

## 境外资产担保债券发行量创新高：金融韧性的见证者



# 提纲挈领



市场概览 - 境外CB简介



产品优势 - 境外CB广受欢迎的原因



交易结构 - 境外CB的资产隔离和期限结构



发展趋势 - 可持续CB简介

标普信评

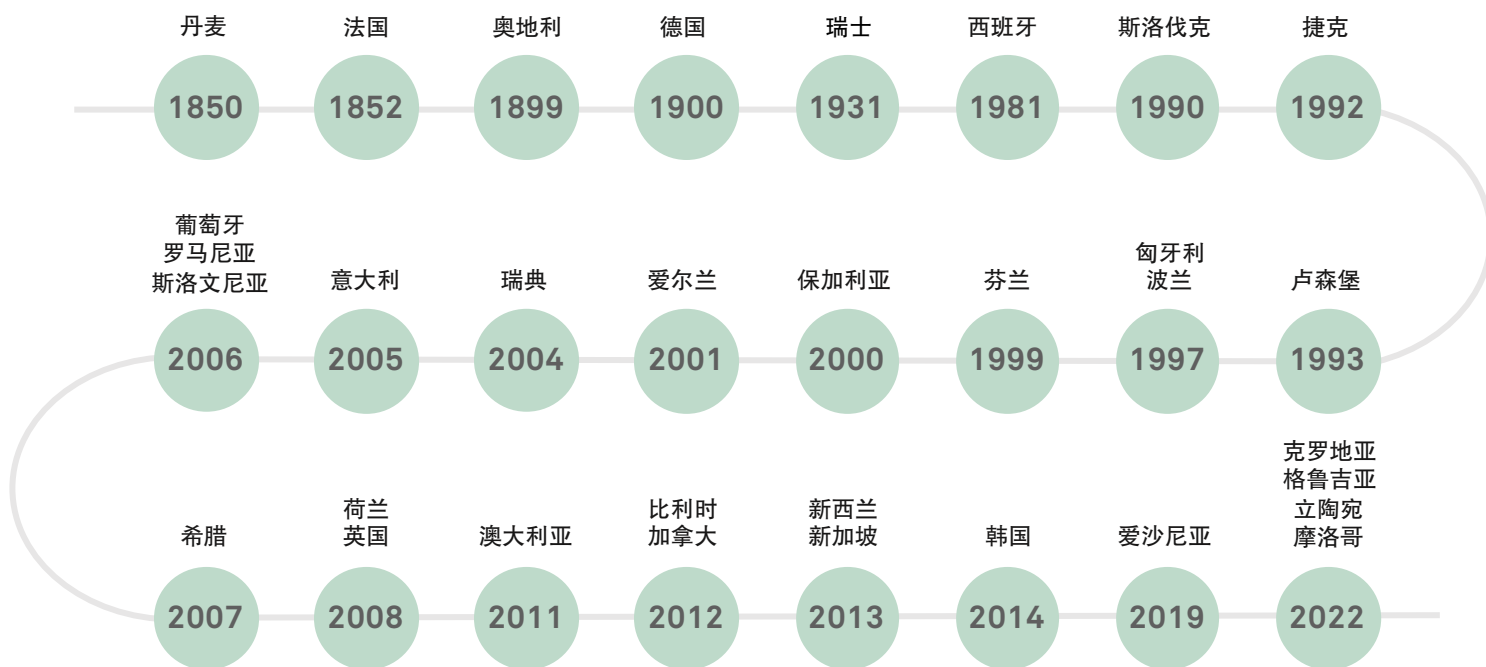
S&P Global  
China Ratings

# 01 市场概览

## 资产担保证券（Covered Bond, CB）的定义

- 境外资产担保证券（以下简称“境外CB”）是一种由资产池（如房屋抵押贷款和公共部门贷款等）担保的高级担保债务工具。只要发行人有偿付能力，其便有义务在预期到期日前全额偿还其担保债券。如果发行人违约，则资产池的收益将用于偿还担保债券。世界上第一单CB于1769年在普鲁士发行。
- 中国银行间市场交易商协会对资产担保债务融资工具的定义为：发行人为实现融资目的，以资产或资产池提供担保，可约定由发行人或资产所产生的现金流作为收益支持，按约定以还本付息等方式支付收益的结构化融资工具。

境外CB发展进程-各国首次立法的年份



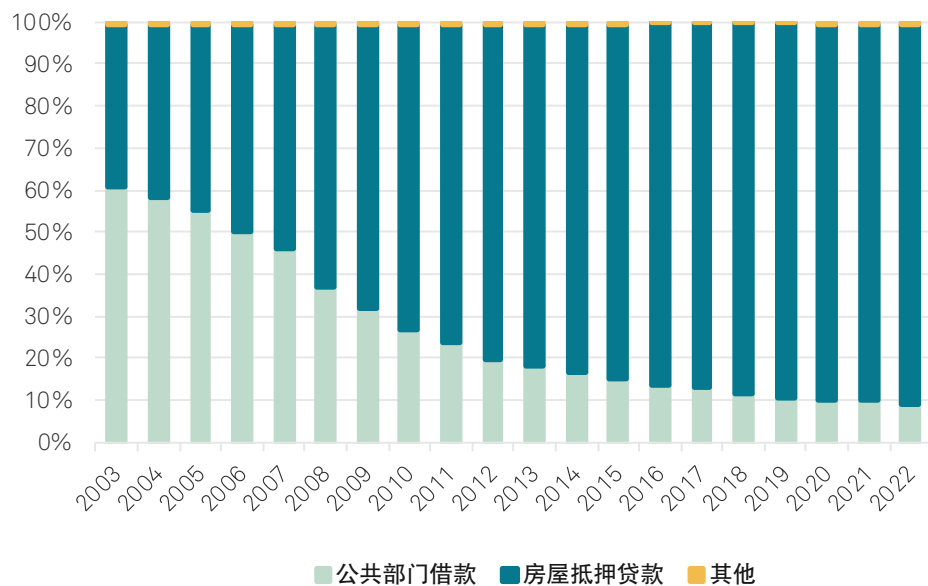
数据来源：S&P Global Ratings.

# 01 市场概览

## 境外CB的特点

- 境外CB的担保资产通常为房屋抵押贷款和公共部门贷款。2000年之后房屋抵押贷款逐渐成为资产担保债券底层资产的主要构成。
- 以境外RMBS为例，境外CB与其他境外资产证券化产品的主要区别包括：境外CB持有人对发起机构具有完全追索权、相关债务及信用风险保留在发起机构的资产负债表上、发起机构有义务维持足够的资产并对不良资产进行替换等等。

资产担保债券底层资产占比（%）



注：按照未偿还债券余额计算占比。  
数据来源：S&P Global Ratings.

境外CB与RMBS的对比

	境外CB	境外RMBS
债务类型	通常为银行的直接债务	SPV发行的债券
对发起机构的追索权	完全追索权	无
分层	所有债券同等顺序偿还	分为优先级和次级证券
资产池	动态	静态
本金偿还方式	通常为一次还本	通常为过手摊还
资产替换	不良资产通常会被替换	不替换不良资产

数据来源：S&P Global Ratings.

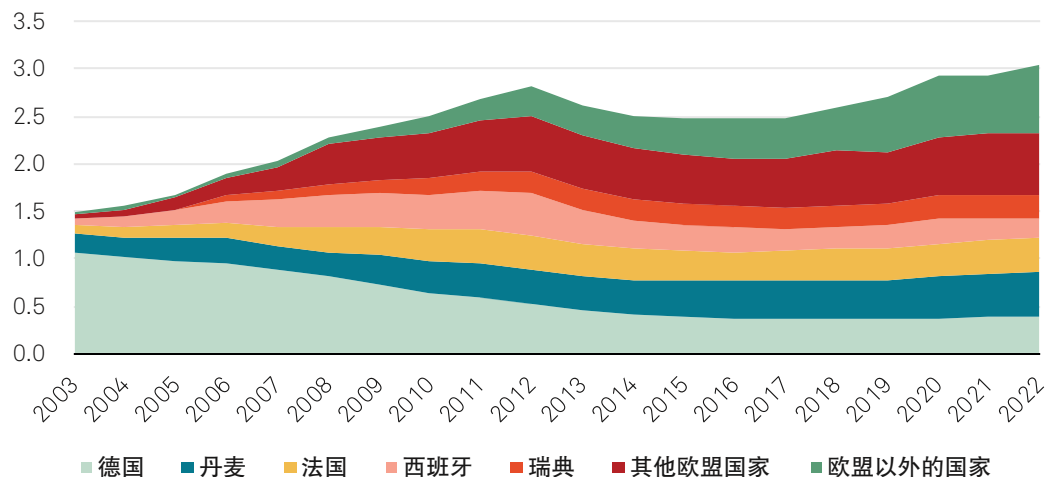
# 01 市场概览

## 境外CB的存量规模及投资者类型

- 从存量规模来看，截至2022年末，境外CB存量规模约3万亿欧元，其中欧盟以外的国家占比约23%。相比于本世纪初超过90%的存量境外CB发行于德国、丹麦和法国，截至2022年末，这三个国家的市场份额已经降低至40%左右。可以看到，境外CB正在逐步拓展到更多国家和地区。
- 从投资者类型来看，尽管私人银行和基金历来是境外CB的主要投资者，但中央银行也发挥着越来越重要的作用，尤其是在欧洲央行于2014年决定将境外CB纳入其资产购买计划之后。由于大部分境外CB的投资者为金融机构，相关的法律和监管体系对该市场具有独特的重要性。

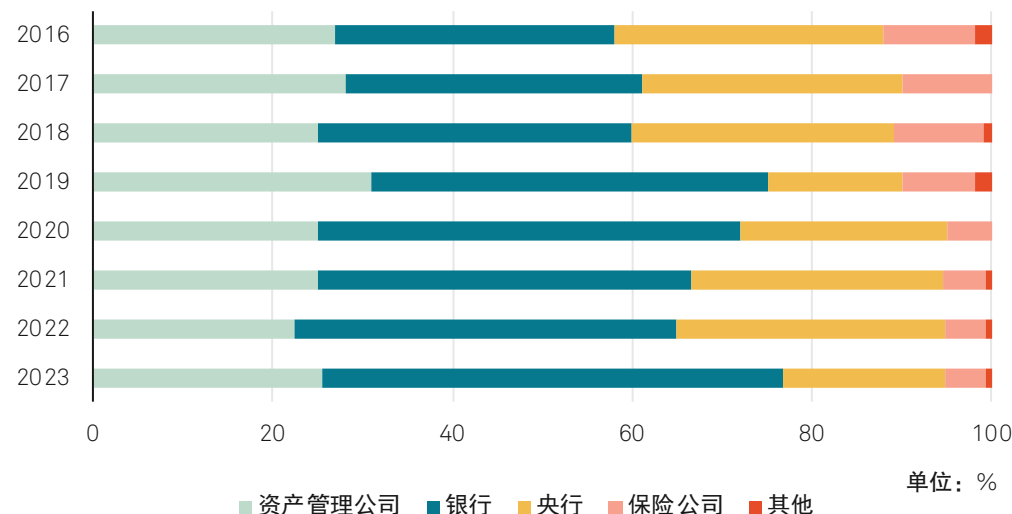
境外CB存量规模

单位：万亿,欧元



数据来源：S&P Global Ratings.

境外CB市场的主要投资者类型



数据来源：S&P Global Ratings.

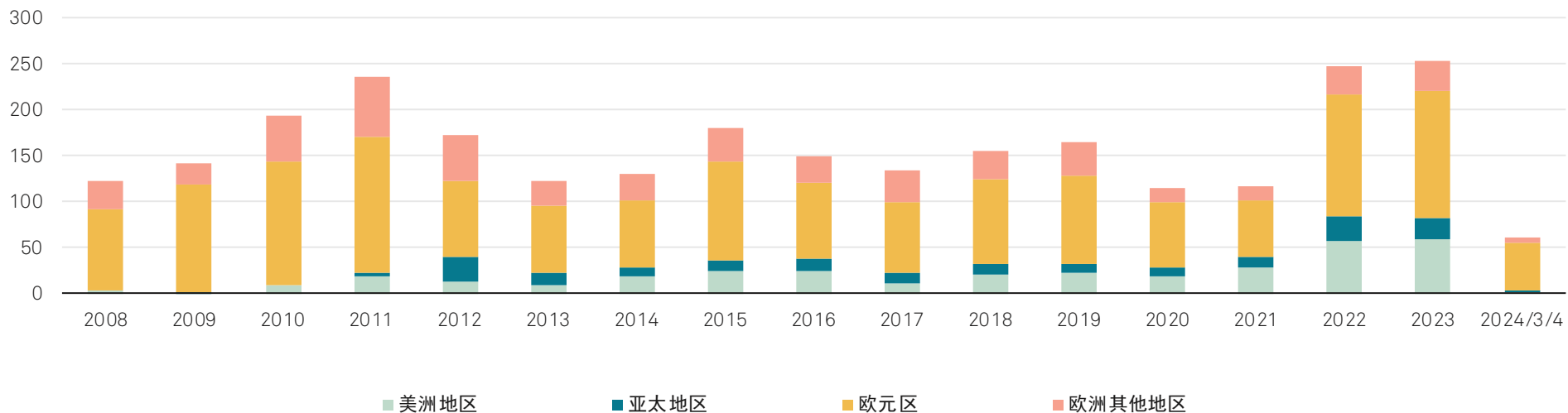
# 01 市场概览

## 境外CB的历史发行情况

- CB的发行量随着市场条件和银行资金需求的改变而波动。2020-2021年，银行存款激增以及中央银行提供的廉价资金降低了境外CB的发行需求。但随着存款增长的放缓和央行减少流动性支持，境外CB发行量反弹至历史最高水平。即便是在全球银行业动荡、通胀上升、经济疲软的2023年，境外CB的发行量仍超过了2,500亿欧元。
- 从历史发行规模来看，境外CB这一融资方式即使在经济动荡时期也展现了相当的韧性。次贷危机和欧洲主权债务危机经验表明，即使在受危机影响最严重的国家，如意大利和西班牙，当其他批发融资渠道难以为继时，银行也能通过CB进行融资。

境外CB发行量\*

单位：十亿,欧元



注\*: Investor-placed benchmark covered bond issuance.  
数据来源: S&P Global Ratings.

## 02 产品优势

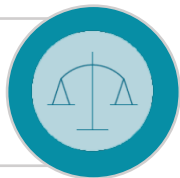
### 境外CB广受欢迎的原因

#### 发行人方面：

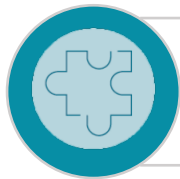


相比无担保债券，境外CB的融资成本更低。

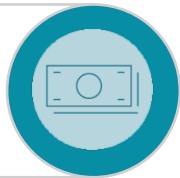
通过延长负债端的期限来减少资产负债错配的问题。



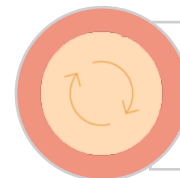
丰富投资群体及融资来源的多样性。



把流动性较差的抵押类贷款转化为符合中央银行流动性支持所要求的合格抵押品。

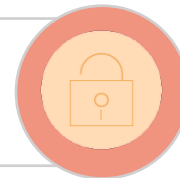


#### 投资者方面：

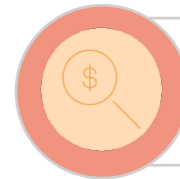


对发行人及资产池的双重追索权增加了未来回收的可能性。

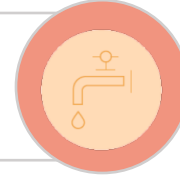
境外CB不在内部纾困的范围之内。



对入池资产有较严格的合格标准，资产质量有保证。



流动性好，境外CB通常是在大型市场交易的高评级的融资工具。



数据来源：S&P Global Ratings.

标普信评

S&P Global

China Ratings

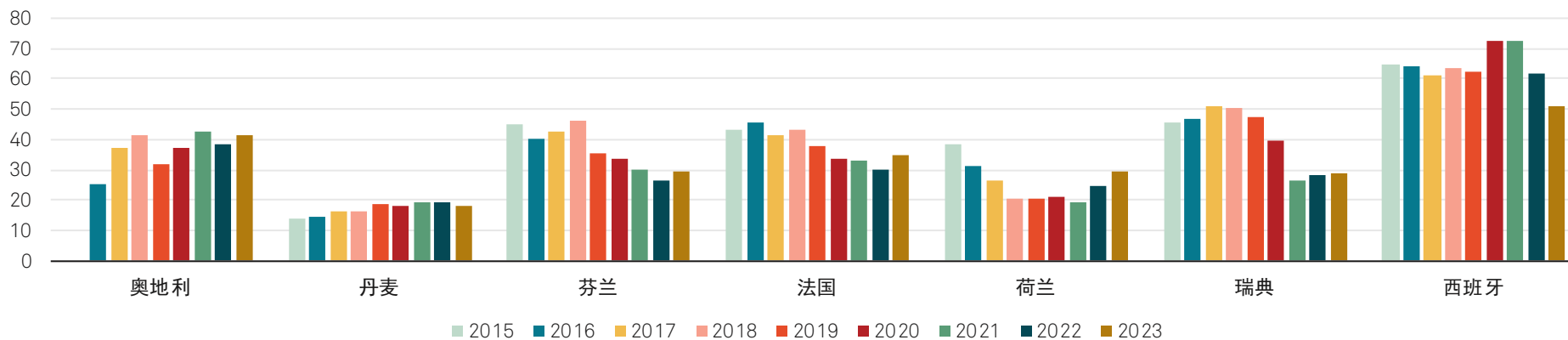
## 02 产品优势

### 境外CB广受欢迎的原因

- 对于境外CB，当发生发行人破产、资产质量恶化或因资产负债错配导致的流动性不足等情况时，资产池可能无法及时偿还CB。为缓释以上风险，在境外，通常会对CB有最低超额抵押率的强制要求，即资产池中资产余额需要超过债券余额一定的水平。
- 有些国家和地区对资产池设置了最低超额抵押率的强制要求。比如，欧盟《资本要求条例》第 129 条规定，CB的资产池需满足最低 5%（若符合特定条件，最低可为 2%）超额抵押率才能享受较低的风险权重计提。
- 有些境外CB的发行人需通过合同规定的资产覆盖测试 (Asset Coverage Tests) 来确保最低超额抵押水平。资产覆盖测试通常按月进行，除了确保最低超额抵押水平，还会将不合格的资产从资产余额中剔除，从而保证资产池的信用质量。测试无法通过时将触发发行人的丧失清偿能力事件。

欧洲主要国家所发行境外CB的超额抵押水平

单位：%



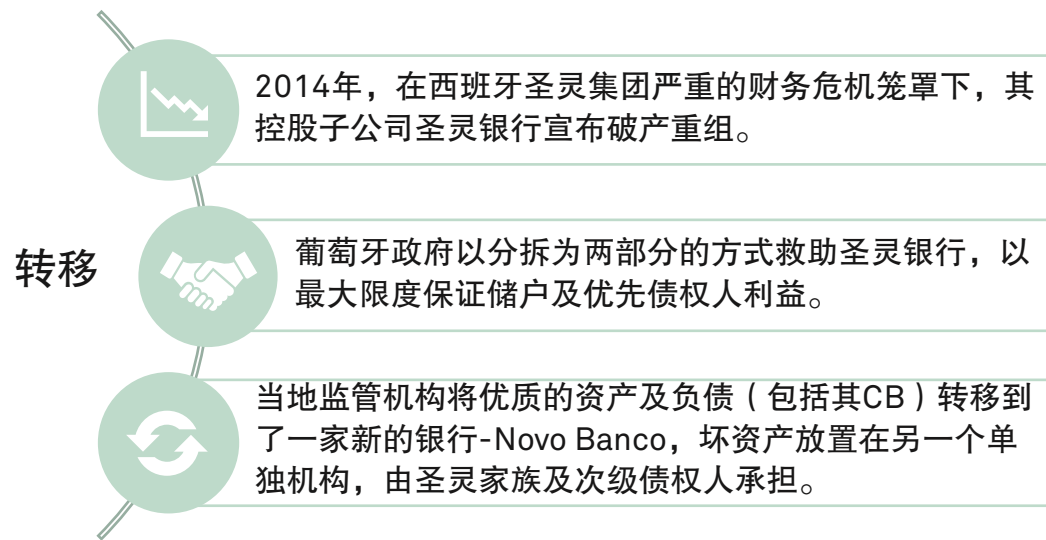
注：图中的超额抵押率为S&P Global Ratings所评抵押类项目的平均超额抵押率。  
数据来源：S&P Global Ratings.



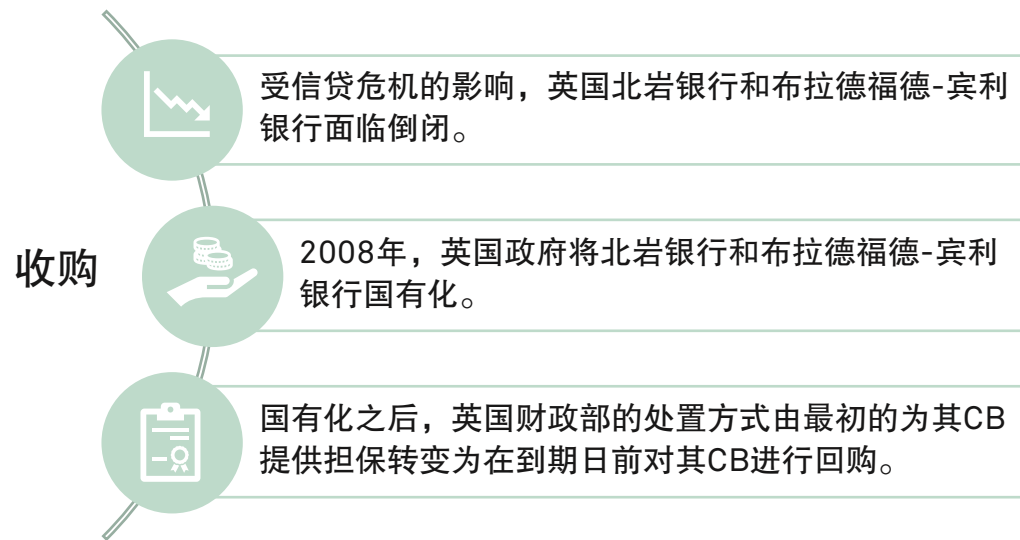
## 02 产品优势

### 境外CB在发行人破产案例中的表现

- 对于境外CB而言，历史上存在CB发行人违约的情况，但未发生过CB的违约。除了高质量资产池提供的超额抵押有一定帮助，从历史上看，监管机构更倾向于协助发行人偿还境外CB债务，而不是处置资产池中的资产。
- 通过以下两个例子可以看出，当境外CB发行人无力偿债时，相关的资产和负债可能被转移到一家运营良好的银行，也可能在发行人丧失清偿能力后被另一家实体收购。



数据来源：S&P Global Ratings.



数据来源：S&P Global Ratings.

# 03 交易结构

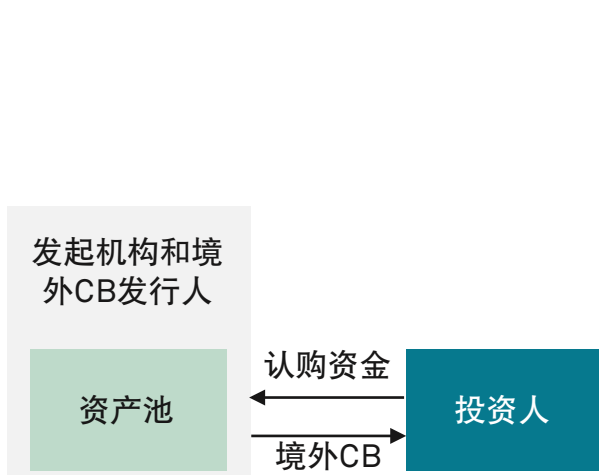
## 境外CB资产隔离的实现方式

目前，境外通常通过立法、合同约定或二者相结合的方式来实现资产池资产的有效隔离，隔离通常通过表内模式和表外模式实现。

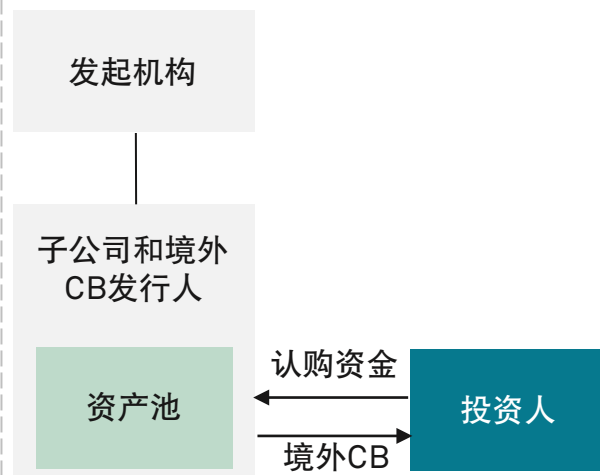
- 表内模式：表内资产隔离可分为两种，一是资产池仍在发行人的资产负债表上，二是发起人设立独立的子公司持有资产池（专业银行模式）。
- 通常有相关立法的市场采用该模式，包括奥地利、比利时、捷克、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、爱尔兰、韩国、卢森堡、挪威、葡萄牙、西班牙和瑞典。

- 表外模式：SPE持有资产池。
- 结构化交易（无立法，仅合同约定）通常为表外模式，部分有立法的市场（如意大利）也采用该模式。
- 采用该模式的市场包括澳大利亚、加拿大、意大利、荷兰、新西兰、新加坡、瑞士和英国。

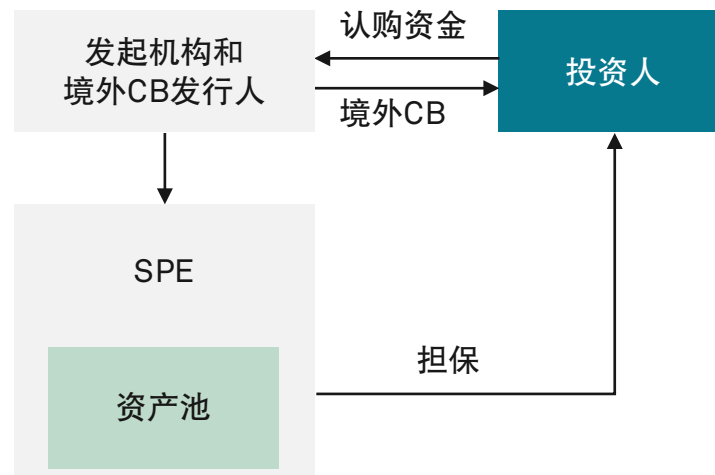
表内模式



专业银行模式 (Specialist Bank Model)



结构化 / 担保模式



数据来源：S&P Global Ratings.

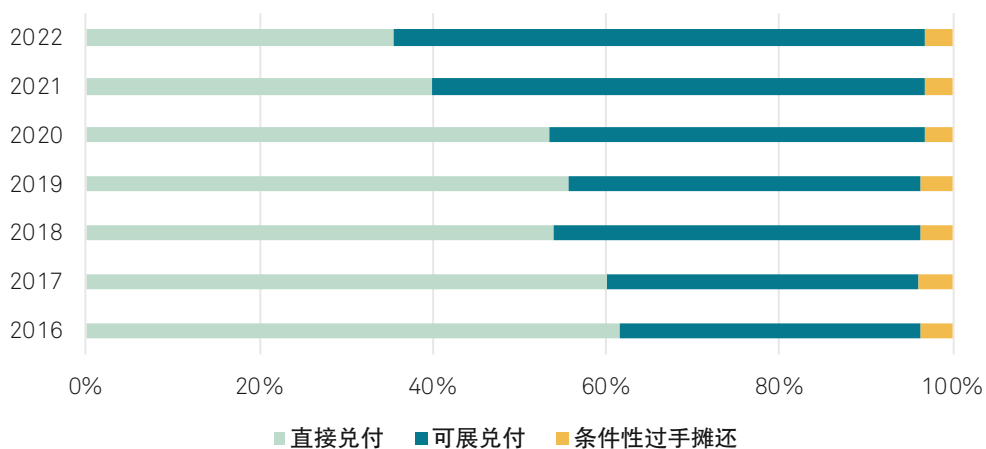
# 03 交易结构

## 境外CB期限结构

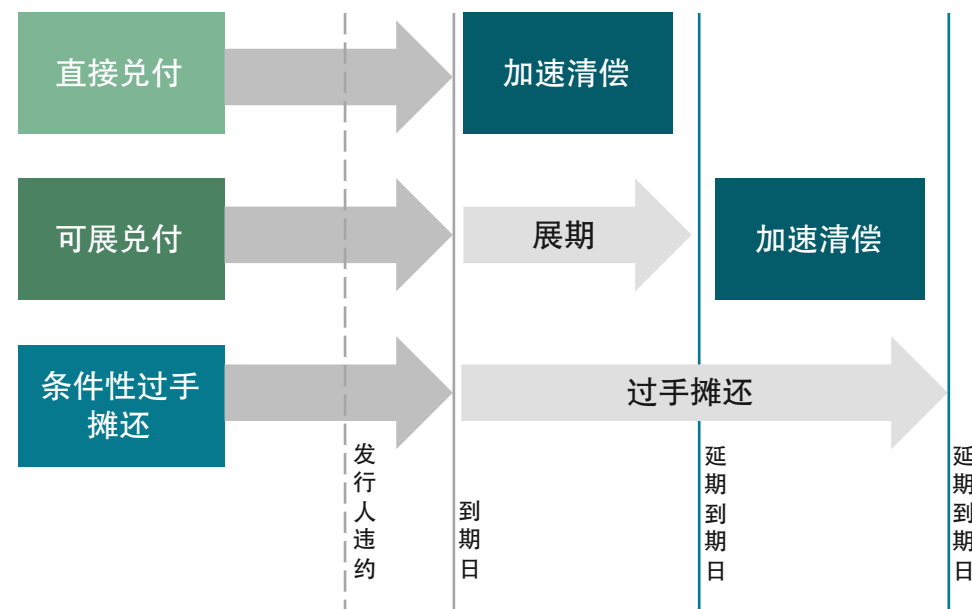
目前，境外CB通常有以下三种期限结构：

- 直接兑付(Hard Bullet)：发行人违约将触发CB的违约，对应CB将会加速清偿，资产池需及时变现。
- 可展兑付(Soft Bullet)：发行人违约不会触发CB的违约，对应CB一般可展期一年。若展期后仍未能到期足额偿付，则触发对应CB的违约和加速清偿。该模式推迟了资产池的处置，有助于降低资产池强制变现带来的大幅降价风险。
- 条件性过手摊还 (Conditional pass-through)：发行人违约不会触发CB的违约，特定条件下该CB转为过手摊还；展期期限通常取决于资产池的剩余期限，在避免提前处置资产带来损失的同时赋予发行人保留在合适时机处置资产的权力；该模式可以缓释长期限债券投资人无法获得足额资产支持的风险。

存量CB的期限结构



数据来源：S&P Global Ratings.



数据来源：S&P Global Ratings.

## 04 发展趋势

### 可持续资产担保债券(Sustainable Covered Bond)简介

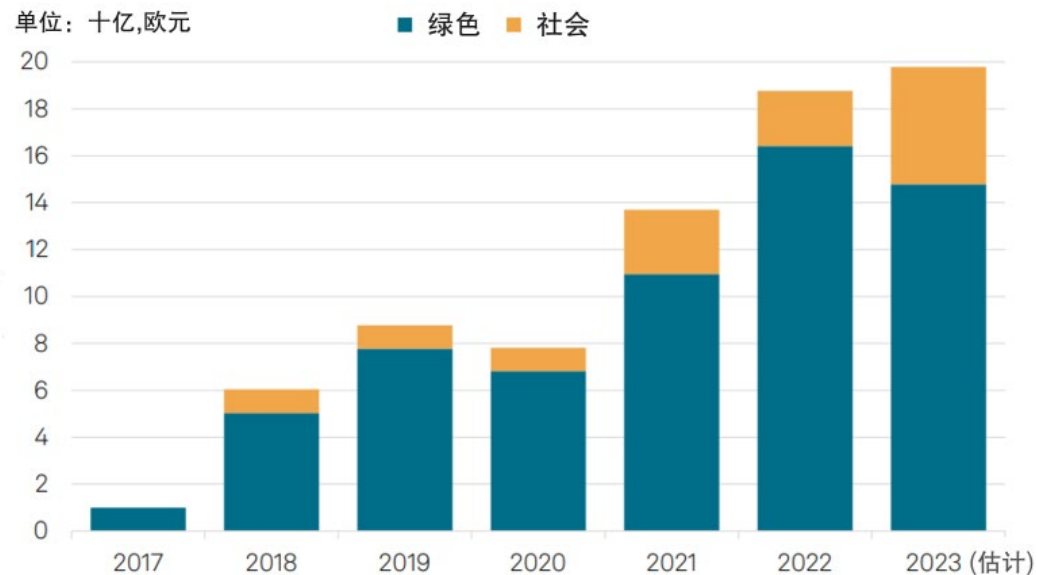
- 自2014年以来，境外可持续CB市场蓬勃发展，2023年发行量再创新高。大部分可持续CB是为节能建筑融资的绿色债券。
- 越来越多不同国家的发行人逐渐参与可持续CB的发行。前期可持续CB主要在德国和西班牙市场发行，目前已有约20个市场的发行人参与了可持续CB的发行，发行量占比最高的为德国、法国、挪威。

可持续CB分类



数据来源：标普信评整理。

可持续CB的发行量



数据来源：S&P Global Ratings.

©版权所有2024标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

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](http://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。