



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

## 券商融出资金债权 ABS 介绍及 信用评级关注要点

- 券商融出资金债权 ABS 基础资产
- 券商融出资金债权 ABS 交易结构
- 券商融出资金债权 ABS 特点介绍
- 券商融出资金债权 ABS 信用评级关注要点
- 已发行产品概况及特征
- 总结与展望

结构融资评级部

分析师：

胡晓宁

常冰蕊

2018 年 5 月

## 券商融出资金债权 ABS 介绍及信用评级关注要点

### 一、 券商融出资金债权 ABS 基础资产

#### 1. 基础资产的定义

券商融出资金债权资产支持专项计划资产支持证券（简称“券商融出资金债权 ABS”）的基础资产是计划管理人自原始权益人处购买的原始权益人融资融券业务<sup>1</sup>中根据《融资融券合同》向其客户借出资金后，依法对该客户享有的融出资金债权<sup>2</sup>及其附属担保权益<sup>3</sup>，具体包括计划管理人在专项计划设立日向原始权益人购买的初始基础资产以及循环期内计划管理人授权资产服务机构购买的新增基础资产。

#### 2. 基础资产的形成

根据《证券公司融资融券业务管理办法》，证券公司开展融资融券业务必须经中国证券监督管理委员会批准，申请融资融券业务资格应当具备证监会规定的相应条件<sup>4</sup>。

券商融资业务的流程通常包括如下几个环节：

（1）客户征信和确认授信额度：券商受理客户申请，依据公司融资融券客户准入和适当性管理要求，办理客户征信和征信审查，确定客户信用级别，并根据客户资产情况和资信状况确定具体客户的授信额度；

（2）合同签订：券商指定专人向客户讲解融资融券业务规则、合同条款、

<sup>1</sup> 融资融券业务是原始权益人向融资融券客户出借资金供其买入上市证券和（或）出借上市证券供其卖出，并收取担保物的经营活动；包括融资业务和融券业务两类，其中，融资交易就是客户以资金或证券作为质押，向原始权益人借入资金用于购买标的证券，并在约定的期限内偿还借款本金和利息的活动；融券交易是客户以资金或证券作为质押，向券商借入标的证券卖出，在约定的期限内，买入相同数量和品种的证券归还券商并支付相应的融券费用的活动。

<sup>2</sup> 融出资金债权是原始权益人向融资融券客户出借资金依据《融资融券合同》和融出资金仓单对融资融券客户享有的债权，包括但不限于未偿融资本金和利息等。

<sup>3</sup> 就每笔融出资金债权而言，附属担保权益是指与融出资金债权有关的，根据《融资融券合同》为保障原始权益人的债权实现而设定的任何担保、共同还款承诺或其他权益，包括但不限于原始权益人依约定享有的对融资融券客户提供的担保证券、保证金及其他担保资产强制处置及以处置所得优先获得补偿的权利。

<sup>4</sup> 证券公司申请融资融券业务资格，应当具备下列条件：（一）具有证券经纪业务资格；（二）公司治理健全，内部控制有效，能有效识别、控制和防范业务经营风险和内部管理风险；（三）公司最近 2 年内不存在因涉嫌违法违规正被证监会立案调查或者正处于整改期间的情形；（四）财务状况良好，最近 2 年各项风险控制指标持续符合规定，注册资本和净资本符合增加融资融券业务后的规定；（五）客户资产安全、完整，客户交易结算资金第三方存管有效实施，客户资料完整真实；（六）已建立完善的客户投诉处理机制，能够及时、妥善处理与客户之间的纠纷；（七）已建立符合监管规定和自律要求的客户适当性制度，实现客户与产品的适当性匹配管理；（八）信息系统安全稳定运行，最近 1 年未发生因公司管理问题导致的重大事件，融资融券业务技术系统已通过证券交易所、证券登记结算机构组织的测试；（九）有拟负责融资融券业务的高级管理人员和适当数量的专业人员；（十）证监会规定的其他条件。

揭示风险并签署《融资融券合同》；

(3) 账户开立：券商按照登记结算机构的规定，为客户开立实名信用证券账户，并委托第三方存管银行为客户开立实名信用资金账户；

(4) 保证金转入：客户通过银行划入现金保证金，或通过券商的交易系统将充抵保证金的证券从普通证券账户划转至其信用证券账户，保证金足额提交后，客户可进行融资融券交易；

(5) 融资融券交易：券商的交易系统通过前端检查，确保客户委托符合相关限制要求，并按照交易所规定的格式申报，完成融资融券交易；

(6) 盯市、预警和强制平仓：券商的相应部门执行逐日盯市，并对触发预警条件的客户发出预警通知，对触发强制平仓条件的客户执行强制平仓；

(7) 结束信用交易：客户偿还融入的全部资金、证券和相关息费，结清所有负债，转出担保物后，可办理合同终止、销户手续。

### 3. 基础资产的特点

目前，证监会、上交所和深交所<sup>5</sup>对券商开展融资业务在客户准入<sup>6</sup>、客户杠杆水平<sup>7</sup>、标的证券范围<sup>8</sup>、可冲抵保证金证券的范围及其折算率、业务期限<sup>9</sup>、客户最低维持担保比例<sup>10</sup>以及券商风险控制措施等方面均进行了统一规定。对客户展期次数不再限制，并取消了维持担保比例 150% 追保线的要求，允许券商与客户自行商定补充担保品的期限和比例要求，不再将强平作为唯一处理方式。

各家券商在证监会、上交所和深交所上述监管要求的基础上，制定了各自的客户征信授信管理办法、标的券和可冲抵保证金证券管理办法、盯市预警与平仓执行管理办法等，在融资利率、标的券和可冲抵保证金证券范围及折算率、强制平仓线和追保线、展期条件及应付未付利息等方面具有一定差异。

<sup>5</sup> 《证券公司融资融券业务管理办法》、《证券公司风险控制指标管理办法》、《上海证券交易所融资融券交易实施细则》和《深圳证券交易所融资融券交易实施细则》

<sup>6</sup> 对从事证券交易时间不足半年、缺乏风险承担能力、最近 20 个交易日日均证券类资产低于 50 万或者有重大违约记录的客户、以及本公司股东（持有上市公司 5% 以上上市流通股份）、关联人，券商不得为其开立信用账户。专业机构投资者参与融资、融券，可不受前款从事证券交易时间及证券类资产条件限制。

<sup>7</sup> 投资者融资买入证券时，融资保证金比例不得低于 100%。融资保证金比例是指投资者融资买入时交付的保证金与融资交易金额的比例，计算公式为：融资保证金比例 = 保证金 / (融资买入证券数量 × 买入价格) × 100%。

<sup>8</sup> 券商向其客户公布的标的证券名单，不得超出上交所和深交所公布的标的证券范围。

<sup>9</sup> 券商与客户约定的融资、融券期限自客户实际使用资金或使用证券之日起计算，融资、融券期限最长不得超过 6 个月。合约到期前，券商可以根据客户的申请为其办理展期，每次展期的期限不得超过 6 个月。券商在为客户办理合约展期前，应当对客户的信用状况、负债情况、维持担保比例水平等进行评估。

<sup>10</sup> 客户维持担保比例不得低于 130%。当客户维持担保比例低于 130% 时，券商应当通知客户在约定的期限内追加担保物，客户经券商认可后，可以提交除可充抵保证金证券外的其他证券、不动产、股权等资产。券商可以与客户自行约定追加担保物后的维持担保比例要求。

券商融出资金债权 ABS 基础资产具有如下特点：

(1) 基础资产同质性较强、分散度较好，融资客户以自然人为主，含有少量机构客户以及资管产品，基础资产合格标准通常含有单笔融资本金和单个融资客户未偿本金余额占比的限制要求；

(2) 基础资产现金流归集受资产展期的影响程度较高。通常，客户最长融资期限为 6 个月，上述期限内客户可随借随还，且到期后符合券商相应要求的客户可以选择展期，每次展期期限不得超过 6 个月，展期次数无限制，客户利息支付时间也无强制要求。因此，专项计划通常需要设置外部增信措施以应对期间兑付时的流动性风险，以及优先级证券预期到期本息安全兑付的信用风险；

(3) 循环购买交易结构，由于融出资金仓单期限的不确定性，专项计划均涉及循环购买，循环购买频率为循环期内任一交易日，并且，初始资产池需专项计划成立日方能逐笔确定；

(4) 基础资产均附有担保物，担保物类型包括融资客户交存的保证金、充抵保证金的证券、融资买入的全部证券及前述资金、证券所产生的孳息等。基础资产合格标准通常对融资客户的维持担保比例<sup>11</sup>设置了一定下限，并且专项计划对基础资产融资客户的信用账户体系内的全部资产拥有优先受偿权，在融资融券客户发生违约或其他强制性事件时，清偿顺序为第一顺位，因此基础资产附属担保物的价值通常高于融出资金债权；

(5) 由于融资融券客户仅能与一家券商开展相关交易活动，各家券商融资融券业务差异化程度较有限，券商之间的竞争主要集中在融资利率和手续费率方面，客户的实际融资利率可能低于券商官网公布的融资利率，基础资产合格标准中通常设置了可以买入的基础资产的最低融出资金仓单利率，并且，约定相关监管部门对《融资融券业务管理办法》进行重大调整或其他情形导致基础资产预期收益水平大幅波动，且对专项计划产生重大不利影响时可能触发加速清偿事件，专项计划将停止循环购买进入摊还期。

## 二、 券商融出资金债权 ABS 交易结构

券商融出资金债权 ABS 通常采用储架发行的方式。储架额度内，按照原始权益人的资金需求分期发行，且各期专项计划优先/次级偿付结构和专项计划交易结构等均大致相同。

专项计划通常的交易结构如下：计划管理人接受认购人的委托，按约定以认

<sup>11</sup> 维持担保比例=（现金+信用证券账户内证券市值总和）/（融资买入金额+融券卖出证券数量×当前市价+利息及费用总和）

购资金向原始权益人购买初始基础资产及使用专项计划资金以循环方式后续购买新增基础资产，并以该等基础资产及其管理形成的属于专项计划的全部资产和收益，按约定向资产支持证券持有人进行支付。计划管理人委托原始权益人担任资产服务机构，为专项计划提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务；同时，计划管理人委托相应主体担任监管银行和托管银行。

正常情况下，专项计划存续期内，优先级证券于期末摊还期之前通常仅兑付预期收益，不兑付本金；并且，于期末摊还期内，通常以到期一次性还本、利随本清的方式兑付本金。此外，若专项计划存续期较短，优先级证券于期末摊还期之前也可能不进行优先级证券预期收益的兑付。

次级证券期间收益的兑付包括如下几种方式：1) 不兑付期间收益；2) 以现金形式兑付期间收益；3) 以资产原状兑付期间收益；或者4) 以现金形式和资产原状兑付期间收益，以方式一最为常见，即不兑付期间收益。期末摊还期内，次级证券的兑付通常在优先级证券本息兑付完毕后。

专项计划存续期限通常可分为循环购买期和非循环购买期。非循环购买期通常包括以下几种情景：1) 专项计划设立日；2) 期间摊还期；3) 期末摊还期；4) 相关指标低于某阈值后暂停循环购买直至上述指标高于所设阈值；或者5) 专项计划触发信用事件后停止循环购买。其中，专项计划于期间摊还期内暂停循环购买，基础资产回收款将归集转付至专项计划托管账户用于优先级证券预期收益的兑付。通常情况下，期间摊还期内，若归集的基础资产回收款足以兑付专项计划税费以及当期优先级证券预期收益，专项计划可以提前恢复循环购买；若归集的基础资产回收款不足以兑付专项计划税费以及当期优先级证券预期收益，专项计划将启动外部增信措施，由外部增信机构来补足上述差额。其中，专项计划于期末摊还期停止循环购买，基础资产回收款将归集转付至专项计划托管账户用于优先级证券本息兑付。

专项计划存续期除上述非循环购买期之外均为循环购买期，计划管理人授权资产服务机构于循环购买期内任一交易日循环购买符合合格标准的基础资产。循环购买方式包括：1) 基础资产本息回收款购买融出资金仓单未偿本金；2) 基础资产本金回收款购买融出资金仓单未偿本金；3) 基础资产本息回收款购买融出资金仓单未偿本金和应付未付利息，以方式一最为常见，即本息买本。

由于循环购买频率高、循环购买基础资产笔数多，原始权益人需为专项计划定制相应业务系统。该系统需具备基础信息管理、指标参数管理、债券转让交易管理、查询统计、报表管理、风险管理、通知管理等功能。该系统可按照设定的筛选标准进行首次购买与循环购买期每日的循环购买，并对相应基础资产进行代

码标识；在专项计划存续期内对不同类型的基础资产的进行回购操作；可对专项计划相应指标进行监控，并在相应指标达到阈值时，暂停或停止循环购买；可自动生成《资产服务报告》；计划管理人可通过系统定期或不定期对基础资产历史交割清单进行查验。

专项计划存续期内，若触发信用事件，专项计划将停止循环购买提前进入期末摊还期。上述信用触发事件通常与原始权益人主体信用等级、基础资产不合格率、专项计划资金利用效率以及优先级证券本息足额兑付的及时性等因素挂钩。

此外，由于基础资产现金流归集的不确定性，专项计划通常设置了外部增信措施，主要包括原始权益人对优先级预期收益的流动性支持、对优先级证券本息的差额支付、对基础资产的回购（不合格基础资产、风险基础资产<sup>12</sup>、不良基础资产、合格基础资产（期间回购）和期末未了结基础资产）等。

### 三、 券商融出资金债权 ABS 特点介绍

基于上述基础资产的特点及相应交易结构的设置，券商融出资产债权资产支持专项计划有如下特点：

（1）循环购买交易结构，初始基础资产待专项计划设立日方能逐笔确定，循环购买期内，专项计划以每个交易日为频率进行循环购买；

（2）基础资产分散度较好，融资客户以自然人为主，基础资产均附有较高价值的担保物；

（3）由于券商对融资客户付息时间通常并无强制要求，且允许不限次数进行展期，基础资产现金流归集具有较高不确定性，专项计划通常设置了原始权益人的外部增信措施；

（4）由于依赖原始权益人的外部增信，次级证券占券商融出资金债权 ABS 的比重通常较小。

### 四、 券商融出资金债权 ABS 信用评级关注要点

#### 1. 原始权益人融资业务强平率、逾期率及其回收率

券商融资融券业务中，若客户到期未履行还款义务且未申请展期（或者客户申请展期，但不满足券商展期条件），或者客户维持担保比例低于券商要求的某阈值且在规定期限内无法足额补足保证金或可冲抵保证金证券的，或者出现其他券商约定情形的，券商可对客户相应仓单实行强制平仓。若融资客户到期无法足

<sup>12</sup> 风险基础资产是对应融资客户维持担保比例低于某阈值的基础资产。

额偿付相关债务，或者，券商强制平仓后回收款无法足额覆盖仓单相关费用、利息和未偿本金等，将影响优先级证券本息的安全偿付。新世纪评级通过原始权益人融资业务动静态池数据，可判断其融资业务的逾期率、强平率和强平逾期后的回收率。

## 2. 原始权益人融资业务回款率

融资融券业务中，券商允许符合相关条件的客户对其到期仓单进行展期，展期次数无限制，并且通常展期时不要求客户支付相应仓单应付未付利息。专项计划到期时，上述展期资产无法及时变现，将影响优先级证券本息的安全偿付。新世纪评级通过原始权益人融资业务动静态池数据，可判断其融资业务的回款率。

## 3. 原始权益人融资业务现行融资利率及其变动趋势

两融业务日趋激烈的竞争，促使券商通过降低融资利率吸引融资客户，此外，优质客户的实际融资利率可能低于券商官网公布的融资利率，将影响超额利差对优先级证券本息的保障程度。

## 4. 原始权益人融资业务后备资产池的充足性

券商融出资金债权 ABS 的基础资产是业务系统按照一定筛选规则循环购买的符合合格标准的基础资产，原始权益人融资业务后备资产的充足性将影响循环购买的资金利用效率，进而影响超额利差对优先级证券本息的保障程度。

## 5. 专项计划期间兑付的流动性风险

券商融出资金债权 ABS 通常设置了期间摊还期，该期限内留存的基础资产回收款将用于当期证券本息的兑付。若期间摊还期时长过短，考虑到基础资产现金流归集时间的不确定性，专项计划将面临一定流动性风险。

## 6. 业务系统的安全性

券商融出资金债权 ABS 循环购买频率高、循环购买基础资产笔数多，专项计划的正常运营依赖定制的业务系统。因此需考察业务系统能否按照专项计划交易文件约定实现循环购买、基础资产回购、现金记账、特殊条件下暂停或停止循环购买等功能，以及系统故障情况下的应急预案等。

## 7. 增信主体的信用质量

考虑到基础资产现金流归集具有较高不确定性，券商融出资金债权 ABS 通常设置了原始权益人的外部增信措施。专项计划存续期内，需考察原始权益人主体信用质量变化对专项计划的影响。

## 五、 已发行产品概况及特征

自 2015 年首单券商融出资金债权资产支持专项计划“国君华泰融出资金债权资产证券化 1 号资产支持专项计划”成功发行以来，截至 2017 年末，我国交易所债券市场合计共发行 14 单券商融出资金债权资产支持专项计划，发行规模共计 190 亿元。2016 年专项计划发行数量较上年仅增长 1 单，但发行规模呈现显著增长；2017 年，券商融出资金债权 ABS 呈现井喷式增长，发行项目数量为上年发行数量的 3 倍，发行规模为上年发行规模的 4.14 倍。从发行利率来看，2015 年券商融出资金债权 ABS 优先级证券发行利率均为 4.90%，2016 年优先级证券发行利率下降至 3.35% 至 3.80% 之间的区间，2017 年优先级证券发行利率在 3.65% 至 5.45% 之间<sup>13</sup>。

图表 1. 2015 至 2017 年券商融出资金债权 ABS 发行情况

年度	项目数量	数量占比	发行规模	规模占比
2015	2	14.29%	10.00	5.26%
2016	3	21.43%	35.00	18.42%
2017	9	64.29%	145.00	76.32%
<b>总计</b>	<b>14</b>	<b>100.00%</b>	<b>190.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：Wind 资讯；CNABS 网站

注：“中信证券-博时资本融出资金债权 1 号资产支持专项计划”起息时间未知，考虑到其发行公告日为 2017 年 12 月 4 日，因此将其统计入 2017 年发行项目名单

截至 2017 年末，已发行券商融出资金债权 ABS 流通场所分布如下表所示。

图表 2. 截至 2017 年末券商融出资金债权 ABS 挂牌流通场所分布情况

流通场所	项目数量	数量占比	发行规模	规模占比
上交所	12	85.71%	140.00	73.68%
深交所	2	14.29%	50.00	26.32%
<b>总计</b>	<b>14</b>	<b>100.00%</b>	<b>190.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：Wind 资讯；CNABS 网站

从原始权益人主体信用等级来看，截至 2017 年末，除了东莞证券主体信用等级为 AA<sup>+</sup>外，其余原始权益人主体信用等级均为 AAA，原始权益人主体信用等级为 AAA 的专项计划发行规模占比合计达 92.11%。

<sup>13</sup> 新世纪评级仅统计了信用等级为 AAA 级优先级证券的发行利率。

图表 3. 截至 2017 年末券商融出资金债权 ABS 原始权益人主体信用等级分布情况

原始权益人 信用等级	项目数量	数量占比	发行规模	规模占比
AAA	13	92.86%	175	92.11%
AA <sup>+</sup>	1	7.14%	15	7.89%
总计	14	100.00%	190.00	100.00%

资料来源：Wind 资讯；CNABS 网站

注：“齐鲁资管-西部证券融出资金债权 1 号资产支持专项计划”起息日为 2017 年 6 月 2 日，原始权益人西部证券 2015 年以来主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，联合评级于 2017 年 6 月 23 日给予其主体信用等级 AAA，新世纪评级将该期专项计划原始权益人主体信用等级统计至 AAA 分类；“中国中投证券-东莞证券融出资金债权 1 号资产支持专项计划”起息日为 2016 年 6 月 17 日，原始权益人东莞证券 2015 年以来主体信用等级为 AA，鹏元资信于 2017 年 6 月 15 日将其主体信用等级由 AA 调高至 AA<sup>+</sup>，新世纪评级将该期专项计划原始权益人主体信用等级统计至 AA<sup>+</sup>分类

从原始权益人 2017 年证监会分类监管等级来看，券商融出资金债权 ABS 原始权益人分类监管等级以 AA 类及 A 类为主，上述专项计划发行规模占比合计 84.21%。除上述主体外，分类监管等级为 BBB 类和 CCC 类的主体也参与了券商融出资金债权 ABS 的发行。

图表 4. 截至 2017 年末券商融出资金债权 ABS 原始权益人监管等级分布情况

原始权益人 证监会 2017 年 分类监管等级	项目数量	数量占比	发行规模	规模占比
AA 类	6	42.86%	95	50.00%
A 类	6	42.86%	65	34.21%
BBB 类	1	7.14%	10	5.26%
CCC 类	1	7.14%	20	10.53%
总计	14	100.00%	190.00	100.00%

资料来源：Wind 资讯；CNABS 网站

从原始权益人 2017 年两融业务排名来看，券商融出资金债权 ABS 原始权益人两融业务排名以前 30 名为主，占比合计 86.84%。截至 2017 年末，两融业务排名最低的原始权益人为西部证券，其 2017 年两融业务排名为第 45 名。

图表 5. 截至 2017 年末券商融出资金债权 ABS 原始权益人两融业务排名分布情况

原始权益人 2017 年两融业务排名	项目数量	数量占比	发行规模	规模占比
1-10	6	42.86%	95	50.00%
11-20	3	21.43%	40	21.05%
21-30	3	21.43%	30	15.79%
31-40	1	7.14%	15	7.89%
41-50	1	7.14%	10	5.26%
总计	14	100.00%	190.00	100.00%

资料来源：Wind 资讯；CNABS 网站

从专项计划预期存续期限来看，截至 2017 年末，已发行的券商融出资金债权 ABS 预期存续期限以 13 个月至 24 个月之间的区间为主，发行规模占比达 63.16%。券商融出资金债权 ABS 已知最长预期存续期限为 36 个月，最短预期存续期限为 12 个月。

图表 6. 截至 2017 年末券商融出资金债权 ABS 期限分布情况

预期存续期限	项目数量	数量占比	发行规模	规模占比
12 个月以内	2	14.29%	20.00	10.53%
13 个月-24 个月	9	64.29%	120.00	63.16%
25 个月-36 个月	2	14.29%	35.00	18.42%
未知	1	7.14%	15.00	7.89%
<b>总计</b>	<b>14</b>	<b>100.00%</b>	<b>190.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：Wind 资讯；CNABS 网站

从基础资产类型来看，券商融出资金债权 ABS 均为循环购买的交易结构。专项计划初始基础资产均需专项计划设立日方能逐笔确定；循环购买期内，专项计划循环购买频率均为每个交易日。此外，截至 2017 年末，已知项目的循环购买方式均为基础资产本息回收款购买融出资金仓单未偿本金。

从兑付方式来看，循环购买期内，已知项目优先级证券兑付方式主要有 3 类，包括（1）每半年付息，不兑付本金；（2）每年付息，不兑付本金；（3）不兑付本息。已知项目中以每半年付息，不兑付本金较为常见。期末摊还期内已知项目优先级证券兑付方式主要有 2 类：（1）到期一次还本付息；以及（2）按一定频率（周/月）过手还本。已知项目中以到期一次还本付息较为常见。

从期间收益分配来看，循环购买期内，已知项目次级证券期间收益的分配方式主要有 3 类：（1）不分配期间收益；（2）以现金形式分配一定期间收益；以及（3）以现金形式和资产原状分配一定期间收益，已知项目中以不分配次级期间收益较为常见。期末摊还期内，已知项目的次级证券均只能在优先级证券本息得到足额偿付后才获得相关收益。

从期间摊还期时长来看，券商融出资金债权 ABS 各项目之间差异较大。截至 2017 年末，已知项目最长期间摊还期限和最短期间摊还期限分别为 23 个工作日和 4 个工作日<sup>14</sup>。

从期末摊还期时长来看，券商融出资金债权 ABS 期末摊还期时长差异较大。截至 2017 年末，已知项目最长期末摊还期限和最短期末摊还期限分别为 15 个工作日和 6 个月<sup>15</sup>。

<sup>14</sup> 上述期间摊还期时长是不启动外部增信措施下，专项计划最长暂停循环购买的天数

<sup>15</sup> 上述期末摊还期限是不触发停止循环购买事件下，专项计划正常情况下的期末摊还期时长

从外部增信措施来看，截至 2017 年末，为缓解专项计划流动性风险，已知券商融出资金债权 ABS 外部增信措施包括：（1）原始权益人对优先级预期收益的流动性支持；（2）原始权益人对优先级证券本息的差额支付；（3）原始权益人期间回购义务（回购合格基础资产）等。为缓解专项计划到期兑付信用风险，已知项目的外部增信措施包括：（1）原始权益人对优先级证券本息的差额支付；（2）原始权益人对基础资产的回购义务（不合格基础资产、风险基础资产、不良基础资产以及期末未了结基础资产）。

## 六、 总结与展望

由于涉及到高频率循环购买，且购买基础资产笔数较高，券商融出资金债权 ABS 交易结构较一般专项计划更为复杂；原始权益人需定制专门的业务系统实现循环购买、基础资产回购和现金记账等功能；此外，由于基础资产现金流归集时间的不确定性较高，专项计划优先级证券本息的兑付依赖外部增信措施。随着券商融出资金债权 ABS 发行项目数量和发行规模的日趋增长，以及 IT 供应商系统开发技术的不断成熟，未来专项计划交易结构设计将更为标准化和定制化。

附录一：截至 2017 年末融出资金债权 ABS 项目发行情况（按项目发行先后排序）

项目名称	原始权益人	计划管理人	评级机构	流动场所	发行规模 (亿元)	分层情况	发行利率	起息日	期限 (月)
国君华泰融出资金债权资产证券化 1 号资产支持专项计划	国泰君安证券股份有限公司	华泰证券(上海)资产管理有限公司	新世纪	上交所	5	优先级 (AAA <sub>sf</sub> ) /次级 (NR) :95%/5%	4.90%	2015/8/7	14
华泰国君融出资金债权 1 号资产支持专项计划	华泰证券股份有限公司	国泰君安证券资产管理有限公司	中诚信证评	上交所	5	优先级 (AAA <sub>sf</sub> ) /次级 (NR) :95%/5%	4.90%	2015/8/7	13
齐鲁资管-东方证券融出资金债权 1 号资产支持专项计划	东方证券股份有限公司	中泰证券(上海)资产管理有限公司	中诚信证评	上交所	10	优先级 (AAA <sub>sf</sub> ) /次级 (NR) :95%/5%	3.35%	2016/6/1	18
东证资管-中泰证券融出资金债权 1 号资产支持专项计划	中泰证券股份有限公司	上海东方证券资产管理有限公司	中诚信证评	上交所	10	优先级 (AAA <sub>sf</sub> ) /次级 (NR) :95%/5%	3.40%	2016/6/1	18
中国中投证券-东莞证券融出资金债权 1 号资产支持专项计划	东莞证券股份有限公司	中国中投证券有限责任公司	中诚信证评	上交所	15	优先级 (AAA <sub>sf</sub> ) /次级 (AA <sub>sf</sub> ) /次级 (NR) :80%/15%/5%	3.80%/ 4.20%	2016/6/17	36
易方达资产-东方证券融出资金债权 2 号资产支持专项计划	东方证券股份有限公司	易方达资产管理有限公司	新世纪	上交所	10	优先级 (AAA <sub>sf</sub> ) /次级 (NR) :97%/3%	4.83%	2017/4/20	24
齐鲁资管-西部证券融出资金债权 1 号资产支持专项计划	西部证券股份有限公司	齐鲁证券(上海)资产管理有限公司	大公	上交所	10	优先级 (AAA <sub>sf</sub> ) /次级 (NR) :92.45%/7.55%	5.10%	2017/6/2	12
易方达资产-东方证券融出资金债权 3 号资产支持专项计划	东方证券股份有限公司	易方达资产管理有限公司	新世纪	上交所	10	优先级 (AAA <sub>sf</sub> ) /次级 (NR) :97%/3%	4.95%	2017/7/14	24
浦银安盛资管-申万宏源证券融出资金债权 1 号资产支持专项计划	申万宏源证券有限公司	上海浦银安盛资产管理有限公司	新世纪	深交所	20	优先级 (AAA <sub>sf</sub> ) /次级 (NR) :95%/5%	5.00%	2017/8/24	18
西部证券-中泰证券融出资金债权 1 号资产支持专项计划	中泰证券股份有限公司	西部证券股份有限公司	中诚信证评	上交所	10	优先级 (AAA <sub>sf</sub> ) /次级 (NR) :95%/5%	4.84%	2017/9/8	12
浦银安盛资管-申万宏源证券融出资金债权 2 号资产支持专项计划	申万宏源证券有限公司	上海浦银安盛资产管理有限公司	新世纪	深交所	30	优先级 (AAA <sub>sf</sub> ) /次级 (NR) :95%/5%	5.25%	2017/11/17	18

项目名称	原始权益人	计划管理人	评级机构	流动场所	发行规模 (亿元)	分层情况	发行利率	起息日	期限 (月)
华泰资管-海通证券融出资金债权一期资产支持专项计划	海通证券股份有限公司	华泰证券(上海)资产管理有限公司	中诚信证评	上交所	20	优先级(AAA <sub>sf</sub> )/次级(NR):95%/5%	5.20%	2017/11/17	18
光证资管-中国中投证券融出资金债权一期资产支持专项计划	中国中投证券有限责任公司	上海光大证券资产管理有限公司	新世纪	上交所	20	优先级(AAA <sub>sf</sub> )/次级(NR):95%/5%	5.45%	2017/11/21	36
中信证券-博时资本融出资金债权1号资产支持专项计划	中信证券股份有限公司	博时资本管理有限公司	中诚信证评	上交所	15	优先级(AAA <sub>sf</sub> )/次级(NR):95%/5%	3.65%	未知	未知

资料来源: Wind 资讯; CNABS 网站

附录二：截至 2017 年末原始权益人发行融出资金债权 ABS 项目情况（按原始权益人发行规模降序排列）

原始权益人名称	成立时间	第一大股东	信用等级	2017 年分类监 管级别	2017 年两融业务规 模排名	截至 2017 年末已发行 规模合计（亿元）	发行规模占 比
申万宏源证券有限公司	2015/1/26	中央汇金公司	AAA	AA	10	50.00	26.32%
东方证券股份有限公司	1997/12/10	申能(集团)有限公司	AAA	A	21	30.00	15.79%
海通证券股份有限公司	1993/2/2	香港中央结算(代理人)有限公司	AAA	AA	7	20.00	10.53%
中国中投证券有限责任公司	2005/9/28	中国国际金融股份有限公司	AAA	CCC	15	20.00	10.53%
中泰证券股份有限公司	2001/5/15	山东省人民政府国有资产监督管理委员会	AAA	A	12	20.00	10.53%
东莞证券股份有限公司	1997/6/9	东莞市国资委	AA+	A	36	15.00	7.89%
中信证券股份有限公司	1995/10/25	中国中信有限公司	AAA	AA	1	15.00	7.89%
西部证券股份有限公司	2001/1/9	陕西投资集团有限公司	AAA	BBB	45	10.00	5.26%
国泰君安证券股份有限公司	1999/8/1	上海国有资产经营有限公司	AAA	AA	3	5.00	2.63%
华泰证券股份有限公司	1991/4/9	江苏省人民政府国有资产监督管理委员会	AAA	AA	2	5.00	2.63%

资料来源：Wind 资讯；CNABS 网站

**附录三：截至 2017 年末融出资金债权 ABS 项目交易结构设置情况（按项目发行先后排序）**

项目名称	期限 (月)	期间摊还期 时长	期末摊还期 时长	循环购买 频率	循环购买 方式	外部增信措施	优先级证券本息兑付方式	次级证券期间收益
国君华泰融出资金债权资产证券化 1 号资产支持专项计划	14	不设	2 个月+9 个工作日	天	本息买本	国君证券对优先级证券本息承担差额支付义务	循环期：不兑付本息； 摊还期：每两周兑付本息	循环期：不分配； 摊还期：不分配
华泰国君融出资金债权 1 号资产支持专项计划	13	未知	未知	未知	未知	华泰证券对不合格基础资产承担回购义务	按年还本付息	未知
齐鲁资管-东方证券融出资金债权 1 号资产支持专项计划	18	4 个工作日	15 个工作日	天	本息买本	东方证券对优先级证券利息提供流动性支持，对风险、不良以及未了结基础资产承担回购义务	循环期：每半年兑付利息，不兑付本金； 摊还期：到期一次还本付息	循环期：分配，预期年化收益不超过 10%； 摊还期：不分配
东证资管-中泰证券融出资金债权 1 号资产支持专项计划	18	未知	未知	未知	未知	中泰证券对优先级证券利息提供流动性支持（未知其是否对基础资产承担回购义务）	循环期：每半年兑付利息，不兑付本金； 摊还期：到期一次还本付息	循环期：不分配； 摊还期：不分配
中国中投证券-东莞证券融出资金债权 1 号资产支持专项计划	36	8 个工作日	2 个月	天	本息买本	东莞证券承担不合格基础资产回购、期间回购和期末回购义务	循环期：每年兑付利息，不兑付本金； 摊还期：到期一次还本付息	循环期：不分配； 摊还期：不分配
易方达资产-东方证券融出资金债权 2 号资产支持专项计划	24	4 个工作日	15 个工作日	天	本息买本	东方证券对优先级证券利息提供流动性支持，对风险、不良以及未了结基础资产承担回购义务	循环期：每半年兑付利息，不兑付本金； 摊还期：到期一次还本付息	循环期：分配，预期年化收益不超过 10%； 摊还期：不分配
齐鲁资管-西部证券融出资金债权 1 号资产支持专项计划	12	未知	未知	未知	未知	未知	未知	未知
易方达资产-东方证券融出资金债权 3 号资产支持专项计划	24	4 个工作日	15 个工作日	天	本息买本	东方证券对优先级证券利息提供流动性支持，对风险、不良以及未了结基础资产承担回购义务	循环期：每半年兑付利息，不兑付本金； 摊还期：到期一次还本付息	循环期：分配，预期年化收益不超过 10%； 摊还期：不分配

项目名称	期限 (月)	期间摊还期 时长	期末摊还期 时长	循环购买 频率	循环购买 方式	外部增信措施	优先级证券本息兑付方式	次级证券期间收益
浦银安盛资管-申万宏源证券融出 资金债权1号资产支持专项计划	18	23个工作日	15个工作日	天	本息买本	申万宏源证券对优先级证券利息 提供流动性支持,对风险、不良以 及未了结基础资产承担回购义务	循环期:每半年兑付利息,不兑 付本金; 摊还期:到期一次还本付息	循环期:不分配; 摊还期:不分配
西部证券-中泰证券融出资金债权 1号资产支持专项计划	12	未知	未知	未知	未知	中泰证券对优先级证券利息提供 流动性支持(未知其是否对基础资 产承担回购义务)	循环期:每半年兑付利息,不兑 付本金; 摊还期:到期一次还本付息	循环期:不分配; 摊还期:不分配
浦银安盛资管-申万宏源证券融出 资金债权2号资产支持专项计划	18	23个工作日	15个工作日	天	本息买本	申万宏源证券对优先级证券利息 提供流动性支持,对风险、不良以 及未了结基础资产承担回购义务	循环期:每半年兑付利息,不兑 付本金; 摊还期:到期一次还本付息	循环期:不分配; 摊还期:不分配
华泰资管-海通证券融出资金债权 一期资产支持专项计划	18	5个工作日	30个工作日	天	本息买本	海通证券对优先级证券利息提供 流动性支持,对风险、不良以及未 了结基础资产承担回购义务	循环期:每半年兑付利息,不兑 付本金; 摊还期:到期一次还本付息	循环期:不分配; 摊还期:不分配
光证资管-中国中投证券融出资金 债权一期资产支持专项计划	36	8个工作日	6个月	天	本息买本	中投证券对优先级证券本息承担 差额支付义务,并对不合格基础资 产承担回收义务	循环期:每年兑付利息,不兑付 本金; 摊还期:到期一次还本付息	循环期:分配,托管账户剩余资金 以及专项计划当前资产池中规模大 于20亿的融出资金债权; 摊还期:不分配
中信证券-博时资本融出资金债权 1号资产支持专项计划	未知	未知	未知	未知	未知	未知	未知	未知

资料来源:Wind资讯;CNABS网站

注:期间摊还期时长是不启动外部增信措施下,专项计划最长暂停循环购买的天数;期末摊还期时长是不触发停止循环购买事件下,专项计划正常情况下的期末摊还期时长。