

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、长周期且无回售安排、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。

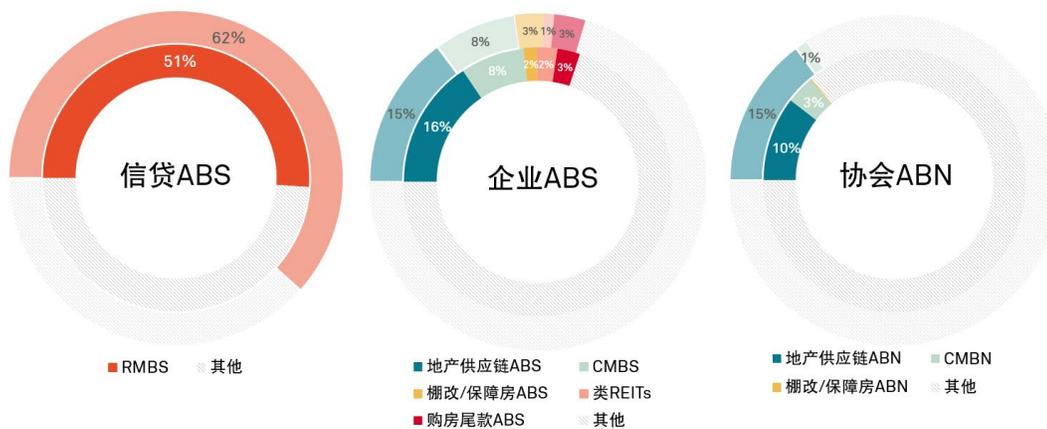
在实践操作层面，第二、三类产品的界限相对模糊，可能需视具体交易的情况而定。部分依赖主体信用的产品也有可能因为运营管理方式的设置而受到主体信用风险事件的极大影响，比如大部分交易虽然设置了监管账户，但账户开设在融资人或相关项目公司名下，当主体出现信用风险事件时，这样的交易设置容易引发资金混同或挪用风险。

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。

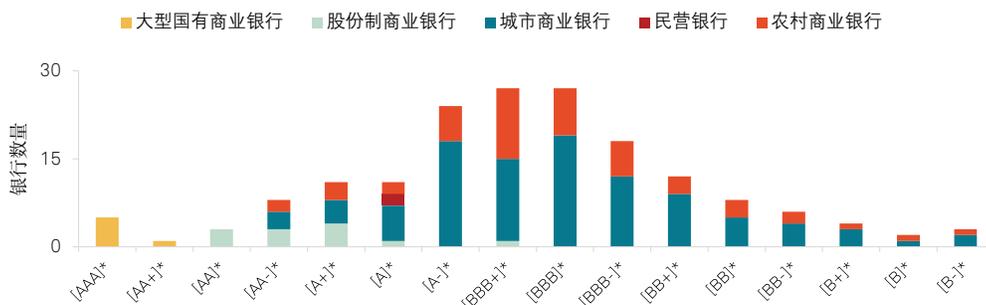
通常结构融资产品的最高评级对应的是极为严峻的经济环境，因此对相关主体在压力下的客观评估尤为重要；特别是当发生最终决定证券级别的是相关主体的信用质量的情况，主体级别AAA和B之间的差距是再精妙的设计、再高深的模型也无法弥补的。

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



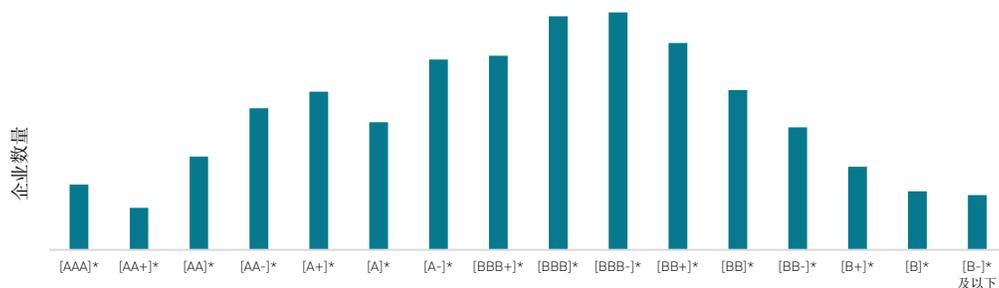
注1：潜在主体信用质量评估考虑了银行在危机情况下获得政府或集团支持的可能性。

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。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/云报告?reportId=1_29958

