

划过2016年ABS绚烂夜空的流星——住房公积金贷款ABS项目简评

2016年是ABS（资产担保证券）市场再次爆发的一年。据CNABS统计，2016年全年共发行488单资产证券化产品，总发行量8827.97亿元，同比增长44.32%。2016年资产证券化产品星光灿烂，基础资产种类不断丰富，创新产品层出不穷，市场上出现了信托型ABN（资产支持票据）产品、不良资产证券化产品、公司不良贷款资产支持证券、景区资产证券化项目、互联网保理业务资产证券化、电票类应收账款资产证券化项目、医疗行业应收账款资产证券化产品、小微贷款债权不良资产证券化产品、境外服务资产证券化项目、银票收益权资产证券化项目等各类创新性产品。¹

在创新性产品不断涌现的同时，也有不少ABS产品类型被ABS监管层叫停。如2016年上半年，住建部叫停住房公积金贷款ABS项目，2016年下半年，交易所叫停互联网消费金融ABS项目等。本文从发展历程、基本模式及基础资产、启动及叫停原因三个角度，记录住房公积金贷款ABS项目这一颗划过2016年ABS绚烂夜空的耀眼流星，并在文末就其前景作出展望。

一、发展历程

住房公积金贷款ABS项目短暂而绚烂的发展历程可以用政策支持、立法倾向、产品爆发、住建部叫停17个字来进行概括，具体如下：

1. 政策支持

2014年下半年，住建部、人民银行等部委下发了《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》。该通知指出，“有条件的城市，要积极探索发展住房公积金个人住房贷款资产证券化盘

活存量资产。”该通知为住房公积金贷款ABS项目提供了政策支持。

2. 立法倾向

2015年11月，住建部起草了《住房公积金管理条例（修订送审稿）》，并上报请国务院审议。此征求意见稿中规定了“住房公积金管理中心经住房公积金管理委员会批准，可以按国家有关规定申请发行住房公积金个人住房贷款支持证券”，“住房公积金管理中心在……经住房公积金管理委员会批准，可以将住房公积金用于购买……住房公积金个人住房贷款支持证券等高信用等级固定收益类产品”，进一步表明了国家支持开展住房公积金贷款ABS项目的立法倾向。

3. 产品爆发

在以上政策支持及立法倾向下，住房公积金贷款ABS项目呈现爆发状态，非标及标准化产品大量出现，2015年9月至2016年6月期间，仅交易所、银行间市场挂牌的项目（标准化产品）的发行量就已经达到473.77亿元。具体明细见本文附表一。

4. 住建部叫停

2016年5月底6月初，住建部公积金监管司根据近期部领导指示精神，通过“窗口指导”的方式要求各地公积金管理中心一律暂停开展公积金资产证券化业务试点工作，包括银行间市场、证券交易场所等所有公私募发行渠道。何时重启试点工作，住建部表示尚无具体时间表，可能要等《公积金管理条例（修订稿）》和公积金ABS业务管理办法正式出台后启动。此后，市场上再无住房公积金贷款ABS项目。

¹引用自2017年1月1日CNABS发布之《2016中国资产证券化市场年报》

二、基本模式及基础资产

住房公积金贷款 ABS 项目，简单来说，就是把原本不流通的住房公积金信贷资产以证券化的形式在资本市场出售，交易模式和基本架构与其他 ABS 项目并无大的区别²，此处并不赘述，本文仅就此类项目基础资产进行介绍。

住房公积金贷款 ABS 项目基础资产主要有三类模式——现房抵押模式、期房抵押模式和住房置业担保有限公司担保模式。三种模式下基础资产主债权均为公积金中心通过委托贷款银行向买房人发放的公积金贷款，区别在于贷款担保方式不同。现房模式主债权的担保方式为买房人以自有房产向公积金中心提供的抵押担保；期房模式主债权的担保方式为期房预抵押及开发商提供的连带保证；住房置业担保有限公司担保模式主债权的担保方式为当地住房置业担保有限公司提供的连带保证。

现房抵押模式因其担保方式为现房抵押，故担保效果较好，也是实践中资产管理人较为倾向的住房公积金贷款 ABS 模式。

期房预抵押与现房抵押两者相比较，期房预抵押模式存在作用弱、时间久、易失效的固有风险³。在期房预抵押转为现房抵押前，实质上能起到担保作用的仅为开发商阶段性保证⁴。但房地产项目开发商一般为项目公司，除了项目资产外，其本身并无多余资产，且其通常采用负债经营方式（房地产开发除开发商自有资金投入外，其他资金需求基本靠融资方式满足）。因主债权完全依赖于负债经营的开发商依其信用提供的连带保证，故此模式下可能存在主债权无法充分受偿的风险。

住房置业担保有限公司担保的担保方式为当地住房置业担保有限公司连带保证。此种担保方式仍是依赖于当地住房置业担保有限公司的信用，但因为当地住房置业担保有限公司一般是国资公

司，股东一般为当地政府，资金来源一般为地方政府财政拨款，通常来说，地方政府财政信用还是可以信赖的，故相比期房抵押模式而言，此模式下可能存在的主债权无法充分受偿的风险可以得到一定程度的缓释。但是需要特别指出的是，建设部、中国人民银行颁布之《住房置业担保管理试行办法》规定，担保公司担保贷款余额的总额，不得超过其实有资本的三十倍；超过三十倍的，应当追加实有资本。目前各地住房置业担保公司的担保放大倍数普遍较高（部分一线城市担保放大倍数达 200 倍），一般都会超过《住房置业担保管理试行办法》规定的三十倍的限制，地方政府受限于财政压力，一般也不会追加实有资本。住房置业担保有限公司超额提供保证担保，这一担保行为本身可能存在违反《住房置业担保管理试行办法》的合规风险。

三、启动及叫停原因

住房公积金贷款 ABS 项目启动原因非常明确，就是因为中国各地房地产市场火热，住房需求旺盛，公积金中心无钱放贷，买房人申请公积金贷款需长时间排队。为缓解买房人公积金贷款需求，缩短贷款排队轮候时间，故启动住房公积金贷款 ABS 项目，扩展公积金中心融资渠道。

与非常明确的启动原因相比，住建部叫停住房公积金贷款 ABS 项目的原因始终语焉不详，仅仅是通过“窗口指导”的方式要求各地公积金管理中心暂停开展公积金资产证券化业务试点工作。笔者推测叫停的原因可能为：

1. 模式固有风险

住房公积金贷款 ABS 项目基础资产主要有三大类，现房抵押模式、期房抵押模式和住房置业担保有限公司担保模式。受限于现房抵押存量较少，公积金中心融资需求较大的客观原因，目前实践中的住房公积金贷款 ABS 项目一般是现房抵押+期房抵押模式或住房置业担保有限公司担保模式。如上所述，期房模式存在主债权无法充分受偿的风险，住房置业担保有限公司担保模式存在超额提供保证的合规风险，此等固有风险可能是住建部叫停住房公积金贷款 ABS 项目的原因之一。

2. 上位法缺失

²住房公积金贷款 ABS 项目交易模式介绍可参考《君合专题研究报告-证交所挂牌基金公司子公司公积金贷款资产证券化项目详解（上）》、《君合专题研究报告-公积金贷款资产证券化项目之期房模式研究》

³就此三类固有风险的分析请参见《君合专题研究报告-公积金贷款资产证券化项目之期房模式研究》

⁴开发商阶段性保证指就买房人购买开发商销售之期房并向公积金中心申请公积金贷款的，在公积金贷款发放后至房屋相关抵押他项权证办理完成前，开发商就公积金贷款提供的连带责任保证

虽然 2014 年下半年，住建部、人民银行等部委下发效力级别为部门规范性文件的《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》中指出，“有条件的城市，要积极探索发展住房公积金个人住房贷款资产证券化盘活存量资产”。但现行有效的、效力级别为行政法规的《住房公积金管理条例》就公积金使用的方式进行了限定，即“住房公积金管理中心在保证住房公积金提取和贷款的前提下，经住房公积金管理委员会批准，可以将住房公积金用于购买国债”，而并未规定公积金中心可发行资产证券化产品或认购资产支持证券（包括优先级和次级）。

实践中操作的公积金贷款 ABS 项目（公积金中心作为发起人及次级资产支持证券认购人），在《住房公积金管理条例》修订版出台前，始终仅有《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》这一政策支持而缺乏行政法规层面的上位法支持。上位法缺失可能是住建部叫停住房公积金贷款 ABS 项目的原因之一。

3. 脱离住建部监管

公积金中心主管部门在地方层面为住建厅，在中央层面为住建部。实践中，各地方公积金中心操作住房公积金贷款 ABS 项目时，除了银行间市场挂牌的 ABS 项目需要报住建部备案外，交易所挂牌的 ABS 项目及其他非标 ABS 项目的发行均无需向住建部门履行任何批准或备案手续，这使得公积金中心通过 ABS 方式融资完全脱离了住建部门的监管。避免监管缺位，可能也是住建部叫停住房公积金贷款 ABS 项目的原因之一。

4. 房地产宏观调控

笔者理解，模式固有风险、上位法缺失、脱离住建部监管可能仅仅是住建部叫停住房公积金贷款 ABS 项目的表面原因，也可能根本都不构成住建部叫停的原因。叫停住房公积金贷款 ABS 项

目的根本原因可能是出于国家对房地产市场的宏观调控。

从市场表现来看，我国房地产市场近、中期仍将处于过热的状态，存在一定程度的房地产泡沫。国家就此不断出台政策进行抑制。如早期各地不断出台的房地产商品房限购政策，属于从消费端抑制房地产市场过热；2016 年 12 月中国银监会召开三季度经济金融形势分析，提出要“严控房地产金融业务风险，……严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域；加强理财资金投资管理，严禁银行理财资金违规进入房地产领域……”，以及近日中国基金业协会正在对私募资产管理计划备案规范第 4 号内部征求意见，或限制证券期货经营机构设立的资产管理计划投资房地产类项目，则属于从房地产企业项目融资端抑制房地产市场过热。

住房公积金贷款 ABS 项目在缓解买房人公积金贷款需求的同时，更刺激了整个房地产市场。住建部叫停此业务，其实质是就买房人融资进行限制，属于从消费端抑制房地产市场过热，与上述政策一脉相承。从宏观调控角度抑制房地产市场过热，压缩房地产市场泡沫，可能才是住建部叫停住房公积金贷款 ABS 项目的根本原因。

四、展望

经济学上将投资、消费、出口比喻为拉动 GDP 增长的“三驾马车”，房地产市场横跨投资、消费两大领域，目前已经成为中国 GDP 极为重要的组成部分和推动力量。近期房地产市场存在过热现象，因政策导向问题，房地产融资产品发行可能受阻，但从长期看来，当中国整体经济减速时，国家政策可能会转为刺激房地产市场发展，届时，各类房地产融资产品可能都会再次迎来春天，住房公积金贷款 ABS 项目也将再次闪耀星空。

（正文完。以下为附件）

易 芳 合伙人 电话：86 021 2208 6293 邮箱地址：yif@junhe.com
赵 冲 律 师 电话：86 021 2208 6328 邮箱地址：zhaoch@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”



附件一交易所、银行间市场挂牌住房公积金贷款 ABS 项目明细⁵

发起机构/原始权益人	发行总额 (亿元)	次级 占比 (%)	监管机构	基础资产类 型	发行公告日
武汉住房公积金管理中心	5	5	证监会主管ABS	住房公积金	2015-9-1
上海市公积金管理中心	19.3973	5.66	银监会主管ABS	个人住房抵 押贷款	2015-11-27
上海市公积金管理中心	50.2303	7.03	银监会主管ABS	个人住房抵 押贷款	2015-11-27
杭州市住房公积金管理中心	4.75	0	证监会主管ABS	住房公积金	2015-12-21
三明市住房公积金管理中心	5	5	证监会主管ABS	住房公积金	2015-12-22
泸州市住房公积金管理中心	5	5	证监会主管ABS	住房公积金	2016-1-12
武汉住房公积金管理中心	20.4066	13.8	银监会主管ABS	个人住房抵 押贷款	2016-3-3
湖州市住房公积金管理中心	5.1437	5.13	银监会主管ABS	个人住房抵 押贷款	2016-3-7
苏州市住房公积金管理中心	20	5	证监会主管ABS	住房公积金	2016-4-13
上海市公积金管理中心	148.42	7.36	银监会主管ABS	个人住房抵 押贷款	2016-4-22
盐城市住房公积金管理中心	4.27	53.2	证监会主管ABS	信托受益权	2016-4-19
泉州市住房公积金管理中心	10	5	证监会主管ABS	住房公积金	2016-5-19
滁州市住房公积金管理中心	8	5	证监会主管ABS	住房公积金	2016-5-18
龙岩市住房公积金管理中心	5	5	证监会主管ABS	住房公积金	2016-6-3
上海市公积金管理中心	163.17	6.85	银监会主管ABS	个人住房抵 押贷款	2016-6-7

⁵ 数据来源《ABS 讲坛 947 个资产证券化 (ABS) 发行备案明细》