等）
 - 流动性支持安排



评级跟踪流程

- 标普全球跟踪报告主要披露内容包括但不限于：
 - 票据存续情况
 - 信用支持情况
 - 资产组合情况（各个出售方资产金额、资产数量、级别分布，基础资产类型分布，交易进入/退出，集中度）



项目管理人的尽职调查与持续监测

- 鉴于交易结构对于ABCP项目的重要性，尤其是多出售方结构，且会持续加入新的资产/交易，我们需要重点关注项目管理人是否尽职履责。
- 标普全球持续监测所评ABCP的项目管理人，包括项目初始设立时的尽职调查以及后续定期的沟通讨论：
 - 信贷政策和流程，包括对资产出售方的全面分析
 - 信贷和投资政策的变动
 - 人员的配置和变动
 - 项目中发生的交易的支持文件
 - 证券化和ABCP相关的过往业绩和专业度
 - IT系统是否能够实时跟踪募集资金、资产回收款和信用支持的情况



分析师联系方式



周侃:

010-6516 6081; kan.zhou@spgchinaratings.cn



施蓓蓓, CFA:

010-6516 6084; beibei.shi@spgchinaratings.cn



李佳蓉:

010-6516 6086; jiarong.li@spgchinaratings.cn



版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。