

FAQ：房企信用风险事件对涉房类结构融资产品影响几何？

2021 年 11 月 23 日

近期房地产开发企业连续出现信用风险事件，我们就市场参与方关心的与房地产开发企业相关的结构融资产品（涉房类结构融资产品）的一些典型问题进行了答疑，也分析了标普信评对结构融资产品中涉及主体风险部分的基本逻辑和理念。

1、 房地产开发企业有哪些相关的结构融资产品？

目前市场上涉及房企的结构融资产品类型多样，在其商业模式的各个不同阶段均能找到相匹配的资产证券化手段。如下图所示，我们例举了对应不同阶段的主流结构融资产品，这些产品的基础资产特性、房企所扮演的角色及结构安排等因素均可能决定了证券化交易中所涉及到的主体风险。

图1

涉房类结构融资产品简介



资料来源：标普信评。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在前期规划阶段，基础资产可以是商业银行向房企发放的开发贷，商业银行作为发起机构将对公贷款打包发行的 CLO（对公贷款信贷资产支持证券），房企作为基础资产的债务人。

在施工建造阶段，最常见的结构融资产品是房企通过反向保理的方式发行的供应链 ABS，基础资产为房企对上游供应商的应付账款（即供应商因提供货物、服务、承包工程等对房企形成的工程款、贸易款和采购款等应收款）。房企作为交易中的核心企业可以通过发行供应链 ABS 来延长应付账款的

分析师

周侃

北京

+86-10-6516 6081

Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

施蓓蓓

北京

+86-10-6516 6084

Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

李佳蓉

北京

+86-10-6516 6085

Jiarong.Li@spgchinaratings.cn

账期以缓解流动性压力，且能够帮助上游供应商盘活资产并突破自身信用状况融资，而不增加其有息负债。

在房产销售阶段，房企可以作为原始权益人发行购房尾款 ABS，基础资产为房企对购房人享有的购房尾款应收账款债权，通过证券化的方式，房企能够加快销售款项的回笼以缓解资金压力，房企通常也担任交易的资产服务机构和差额支付承诺人。在该阶段，另一类主要产品是由商业银行或公积金中心发起的以个人按揭贷款为基础资产的 RMBS 产品，这类产品也是银行间信贷 ABS 的最主要构成部分，入池资产的抵押物可以是现房或期房。

在运营管理阶段，房企相关联的物业公司可以将向业主或承租人收取的未来的物业服务费直接作为基础资产或作为底层资产，以信托受益权/委托贷款债权发行物业费 ABS。房企也可以根据是否出表或真实出售，选择发行 CMBS/CMBN（商业地产抵押贷款支持证券/票据）和类 REITs（不动产投资信托基金）产品。其他的结构融资模式还包括今年正式亮相的公募 REITs、商业物业租金债权 ABS、长租公寓 ABS 产品等。

2、 房地产开发企业信用风险事件可能对哪些结构融资产品有影响？

我们可以从信用评级分析的角度把上述产品分为三个大类，分别为主要依赖资产质量的产品、部分依赖主体信用的产品以及主要依赖主体信用的产品。房企信用风险事件对这三类产品的影响根据其为主体的联系紧密程度依次递增。

第一类产品中最为典型的是 RMBS。该类产品基础资产分散，质量优良，通常情况下不会因房企的信用质量变化而受到影响；但若交易中存在未办理正式抵押登记的贷款，房企的信用风险可能会影响借款人偿还的意愿和/或能力，进而影响产品的最终表现。更多关于该类产品的分析请见相关评论和研究《FAQ：房地产开发企业信用风险事件对 RMBS 影响几何？》。

第二类产品中比较典型的是 CMBS。境外成熟市场的该类产品通常依赖内部增信且证券持有人对融资人无追索权，而目前中国市场的 CMBS 还难以完全脱离主体信用，交易中也常有涉及主体信用的安排，该类安排或因受制于主体信用的强弱而成为受评证券的支持或制约。我们也观察到近年来国内的一些 CMBS 产品正在减少对主体外部增信的依赖，推出了分散式多业态、长期限且无回售安排、引入特殊资产服务机构等创新的机制。

第三类产品主要依赖于房企的主体信用。此类产品虽然在模式上采用结构融资的方式，但实际并未有效隔离主体风险，基础资产的现金流根本上取决于房企的稳定经营与否。此类产品中比较常见的是房企供应链金融 ABS 产品，房企通常作为共同债务人对每一笔入池资产出具《付款确认书》或采用差额支付/担保等方式提供增信，证券的偿付严重依赖于房企的还款能力和意愿。另一个相对常见的是购房尾款 ABS，除去前述提及的在房企发生信用风险事件时主体的增信效果存在巨大不确定性，还可能出现连锁反应的是银行对预售资金截留或停止对购房人发放房贷，这些情况均会导致交易后续现金流入出现问题。

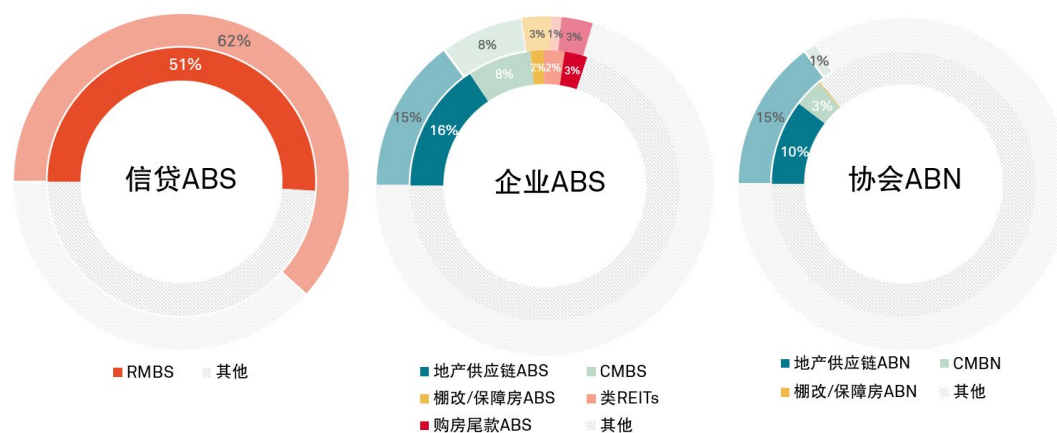
在实践操作层面，第二、三类产品的界限相对模糊，可能需视具体交易的情况而定。部分依赖主体信用的产品也有可能因为运营管理方式的设置而受到主体信用风险事件的极大影响，比如大部分交易虽然设置了监管账户，但账户开设在融资人或相关项目公司名下，当主体出现信用风险事件时，这样的交易设置容易引发资金混同或挪用风险。

3、 目前相关涉房类结构融资产品的实际情况如何？

近年来越来越多的房企参与到结构融资产品的发行中，成为了各个发行市场的主力，截至 2021 年 9 月末，涉房类结构融资产品分别占信贷 ABS、企业 ABS 和协会 ABN 的 62%、30%和 16%左右，产品类型主要包括 RMBS、供应链 ABS/ABN 和 CMBS/CMBN，发起机构以商业银行、房地产公司和商业保理公司为主。近两年涉房类结构融资产品在各个发行市场的占比见下图。

图2

近两年涉房类结构融资产品在各市场的占比（按照发行金额）



注 1：内圈为 2020 年数据，外圈为截至 2021 年 9 月末数据。

注 2：根据项目起息日进行统计，且鉴于有限的公开披露数据，涉房类结构融资产品在企业 ABS 和协会 ABN 中的占比数据为不完全统计。

资料来源：公开资料，经标普信评调整及整理。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们也观察到，近年来房企陆续出现信用风险事件，相关的涉房类结构融资产品也时有问题发生；但相较于往年零散的风险事件，2021 年以来暴发了多起涉房类结构融资产品的信用风险事件，主要包括供应链 ABS、购房尾款 ABS、CMBS/CMBN、类 REITs 和物业费 ABS 等，涉及相关的房企主体十余家。鉴于目前相关市场公开披露信息有限，我们认为造成风险事件的主要原因大多是房企主体的信用质量下降而累及结构融资产品的现金流或增信水平；也有部分产品发生了资金混同或未按约定归集划转资金等问题。

4、对于结构融资产品中的主体信用，标普信评会怎么看？

我们认为主体信用的分析在结构融资产品评级过程中不可或缺，取决于相关主体在交易中担任的角色，其定性定量分析也应量体裁衣；但万变不离其宗，以下三点是标普信评在分析过程中所遵循的基本逻辑：

1. 在信用层面，我们会分析所评证券的评级是否受到主体信用的支持或制约。这些支持和制约需结合主体的意愿和能力来判断其实际可行性，特别是当经济环境或行业周期产生变化的时候。
2. 在运营层面，我们会分析底层资产服务、资金归集保管和证券偿付等环节是否会因主体的原因而造成中断或损失；同时考虑若发生中断或损失，是否有应急或补救措施及这些措施的效力和可持续时间。
3. 在结构层面，我们会分析涉及相关主体的安排和机制是否合理，对应交易文件中的条款及安排是否严谨。当交易涉及诉讼时，是否能最大程度地避免不确定性，保护投资人应有的权益。

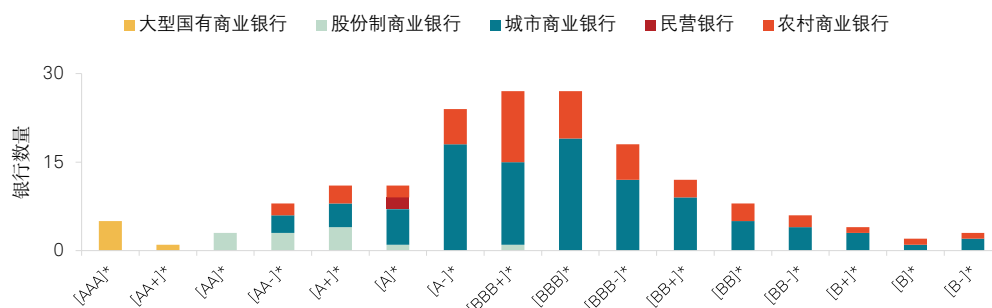
通常结构融资产品的最高评级对应的是极为严峻的经济环境，因此对相关主体在压力下的客观评估尤为重要；特别是当发生最终决定证券级别的是相关主体的信用质量的情况，主体级别 AAA 和 B 之间的差距是再精妙的设计、再高深的模型也无法弥补的。

对于标普信评参与的结构融资产品，我们会以标普信评对相关主体的公开评级或主体信用质量的内部评估结果为准绳，进一步分析判断相关主体的信用水平是否能够支持或影响所评证券的评级。标普信

评对国内上千家主体的信用质量评估结果有着显著的区分度，为我们对结构融资产品的分析奠定了坚实的基础。

图3

170 家主要中资行潜在主体信用质量分布



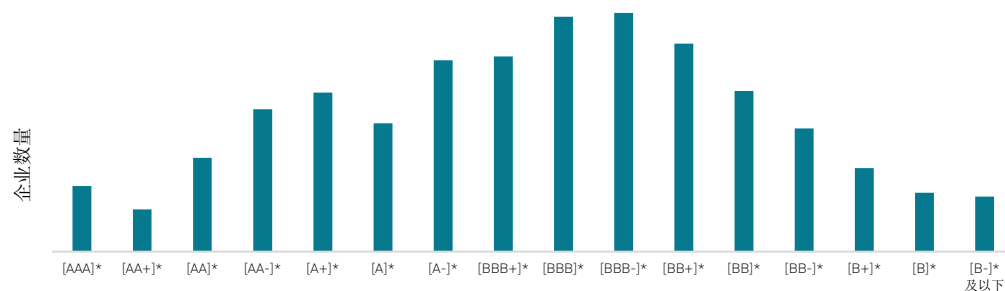
注 1：潜在主体信用质量评估考虑了银行在危机情况下获得政府或集团支持的可能性。

注 2：本报告所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布（标普信评公开披露了评级结果的机构除外）。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构的最终评级结果的表示。下同。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图4

1700 家样本工商企业的潜在主体信用质量分布



资料来源：标普信评。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

相关评论与研究：

- FAQ：房地产开发企业信用风险事件对 RMBS 影响几何？
- FAQ：房地产企业密集违约影响几何？
- 近期房地产风险事件对银行业有何影响？

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2021 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）的附属企业。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。