



大公国际：预售资金监管下购房尾款资产证券化产品

资金截留风险暴露

目录

一、购房尾款资产证券化产品及其资金流向.....	2
二、购房尾款资产证券化产品资金截留引发的风险.....	3
三、购房尾款资产证券化产品模式易暴露的风险.....	4
四、预售资金监管收紧情况下的风险缓释措施.....	5

分析师

王悠 010-67313307
结构融资部 分析师
wangyou@dagongcredit.com

2021 年以来，房地产政策持续收紧，房地产企业面临前所未有之大变局，多家房地产企业相继出现债务违约事件，项目交付风险不断加剧，全国多省市相继加强预售资金监管政策。对购房尾款资产证券化产品来说，预售资金监管政策对购房尾款基础资产的回款归集影响很大。

根据交易条款设计，银行和公积金中心放款的资金在回到房地产企业收款账户后，按照专项计划的归集频率，将定期归集至监管账户中。然而，当预售资金监管政策收紧后，预售资金将优先用于项目建设、施工款支出等，归属于专项计划回收款将无法归集及转付，一旦出现资金截留风险，极易触发差额支付事件。又逢 2021 年以来房地产企业整体销量减少以及融资遇冷，购房尾款资产证券化产品从基础资产到信用主体均受到严峻考验。

近期市场上已经出现由于预售资金监管政策影响购房尾款资产证券化产品现金流归集的案例，购房尾款资产证券化产品资金截留风险已经暴露。本文将从购房尾款资产证券化产品及其资金流向、购房尾款资产证券化产品资金截留引发的风险、购房尾款资产证券化产品模式易暴露的风险和预售资金监管收紧情况下的风险缓释措施几方面对相关问题展开分析。

客户服务

电话：010-67413300
客服：4008-84-4008
Email: research@dagongcredit.com

2022 年 3 月 28 日

2021年以来，房地产政策持续收紧，房地产企业面临前所未有之大变局，多家房地产企业相继出现债务违约事件，项目交付风险不断加剧，全国多省市相继加强预售资金监管政策。对购房尾款资产证券化产品来说，预售资金监管政策对购房尾款基础资产的回款归集影响很大。按照交易文件设计，银行和公积金中心放款的资金在回到房地产企业收款账户后，按照专项计划的归集频率，将定期归集至监管账户中。然而，当预售资金监管政策收紧后，预售资金将优先用于项目建设、施工款支出等，专项计划回收款将出现没有回款或者部分回款的情况，一旦出现资金截留风险，基础资产产生的现金流无法进行正常归集，易触发差额支付事件。又逢2021年以来房地产企业整体销量减少以及融资遇冷，购房尾款资产证券化产品从基础资产到信用主体均受到严峻考验。

一、购房尾款资产证券化产品及其资金流向

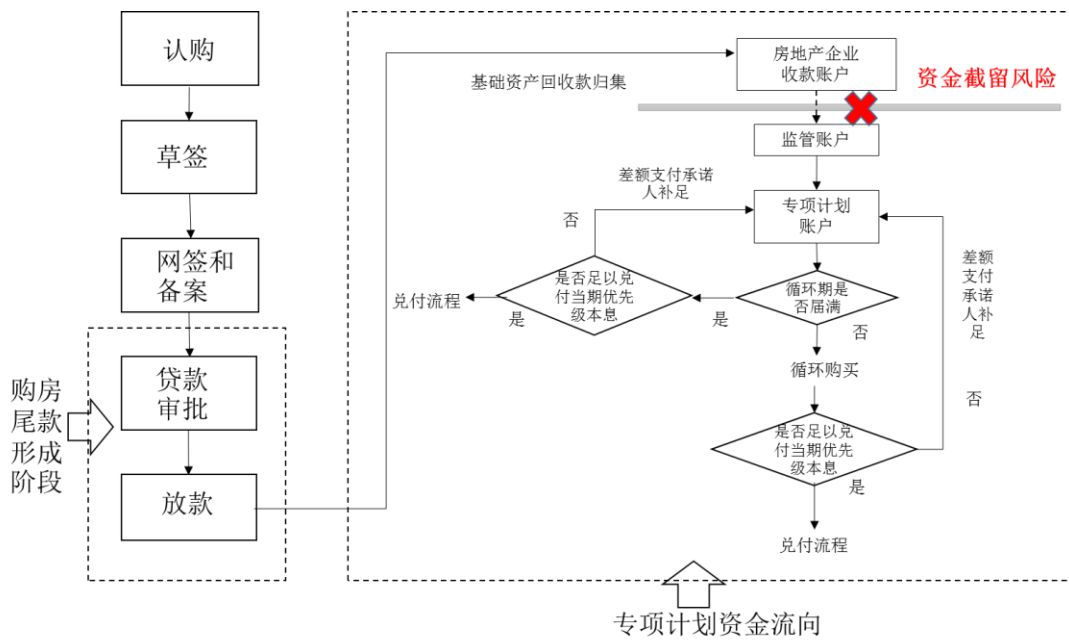
1、购房尾款资产证券化产品

购房尾款资产证券化产品是房地产企业通过转让应收购房尾款作为基础资产发行的资产证券化产品，是房地产企业结构化融资中常见的产品。在商品房销售过程中，购房人与房地产企业签订了购房合同后，在满足地方政策要求支付首付款后，剩余购房尾款通过申请银行贷款或住房公积金贷款支付给房地产企业。由于从购房人在网签备案后申请贷款到银行或者住房公积金中心放款往往需要几个月时间，形成了房地产企业一定账期的应收账款。而房地产企业可以将这些应收账款打包转让给专项计划进行融资，提前获得回款资金，并且在专项计划存续期进行循环购买，提高资金的使用效率。

2、购房尾款在形成阶段和专项计划端资金流向

对于购房尾款资产证券化产品而言，购房尾款的形成期间是在购房人网签和备案后，但银行或公积金中心还未放款期间。在资产证券化产品成立后，资金流向通常为基础资产对应的银行或公积金中心放款至房地产企业收款账户，房地产企业按照归集频率在归集日将现金流回款转至其名下的监管账户以便在众多回款中区分出入池资产，再由监管账户转至由专项计划管理的专项计划账户。循环购买期间，基础资产回款资金进行循环购买和利息兑付；摊还期间，则进行利息支付、本金摊还和兑付。若发生差额支付启动事件，差额支付承诺人应于差额支付承诺人划款日将所需资金支付至专项计划账户，再进行本息兑付。

图 1 购房尾款在形成阶段和专项计划端资金的流向



二、购房尾款资产证券化产品资金截留引发的风险

资金截留指的是基础资产回收款无法按期归集至监管账户及专项计划账户，这将触发差额支付、担保代偿等风险事项。此时，基础资产将不能作为兑付的资金来源，而只能靠主体的偿债能力进行兑付，一旦资金截留风险暴露，将无异于公司债等纯信用类债券，资产支持证券将得不到资产的支持。

1、预售资金监管政策下资金截留风险

商品房预售资金是购房人按照商品房预售合同约定支付给房地产企业的购房款，包括定金、首付款、后续付款、银行按揭放款、公积金放款等，是商品房预售的全部销售收入，在商品房竣工交付前，属于房地产企业预收账款性质的负债。其中，实践中，通常将银行按揭放款和公积金放款作为购房尾款资产证券化产品的基础资产。

按照各地预售资金监管政策，房地产企业申请使用监管的商品房预售款需要结合工程进度、工程造价与预售款总额比例等规定进行核定。此外，项目公司所签署的部分开发贷合同中有约定对于项目的销售回款，需归集至专户监管，开发贷结清前，专户资金只能用于项目建设、借款人合理的经营管理费用或归还贷款。这些资金监管安排将可能对于基础资产产生的现金流产生截留，进而影响到专项计划的收益，从而可能影响资产证券化产品的本息兑付。

2021年以来，房地产政策持续收紧，多家房地产企业相继出现债务违约事件，项目交付风险不断加剧。全国多省市相继加强预售资金监管政策，包括提高重点监管资金比重、严格监控监管账户资金收存、调整施工节点监管资金留存比例等。受此影响，房地产企业实际可动用的资金大幅度小于政策出台前的情况。从最新情况来看，2022年2月10日，全国性的商品房预售资金监督管理办法已制定出台，该管理办法将明确预售资金监管的基本标准，各地在此基础上因城施策制定细则，这将有利于优化预售资金监管以及增强规范性。

对于购房尾款资产证券化产品来说，预售资金监管政策对购房尾款基础资产的回款归集影

响很大。按照交易条款设计，银行或公积金中心放款的资金在回到房地产企业收款账户后，按照专项计划的归集频率，将定期归集至监管账户中。然而，当预售资金监管政策收紧后，预售资金将优先用于项目建设、施工款支出等，专项计划将出现基础资产回收款无法归集及转付的情况，极大的影响循环购买期间利息支付以及资产的循环购买，对原始权益人带来不合格基础资产的回购压力；若产品处于摊还期，利息以及本金的如期兑付压力凸显，极易触发差额支付事件。

2、房地产企业信用风险

一旦出现资金截留风险，资产产生的现金流无法进行正常归集，严重影响购房尾款资产证券化产品利息和本金的兑付。在这种情况下，往往会触发产品的差额支付启动事件，即专项计划账户内可供分配的资金不足以支付在兑付日应付的预期收益及相关税费，须由房地产企业作为差额支付承诺人支付剩余未偿价款。

而差额支付的按期兑付，依赖于房地产企业的筹资能力。根据克而瑞地产研究数据，2021年下半年市场持续转冷，百城成交面积持续下行，同比跌幅扩至30%以上，2021年规模房企销售增速罕见出现负增长。融资方面，2021年房地产行业融资政策持续收紧，房企三道红线监管和房地产贷款集中度管理制度常态化。典型规模房企全年融资总量同比下降26%，近五年来首次出现负增长且达到五年内最低水平。特别是2021年第四季度，房企融资一度降到冰点，融资总量同比减少55%，房企资金压力加剧，违约事件频发。

当购房尾款资产证券化产品的基础资产现金流归集出现截留风险，又逢房地产企业整体销量减少以及融资遇冷，购房尾款资产证券化产品从基础资产到信用主体均受到严峻考验。

3、近期购房尾款资产证券化产品现金流归集风险暴露

从近期市场上来看，已经出现了由于预售资金监管政策影响购房尾款资产证券化产品现金流归集的案例。该项目中提到“自2021年下半年后，全国各地房管局均加强了房地产预售资金账户的监管，除支付相关工程款、农民工工资等外，严格限制预售资金账户的资金划转，专项计划入池项目公司亦受到了较大程度的影响。经管理人走访各项目公司了解情况，目前专项计划入池资产对应的房地产预售资金账户（亦为专项计划回款账户）均处于严格监管状态，加之项目亦未封顶完工等多重因素叠加之下，预计到专项计划到期时点无法顺利进行兑付。”为此，管理人召开资产证券化产品持有人会议对到期兑付事项进行调整，房地产企业拟直接在差额支付承诺人划款日通过差额支付的形式，用自有资金直接兑付剩余本息。

三、购房尾款资产证券化产品模式易暴露的风险

资产证券化产品是我国金融市场上重要的产品工具，能够盘活分散的存量资产，加快资产周转速度。对于资金需要高周转的房地产企业，购房尾款作为其报表中的主要资产，通过资产证券化的形式加速了资金回笼，对房地产企业盘活资产发挥了很大作用，但由于其特殊的模式也隐藏了一些潜在的风险。

1、现金流归集情况难核查

银行或是公积金中心放款后，资金直接进入房地产企业项目公司的收款账户，根据监管规则等要求通常至少需要每季度归集一次，主要目的在于区分收款账户中归属于基础资产的现金流回款。但存续期管理的实际情况是，中介机构甄别回款是否来自基础资金产生的现金流存在较大难度，也很难在存续期准确监测基础资产的回款情况，大多依赖原始权益人出具的《资产

服务机构报告》。因此，现金流的实际表现情况与资产证券化产品设立期间预测的现金流回款情况很难做准确的比较与监测。

2、购房尾款缺乏中登网登记流程

购房尾款的基础资产转让给专项计划的过程中，很多项目缺乏在中国人民银行征信中心动产融资统一登记公示系统办理应收账款转让登记手续。而同样作为应收账款的供应链金融资产证券化产品在项目成立之前每一笔应收账款需要做登记手续确权，以避免应收账款被多次转让。购房尾款的基础资产缺乏强制登记流程，存在同一笔购房应收账款多次被转让至不同购房尾款项目的风险。在购房尾款项目处于循环购买期时，在后备符合入池标准的基础资产不够时，存在多个存续项目交叉重复使用其中一些基础资产的风险，在后续回款归集时易导致归集资金不足的风险。

四、预售资金监管收紧情况下的风险缓释措施

在现阶段预售资金监管收紧情况下，资金截留风险暴露，购房尾款资产证券化产品从基础资产到信用主体均受到严峻考验，现从几个方面提出风险缓释措施。

1、资金截留风险缓释措施

购房尾款资产证券化产品在设立阶段，需要更加重视资金截留风险，设置更充分的缓释资金截留风险的措施。如设置不合格资产赎回条款：若在专项计划存续期间因基础资产对应的项目公司签署的银行开发贷款协议、信托贷款协议、工程建设协议中尚未结清的应付工程款及其他协议中对应收款用途作出的限制性规定而致使应收款现金流回款不足以覆盖专项计划项下优先级资产证券化产品的本金及预期收益的一笔或数笔基础资产，则该笔或该数笔资产将会被认定为不合格基础资产，房地产企业将以现金进行赎回；如涉及资金截留风险的，管理人需要协调房地产企业出具《承诺函》，承诺当出现可能对基础资产产生的现金流产生截留的情况时（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），将以自有资金按时足额兑付专项计划资产证券化产品的本金和预期收益。

2、谨慎信用增级

资产证券化的信用增级主要分为内部增信和外部增信两大类型。内部增信是从资产证券化产品基础资产池的结构设计、产品的增信机制设计角度开展，主要包括优先级和次级的结构安排、现金流超额覆盖、利差支付制度等；外部增信则是以外部企业或金融机构提供的信用担保为主，包括外部担保、差额支付承诺、回购承诺等。购房尾款资产证券化产品的信用增级逻辑主要靠内部增信的现金流超额覆盖和外部信用担保或是差额支付。而通过基础资产本身的信用增级主要是通过现金流超额覆盖，这也是现阶段购房尾款资产证券化产品信用增级的主要方式。但是在如今预售资金监管政策收紧的环境下，基础资产回款的不确定性大大增加，信用增级的大前提大打折扣。因此，在这样的新形势下，购房尾款资产证券化产品的信用增级需要更加谨慎。

3、引入区块链技术监测资金截留和资产确权

区块链技术是一种去中心化的分布式共享记账技术，以其分布式数据存储、信息透明性、数据不可篡改性等特征，使参与各方能够在技术层面建立信任关系。目前，区块链技术已经运用到供应链金融资产证券化产品，涉及到产品的整个流程，包括从尽职调查、项目发行、存续期管理以及产品到期的整个产品生命周期。购房尾款资产证券化产品的运行涉及到各类参与方，

包括房地产企业、管理人、投资人、监管银行、托管银行、律师事务所、评级机构和会计师事务所等。购房尾款资产证券化产品也可以将区块链技术运用到项目的各个场景，将基础资产的回款情况实时在链上共享，使参与方实时监控，跟踪每一笔入池资产的资金流向，以及由于预售资金监管导致的具体某一个项目的资金截留情况。此外，各参与机构作为联盟链上的参与节点，可以运用大数据分析交叉验证，解决资产信息披露不充分以及确权等问题。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。