

新冠肺炎疫情对资产证券化市场的影响分析

摘要：

- 新冠疫情的突然爆发造成短期经济活动全面暂停，企业和产品层面双重承压，基础资产现金流保障能力下降，预计 ABS 产品信用风险事件将在受疫情影响严重的区域、企业、资产小范围出现；
- 乐观情景下，如果疫情能够较快得到有效控制，对 ABS 产品偿付的影响将相对有限；
- 悲观情景下，如果疫情在较长时间得不到有效控制或者时有反复，将对公共交通、餐饮旅游、商业物业等企业的现金流复苏带来长期的障碍，相关类型资产 ABS 信用风险事件爆发范围或将扩大；
- 收益权类 ABS 基础资产相对单一，此类产品受疫情影响程度大于以债权类资产为基础资产的 ABS 产品，受疫情影响较重地区 ABS 产品信用风险水平上升，产品兑付很大程度上依赖增信方的信用实力，需关注基础资产预期现金流的下降幅度、交易结构设计的完备性和增信主体的信用状况变化；
- 债权类 ABS 基础资产相对分散，但底层债务人若集中于受疫情较大的区域和行业，风险不容忽视，需评估其风险事件触发条款设计和偿付机制保证措施的有效性。

一、新冠疫情对资产证券化市场的影响

新冠疫情的突然爆发造成短期经济活动全面暂停，企业和产品层面双重承压，预计 ABS 产品信用风险事件将在受疫情影响严重的区域、企业、资产小范围出现

疫情的突然爆发对宏观经济和中小微企业的微观运营均造成巨大压力。本次新冠肺炎疫情发生于春节假期期间，传染性超出预期，导致我国春节假期延长、交通受阻、物流中断的

局面，社会需求和生产骤降，消费、投资和出口均受到明显冲击，尤其是以住宿餐饮、物流运输、文化旅游、房地产等为主导的第三产业遭遇需求大降，预计短期内的经济增长将出现较大幅度放缓。微观层面，我国各地经济活动短期暂时中止，企业复工时间多次推迟，企业收入和盈利大幅降低，但仍需承担刚性成本的支出，经营压力大增。

对于资产证券化产品来说，除面临原始权益人/增信方等重要市场主体收入下降、经营中断等风险外，底层资产现金流入较预期将不同程度地下降，尤其是收益权类的资产类型，资产产生的现金流回款大减，ABS 产品在企业 and 资产层面双重承压。受疫情影响，2020 年跟踪期间，部分产品有可能将触发加速清偿事件或其他信用触发机制设置的现金流下降阈值，导致专项计划加大资金归集频次，引致提前清偿，进而加剧企业的偿债压力，触发交叉违约条款或集中兑付风险，甚至引爆信用风险事件。

2017 年以来，资产证券化产品爆发的信用风险事件逐年增长。2019 年全年，根据现有披露的信息，我国资产证券化产品累计发生 76 次信用等级下调，涉及 26 家发行主体的 26 单产品，涉及产品规模 250 亿元左右，全部为企业类资产证券化产品，基础资产类型为收费收益权的共 15 单，占 57%左右。受本次疫情影响，预计 2020 年信用风险事件将在受影响严重的区域、企业、资产小范围出现，未来的长期演化发展取决于疫情的发展变化情况。

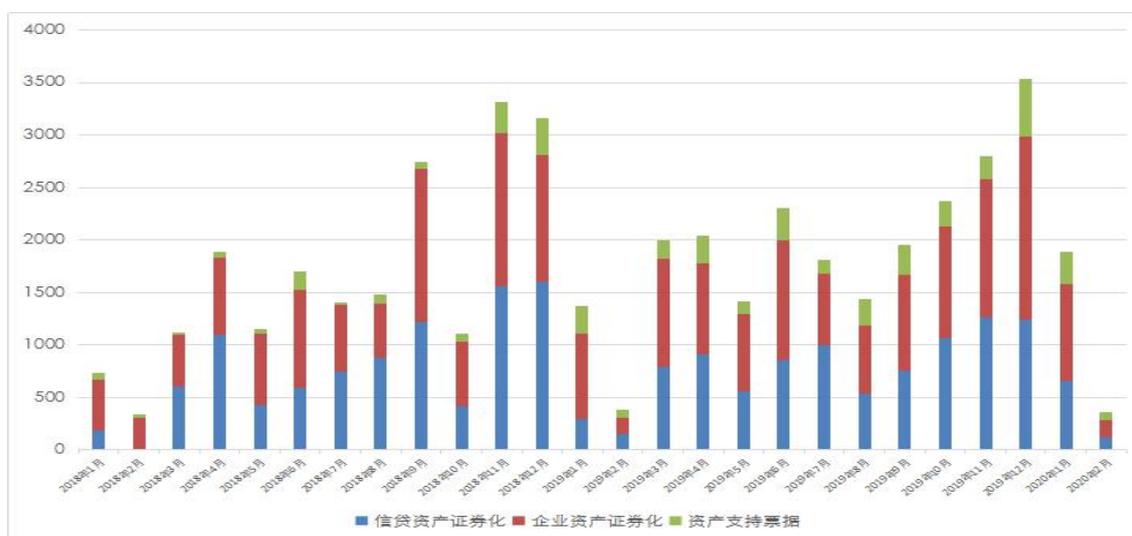
根据东方金诚对疫情发展的预判，假设疫情分别在 4 月份、上半年和下半年得到控制，三种疫情控制情景对经济和市场的影响完全不同。目前市场主流观点认为疫情冲击影响主要体现在一季度，医学专家预计疫情将在 4 月份得到控制。但如果疫情发展到情景二或者疫情控制措施延续到二季度，势必影响线下餐饮旅游等聚集性消费活动，推迟消费需求的释放，影响中小微企业的正常运行；悲观情景下，若病毒控制呈现长期化特征，有效治理仰仗充满不确定性的药物抑制或疫苗研发，社会经济生活主要依靠少聚集减缓病毒蔓延，将对公共交通、餐饮旅游、商业物业等企业的现金流复苏带来长期的障碍，进而对宏观经济运行造成更

大范围的影响，并同样地对基础资产的现金回流造成更大程度的影响，ABS产品的信用风险事件爆发范围或将扩大。

疫情叠加春节假期，2月份ABS产品发行量出现下降，随着疫情防控支持政策的出台，专项防控资产证券化产品发行量的增加将带动市场的快速复苏

今年春节假期较往年提早一周，叠加疫情延长假期，2020年2月份资本市场开工时间较上年至少减少5个工作日，一季度ABS市场或将缩量运行。开工后，为了应对疫情的快速发展，债券市场主管部门对疫情防控产品均开设了绿色快速审核通道。仅2月份，疫情防控专项ABS产品已累计发行7单，产品规模合计60.82亿元，带动市场快速复苏，当月发行量较2019年2月同比仅减少5.76%。

图表 1：2018 年以来各月份资产证券化产品发行情况（单位：亿元）

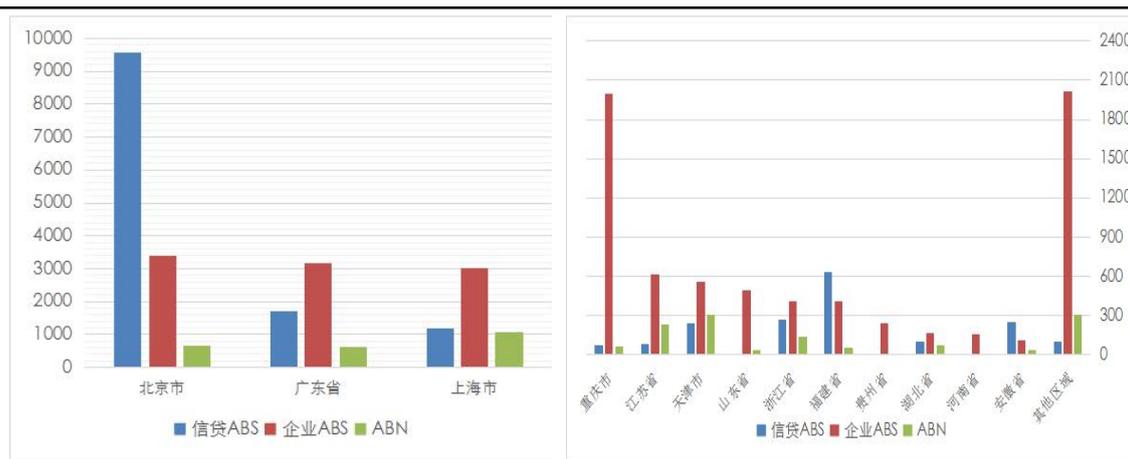


数据来源：CNABS，东方金诚整理。

二、疫情对不同区域的影响分析

疫情对我国主要地区 ABS 产品信用风险水平的影响有限，定向货币宽松和融资支持政策有助缓解企业流动性压力，但需关注高杠杆率企业信用风险的演化

图表 2：2019 年末全国主要地区资产证券化产品存量规模分布情况（单位：亿元）



数据来源：WIND 资讯，东方金诚整理，右表单位轴为右轴。

我国资产证券化产品发行体量和存续规模持续上升，区域分布较为集中于北京、上海、广东等经济发达区域，主要市场受疫情影响程度较轻。根据 Wind、CNABS 统计，2019 年资产证券化市场共发行产品 1431 单，发行规模共计 23262.83 亿元，同比分别增长 50.63%和 15.50%，发行规模已达到信用债产品发行规模¹的 27%。据 WIND 统计数据，2019 年末 ABS 存量规模达 3.45 万亿元。从地区分布来看，北京市、广东省、上海市 ABS 存量规模位居前三，占比分别为 39.4%、15.9%和 15.2%，合计为 70.5%。除超万亿元的信贷 ABS 产品外，北京、上海、广东的企业 ABS 存量规模均超过 3000 亿元，底层资产总体较为优质。

本次疫情期间，货币政策定向宽松和疫情防控融资扶持政策有助于缓解受疫情严重影响及对抗击疫情发挥关键作用的企业的经营压力，提高企业的融资效率，降低企业的融资成本，缓解企业的流动性压力。但长期来看，需要关注本轮定向融资支持政策对企业杠杆水平的推

¹ 指企业债，公司债，中短融等产品共计发行 85570.31 亿元，不含资产证券化产品。

升力度，紧盯杠杆率上升较快企业的长期偿债风险变化，并持续关注杠杆率较重企业的兑付压力。

湖北等疫情重灾区受影响程度较大，ABS 产品信用风险水平有所上升，但受益于疫情防控的融资扶持政策，市场风险总体较小

湖北省的存量资产证券化产品规模较小，参与主体以信用实力较强的国有企业为主。据 WIND 统计，截至 2019 年末，疫情重灾区湖北省 ABS 存量规模为 336.43 亿元，涉及 29 单项目 126 只债券，占比为 0.97%，发行单数较少，规模占比较低。基础资产类型主要涉及个人住房抵押贷款、个人汽车抵押贷款、租赁债权和应收账款等债权类，以及收费收益权、物业租金收入等收益权类。按照企业性质划分，存续产品中，原始权益人、增信方以综合实力较强的国有企业为主，信用水平较高，受疫情冲击程度较小；民营企业仅涉及九州通医药集团、人福医药、凯迪电力等企业，受冲击程度不一。

图表 3：湖北省主要资产证券化产品明细（单位：亿元）

序号	产品名称	余额	基础资产类型
1	武汉公积金 2016 年第一期个人住房贷款资产支持证券	10.90	个人住房抵押贷款
2	汇富武汉住房公积金贷款 1 号资产支持专项计划	5.00	个人住房抵押贷款
3	九通 2019 年第一期个人住房抵押贷款资产支持专项计划	27.19	个人住房抵押贷款
4	和衷 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持专项计划	5.75	个人汽车抵押贷款
5	和衷 2019 年第二期个人汽车贷款资产支持专项计划	20.13	个人汽车抵押贷款
6	和衷 2020 年第三期个人汽车贷款资产支持专项计划	37.16	个人汽车抵押贷款
7	万家共赢光谷租赁一期资产支持专项计划	2.81	租赁债权
8	天风-光谷租赁二期资产支持专项计划	7.51	租赁债权
9	中建三局集团有限公司 2018 年度第一期应收账款资产支持票据	37.00	应收账款
10	中建三局集团有限公司 2019 年度第一期应收账款资产支持票据	13.00	应收账款
11	中建三局一公司应收账款资产支持专项计划	2.04	应收账款
12	中交第二航务工程局有限公司 2018 年度第一期资产支持票据	9.60	应收账款
13	九州通医药集团股份有限公司 2019 年度第一期资产支持票据	10.00	应收账款
14	华泰-国药器械应收账款债权 1 期资产支持专项计划	17.60	应收账款
15	天风证券-中铁大桥局 2019 年应收账款资产支持专项计划	7.16	应收账款
16	九州通应收账款 4 期资产支持专项计划	10.00	应收账款

17	天风-人福医药应收账款一期资产支持专项计划	8.43	应收账款
18	中国中投证券-武汉地产应收款项资产支持专项计划	4.25	应收账款
19	天风-南国置业购房尾款资产支持专项计划	2.50	购房尾款
20	武汉理工大学华夏学院及武汉大学珞珈学院 2016 年信托受益权资产支持专项计划	3.55	信托受益权-学费收入
21	中国中投证券-武汉地铁信托受益权一期绿色资产支持专项计划	12.41	信托受益权-物业租金收入
22	中国中投证券-武汉地铁信托受益权二期绿色资产支持专项计划	12.00	信托受益权-物业租金收入
23	平银凯迪电力上网收费权资产支持专项计划(二期)	9.04	收费收益权-电费收入
24	华泰资管-葛洲坝水电上网收费权绿色资产支持专项计划	3.50	收费收益权-电费收入
25	鄂黄长江公路大桥车辆通行费资产支持专项计划	3.68	收费收益权-车辆通行费
26	农银穗盈·申万宏源·黄石城投公交票款资产支持专项计划	6.14	收费收益权-公交票款
27	长江资管-武汉地产公租房资产支持专项计划	8.62	收益权-公租房租金收入
28	招商创融-湖北科投光谷软件园资产支持专项计划	16.30	CMBS
29	中建三局-十堰管廊 PPP 项目资产支持专项计划	23.16	PPP

作为疫情重灾区，湖北省经济活动全面暂停，企业经营受影响的范围和时长远超其他地区，收入和现金流下降幅度更大，ABS 存续产品的信用风险水平不可避免地有所上升。但从存续产品参与机构的履约能力来看，存续产品的增信方以信用实力优质的国有企业为主，同时直接受益于疫情防控融资扶持政策，到期不能兑付的产品预计很少，信用风险事件爆发概率很低。

具体来看，债权类资产 ABS 存量规模为 235.53 亿元，占比超过 70%。除少量租赁债权外，个人贷款类资产和应收账款债权占比超过 45%和 50%，为最重要的两大类债权资产类型。上述各类债权类基础资产的质量受到疫情不同程度的影响，其中住房/汽车抵押贷款资产池笔数多，单笔资产对资产池的重要性影响较小，次级比例高，交易结构合理，并附带有抵押物，产品损失风险小。相对而言风险更高的为租赁类资产，资产池笔数有限，任一债务人对资产池均具有一定的重要性，债务人的信用风险更容易传导至产品层面。

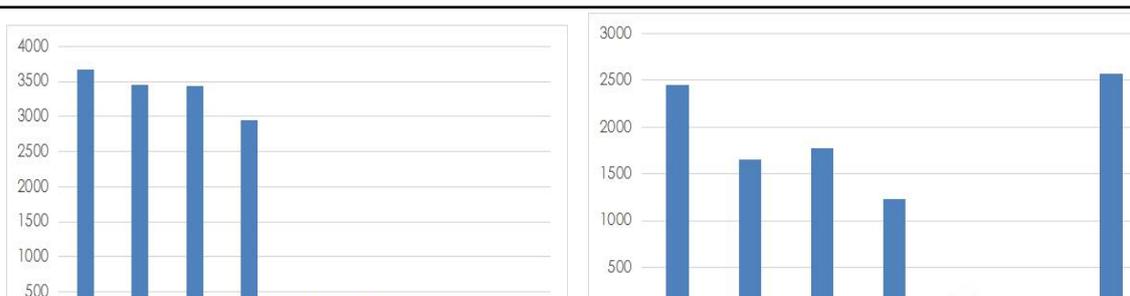
湖北省存续的收益权类 ABS 产品的资产类型涉及交通运输、物业租金、学费收入等类型。诸如鄂黄长江公路大桥车辆通行费 ABS、黄石城投公交票款 ABS、长江资管-武汉公租

房 ABS，基础资产已无法保障一、二季度的现金流回款，受影响程度很大，资金缺口对增信方提供的差补履约义务高度依赖。预计跟踪期间，产品会触发信用保障机制相关条款，由管理人召集投资人决策产品后续偿付，产品或将提前到期。由于存续产品增信主体以湖北省的地方城投公司、国有企业为主，信用等级高，履约能力强，到期不能兑付风险较低。此外，平安凯迪电力收益权 ABS 信用风险已暴露。增信主体凯迪生态于 2017 年陷入经营困难并涉及多项诉讼，部分银行账户被冻结，其中期票据构成实际性违约，提供差额补足的能力大幅下滑。2018 年 5 月凯迪生态到期中票无法兑付后，平安凯迪电力收益权 ABS（二期）触发提前终止事件，评级机构将凯迪 2 优 3~优 6 信用级别由 AA+ 下调至 C，专项计划于 2018 年 6 月进入清算阶段，目前仍余 9 亿元未偿付。基础资产现金流回款下降后，产品信用风险进一步升高，优先档证券本金回款不确定性增加。

三、疫情对不同资产证券化产品类型的影响分析

根据 WIND 统计，截至 2019 年末，我国已发行 ABS 产品中，信贷 ABS 存量规模约为 1.4 万亿元，企业 ABS 和 ABN 存量规模约 2 万亿元。企业类产品中，基础资产为债权类的规模达 1.3 万亿元，以保理融资、应收账款、融资租赁、个人消费贷款等资产为主；基础资产为收益权类的规模约 0.7 万亿元，以 CMBS、信托受益权、收费收益权和 REITs 等资产类型为主。

图表 4：2019 年末企业债权类和收益权类 ABS 存量规模分布情况（单位：亿元）



资料来源：CNABS，表中数据未统计信贷 ABS，东方金诚整理。

债权类和收益权类 ABS 产品的评级原理及信用风险关键要素存在较大差异。债权类资产金额明确，信用风险主要来自于底层债务人的违约、损失概率及延伸到债务人组合和产品层面的相关性风险。收益权类 ABS 产品是国内特有的产品类型，信用风险特征与信用债较为相似，风险特征类似于有特定现金流质押并为第一还款来源的公司债券。两种类型的资产证券化产品受疫情影响的主要因子不同，受影响程度亦不同。收益权类 ABS 产品受本次疫情影响的程度大于以债权类资产为基础资产的 ABS 产品。

债权类 ABS 基础资产相对分散，但底层债务人若集中于受疫情影响严重的区域和行业，风险不容忽视，需评估其风险事件触发条款设计和偿付机制保证措施的有效性

债权类 ABS 对本次疫情反应敏感的主要影响因子为底层债务人/借款人营业收入/可支配收入下降导致的逾期率、违约率上升。对于对公贷款、融资租赁债权，疫情期间底层债务人的经营活动受限，企业开工复工缓慢，刚性的成本支出和现金流入减少导致经营压力提升，如若长时间持续该状况且无有效支持政策，企业债务的逾期风险将大增。因此，需重点关注底层债务人的区域、行业集中度，紧盯债务人为民营中小企业，且主营业务为疫情影响较大地区和行业的企业风险变化状况，着重分析该类 ABS 产品的风险事件触发条款设计和偿付机制保证措施。具体来看：

第一，租赁债权笔数普遍较少，债务人以中小微企业为主，财务抗风险能力较弱，融资约束条件较多，受本次疫情冲击最为直接。若债务人不能按租赁合同约定时点到期还款，基础资产池的逾期率、违约率升高，导致基础资产回款对优先档产品的保障下降，次级档证券比例较薄的产品信用风险将大幅上升。

第二，对于以个人住房抵押贷款为底层资产的 ABS 产品，比如“19 九通 1”和“16

武汉公积金 1²，底层资产集中在湖北地区，受疫情影响严重，借款人因失业比例增加、可支配收入下降、死亡等意外事件导致偿债能力下降或灭失，预计短期内基础资产逾期率或者违约率将承受一定压力，资产现金流对优先级证券端的保障产生一定不利下滑，但现有产品次级较厚²，同时个人住房抵押贷款抵押率较低，发起机构可通过处置抵押物获得回收，优先级证券损失的风险较小。对于个人汽车抵押贷款 ABS，底层个人汽车贷款笔数多、金额小、期限短，借款人信用质量相对下沉，受疫情冲击更为严重，但一般附带车辆抵押担保，并设置流动性储备账户等保证措施，一定程度上缓释了产品的流动性风险。

第三，目前市场上工程类应收账款资产的债务人以地方投融资平台、大型国有企业等基建购买方为主，债务人数量相对较少，信用风险水平相对较低，历史上回款即使存在延迟亦能保障资金的回收，受本次疫情冲击基础资产面临回款超预期延迟的负面影响。应收账款的回款延迟必然导致企业流动性风险上升，但考虑到工程类应收账款 ABS 的原始权益人以国有大型建筑企业为主，财务抗风险能力很强，且产品一般设置有超额覆盖、差补等内外部增信措施，工程类应收账款 ABS 产品风险水平上升幅度不大。

对于贸易类应收账款 ABS 产品，像九州通医药应收 ABN、国药器械应收账款 ABS 等产品，虽然医药企业为本次疫情的受益者，疫情期间医药设备、药品的新增需求大涨，流通速度加快，但受疫情防控优先、账款结算方式调整等影响，账款付款或由政府统一结算，医药生产、流通企业采购垫付资金料将增长，应收账款回款时间预计将超出预期，企业资金周转压力有所上升。若初始基础资产的回款时间延长或循环购买时回款较慢资产入池，底层资产池的回款时间延后导致资产层面的保障效力下降。

实践中，应收账款的转让一般为事后通知债务人，且不变更收款账户，导致应收账款的

² 19 九通 1 于 2019 年 5 月 10 日设立，累计兑付 8 次，次级比例由初始的 15.97% 提升至 20.99%；武汉公积金 2016-1 于 2016 年 3 月 15 日设立，次级证券比例由初始的 13.75% 提升至 26.19%，次级档对优先档证券的信用支持较为充足。

回收、现金流的归集依赖于原始权益人的持续稳定运营及按约转付回款资金。如果原始权益人出现信用风险事件，将导致应收账款转付困难，专项计划无法归集现金流。因此，应收账款类 ABS 的信用风险与原始权益人的信用状况高度相关。

总体来看，贸易类企业的融资约束条件较多，财务抗风险能力相对较弱，存续的贸易类应收账款资产证券化产品的信用风险水平呈上升态势。不过央行货币政策工具和债券融资支持政策的出台，有助于医药等受疫情影响严重的企业快速低成本的融资，缓解流动性紧张，未来需重点关注扶持政策覆盖不到的原始权益人尤其是民营企业的信用风险和应收账款 ABS 的流动性风险。

收益权类 ABS 基础资产相对单一，短期内受疫情影响较重地区 ABS 产品的底层现金流回款大幅缩减，信用风险水平上升，产品兑付很大程度上依赖增信方的信用实力，需关注基础资产预期现金流的下降幅度、交易结构设计的完备性、增信主体的信用水平变化情况

对于收益权类资产类型，基础资产以各式收费权/收益权为主，资产相对单一，受疫情影响信用风险的上升来源主要有三点，一是作为第一还款来源的基础资产现金流受到的影响程度，可通过比较基础资产现金流入和优先级证券现金流出的安全垫厚度分析证券端不能按期兑付的风险；二是交易结构中关于现金流下降设计的加速清偿事件、差补触发事件等信用触发机制，关注触发相关机制后对现金流转付机制及优先级证券偿付顺序的影响；三是作为差额补足义务人等增信主体的经营和财务状况受疫情影响程度，其信用水平及能否按约履行承诺是影响产品最终兑付的根本性因素。

疫情期间，收益权 ABS 底层收费权未发生实质变化，现金流入因疫情不可控因素受到不同程度的影响。短期内受疫情影响较重地区 ABS 产品的底层现金流回款大幅缩减，信用风险水平上升，产品兑付很大程度上依赖增信方的信用实力。根据疫情发展及防控措施实施情况，住宿餐饮、文化旅游、商业物业、物流运输为受疫情影响较重的行业。对应到 ABS

资产层面，按照基础资产预期现金流入受影响严重程度，从重至轻的排序为交通运输类~商业物业类>景区门票收入类>公用事业类~学费类。

第一，对于交通运输类资产，封城、封锁交通政策实施后，公交客运、中长途客运基本停滞，春运期间高铁航空客流量下降近 80%，同时交通运输部要求各大交通运输企业实行疫情防控期间通行费减免政策，预计 2 月交通运输企业的通行费收入基本无法实现。如果 3 月份绝大部分省份仍实行疫情防控，通行费减免政策延续执行，现金流入不可避免地将大降。像鄂黄长江公路大桥车辆通行费 ABS、黄石城投公交票款 ABS 第一季度的现金流入料将腰斩，第二季度即使有所复苏预计仍将较预期大减，资产层面的风险有所上升。目前收费收益权类 ABS 基本为按季归集现金流并按季还本付息，因此 2020 年上半年，交通运输类 ABS 产品底层现金流预计将无法覆盖产品应摊还的本息，存在不同数量等级的资金缺口。需关注产品信用触发条款和增信措施的设置，如触发提前清偿或增信方差补条款，计划管理人、有控制权的持有人和增信方需协调解决方案，如不能达成一致，产品或提前到期，到期兑付依赖于增信方补足资金缺口的能力。

第二类受影响程度较大的资产为商业租赁物业。CMBS 和类 REITs 产品的首要还款来源为底层标的物业经营收入，物业主要涉及商业综合体、写字楼、酒店、工业产业园等类型。

对于商业综合体来说，为抗击疫情，春节期间举国上下响应国家号召居家隔离，人们外出聚会活动骤减，各地商场纷纷关门歇业，商场的客流量大降。疫情期间，不同业态的租户受疫情影响的程度不同，除超市、药店等业态外，影院、餐饮、游戏娱乐、服装、教育等实体门店受影响程度严重，经营压力攀升。根据商务部数据，2019 年春节期间全国零售和餐饮企业销售额超过 1 万亿元，而 2020 年春节期间零售和餐饮企业因疫情遭受到前所未有的打击。根据恒大研究院数据，仅春节 7 天，疫情已对全国餐饮行业零售额造成了 5000 亿元左右的损失。为了缓解租户的压力，疫情期间，全国上百家商业地产运营商发起租金减免活

动，减免时间从一周至 2 个月不等，租金减免规模近百亿元，商业综合体的租金收入减少幅度较大。未来二三季度，如若疫情防控仍保持严峻态势，电子商务的线上挤压、租户的退租相关店潮预计将给实体商场带来持续的经营压力。

对于写字楼业态，不同城市、区位和定位的写字楼受冲击程度不同。近年来国内一线城市的写字楼空置率有所上升，写字楼租金价格下行压力较大，市场竞争趋于激烈。如果物业位于二线及以下城市，物业地段较差，物业运营商实力较弱，租户组合的行业分布较为集中，租户规模上以财务抗风险能力较差的小型民营企业、创业企业为主，那么今年上半年租户延迟支付租金或退租的风险相对较高，物业的租金现金流和物业运营商的收入预计将呈大幅下滑，建议对此类项目予以重点关注。

对于酒店业态，疫情期间人们的出行意愿大幅下降，非必要的商务、旅行出行大幅减少，酒店的入住率跌至冰点，据 STR 数据 1-2 月酒店的入住率不及往年的 30%，春节期间部分酒店收入下降幅度近 90%。随着管控措施的放松和商务经济活动的回暖，酒店的入住率将有所复苏，但疫情的发展和后续采取的防控措施使得酒店收入回升仍充满不确定性。

对于产业园等工业地产，园区招租的优惠政策、入驻企业的组合特征和经营实力均对物业租金收入的实现具有重要影响。譬如“光谷软件园 CMBS”，光谷软件园有入驻企业 110 家左右，以国内外软件及服务外包企业为主，业务涉及服务外包、动漫产业、金融服务、网络通信软件、制造信息软件等多个方面，行业集中度较高。受武汉疫情影响，园区内企业短期内复工可能性较低，刚性的人力成本支出使得中小软件企业的经营风险大增，企业延迟支付租金和退租风险上升。在防疫抗疫特殊时期，2 月 1 日，人民银行等五部委印发《《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》》向市场提供流动性，多家银行将对湖北省内普惠性小微企业、个体工商户和私营企业主经营性贷款在现有利率基础上下调 0.5 个百分点，降低小微企业融资成本，帮助企业稳定运行。同月，苏州、佛山市等多地政

府针对在当地登记注册的企业法人，出台了包括减免中小企业税费、延期缴税、减免中小微企业租金等内容的稳定企业发展的政策意见。减免租金方面，对承租市、区两级国有（含国有控股）资产类经营物业的中小微企业，免收两个月的租金。未来随着武汉市抗疫活动的结束，亦可能采取类似的租金减免行动，标的物业资产的租金收入存在较大下行压力。

对于已将物业进行证券化发行 CMBS 或类 REITs 的商业物业，底层物业产生的现金流已纳入证券化范畴，如若采取减租行动，需要取得以计划管理人名义为代表的同意，即根据交易文本约定召集有控制权的持有人大会表决通过。无论减租行动是否获得同意，在疫情的冲击下，底层标的物业的现金流入受到冲击较大，物业估值亦可能受到一定负面影响。若现金流入下降幅度触及加速清偿事件约定的阈值，CMBS 或类 REITs 产品可能触及信用保护条款。按照此类产品典型的交易安排，差补方需补足资金缺口，加大保证金或权利维持费的补足规模，此举亦将加大增信主体（一般为房地产开发企业）的资金压力。如果为出表型类 REITs，产品一般无差补等增信措施，受疫情冲击，（还本）付息期间的兑付保障主要依赖底层物业的现金流入及保证金机制，一旦现金流下滑规模超过预期，击穿超额覆盖和预缴的保证金总额，产品存在无法按期还本付息的风险，需重点关注此类情景下的风险保障机制。

第三，对于景区类 ABS，在春节假期期间，各地采取了暂时关闭旅游景区的防控措施，景区类 ABS 产品现金流短期内受影响程度较为严重。2020 年一季度，景区门票类收入有可能大幅下降并超过预期现金流的超额覆盖，导致产品需要增信方补充资金缺口。考虑到景区 ABS 产品的增信主体多为地方平台公司或国有企业，产品信用风险总体可控。近期随着多地疫情响应等级的调低，多处知名旅游景区已开始逐步对外开放。如果二三季度居民进行反弹性消费，景区的现金流入亦有可能回升，全年产品的本息兑付风险较低。不过，需重点关注景区运营主体为民营企业的项目。该类景区一般由民营开发商自主开发，前期投入较大，企业财务杠杆率偏高，同时景区知名度和运营成熟度一般，客流稳定性较差，受疫情影响较

重。如若增信主体为自身或集团内关联方，在现金流大幅下降的约束条件下，履行差补义务的能力下降，增信效力有限，产品风险较高。

第四，对于学费类 ABS，因教育资源在国内的高度重要性、竞争性和稀缺性，基础资产的预期现金流入具有很强的刚性，现金流入规模受疫情影响较小，但因开学延迟，回款时间不确定性较大。对于原始权益人为教育培训机构的产品，受疫情影响，线下教育活动迟迟无法开展，线上教育活动激增，但线下和线上的转换带来的客户结构、收费价格调整及相应投资支出增加亦会对教育培训机构造成经营压力。如果疫情长期持续，K12 以下级别的线上教育客量很难长期保持大规模水平，收入和现金流面临一定负面影响。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。