



我国资产支持商业票据 业务模式的类型化及潜在风险

Potential Risks in Asset-Backed Commercial Paper in China

胡伟

摘要：资产支持商业票据（ABCP）是我国资产证券化业务的创新产品，具有期限短、成本低、可续发、募新还旧的特点。国内推出的ABCP可分为“份额转让型”与“资产转让型”两种模式。“份额转让型”本质上是前期ABCP证券持有人向后期ABCP认购人转让所持证券份额的行为；“资产转让型”实质上是前期ABCP到期时将项下非现金财产向后期ABCP进行的资产转让。ABCP的续发模式与“资金池”运作有重大区别。续发失败、信息披露、扩募等风险是ABCP业务操作中应重点关注的问题。

关键词：资产支持商业票据 份额转让型 资产转让型 风险控制

Abstract: Asset-backed commercial paper (ABCP) is an innovative component of China's asset securitization business. It has the features of short maturities, low cost, and renewable issuance, with the ability to raise new funds as older funds are retired. In China, ABCP can be placed in the categories of "share transfers" and "asset transfers". "Share transfers" essentially refer to the transfer of securities by the early holders of asset-backed commercial paper to later subscribers. "Asset transfers" essentially refer to the transfer of non-cash property to the later ABCPs once earlier ABCPs expire. The ABCP renewal mode differs significantly from the operation of capital pools. Risks of renewal failure and inadequate information disclosure are key areas that require monitoring in the market for asset-backed commercial paper.

Keywords: Asset-backed Commercial Paper, Share Transfers, Asset Transfers, Risk Management

作者单位：申万宏源证券有限公司。本文系作者个人观点，与所在机构无关。



ABCP显著特征：期限短、可续发

资产支持商业证券（Asset-Backed Commercial Paper，简称ABCP）始于20世纪80年代的美国，是国际市场上较为成熟的资产证券化融资工具。^① ABCP以其期限短、成本低、可续发、募新还旧的特点迥异于传统资产证券化业务。

期限短、成本低

传统资产证券化业务要求证券端期限与基础资产相匹配，基础资产到期日不得晚于资产证券化产品的终止日。目前，市场上发行的资产证券化产品期限通常在2年以上。与传统资产证券化产品不同，ABCP因证券端可续发，每期证券化产品期限可短于基础资产期限，ABCP单期发行在1年以内^②，适应了金融机构投资者短久期资产的配置需求，降低了资产证券化产品的发行难度，有助于引导更低成本的货币市场资金直达实体经济企业。

基于期限匹配的要求，传统资产证券化产品期限较长，发行的产品利率相对较高。与此相反，ABCP产品因期限短，市场接受程度较高，发行的利率相对较低，在盘活中小融资主体存量资产的同时，降低了融资人的融资成本。在经济转型升

级、中小企业融资“难”融资“贵”的背景下，ABCP或许能起到解决我国中小企业短期融资困境的作用。^③

可续发、募新还旧

“可续发”是ABCP区别传统资产证券化产品最为显著的特点。就我国目前的资产证券化业务而言，发行方式包括一次注册、一次发行和储架发行（一次注册，多次发行），其中储架发行是指一次性注册总发行额度，在发行期限和额度内，可以多期发行，要求每期产品在交易结构、基础资产、增信方式、参与主体等方面具有同质性，不存在期限错配的情形，每期产品独立运作，单独核算。不同于传统资产证券化产品，ABCP可以实现滚动循环发行，表现为一次注册和首次发行后，在有效的发行期限内，当前一期ABCP到期时可续发后期ABCP，并以续发的ABCP募集资金兑付前期ABCP。简言之，ABCP通过续发募集资金实现前期ABCP的退出，达到了“募新还旧”。

ABCP只要在挂牌交易场所批复的发行期限和额度内，每次发行无需再注册，极大提升了企业发行效率，在实现产品短期限发行的同时，拓展了企业的融资渠

① 韩宁, 谯璐璐, 陈春洋. 资产支持商业票据的国际经验与中国实践[J]. 金融市场研究, 2020, (6): 55-68.

② 丛鹏, 周政. ABCP产品浅析[J]. 时代经贸, 2020, (27): 22-24.

③ 吴彦林, 兰玉, 段兰怡, 古昕. 解决我国中小企业短期融资困境的路径研究—基于ABCP模式的思考[J]. 新金融, 2020, (01): 49-53.



道，实质性地降低了企业的融资成本。

ABCP业务模式的类型化：份额转让型、资产转让型

国外ABCP的分类方法有很多种，例如根据发起人的角色及融资目的，可分为单一出售方项目、多个出售方项目以及证券支持类三种主要的结构。^①但就国内而言，自2020年6月中国银行间市场交易商协会推出ABCP以来，已成功发行多单ABCP产品。^②与此同时，证券交易所版的ABCP产品也已陆续面世。^③从当前交易商协会与交易所推出的产品分析，ABCP可分为“份额转让型”与“资产转让型”两种业务模式。

份额转让型：前后期投资者间的份额转让

“份额转让型”ABCP是指前期ABCP的优先级证券持有人向续发的ABCP优先级证券认购人转让所持的证券份额。在证券份额转让过程中，转让双方不直接签署转让协议，而是委托ABCP的管理人或

受托人行使证券份额的交割，并代为归集与支付转让价款。在法律关系上，前期ABCP证券份额持有人与后期ABCP认购人之间为证券份额的买卖双方，后期ABCP持有人与ABCP管理人或受托人除资产证券化层面的受托关系外，还包括代为办理证券份额转让交割的委托关系。“份额转让型”ABCP的续发大致可分为三个环节。

首先，发起机构作为委托人以其合法享有的债权信托给作为发行载体管理机构的信托公司，信托公司将该财产以份额化、结构化的形式向投资者发行信托受益权凭证，其中，优先级信托受益凭证期限短于信托财产期限。认购优先级信托受益凭证的投资者享有优先级信托受益权，成为财产权信托项下的优先级受益人。

其次，前期优先级信托受益权人需在信托合同中授权受托人在所持信托受益权到期后，代为转让所持有的信托受益权份额，并同意受托人将后期ABCP募集的资金作为前期优先级信托受益权转让对

① 袁敏.资产支持商业票据的理论与实务初探[J].证券市场导报,2006,(10):62-71.

② 2020年6月2日，中国银行间市场交易商协会推出首批五单ABCP项目:安吉租赁有限公司2020年第一期（穗盈）资产支持商业票据、和信（天津）国际商业保理有限公司2020年度包钢股份供应链第一期资产支持商业票据、河钢商业保理有限公司2020年度第一期资产支持商业票据、上海晋阳商业保理有限公司2020年度大同煤矿第一期资产支持商业票据、链鑫2020年度联捷第一期资产支持商业票据。胡艳明.交易商协会推出新型资产证券化产品，5单ABCP试点项目落地发行规模33.24亿[N].经济观察报,2020-06-03.

③ 2020年12月11日，证券交易所市场首单短期限、可滚动发行的ABS产品“国金-徐工租赁八期资产支持专项计划”在深圳证券交易所成功发行。舒娅疆.国金证券力推交易所市场首单短期限、可滚动发行ABS成功落地[N].证券日报,2021-12-14.



价，支付给前期优先级信托受益人，实现优先级信托受益权的兑付。同时，续发的ABCP认购人在认购协议中同意受托人将募集的认购资金用于兑付前期ABCP，并授权受托人代为转让前期ABCP优先级信托受益权的受让对价。

最后，在前期ABCP优先级信托受益权兑付完毕后，即完成后期ABCP优先级信托受益权的认购，后期ABCP认购人成为前期ABCP优先级信托受益权人，享有相应的权利并承担相应的义务，前期ABCP次级信托受益权人自动成为后期ABCP的次级信托受益权人。

资产转让型：前后期ABCP间的资产转让

“资产转让型”ABCP是指前期ABCP到期时将其项下非现金财产向后期ABCP进行的资产转让。各期ABCP期限均短于基础资产期限，后期ABCP是以前期ABCP到期时的非现金资产作为基础资产，也即首期ABCP的原始权益人为融资人，后续各期ABCP的原始权益人为前一期ABCP。由此可知，与传统资产证券化业务相比，“资产转让型”是前期ABCP到期时对外处分项下财产的行为。“资产转让型”ABCP的续发可分为三个环节。

首先，证券公司作为管理人发行期限短于基础资产期限的结构化资产支持专项计划，并以募集资金向原始权益人购买符合入池标准的基础资产。

其次，在专项计划发行文件中明确，投资者、原始权益人一旦签署认购协议及基础资产买卖协议，即同意专项计划管理人在前期专项计划到期时，以前期专项计划项下的非现金资产向后期专项计划转让，作为后期专项计划的基础资产。

最后，续发的ABCP认购人同意并授权管理人将募集资金用于购买前期ABCP到期时的非现金财产，并将该非现金财产作为该期ABCP的基础资产，实现前期ABCP的兑付。

两种模式的差异：法律关系与账户设置不同

两种ABCP业务模式除具有可续发、募新还旧、期限短、成本低特征外，在续发安排、增信措施、信息披露要求等方面亦具有共同之处，但“份额转让型”与“资产转让型”ABCP在法律关系与财产账户设置上显示出各自的特点。

法律关系不同。“份额转让型”ABCP是前期ABCP的优先级证券持有人向续发的ABCP优先级证券认购人转让所持的证券份额，前后期ABCP优先级证券持有人是证券份额的买卖双方，双方交易标的为优先级证券持有人届时持有的证券份额，ABCP管理人或受托人承担的是买卖双方的代理人职责。“资产转让型”ABCP是前期ABCP到期时将其项下非现金财产向后期ABCP进行转让，前后期ABCP是买卖双方，双方交易标的为前期ABCP届时的基础资产，



前后期ABCP份额持有人之间并无直接的法律关系，前期ABCP到期时的非现金财产构成后期ABCP的基础资产。

账户设置不同。由于“份额转让型”ABCP本质上是证券份额在前后期ABCP证券持有人之间的转让，ABCP项下的财产专户并未改变，前后期ABCP共用一个财产专户，相当于一个产品的分期发行。相反，“资产转让型”ABCP是前期ABCP向后期ABCP转让其项下的非现金财产，是两个独立的ABCP进行的资产交易，前后期ABCP均有独立的财产专户。

ABCP续发不同于“资金池”运作

理论上，“资金池”并无明确的概念，通常认为资金池的核心特征为滚动发行、集合运作、分离定价，表现为不同产品进行混同运作，资金与资产期限错配，未能合理估值，产品投资收益脱离底层资产。“份额转让型”和“资产转让型”ABCP不具有资金池的核心特征。

首先，就“滚动发行”而言，资金池的“滚动发行”主要是指脱离底层资产的实际在证券端定期或不定期开放发行募集资金，资金与资产期限错配，甚至在产品出现风险时通过滚动发行由后期投资者承担风险。“份额转让型”ABCP的续发本质是优先级证券份额在各期ABCP投资者之间的转让，投资者同意并授权ABCP管理人或受托人代为完成证券份额交割、

登记及转让价款的支付，法律关系上是投资者就证券份额进行的买卖行为。这与资金池中资金端与资产端期限错配的滚动发行模式在法律关系上具有重大区别。“资产转让型”模式下，虽然可以续发多期ABCP，但每期ABCP均为独立的产品，对应独立的财产专户，与资金池中各期产品共用一个财产专户的滚动发行具有实质不同。

其次，就“集合运作”而言，“份额转让型”ABCP续发是在前期ABCP到期时，方才发行后期ABCP，并以后期ABCP的投资者认购资金作为前期ABCP证券持有人转让证券份额的对价，实现前期ABCP的到期兑付。“资产转让型”ABCP的续发是前期ABCP到期时，才发行后期ABCP来实现前期ABCP的兑付。因此，两种模式下前后期ABCP原则上不会同时存续，不会存在资金池中各期资金同时并存、“集合运作”的情形。

最后，就“分离定价”而言，“份额转让型”ABCP的续发系前期ABCP优先级证券持有人对外转让所持的证券份额。由于ABCP属于资产证券化范畴，具备等分化、可交易、信息披露充分、公允定价、集中登记、独立托管的特征，属于可在证券交易场所流转的标准化资产，与非标资金池中未能合理估值、产品投资收益脱离底层资产的“分离定价”具有实质区别。

“资产转让型”ABCP各期均为独立产



品，前后期ABCP交易定价按照前期ABCP优先级证券到期时基础资产本金余额确定，前期ABCP优先级证券本金及收益源自ABCP项下基础资产的转让处分所得，并未脱离底层资产。

从实践上分析，现有“资金池”相关监管规定主要体现在资产管理业务中，但无论是《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》还是银保监会、证监会据此制定的资管新规细则，均明确资产证券化业务不适用上述监管规定。因此，无论理论上还是实务上，“份额转让型”、“资产转让型”ABCP的续发机制不属于“资金池”运作具有解释空间。

ABCP整体上与现行监管规范兼容

作为资产证券化业务的创新产品，ABCP能否与我国现有资产证券化监管规定相融合，成为ABCP产品规范化发展的关键。当前，我国监管部门及自律组织并未出台专门针对ABCP的监管规定^①。ABCP在续发模式、存续期管理等方面尚处于探索阶段，ABCP市场参与方在风控要点、信息披露等方面尚未形成共识，目前调整ABCP的制度规范仅限于既有

资产证券化相关监管规定。“份额转让型”ABCP优先级证券具备等分化、公允定价的特点，属于可在证券交易场所挂牌转让的标准化资产。逻辑上，其续发模式下优先级证券份额转让可以满足交易定价公允的要求。“资产转让型”ABCP最后一期产品的到期日不晚于基础资产到期日，各期续发的ABCP总体期限与基础资产期限相匹配，且后续各期ABCP募集资金认购前期ABCP项下非现金资产，转让价格按照不超过基础资产截至基准日的剩余本金余额确定，与传统资产证券化产品发行并购买基础资产的定价原则与方式并无本质区别。因此，ABCP作为传统资产证券化产品的子类别，在基础资产准入、期限匹配、交易定价等方面整体上符合现有资产证券化监管规范。

需要强调的是，“资产转让型”ABCP的续发模式属于同一管理人管理的各期ABCP之间的交易行为，交易定价合理、价格公允是其续发合规性的关键。为保护后期ABCP投资者利益，在前期ABCP出现基础资产严重违约、触发差额补足、原始权益人或增信机构资信恶化等重大事件时，原则上应禁止续发后期ABCP。

^① 交易商协会已发布《市场创新自律问答》第三期、第四期，对ABCP相关要求进行了明确；此外，于2021年12月发布《资产支持商业票据募集说明书（参考文本）（2021版）》《资产支持商业票据信托合同（参考文本）（2021版）》《资产支持商业票据主定义表（参考文本）（2021版）》三项参考文本。



ABCP业务的潜在风险及其控制

续发失败引发流动性风险

后期ABCP能否续发成功将直接影响前期ABCP的安全退出，一旦续发失败，如何保障前期产品兑付，将是ABCP资产证券化产品无法回避的风险。综合实践来看，通常会要求ABCP发起人在续发失败时提供流动性支持、差额补足等外部增信措施，或要求底层债务人届时提前清偿债权，通过这些安排来缓释前期ABCP无法退出的风险。但是，对于出表型ABCP，其发起人基于出表的目的一般无法提供差额补足、流动性支持等实质性的外部增信。此时可安排由第三方机构（如母公司等）提供流动性支持，^①或者对到期的ABCP非现金资产进行处置，或增加优先级证券的预期收益率，调整优先级证券的本息兑付方式，将优先级证券期限调整至与基础资产期限相匹配，转化为传统的资产证券化产品。

信息披露不完整引发合规风险

ABCP资产证券化产品期限短、可续发的特殊交易安排对投资者利益影响较大。为切实保护投资者权益，ABCP管理人或受托人除按照传统资产证券化信息披

露的监管要求及时、充分地履行信息披露义务外，还应结合ABCP产品结构的特殊安排增加信息披露内容，包括续发条件、续发失败的风险缓释措施、续发时定价方式以及基础资产收益与风险在前后期ABCP之间的合理划分、前期ABCP证券兑付与后期ABCP证券起息之间的衔接等。

扩募导致现金流覆盖倍数不足

对“份额转让型”ABCP而言，续发模式下的ABCP募集规模等于前期ABCP到期时优先级证券的未偿本息，后期ABCP募集规模将大于前期ABCP优先级证券的本金余额。后期ABCP发行时需要“扩募”，扩募金额等于前期ABCP优先级证券未付利息。这将导致续发的ABCP各期优先级规模不断扩大，次级规模不变，优先级与次级的比例不断扩大，次级安全垫的作用日益减弱，更为严重是扩募可能导致基础资产现金流无法覆盖续发的ABCP证券本息。实践中，为避免扩募导致的现金流覆盖不足的风险，可根据基础资产现金流覆盖倍数合理测算ABCP续发的期数，将扩募整体控制在基础资产既定的现金流范围内。^[N]

学术编辑：卢超群

① 陈钦昊.新形势下国内资产支持商业票据发展探讨[J].金融市场研究,2021,(2):108-115.