

## 行业研究

## 保险资产管理行业研究

2024年8月

保险资产管理业创新型产品<sup>1</sup>观察与展望  
之保障房资产证券化

## 联络人

作者

创新产品评级部

刘鑫鑫 010-66428877

xxliu@ccxi.com.cn

王梦璇 010-66428877

mxwang@ccxi.com.cn

近年来，受政策及监管趋严以及投资产品收益率持续下行的影响，保险资产管理业登记数量和规模均有较大幅度下降，亟待寻找创新型投资产品，以提升投资端收益率水平、扩充投资渠道。保障房资产证券化具有较好的收益性且基础资产现金流具有良好的稳定性和可预测性，或为保险资管机构未来 ABS 业务的着力点。

## 摘要

1. 从政策层面看，保障房具有社会保障性质，购房者购买需求较为刚性并具有一定的购房能力，此类项目政策支持力度大且销售收入较为稳定，保障房 ABS 较为适合作为证券化的基础资产。
2. 从保障房 ABS 发行情况来看，银行间市场仅发行 3 单，交易所市场呈波动趋势，2019 年开始快速增长，2021 年达到高峰后回落，2023 年四季度以来受政策影响发行趋缓，2025 年为偿付高峰。
3. 从信用分析角度来看，此类产品基投公司作为借款人或增信方，本质是 ABS 的实际融资人及信用提供方，也是信用分析的核心，参考基投行业评级方法，从区域环境、运营实力、财务风险、其他考量因素和外部支持五个方面来进行分析。
4. 从基础资产和现金流分析来看，保障房 ABS 的基础资产在双 SPV 结构下为信托受益权，在单 SPV 结构下为标的债权，对于基础资产的分析关注七个方面的审查，现金流需符合《安置计划》以确保合理性，并在条件允许下可通过现金流覆盖实现增级。
5. 从交易结构来看，双 SPV 结构可增强现金流的独立性和可预测性，而单 SPV 结构可简化交易结构、降低交易成本，此外信用触发机制方面建议设置与购房款回收情况相挂钩的触发机制，以保障专项计划的兑付。

## 联络人

创新产品评级总监

张风华 010-66428877

fhzhang@ccxi.com.cn



<sup>1</sup> 本报告所称保险资产管理业创新型产品，是指在保险资产管理业运行的除传统股票、债券、现金及其组合之外的金融类资产，主要包括债权投资计划、资产支持计划、股权投资计划及保险私募基金等。

## 引言

随着住房市场化改革的推进，我国现代意义上的住房保障体系逐步建立，各类住房保障项目得以实践，并在保障民生和稳定经济增长等方面发挥重要作用，目前我国已拥有世界上最大的住房保障体系。在此背景下，此类基础资产较为丰富，以保障房出售或出租收入为基础资产的证券化产品在银行间市场和交易所市场均有涉及。近年来，在中保登资产支持计划发展趋势和机制日益成熟，以及保险资金投资渠道受限、投资利率下行、亟需寻找新的投资方向和产品的背景下，保障房资产证券化可能为保险资金投资创新型产品带来新机会。本文分析了我国现代住房保障房体系的概况，并以交易所保障房资产证券化的政策和产品为例，为未来中保登发行此类资产提供借鉴。

## 一、保障房行业概况

**保障房具有社会保障性质，获得的政策支持力度大，购房者购买需求较为刚性并有一定的购房能力，销售收入具有稳定性和可预测性；保障房 ABS 对拓宽基投公司融资渠道、盘活存量资产起到重要作用，目前以购置型保障房中的棚户区改造为主，此类基础资产规模较大，实物安置模式下地方政府及基投公司的资金压力减轻，未来仍存在较大的发展空间，较适合作为证券化的基础资产**

- 改革开放以来，随着住房改革的推进，特别是上世纪 90 年代福利分房制度退出历史舞台后，我国市场化的现代住房保障体系开始建立，由于住房问题关系重大，政策方面对保障性住房体系尤为重视，并逐步形成了以保障性住房建设、棚户区改造、农村危房改造及游牧民定居工程、城镇老旧小区改造为主体的住房保障体系。1994 年国务院颁布了《关于深化城镇住房制度改革的决定》，自此我国的保障性住房发展大致经历了以下四个阶段：一、探索中初步建立，侧重于以经济适用房为主的住房保障体系（1994~2007 年）；二、多方位全面推进时期，公租房（廉租房）<sup>2</sup>和棚户区改造成为政策扶持对象（2008~2013 年）；三、随着城市化推进，城镇历史遗留住房问题凸显，棚户区改造占据主力（2014~2018 年）；四、创新思路，保障性租赁住房成为“十四五”期间完善住房保障体系的重要举措（2019 年至今）。上述四阶段虽各有侧重，但政策着力点始终强调保障性住房的社会保障属性，顶层设计方面需国家政策引导，同时地方政府、金融机构和民间资本等多维度参与。
- 保障房是与商品房相对应的概念，是指政府为中低收入及住房困难家庭所提供的限定标准、限定价格或租金的住房。2011 年 10 月 25 日第十一届全国人民代表大会常务委员会第二十三次会议《国务院关于城镇保障性住房建设和管理工作情况的报告》中提出，住房保障主要分为实物保障和货币补贴两种方式，货币补贴即为直接发放货币补偿款给被拆迁户，由被拆迁户在房地产市场自行购买住房；实物保障按照供应方式又可分为租赁型保

<sup>2</sup> 根据国发【2013】20 号和国办发【2011】45 号等文件，从 2014 年起，各地公租房和廉租房并轨运行，并轨后统称为公租房。

障房和购置型保障房，其中租赁型保障房包括廉租房和公租房，购置型保障房包括经济适用房、限价商品房<sup>3</sup>和各类棚户区改造房，总体而言，保障房涉及品种多、范围广。从目前成功发行的证券化产品来看，保障房 ABS 以购置型保障房中的棚户区改造房为主，少部分为租赁型保障房。棚户区改造房的对象一方面是城市和国有工矿（煤矿）、林矿棚户区、垦区危房，另一方面是因城市规划调整、道路建设及其他公共设施建设项目，而对被拆迁住户进行安置所建的房屋，即拆迁安置房。上述销售对象为被拆迁户，此类住房具有社会保障性质，购房者具有较强的刚性购房需求和一定的购房能力，且价格上获得较大的优惠，有别于由市场定价的商品房，因此购房者购买意愿较强，项目销售收入具有稳定性和可预测性，是一类较为适合作为证券化的基础资产。

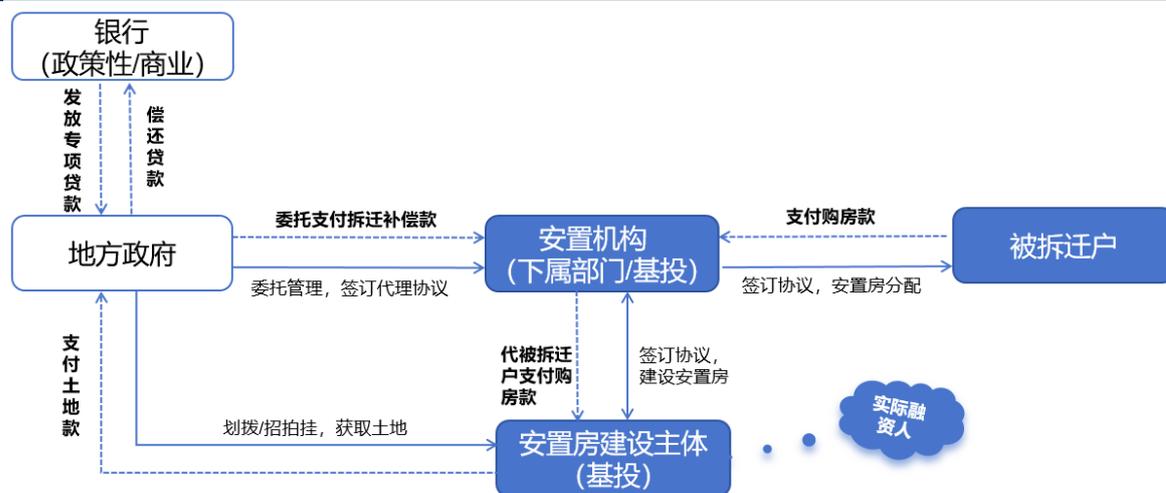
- 从安置方式来看，实物安置方式下，地方政府通常通过当地基投公司及其子公司新建安置房，地方政府仅需支付安顿费用及一些暂时性垫款，资金支出规模较小，且期限短，因此相较货币补贴而言，地方政府短期资金压力较小，而货币补偿方式由于拆迁后需要及时支付补偿款给被拆迁户，资金筹措时间短且支出金额大；其次，实物安置获取土地的成本较低，通常采用政府直接划拨或出让的方式。2015 年以后，地方政府开始提倡货币补偿的安置方式，被拆迁户在拿到拆迁款后可自行购买住房，在一定程度上可以起到去库存的作用，但这也成为了三四线城市房价上涨的推手之一。因此自 2018 年 6 月起，各地陆续出台政策，逐渐取消货币化安置奖励，鼓励实物安置，从目前发行项目的安置模式来看，基本上采用实物安置的方式。
- 从安置资金来源来看，地方政府获得的资金以政策性银行发放的专项贷款为主，中央和地方公共财政住房保障支出为辅，另配有商业银行贷款、基投公司发行企业债券等方式补充资金来源。从资金调拨方式来看，部分地区安排市级基投公司作为安置房统贷统还的主体，将获得的安置房政策性贷款通过市级基投公司拨付给区县建设主体，并按约定由区县建设主体回款后通过市级基投公司再转付给政策性银行。
- 随着国家保障房建设的持续推进，区县级基投公司作为承接保障房建设工作的具体投融资主体，在保障房业务方面项目量较大，前期资金投入较多，而保障房 ABS 为基投公司拓宽融资渠道、盘活存量资产打开了通道，有助于区县级基投公司实现资金回笼，并更好地参与到国家保障房建设中。2023 年四季度以来，基于交易所对于以基投公司为主原始权益人的额度管控要求，目前发行保障房 ABS 的募集资金用于偿还存量贷款。

**保障房安置流程中涉及的安置房建设主体为保障房 ABS 的实际融资人，为保障项目未来现金流的稳定性和可预测性，政府通常委托当地基投公司/子公司或其下属部门作为安置机构，安置机构会通过与被拆迁户和安置房建设主体签订拆迁安置协议并进行结算；安置资金主要来源于政策性贷款，实操中，安置机构会通过与被拆迁户和安置房建设主体签订拆迁安置协议，由安置机构与安置房建设主体进行最终结算和资金支付**

<sup>3</sup> 部分省份已将限价商品房、经济适用房等整合至共有产权房。

- 从拆迁安置流程来看，主要涉及三个主体，分别为安置房建设主体、安置机构以及被拆迁户。实物安置流程中，土地获取方式可分为划拨和招拍挂两种方式。在土地划拨模式下，政府将整理后的熟地划拨给安置房建设主体，由其进行二级开发，同时安置房建设主体缴纳土地款；在土地招拍挂模式下，安置房建设主体通过招拍挂流程获得土地并支付出让金，具体建设可由具有房地产开发资质的安置房建设主体自行承接，也可委托具有房地产开发资质的第三方进行，建设完成后由安置房建设主体向被拆迁户进行房屋销售。保障房 ABS 项目中安置房建设主体为募集资金的实际融资人，为地方基投公司/其子公司或有资质的第三方开发主体，在交易结构中起着重要作用。
- 一般情况下，被拆迁户只需与安置房建设主体签订销售协议或购房合同即可，但鉴于许多项目对应收入被证券化时，存在安置进度较为前期、销售协议签署率不高的情况，为保障项目未来现金流的稳定性和可预测性，常见的安置流程中会存在一个政府委托的第三方安置机构的角色，其多为政府委托的基投公司或其子公司或政府下属部门。政府主管部门与安置机构、就项目签署相应的安置及销售代理协议。除了负责安置房产管理，实现统筹调度、将建成的房源分配给被拆迁户并协助办理房屋产权证书等工作外，在证券化实务中，安置机构也负责保障安置进度及销售回款等义务，即在未按时完成安置工作时，应负有无条件先行付款的义务，待获取安置房销售收入款后再行抵扣。
- 在实物安置的资金流转上，首先，政策性银行、商业银行发放专项贷款，中央和地方提供配套资金，资金到位后，通过安置机构或委托当地基投公司以货币的形式支付补偿款给被拆迁户，被拆迁户通过政府组织购买房源。同时，地方政府将安置地块通过土地出让、划拨等方式收取土地出让金以获取资金回款，用于偿还银行的专项贷款及其他借款。为减少资金的流转路径以及政府为确保拆迁补偿款能够用于改善被拆迁户的居住环境，实操中，安置机构会通过与被拆迁户和安置房建设主体签订拆迁安置协议，在被拆迁户获取安置房后，由安置机构与安置房建设主体进行最终结算和资金支付。

图 1：拆迁安置流程



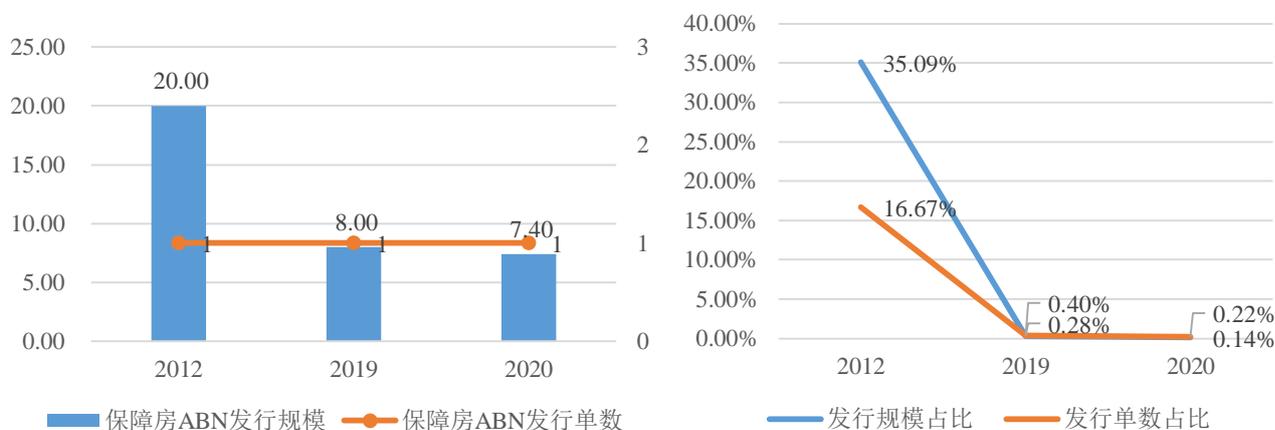
数据来源：中诚信国际整理

## 二、保障房资产证券化市场分析

截至目前，银行间市场保障房资产证券化仅发行 3 单，涉及发起机构 3 家，其中 2 单公募发行，目前仅存续 1 单；交易结构主要为按年付息，到期一次性还本，部分项目设置应收账款质押；2021 年以来银行间市场未发行此类产品

- 从银行间市场来看，保障房 ABS 属于小众产品，截至目前累计共发行 3 单，累计发行规模 35.40 亿元，首单为 2012 年定向发行的“津房信 ABN2012-1”，之后分别在 2019 年和 2020 年各发行 1 单公募 ABN，截至 2024 年 6 月末，仅存续 1 单，为“徐新盛 ABN2020-1”，发行规模 7.40 亿元，存续规模 3.80 亿元，目前在银行间 ABS 市场占比低。受政策影响，近年来银行间市场未发行过此类产品。

图 2：银行间保障房 ABN 发行情况（单位：亿元、单）



数据来源：CNABS，中诚信国际整理

- 具体来看，银行间市场参与机构有 3 家。2012 年首单发起机构为“天津市房地产信托集团有限公司”，发行规模为 20.00 亿元，优先档分五档，期限 1~5 年，各档票面利率分别为 5.75%、6.25%、6.75%、7.74%和 8.23%，按年付息，到期一次性还本，优先档评级为 A<sub>sf</sub>。2019 年发起机构“镇江华建置业有限公司”，其为信用提供方“镇江市丹徒区建设投资有限公司”（主体信用等级为 AA）旗下的保障房建设运营主体，发行规模为 8.00 亿元，分优先 A1 档、优先 A2 档、优先 B 档和次级档，其中优先 A1 和 A2 档增级后为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>，中间档级别为 AA<sub>sf</sub>，次级占发行规模的 12.50%，优先级票面利率分别为 4.50%、5.50%和 6.00%。2020 年发起机构/信用提供方“徐州市新盛投资控股集团有限公司”（主体信用等级为 AAA），发行规模为 7.40 亿元，优先 01~05 档，信用等级均为 AAA<sub>sf</sub>，次级占发行金额的比重为 5.41%，优先档票面利率分别为 3.50%、3.88%、4.25%、4.70%和 5.00%，按年付息，到期一次性还本，该项目设置有销售收入应收账款质押。

近年来交易所市场保障房资产证券化的发行呈波动趋势，2019 年开始快速增长，2021 年发行规模达到高峰，但受宏观经济形势疲软和交易所 ABS 整体萎缩的影响，2022 年以来大幅下降，在交易所市场较为小众；受政策影响，2023 年四季度以来发行趋缓，2024 年上半年仅发行 3 单；近年来存续规模下滑较大，融资额呈净流出态势；该类资产收益性较好，发行利率严重依赖于实际融资人及主要信用方的资信水平，2025 年为偿付高峰，且该品种未来在交易所发行情况不容乐观

- 从交易所市场来看，2014 年开始试水保障房 ABS 产品，该年度内共发行 2 单，深圳证券交易所首单保障房 ABS 为“建发房 2014-1”，2016 年上海证券交易所首单保障房 ABS “沪保障 2016-1”成功发行，2019 年迎来快速增长，该年度发行规模首次突破百亿，为 168.04 亿元，比上年同期增长 7.67 倍，发行单数为 18 单，此后呈快速增长态势，2021 年达到发行高峰，当年发行规模为 336.47 亿元，发行单数 32 单，分别比上年同期增长 27.68%和 28.00%。2022 年以来，受宏观经济形势疲软和交易所 ABS 整体萎缩的影响，保障房 ABS 发行规模随之大幅下降，发行规模和单数比上年同期均下降六成以上，2023 年发行量虽有小幅提升但整体仍疲软，且 2023 年四季度受“35 号文”等政策影响，交易所对实际融资人和主要信用方为基投公司的债券实行额度管控，包括保障房 ABS 在内的产品审批放缓，发行受阻。2024 年监管力度持续，上半年仅发行 3 单，规模为 21.17 亿元，比上年同期分别下降 62.50%和 80.04%。保障房 ABS 在交易所市场较为小众，前期虽占比较高，但近年来交易所市场各资产类型发展迅速，保障房 ABS 发行规模和单数在交易所 ABS 市场中占比保持在市场量的 1~2%左右。

图 3：交易所保障房 ABS 发行情况（单位：亿元、单）



数据来源：CNABS，中诚信国际整理

图 4：交易所保障房 ABS 占比情况



数据来源：CNABS，中诚信国际整理

- 从存续规模来看，2014 年以来整体呈增长态势，2021 年末为存续高峰，当年末存续规模为 644.75 亿元，存续单数为 80 单，随后受新发产品减少影响，存续规模逐年下滑，截至 2024 年 6 月末，累计发行规模为 1,240.71 亿元，累计发行 123 单，存续规模为 422.42 亿元，存续单数为 52 单。

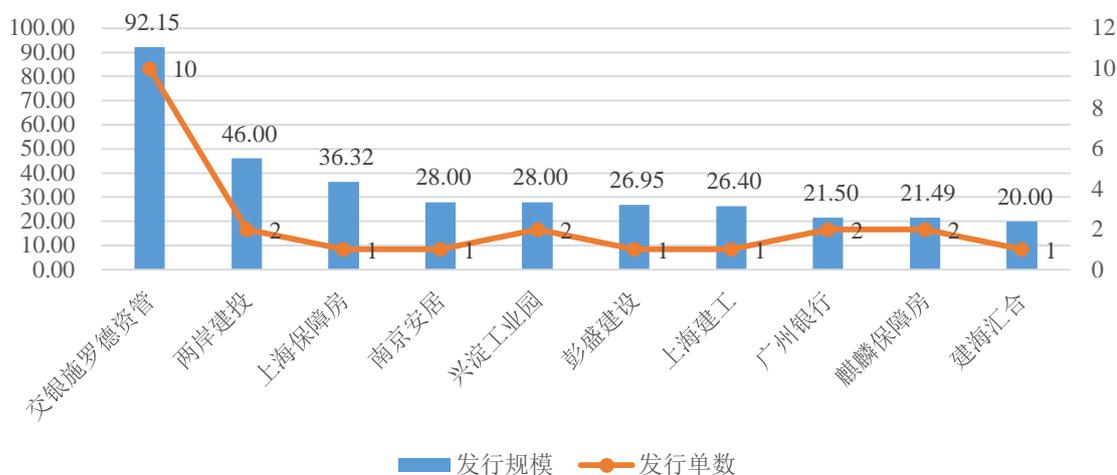
图 5：交易所保障房 ABS 存量情况（单位：亿元、单）



数据来源：CNABS，中诚信国际整理

- 从原始权益人看，截至 2024 年 6 月末，前十大原始权益人占总发行规模的 27.95%，发行单数的 18.70%，交银施罗德资产管理有限公司（以下简称“交银施罗德资管”）作为通道方，发行规模较大，达到 92.15 亿元，发行单数共计 10 单，其次为上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司（以下简称“两岸建投”）共计发行 2 单，规模 46.00 亿元，其中“上地 2019-1”采用双 SPV 的结构，上海地产（集团）有限公司提供流动性支持、差额补充承诺和优先受让。“扬保障 2015-1”和“天生置业 2016-1”原始权益人均广州银行股份有限公司（以下简称“广州银行”），广州银行作为资金信托的通道方享有信托受益权，发行 ABS 所募集的资金用于购买该信托受益权，实际融资人分别为扬州市保障房建设发展有限公司和南通天生置业有限公司。综上，从实际融资人看保障房 ABS 的参与主体较为分散，参与主体主要为地市或区县级主要从事当地城市基础设施建设和保障房建设的主体，具备一定的垄断性和专营性，部分项目选取第三方作为资金信托的通道方。

图 6：交易所保障房 ABS 前十大原始权益人（单位：亿元、单）



注：“上海保障房”全称为上海地产住房保障有限公司、“南京安居”全称为南京安居建设集团有限责任公司、“兴淀工业园”全称为天津市兴淀工业园开发有限公司、“彭盛建设”全称为徐州市彭盛建设发展有限公司、“上海建工”全称为上海建工房产有限公司、“麒麟保障房”全称为南京麒麟生态城保障房开发有限公司、“建海汇合”全称为北京建海汇合房地产开发有限公司。

数据来源：CNABS，中诚信国际整理

- 从发行利率看，保障房 ABS 的发行利率普遍高于同期公司债的发行利率，但整体波动趋势相似。受实际融资人及增信主体所在区域、信用资质及发行期限等因素影响，不同融资主体发行利率差异化大，优先档 AAA<sub>sf</sub> 等级证券的发行利率区间跨度大，从 2%~8% 不等，主要集中于 3%~6%，发行利率整体偏高，但近年来随着融资成本持续下降，保障房 ABS 的发行利率呈下降趋势。“武清 2022-1”实际融资人为“天津铭家建设开发有限公司”，主要信用方为“天津市静海城市基础设施建设投资集团有限公司”，该项目主体整体较弱，优先 03 档预计期限较长为 2.96 年，因此该档证券发行利率高达 8%。发行利差上，相较于同评级其他证券，保障房 ABS 中 AAA<sub>sf</sub> 档证券集中在 1~2 个百分点左右，相较于同评级的其他证券此类资产具备较好的收益性，发行利差严重依赖于融资主体和增信主体的资质水平。

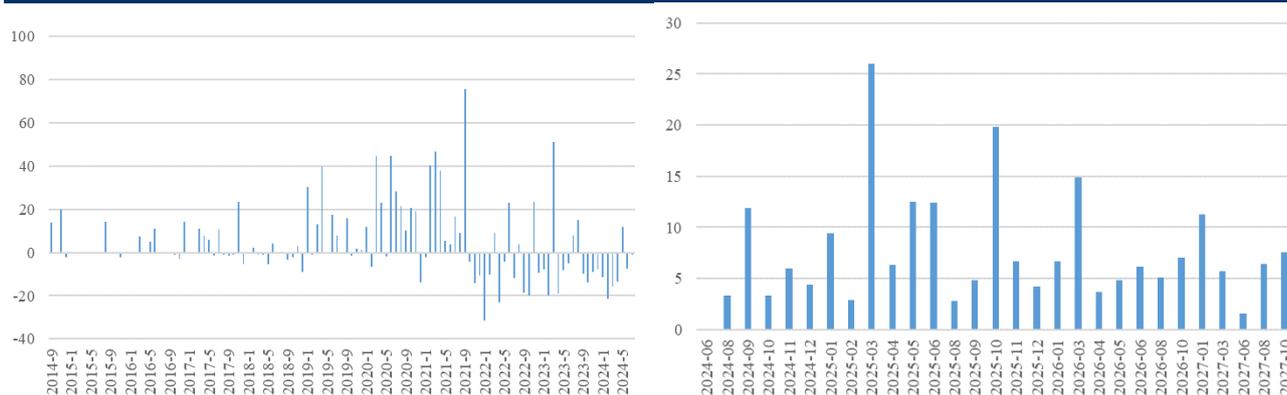
图 7：交易所保障房 ABS 发行利率及发行利差（单位：%）



数据来源：CNABS，中诚信国际整理

- 从净融资额看，2023 年保障房 ABS 月度净融资仅 3 月份、7 月份和 8 月份为正，2024 年上半年仅 5 月份为正，受宏观环境影响，整体融资额呈现净流出，且整体净流出规模呈扩大趋势。2024 年 7 月至 2027 年 10 月，预期偿付规模合计为 217.82 亿元，其中 2024 年下半年~2027 年偿债规模分别为 28.89 亿元、108.03 亿元、48.30 亿元和 32.61 亿元，2025 年为偿付高峰，其中 2025 年 3 月和 10 月需分别偿付 25.98 亿元和 19.85 亿元。

图 8：交易所保障房 ABS 净融资额及预期偿付规模（单位：亿元）



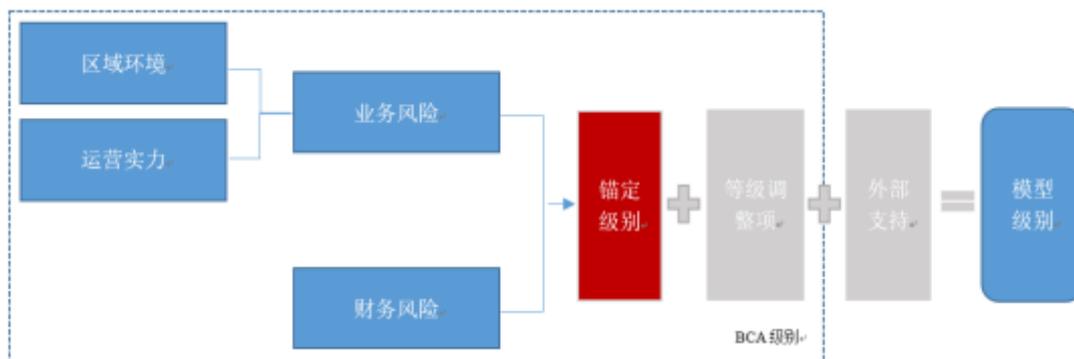
数据来源：CNABS，中诚信国际整理

### 三、保障房资产证券化信用分析要点及方法

在交易结构中，基投公司作为借款人或增信方，本质是 ABS 的实际融资人及信用提供方，也是信用分析的核心，基于基投公司的行业特性，具体从区域环境、运营实力、财务风险、其他考量因素和外部支持等五个方面来进行评定和分析

- 保障房 ABS 通常构建双 SPV 结构，信托委托人作为计划的非特定原始权益人，通常仅为通道方，而基投公司作为借款人或增信方，其本质上为实际融资人，是 ABS 的核心信用提供方，也是信用分析的核心。基投公司行业较为特殊，其业务属性以公益或准公益性为主，大部分投资项目具有较强的社会效应，不以利润最大化为主要经营目标，对政府支持的依赖性较大。根据 2024 年 3 月 1 日发布的《中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型》，基投公司的信用水平需在考察其主体业务风险和财务风险的基础上，结合 ESG 因素、流动性评估等调整因素，给予受评主体个体基础信用等级（即 BCA 级别），再考虑特殊外部支持对其信用质量的提升作用，最后给予基投公司最终信用等级。以下具体从区域环境、运营实力、财务风险、其他考量因素和外部支持等方面来进行分析。

图 9：中诚信国际基础设施投融资行业评级模型评估框架



数据来源：中诚信国际整理

- **区域环境**构成了基投资公司外部发展的基础，主要评估区域发展潜力、经济与财政质量和融资环境等方面因素，同时亦会结合区域债务压力和区域风险事件等情况对结果进行调整。
- **运营实力**用来衡量基投资公司的经营状况，包括业务覆盖的区域范围、业务职能在当地的重要性、业务稳定性和可持续等。
- **财务风险**的衡量主要通过财务报表分析进行，主要从资本实力、资本结构、融资能力、偿债能力、资产质量五个方面来评价基投资公司的财务风险状况。
- **外部支持**主要考虑基投资公司获得的特殊性外部支持，而常规性、一般性的外部支持已通过运营实力、财务风险等因素体现，对基投资公司可能获得地方政府特殊支持的力度主要从当地政府支持能力和支持意愿两方面来考量。

**保障房 ABS 的基础资产在双 SPV 结构下为信托受益权，在单 SPV 结构下为标的债权，对于基础资产的分析关注七个方面的审查，现金流需符合《安置计划》以确保预测的合理性，在条件允许下可通过超额现金流覆盖实现增级，并保证在压力景况下各期覆盖倍数均大于 1**

- 根据《深圳证券交易所资产证券化业务问答》，基础资产现金流来源于保障房销售收入的资产证券化项目可将信托受益权作为基础资产，将安置房销售收入作为信托贷款的还款来源。底层资产为保障房未来的销售收入或出租收入，在单 SPV 的结构下，交易文件会将标的债权定义为基本资产，而在双 SPV 的结构下，交易文件会将信托受益权定义为基本资产。保障房 ABS 作为收费收益权类 ABS 的一个子品类，早期市场上一般采用“财产权信托+专项计划”<sup>4</sup>的双 SPV 结构，即将标的债权作为信托财产成立财产权信托，在交易结构中增加一层 SPV，在此背景下专项计划的基础资产为信托受益权。但近年来，随着降低交易成本、简化交易结构等诉求的增加，单 SPV 结构也逐渐增加，即原始权益人直接向借款人发放一笔借款作为标的债权，用于借款

<sup>4</sup> 财产权信托为原始权益人根据融资需求挑选合适的底层资产，转让给信托计划，之后专项计划与原始权益人签订受益权让与协议，成为新的受益人。

人偿还有息债务、补充运营资金等，在此背景下专项计划的基础资产为标的债权。

- 对于资产证券化项目来说，底层**基础资产的入池标准审查**至关重要，也是分析基础资产的起点。根据《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及交易所出具的各种类型项目挂牌指引，一般在审查保障房 ABS 产品时，主要从保障房建设主体的资质、保障房项目资质、保障房项目建设进度、保障房项目合法合规性、安置协议的真实性和合法性、权属审查以及安置计划的合理性七个方面来审查。
- **现金流**方面，保障房的销售进度易受到拆迁进度、建设进度、资金到位情况等影响，因此现金流具有较大的不确定性和波动性，现金流回款可能不平滑，因此现金流难以像其他收费收益权类项目一样做到按月预测，实操中大多采取按季度或半年甚至按年预测。
- **量化模型及压力测算**方面，保障房 ABS 与其他收费收益权类 ABS 相似，均适用于现金流覆盖法，在正常景况和压力景况的条件下，分别用现金流覆盖倍数法对基础资产端现金流入对专项计划端现金流出进行覆盖，保障房 ABS 在条件允许的情况下可以通过超额现金流覆盖实现最高一个信用等级的增级。需要注意的是，需保证在压力最严格景况下各期覆盖倍数均大于 1。

**保障房 ABS 通常采取双 SPV 的交易结构，现金流的独立性和可预测性加强，从而增强了基础资产的稳定性，近年来，出于对简化交易结构、节约交易成本的考虑，单 SPV 结构逐步得到认可；由于保障房销售回款频率较低，账户设置的归集频率也相应较低；信用触发机制方面建议设置与购房款回收情况相挂钩的触发事件，一定程度上保障专项计划的兑付**

- 保障房 ABS 最常采用的是以信托受益权作为基础资产的双 SPV 结构，类似于其他收费收益权类 ABS，通过双 SPV 结构将保障房销售回款转化为信托受益权后，底层资产变为信托贷款，由于在一定程度上隐含了主体信用的加持，现金流的独立性和可预测性加强，从而增强了基础资产的稳定性，对于现金流确定性较差、波动性大的资产类型，此类交易结构最为普遍。典型的保障房 ABS 参与主体通常包括原始权益人、资产服务机构、差额支付承诺人、担保人、管理人、托管银行、监管银行以及登记托管机构。具体来看，原始权益人/委托人可能是第三方（通道方），也可能是基投公司自身；资产服务机构通常为保障房建设主体和/或安置机构，可以承担基础资产现金流的回收与转付及对基础资产管理与运营等职责；受托人一般为信托公司，成立信托计划并发放信托贷款；信托贷款借款人方面，若基投公司自身具有房地产开发资质，则可也作为信托贷款借款人，若基投公司自身不具有房地产开发资质，则会成立下属子公司作为安置房建设主体，承担信托贷款借款人的角色，若基投公司或其子公司委托其他房地产开发公司进行开发建设，且四证均由该公司办理，该公司与基投公司或其子公司作为共同债务人，即设有两个信托贷款借款人；差额支付承诺人/担保人一般为基投公司，部分项目会增加其他基投公司作为外部担保人，以提高专项计划的安全性，该角色的信用水平是专项

计划层面信用分析的核心关注点，决定了债项信用等级和增级的可能性，也有项目在信托贷款层面设置了差额支付/担保义务。

- 部分保障房 ABS 项目采取单 SPV 的交易结构，基础资产为标的债权，省去了财产权信托层面的设置，由于其具有简化交易结构、节约交易成本等优势，逐步得到原始权益人的认可，并在项目中得以应用。
- 账户设置方面，双 SPV 交易结构下，保障房 ABS 通常设置借款人收款账户、监管账户、信托账户和专项计划账户，借款人收款账户负责回收保障房销售回款，由于保障房销售回款频率较低，一般设置收款账户按季度或按半年将销售收入转付至监管账户，监管账户按半年或按年将借款本息于兑付日前的几日转付至信托账户，信托账户按半年或按年在分配日将信托利益在兑付日前转付至专项计划账户。但当触发加速归集事件后，归集频率将明显提升，如从按季度归集调整为按月归集。单 SPV 结构下不涉及信托账户，其他设置参考双 SPV 结构的账户转付机制。
- 信用触发机制方面，保障房 ABS 除需设置违约事件、提前终止事件外，通常还会设置与购房款回收情况相挂钩的触发事件，如监管账户收到的购房款不足《现金流预测报告》中预测的对应期间购房款的 90%，且该情形连续发生两次或累计发生四次的，将触发需经管理人宣布生效的借款提前到期事件，该机制可促使差额支付承诺人在第一时间尽快履行相应责任，确保剩余资金回收，一定程度上保障了专项计划的兑付。

#### 四、总结

保障房资产由于具有社会保障性质，得到了政策倾斜，且目前实物安置模式下，现金流回款的可预测性及可靠性较好，适宜作为证券化的基础资产。但保障房 ABS 自 2023 年下半年以来在交易所市场遇冷，考虑到此类资产一般具有较好的现金流及收益率，且保险资管机构与基投公司过往合作频繁，了解全面，投资经验丰富，可在较好程度上识别相应主体风险，在资产荒和投资收益率不断下行的背景下，此类资产或为保险资管机构发展 ABS 业务的一个着力点。

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a)中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b)即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
刘鑫鑫	创新产品评级部	首席分析师
王梦璇	创新产品评级部	资深分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址:北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同2号  
银河 SOHO5 号楼  
邮编: 100010  
电话: (86010) 66428877  
传真: (86010) 66426100  
网址: <http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING  
CO.,LTDADD: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane,  
Chaoyangmennei Avenue,Dongcheng District,  
Beijing,PRC.100010  
TEL: (86010) 66428877  
FAX: (86010) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>