

漫谈保险 ABS 系列（一） — 现状、特点及交易结构安排

作者：朱俊 | 王洁

从 2012 年部分保险资产管理公司开展资产支持计划试点业务，到 2015 年《资产支持计划业务管理暂行办法》出台上层制度建设文件，再到 2019 年《中国银保监会办公厅关于资产支持计划注册有关事项的通知》明确资产支持计划从审批制走向注册制，再到 2021 年《资产支持计划产品发行前登记管理规则》将注册制改为登记制，监管规则的不断“松绑”使得保险 ABS 在近 3 年间快速上量，逐渐形成一个虽然小众但不容忽视的市场。

截至 2023 年 2 月 3 日，根据中保保险资产登记交易系统有限公司（以下简称“中保登”）系统公示，已经注册/登记的项目单数为 137 单，注册/登记金额达 5,635.47 亿元。

我们拟通过本系列文章介绍保险 ABS 当前的发行情况，特点，结构安排和交易步骤，基础资产选取及特殊产品要求，保险 ABS 的审核关注点及我们观察到的近期发展趋势。

一、保险 ABS 的市场特点及发行概况

“保险 ABS”又称“保交所 ABS”，其官方名称为“资产支持计划”。

中国银保监会《资产支持计划业务管理暂行办法》（以下简称“暂行办法”）将其定义为“本办法所称资产支持计划（以下简称支持计划）业务，是指保险资产管理公司等专业管理机构作为受托人设立支持计划，以基础资产产生的现金流为偿付支持，面向保险机构等合格投资者发行受益凭证的业务活动。”

保险 ABS 的受托主体为保险资产管理公司，设立的特殊目的载体名称为“支持计划”，最终发行的权益份额为“受益凭证”，偿付来源为基础资产产生的现金流，这一定义与企业版 ABS 和 ABN 有极其相似之处。

表 1：资产证券化不同体系对比

项目	信贷 ABS	资产支持专项计划	资产支持票据	资产支持计划
监管机构	人民银行、银监会	证监会	交易商协会	保监会
审核方式	央行注册+银监会备案	交易所审核+基金业协会备案	注册制	初次申报核准+后续产品登记

项目	信贷 ABS	资产支持专项计划	资产支持票据	资产支持计划
发起人	金融机构	非金融企业/金融机构	非金融企业/金融机构	非金融企业/金融机构
SPV	SPT(特定目的信托)	证券公司/基金子公司资产支持专项计划	SPT/SPC(特定目的公司)或交易商协会认可的其他特定目的载体	资产支持计划
基础资产	信贷资产	符合法律法规规定,权属明确,可以产生独立可预测的现金流且可特定化的财产或财产权利,可以是单向财产权利或财产,也可以是多项财产权利或财产构成的资产组合	符合法律法规规定,权属明确,可依法转让,能够产生持续稳定、独立、可预测的现金流且可特定化的财产、财产权利或其组合	符合法律法规规定,能够直接产生独立、可持续现金流的财产、财产权利或者财产与财产权利构成的资产组合
信用评级要求	双评级;需安排不定期跟踪+定期跟踪评级(每年7月31日前披露)	单评级;需安排不定期跟踪+定期跟踪评级(每年6月30日前披露)	公开发行需评级;需安排不定期跟踪+定期跟踪评级(每年7月31日前披露)	已取消强制评级要求
发行方式	公募	私募	公募/私募	私募 ¹
流通场所	全国银行间债券市场	证券交易所、证券业协会机构间报价与服务系统、证券公司柜台市场 ²	全国银行间债券市场	保险资产登记交易平台 ³ (中保登)
登记托管机构	中债登	中证登	上清所	保险资产登记交易平台(中保登)
投资人	银行间市场投资者	合格投资者,且合计不超过200人,不穿透核查	非定向面向银行间所有投资人,定向面对特定机构投资者	保险机构以及其他具有风险识别和承受能力的合格投资者

¹ 市场上有部分观点认为保险资产支持计划系公募发行,理由可能在于目前的资产支持计划相关规则中并未明确资产支持计划的认购人数限制,即是否需低于200人,但根据《保险资产管理产品管理暂行办法》,保险资管产品应当面向合格投资者通过非公开方式发行,尽管前文并未明确是否适用于保险资产支持计划,但鉴于监管对于保险资管产品为私募性质的倾向性认定,同时结合保险资产支持计划亦将投资人限定为合格投资者,因此我们倾向于理解保险资产支持计划同样属于私募发行。

² 沪深交易所市场是目前企业ABS的主要流通场所,证券业协会机构间报价与服务系统、证券公司柜台市场近年来基本无相关ABS产品流通。

³ 目前为中保保险资产登记交易系统有限公司,以下简称“中保登”。

对比信贷 ABS、交易所 ABS 和银行间市场 ABN，保险 ABS 的市场呈现出如下特点：

（一）总量较小，但发展迅速

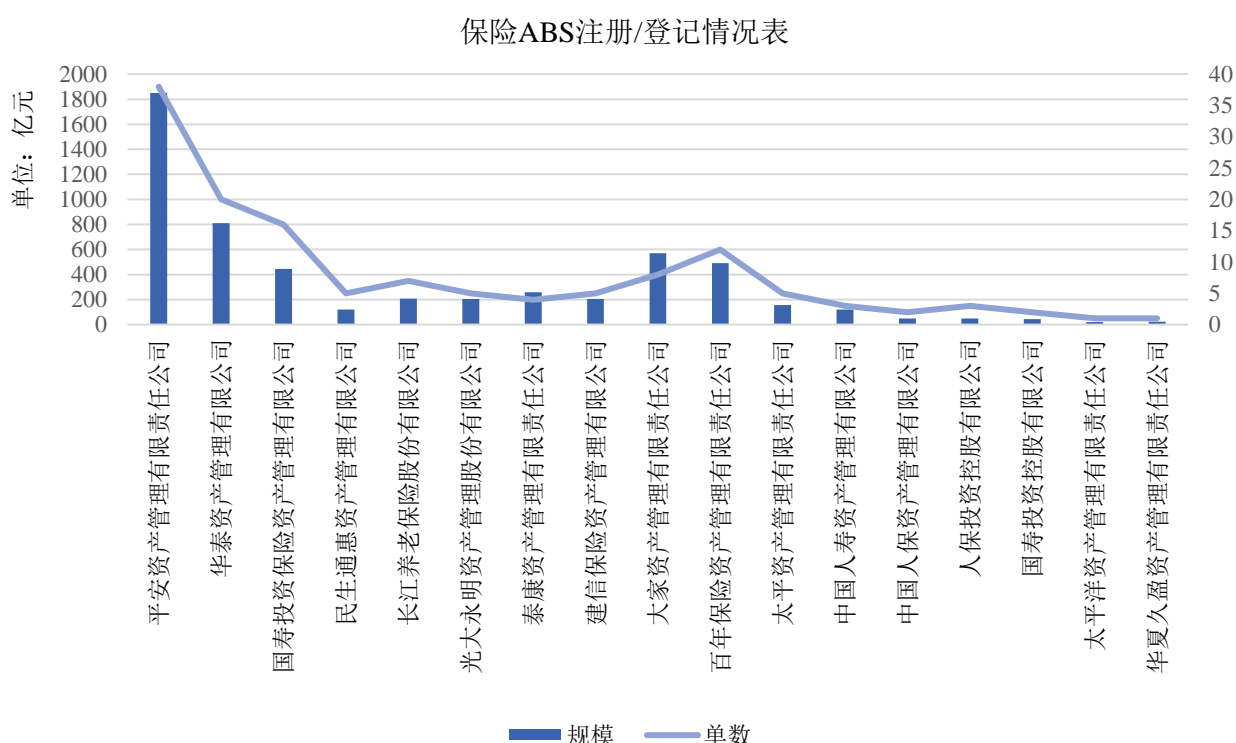
从保险 ABS 的注册/登记体量来看，尽管这两年呈几何量级增长，但从 2019 年 8 月 9 日首单项目注册至 2023 年 1 月 17 日期间，保险 ABS 整体注册/登记规模仅为人民币 5,635.47 亿。

即使前述注册/登记规模在近 3 年间全部完成发行，相较于其他发行场所一年动辄上千亿甚至超万亿的发行体量，保险 ABS 实在只能说是小众产品。不过，在监管持续不断的“鼓励”、“支持”下，近两年的发展仍然有目共睹。根据中保登平台的公示信息，2019 年保险 ABS 注册单数为 8 单，规模为 115.01 亿元；2020 年注册单数为 24 单，规模为 712.77 亿元，同比增长 519.75%；2021 年注册/登记单数为 37 单，规模为 1,562.40 亿元，同比增长 119.20%；2022 年登记单数为 65 单，规模为 3,045.29 亿元，同比增长 94.91%；2023 年截至一月份结束登记单数已为 3 单，规模为 200 亿元。

（二）参与机构不多，发行集中度高

根据中保登系统公示信息，2019 年 8 月至 2023 年 1 月间，保险 ABS 的受托人参与机构为 17 家，相较其他几个 ABS 市场来说，参与机构相对较少。从注册/登记规模上来看，体量相对集中于头部机构，受托人也高度集中。

表 2：保险 ABS 注册/登记情况表



（三）发行主体以国央企和行业龙头企业为主

基于保险资金运用稳健、厌恶风险、偏好优质主体的风格，目前已经注册/登记的产品中，发行主体（即原始权益人或重要增信方）多以国央企和行业龙头企业为主，同时在证监和银监市场表现活跃的 ABS 发行大户，平台消费类及租赁类等发行主体均有在保险市场亮相，且单期注册/登记规模一般体量

较大。

（四）基础资产类型更加多元化

和其他几大发行场所不同的是，保监会在 2015 年发布的《资产支持计划业务管理暂行办法》中并未以正面列举+负面清单的方式明确保险 ABS 中基础资产的类型。

2022 年 3 月 25 日中保登出台的《资产支持计划登记业务问答（一）》（以下简称“《业务问答（一）》”）第一次回应了市场关于保险 ABS 中基础资产类型的问题，其范围除与交易所 ABS 和 ABN 一致的包括债权、收（受）益权以外，还明确提出了包含权益类资产，并进一步指出了权益类包含未上市公司股权。

（五）基础资产分散度要求更低

《业务问答（一）》在基础资产的分散度问题上亦提出了比交易所 ABS 更低的要求⁴，明确支持计划由外部评级 AAA 企业作为债务人、重要增信方或现金流重要提供方（以下统称“核心信用主体”）的，基础资产应包含三笔以上（含三笔）债权；基础资产少于三笔的，受托人应当在募集说明书中披露原因、揭示风险并设置相应的风险缓释措施；如核心信用主体评级低于 AAA 的，需要与交易所债权类 ABS 的分散度要求一致，即应至少包括 10 个相互之间不存在关联关系的债务人且单个债务人入池资产金额占比不超过 50%。针对地产反向供应链产品，则要求基础资产至少应包括 10 个相互之间不存在关联关系的债权人。以上可见，保险 ABS 对于 AAA 核心信用主体的审批规则更加友好，这也是近 2 年间部分城投供应链、非标转标资产转战保交所市场的一大动因，也间接促进了保险 ABS 的快速上量。

二、保险 ABS 的法律法规框架

保险 ABS 目前的法律框架较为简单，主要以银保监会发布的“一个《暂行办法》、两个通知”以及中保登出台的各个业务细则为主。

从立法的逻辑和规则内容来看，很多要求均与交易所 ABS 和协会 ABN 有异曲同工之妙。

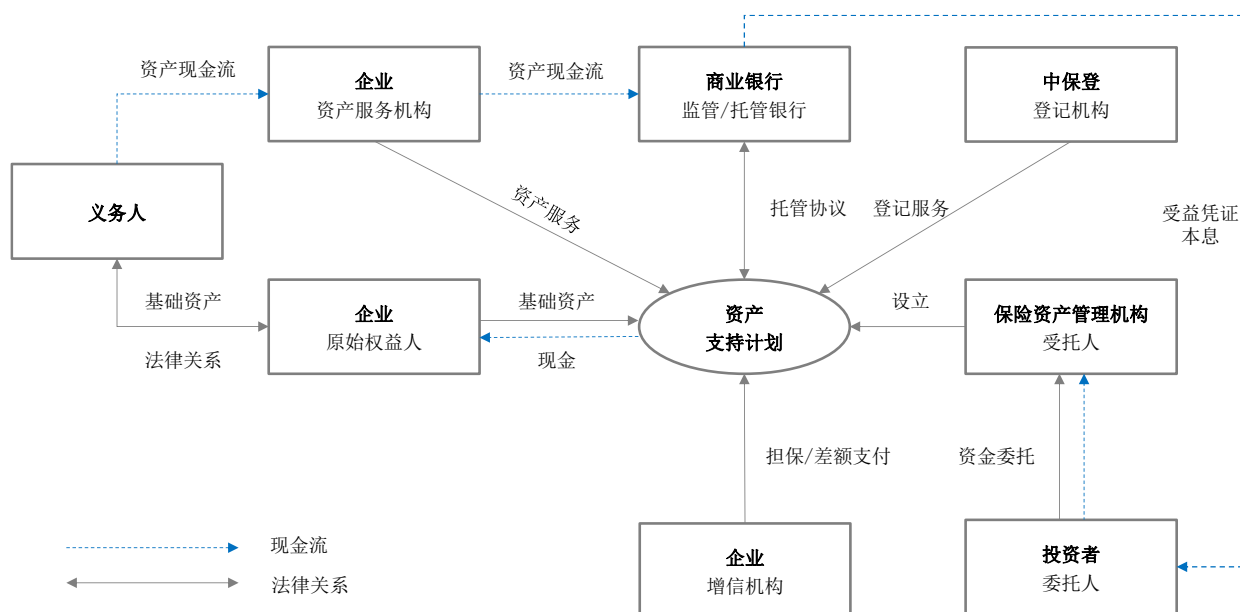
类别	名称	发布日期
纲领性文件	资产支持计划业务管理暂行办法	2015.8
纲领性文件 （“登记制”）	中国银保监会办公厅关于资产支持计划和保险私募基金登记有关事项的通知	2021.9
纲领性文件 （“取消强制评级要求”）	中国银保监会关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知	2021.12
注册/登记阶段		
分期发行要求	中保登公司关于资产支持计划分期发行有关事项的通知	2020.5
发行前登记规则	资产支持计划产品发行前登记管理规则	2021.9

⁴ 协会 ABN 在基础资产分散度问题上部分标准与保险 ABS 相同，主要视基础资产类型和发行主体资质情况变化，因此本处不做讨论。

类别	名称	发布日期
登记业务问答	资产支持计划登记业务问答（一）	2022.3
优化分期发行要求	关于进一步优化资产支持计划分期发行有关事项的通知	2022.3
发行登记阶段		
登记事项	债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划 登记业务指引（试行）	2018.3
发行事项	债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划 发行业务指引（试行）	2018.3
存续期信息披露		
信息披露	中保保险资产登记交易系统有限公司保险资产 管理产品信息披露业务指引	2018.3

三、保险 ABS 的常见交易结构及步骤

保险 ABS 的常见交易结构设置与交易所 ABS 大致类似，均是通过由特定的资产管理机构设立 SPV 募集资金，并以募集资金向原始权益人购买基础资产。



大致步骤如下：

- 1. 资产支持计划设立:** 受托人向投资者募集资金设立专项资产支持计划（以下简称“支持计划”）并发行受益凭证；
- 2. 基础资产购买:** 受托人以认购资金向原始权益人购买基础资产，实现基础资产由原始权益人向支持计划转让；

3. **基础资产服务：**受托人委托资产服务机构根据《服务协议》的约定，负责基础资产对应现金流的回收和催收，以及违约资产处置等基础资产管理工作。资产服务机构在收入归集日将基础资产产生的现金流划入监管账户；
4. **现金流管控⁵：**监管银行根据《监管协议》的约定，在回收款转付日依照资产服务机构的指令将基础资产产生的现金流划入专项计划账户，由托管人根据《托管协议》对支持计划资产进行托管；
5. **支持计划收益分配：**在相应的分配日，受托人根据《计划说明书》及相关文件的约定，向托管人发出分配指令，托管人根据分配指令，进行专项计划费用的提取和资金划付，并将相应资金用于支付受益凭证本金和预期收益。

⁵ 特定类别的如供应链 ABS 中，基础资产回款直接由债务人回款至托管账户，本处将不存在监管银行转付现金流回款的步骤

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

朱俊

电话： +86 10 8525 4690

Email: jun.zhu@hankunlaw.com