

# 购房尾款资产支持证券 专题研究

大公资信，2017-10-16

自 2016 年以来，大公承接了多单购房尾款 ABS 项目，积累了丰富的项目经验。据不完全统计，截至 2017 年 9 月末，市场上已成功发行的购房尾款 ABS 产品共计 17 单，发行规模共计 292.87 亿元。

以购房尾款应收账款为基础资产发行 ABS 融资具有明显优越性，包括资金成本相对较低，可以提前将资产变现，降低回款压力，加快资金回笼速度，提高资金利用率等。以下是大公购房尾款资产支持证券专题研究的摘要：

- 购房尾款 ABS 概述
- 购房尾款 ABS 发行情况及特点分析
- 评级主要关注点及缓释措施
- 案例分析



## 1.1 购房尾款的定义

### 购房尾款

购房尾款即房地产项目公司因销售商品房对购房人享有的应收账款债权；从购房尾款 ABS 的入池标准而言，入池的购房尾款限定于自购房人与银行或住房公积金中心签订贷款合同（同时与房地产项目公司签订购房合同）后，至银行或住房公积金中心划款至房地产项目公司这一特定期间的应收账款。

基于预售商品房而产生的购房尾款是未来产生的现金流，不属于房地产企业的表内资产；当房地产企业收到银行按揭款，将其记入预收账款科目，待验收交房时，从预收账款结转至主营业务收入。

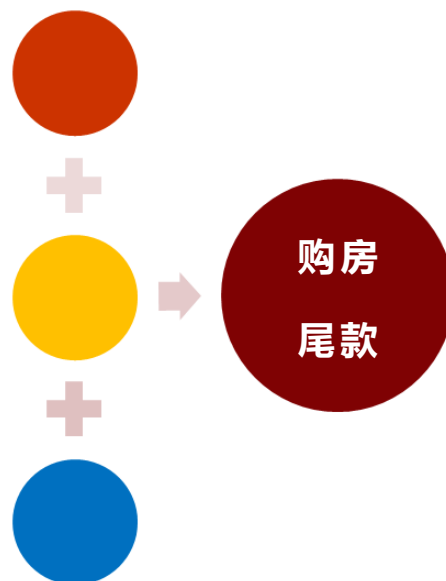
### 购房尾款 ABS

以房地产开发企业作为原始权益人，以其在专项计划设立日转让给管理人的、原始权益人根据购房合同至基准日（含该日）起对购房人享有的要求其支付购房款所对应的债权和其他权利及其附属担保权益作为基础资产，发行资产支持证券。

由于购房尾款不属于企业资产负债表中资产，购房尾款 ABS 发行成功后，不能做资产科目间内部调整，融入资金应记入应付债券或其他负债等负债科目。

## 1.2 购房尾款的类型

- **银行按揭贷款类**：购房人办理银行按揭贷款形成的购房尾款。
- **公积金贷款类**：购房人办理住房公积金贷款形成的购房尾款。
- **组合贷款类**：购房人办理组合贷款（同时包括银行按揭贷款、住房公积金贷款）形成的购房尾款。



### 1.3 购房尾款的形成

**认购：**购房人与项目公司签订《商品房认购书》或《商品房认购协议》，并交付认购定金



**草签：**《商品房认购协议》签订一段时间(通常为 7-15 天)后，购房人与项目公司签订购房合同，并支付首付款，认购定金同时结转为购房首付款



**签订贷款合同、网签：**购房人签订贷款合同并提供贷款所需完整资料；项目公司登录当地国土资源局和/或住房和城乡建设委员会网上办公系统，完成合同网签



**房产局预售备案：**项目公司客户专员向房产局递交预售备案申请，取得预售备案申请通过后的凭证



**贷款审批：**银行/住房公积金中心根据购房人的资质等相关贷款申请资料对贷款申请进行审核，贷款审批流程大概需要 3 个月到 6 个月左右的时间



**放款：**银行/住房公积金中心通过贷款审批后将贷款直接支付至项目公司的指定银行收款账户中

## 1.4 购房尾款的特点

**1** 单个合同的应收款金额占比很小（通常不超过 3%），入池基础资产笔数较多，分散度较好。

**2** 房产局备案的流程时间受国家政策或当地政策影响，备案审批时间具有不确定性；

银行放款时间受银行贷款审批政策以及贷款额度的影响，具有不确定性。

**3** 开发商在项目建设中融资时，银行一般会要求开立监管账户归集项目销售回款，优先用于偿还融资款，监管账户的资金流出将会受到监管和限制；

购房尾款债权的实现以开发商正常履行交房义务为前提，如开发商最终无法交付房屋，或因购房面积、质量等存在争议，购房人有权拒绝支付尾款或要求减免部分购房尾款，将导致购房尾款不能预期回收。



## 2.1 购房尾款 ABS 发行环境

### 窗口指导暂停受理购房尾款 ABS

2016 年 10 月，中国银监会召开三季度经济金融形势分析，会议提出严控房地产金融业务风险，审慎开展与房地产中介和房企相关的业务。房地产企业融资渠道进一步收紧，由于购房尾款 ABS 的发行能够使房地产企业提前套现，监管层窗口指导暂停了以房地产企业购房尾款为基础资产的 ABS 产品

### 购房尾款 ABS 被放行

2017 年 3 月，随着绿城房地产集团发行的“华西证券-绿城购房尾款资产支持专项计划”被交易所受理，房地产公司在交易所发行购房尾款 ABS 产品被重新放行

## 2.2 购房尾款 ABS 市场发行情况

据不完全统计，截至 2017 年 9 月末，市场上已成功发行的购房尾款 ABS 产品共计 17 单，发行规模共计 292.87 亿元。

项目名称	发行规模 (亿元)	证券分层	发行场所	发行日期
招商创融-首开股份购房尾款资产支持专项计划	30.00	AAA ( 97.00% )	上交所	2017-09-28
雅居乐购房尾款资产支持专项计划	11.12	AAA(81.87%)AA+(13.18%)	上交所	2017-09-01
平安-泰禾集团购房尾款资产支持专项计划	15.79	AAA(45.60%)AA+(49.40%)	上交所	2017-07-19
绿城购房尾款资产支持专项计划	16.00	-	上交所	2017-07-21
上银南方荣盛发展购房尾款资产支持专项计划	18.00	AAA(95.01%)	上交所	2017-07-26
阳光城购房应收款一期资产支持专项计划	25.80	AA+(90.60%)	报价系统	2017-03-14
招商创融-融侨集团购房尾款资产支持专项计划	9.92	AAA(61.49%)AA+(30.75%)	报价系统	2017-02-17
招融平安-龙光地产购房尾款资产支持专项计划	15.21	AAA(60.00%)AA+(35.00%)	上交所	2017-01-25
汇富-博时资本-宝龙地产购房尾款资产支持专项计划	17.00	-	上交所	2016-12-14
长城-融创购房尾款资产支持专项计划	24.00	AAA(95.00%)	上交所	2016-10-11
长城证券-合生创展购房尾款资产支持专项计划	9.78	AAA(89.98%)	上交所	2016-10-12
平银-华鑫-卓越购房尾款资产支持专项计划	7.50	AA+(91.00%)	报价系统	2016-07-13
融信集团购房尾款资产支持专项计划	8.80	AAA(65.00%)AA+(29.00%)	上交所	2016-07-12
平安-福建碧桂园购房尾款资产支持专项计划	14.11	AAA(65.91%)AA+(29.06%)	上交所	2016-06-29
碧桂园购房尾款资产支持专项计划	48.00	AAA(84.38%)AA+(8.33%)	上交所	2016-06-27
博时资本-增城碧桂园购房尾款资产支持专项计划	15.84	AAA(75.76%)AA+(16.41%)	上交所	2016-03-18
汇添富资本-世茂购房尾款资产支持专项管理计划	6.00	AAA(90.00%)	上交所	2015-11-13

## 2.3 大公承接的购房尾款 ABS 项目

2016 年以来，大公承接了多单购房尾款 ABS 项目，积累了丰富的项目经验，其中具有代表性的如下：

### **阳光城购房应收款一期资产支持专项计划：**

2017 年 3 月 14 日在报价系统成功发行，发行规模 25.80 亿元。

### **雅居乐购房尾款资产支持专项计划：**

2017 年 9 月 1 日在上交所成功发行，发行规模 11.12 亿元。

### **招商创融-首开股份购房尾款资产支持专项计划：**

2017 年 9 月 28 日在上交所成功发行，发行规模 30.00 亿元。

### **招商创融-蓝光发展购房尾款资产支持专项计划：**

拟发行场所报价系统，拟发行规模 9.00 亿元。

### 2.3.1 购房尾款 ABS 特点分析

**折价发行：**由于购房尾款 ABS 的基础资产本身不产生利息，因此资产池均具有折价发行的特点。

**循环购买：**由于购房尾款回款期限较短，回款时间具有不确定性，因此一般会设置循环购买机制，满足产品的期限配置。

**不合格资产赎回：**购房尾款中不合格资产赎回主要是由于预售资金监管或项目开发贷截流、因房屋质量问题应收款无法收回或减少等情况下的不合格资产赎回。

**增信措施：**购房尾款 ABS 的增信措施包括：优先/次级结构的内部增信、外部担保或维好承诺等。

## 2.3.2 折价发行

### 是否增级

——若优先级资产支持证券在主体级别上增级,为了保障现金流对增级的资产支持证券的覆盖倍数,相应的要减少发行规模,折价比例(优先级资产支持证券规模/初始资产池总规模)通常在60%~70%之间。以A公司购房尾款ABS为例,主体级别AA+,优先A档资产支持证券级别AAA,优先B档资产支持证券级别AA+,折价比例为68.12%。

——若优先级资产支持证券无需增级,则折价比例可以适当提高。

### 回款情况

——若资产池回款情况较好(回款周期短,损失金额少),在摊还期回款规模较大,折价比例可以相应提高。例如企业A的购房尾款12个月累计回款比例为98.95%,企业B为92.08%,两家企业主体级别均为AA+,优先级资产支持证券级别为AAA,企业A对应的打折比例为65.01%,企业B对应的打折比例为58.10%。

## 2.3.3 循环购买

### 循环期

——循环期内,基础资产的现金流回款在循环购买日购买后续基础资产。循环购买频率通常为按季或按半年循环购买。

### 摊还期

——摊还期为专项计划循环购买期届满之日起至预期到期日的期间,在该期间内,管理人不再以专项计划资金向原始权益人循环购买符合合格标准的应收账款资产。

——摊还期限视基础资产回款情况而定,一般为6~12个月。

## 2.3.4 不合格基础资产赎回

### 灭失风险

——购房者因商品房质量等问题要求减少应收款或者退房，将导致基础资产现金流减少或者灭失。为防范这一风险，产品设置了不合格资产赎回机制，原始权益人对灭失基础资产按未偿应收款余额予以赎回。

### 现金流截流风险

——购房尾款属于房地产开发企业预售资金，预售资金的监管可能会导致基础资产产生的现金流被截流。另外，若基础资产对应的项目公司前期与银行签订了房地产开发贷款协议，开发贷银行通常会要求房地产项目的预售资金全部要进入项目公司在该银行处开立的专门的监管账户，该等安排可能会对相关的基础合同项下的购房应收款纳入资产支持计划造成截流。

——若基础资产因上述原因成为不合格基础资产，原始权益人应将该等不合格基础资产按未偿应收款余额予以赎回。



## 2.3.5 增信措施

### 优先级 / 次级的内部增信

——根据现金流偿付顺序，次级资产支持证券先行吸收资产池的损失，为优先级资产支持证券提供损失支撑，优先级资产支持证券获得次级资产支持证券一定的信用支撑，分层设计起到一定的内部增信作用。



## 维好承诺

——维好承诺人将始终直接或间接持有不少于原始权益人的大部分股权，并对原始权益人拥有管理控制权；

——将促使原始权益人有足够流动资产以确保原始权益人按时足额支付其在专项计划文件项下的应付的任何金额；

——若原始权益人其流动资产将不足以如期履行其在任何专项计划文件项下的支付义务；维好承诺人在知晓后应立即以一切适当方式为原始权益人提供足够资金使原始权益人可以如期履行有关支付义务。但是，在任何情况下，《维好承诺函》不应被要求代原始权益人直接履行其在专项计划文件项下的任何支付义务。

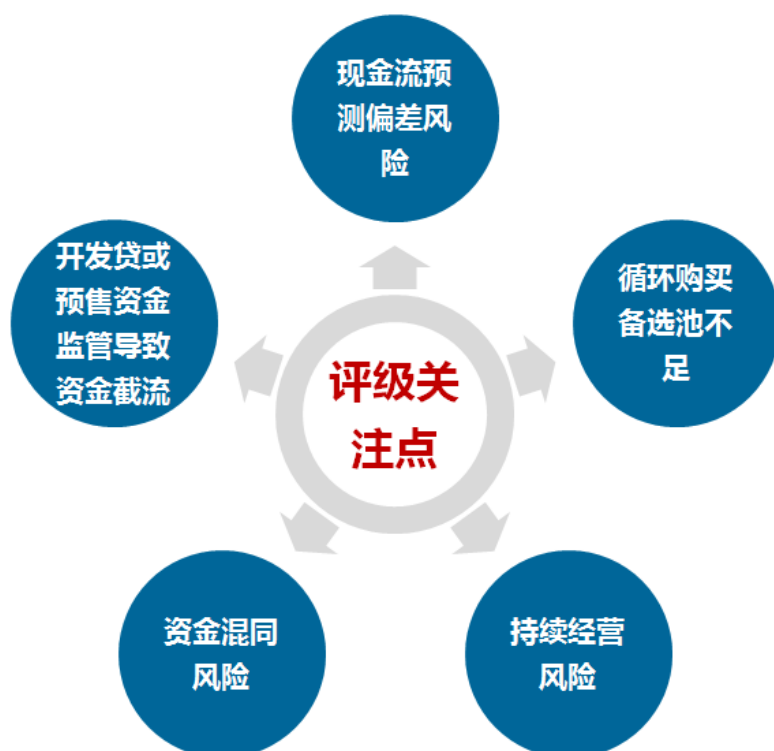
## 差额支付承诺

——《差额支付承诺函》是指原始权益人自身或其关联方(以下简称“差额支付承诺人”)向管理人(代表资产支持证券持有人)出具《差额支付承诺函》，承诺对专项计划资金不足以支付优先级资产支持证券的各期预收收益和/或应付本金的差额部分根据《差额支付承诺函》的具体约定承担补足义务。

## 保证担保

——担保人通常出具《担保函》，由担保人按照《担保函》的约定对专项计划资金不足以支付优先级资产支持证券的各期预期收益和未偿本金余额的差额部分，在差额支付承诺人未及时、全额支付该差额部分时，担保人对该部分差额承担支付义务。

### 3 评级主要关注点及缓释措施



#### 3.1 现金流预测偏差



现金流预测  
偏差风险

——购房尾款 ABS 还本付息的来源为入池购房尾款的回收款，现金流预测主要通过原始权益人提供的历史销售项目的回款数据来确定回收时间分布，进而预测未来现金流入。由于入池资产与历史项目在业态分布、所属地区以及现行政策方面存在差异，现金流预测准确性受到一定影响。



缓释措施

——在提取历史数据时，尽量选择与入池资产特征相似的数据，同时在现金流预测时考虑现行政策对回款的影响，可以从源头上规避该种风险；

——提高当期现金流覆盖当期应付本息的倍数；

——资金尽可能多的沉淀在资产证券化账户中，可尽量降低以后各期本息不能偿付的风险。

### 3.1.1 回款时间影响因素



**基础资产区域分布：**购房尾款的回款时间受房地产项目所在地区预售标准的不同而存在一定差异。例如杭州的预售标准是高层建筑完成地面以下主体工程即可，而上海则是完成主体结构 2/3 才可以预售，若两地银行均要求项目封顶才可放款，由于杭州项目从预售至封顶所需时间更长，因此杭州地区尾款的回款速度很可能慢于上海地区。

**基础资产业态分布：**住宅类购房尾款的回款速度明显好于商业类购房尾款的回款速度。

**付款方式：**不同的贷款方式，对回款周期会造成一定影响。例如，银行商业贷款周期因各银行政策、放款时间节点、银行资金要求，在审批和放款速度上有一定差异。

**房地产调控政策：**2016 年 9 月至 10 月初，全国二十余城市先后发布新一轮楼市调控政策，多地重启限购限贷。房地产调控政策对购房尾款的影响具体表现为：房产局对于超过当地限价标准的房地产项目不予备案，另外银行也收紧了贷款的审批，回款周期受到一定影响。

### 3.1.2 回款金额影响因素



**首付比例：**首付比例越高，购房人的违约成本越高，违约的可能性就越低；首付分期的方式则杠杆比例高，违约成本较低，违约的可能性较高。

购房尾款 ABS 的合格资产标准一般都要求首付比例不低于 20%，相应的降低了违约的可能性

**购房人资质：**购房人的基本情况如职业、收入水平对银行审批通过率及通过金额比例造成一定影响。

**灭失基础资产**：售房人未能履行相关商品房买卖合同项下的约定导致购房人退房或解除商品房买卖合同。

购房人灭失，包括法人被解散或自然人死亡，且不存在合法的应收款偿付义务继承人。

**房价跌价**：若房价处于高位，在楼市出现大幅跌价时，出现购房人单方面解除购房合同的可能性较高，从而对购房尾款的回款金额产生一定影响。

### 3.2 开发贷或预售资金监管导致资金截流

#### 开发贷或 预售资金 监管导致 资金截流

——基于商品房预售资金的监管要求，商品房预售资金要全部纳入监管账户，由监管机构负责监管。此外，开发商前期通过招拍挂等模式购买土地使用权及前期建设开发，需要大量的资金，因此项目公司通常会与银行签订房地产开发贷款协议，在开发贷相关的协议安排中，通常会要求向公司在开发贷银行开立监管账户，该房地产项目的预售收入全部要进入该等监管账户，且监管账户资金的使用须征得开发贷银行的同意。

#### 缓释措施

——约定合格资产为不存在房地产开发贷或开发贷协议中未对原始权益人利用购房尾款进行融资做出限制或已取得开发贷银行的同意；

——由原始权益人或其关联方出具承诺函，承诺当出现基础资产产生的现金流被截留的情况时(包括但不限于监管账户限制、优先偿还开发贷及建筑工程款项、归集发生问题等)，承诺人将进行足额兑付专项计划资产支持证券的本金和预期收益。

### 3.3 循环购买备选池风险

#### 循环购买 备选池不 足风险

——随着循环购买的推进，后续基础资产的购买受到原始权益人后续应收购房尾款的供应能力的影响，若循环购买日可供选择的新增资产不足，将导致专项计划的现金流入不足以支付优先级资产支持证券的本息；

——另外，后续基础资产的质量受到房地产项目类型、区域分布以及贷款行的房贷政策等影响，导致后续基础资产的质量存在一定的不确定性，从而使得专项计划的面临一定的流动性风险。

#### 缓释措施

——对循环购买的基础资产设定相应的准入标准；  
——根据原始权益人的业务运营记录，进行现金流压力测试，充分考虑可供循环购买的新增基础资产不足可能对优先级资产支持证券本息兑付产生的影响。

### 3.4 资金混同风险

#### 资金混同 风险

——因基础资产依附的运营单位发生信用危机，入池资产的现金流与原始权益人的其他资金混同，导致对专项计划优先级本息的支付不确定而引发的风险。购房尾款 ABS 的原始权益人同时担任资产服务机构，在回收购房应收款时，可能发生相关应收款不进入专项计划收款账户，而进入原始权益人收款账户的风险。

#### 缓释措施

——开设独立的资金归集账户；  
——在监管银行处开立了监管账户，并设置相应的回收款转付机制，接受监管银行的监管。

### 3.5 持续经营风险



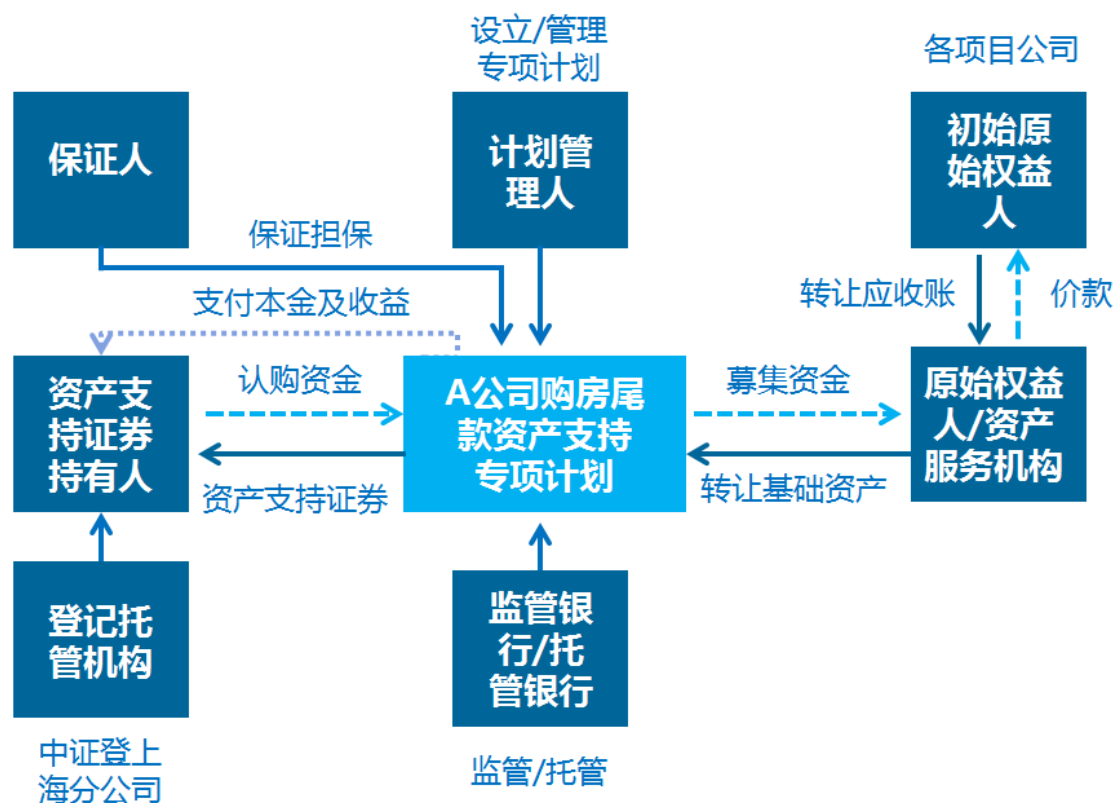
——原始权益人的持续经营能力与基础资产预期现金流的产生具有较高的关联性。在基础资产转让至专项计划的情况下，原始权益人能否在专项计划存续期内持续经营，决定着基础资产预期现金流能否正常产生，进而对优先级资产支持证券的按期足额偿付产生重要影响。



——对发行主体的经营情况，资产负债水平进行分析，判断发行主体是否存在经营不善等问题。目前，市场上发行的ABS产品的发行主体多为AA+以上房企，可在一定程度上降低持续经营风险。

## 4 案例分析

以“A公司购房尾款资产支持专项计划”为例。



## 交易结构

- 认购人通过与计划管理人签订《认购协议》，取得资产支持证券，成为资产支持证券持有人；计划管理人设立并管理专项计划；
- 初始原始权益人（各项目公司）与原始权益人签订《应收款转让合同》，将专项计划对应应收款债权转让给原始权益人，由原始权益人支付转让价款；
- 计划管理人根据与原始权益人签订的《基础资产买卖协议》的约定，将专项计划资金用于向原始权益人购买基础资产；
- 保证人出具《担保函》，为原始权益人按照《标准条款》的约定应支付的全部款项，即专项计划发行的资产支持证券总额及超额覆盖倍数所包括的全部价款提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；
- 监管银行根据《监管协议》负责基础资产现金流的归集，并在划款日将基础资产产生的现金划付至专项计划账户；
- 托管人根据《托管协议》对专项计划资产进行托管；
- 计划管理人根据相关文件约定，支付相关费用后，向优先级资产支持证券持有人分配当期应分配本金和利息,如果循环期未结束，基础资产的现金流回款在循环购买日购买后续基础资产。各档优先级资产支持证券本息未分配完，次级资产支持证券不参与分配。

## 资产支持证券概要

- **发行规模 111,150.00 万元，其中优先级规模 105,650.00 万元；**
- **优先 A 档 (AAA) 占比 81.87%，优先 B 档 (AA+) 占比 13.18%，次级占比 4.95%；**
- **发行期限为 3 年；**

## 增新措施

- 超额覆盖；
- A 公司的母公司提供担保。

## 相关风险

- 循环购买风险；
- 政策风险；
- 资金混同风险。

全文完 · 大公资信 · 王鹏为