



## 储架发行： 贴心的融资模式

储架发行模式可以让企业在发行时机的把握上更加游刃有余，为证券化在中国蓬勃发展奠定了基石。

文 | 本刊特约撰稿人 胡琛

党的十九大报告将住房租赁制度的重要性提升到了一个新高度，很快，不少住房租赁类REITs（不动产投资信托基金）涌现，成为资本市场追捧的新热点。

2017年10月23日，“中联前海开源—保利地产租赁住房资产支持专项计划”（保利地产类REITs）因首次运用了“储架发行”模式而

受到格外关注。随后的12月1日，刚刚完成整合的招商蛇口发布其第一单住房租赁类证券化产品“招商创融—招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划”（招商蛇口CMBS），也选取了储架发行模式。一时间，储架发行俨然成为2017年年底中国证券化市场中最具吸引力的亮点之一。

### 储架发行模式下的“三独立”

#### 账户独立

每期产品会有单独针对该期产品的各类账户，包括专项计划账户、监管账户等

#### 核算独立

每期产品在各自对应的账户中进行单独核算，相互隔离

#### 基础资产独立

每期产品都有各自对应的基础资产池，不同期产品的基础资产相互独立

### 融资“绿色通道”

储架发行模式源于美国股票市场，最初是一种方便上市公司在特定情况下通过增发、配股等策略实现快速融资的特殊流程。其最简单最朴素的理解为：企业近期内有融资诉求，对所需资金规模很明晰，对拟定的发行次数也早有规划，但不能确定具体哪天需要这笔资金，此时，企业就可以先向监管机构（或交易所）递交一份完整的框架性申报材料，说明计划好的融资总规模和融资次数；监管机构（或交易所）审批认可后，向企业下发一份总的无异议函；而后，当企业需要融资时，只需要提前一周将发行说明书、评级报告、相关法律文件等报送监管机构（或交易所）备案，便可以即刻发行产品。使用储架发行模式，就相当于监管机构（或交易所）给相关企业开辟了一个融资的“绿色通道”——简化了审批流程，有利于企业争取时机最佳的融资窗口。

具体来说，储架发行模式的推出，是因为上市公司近几年内有可能需要进行多频次、大资金量且跨度区间较长的重大投资，有些投资事项的时间节点不太好把握，如果等待繁琐的审批程序，就可能错过最佳的融资时机。所以，企业开始向监管机构游说，在经历了长达

数十年的争取过程之后，美国证券交易委员会才最终同意了“一次注册，多次发行”的模式，从而形成了储架发行的精髓。

在美国股票市场中，这一贴心的融资模式被形象地比喻为：获得上市许可文件的企业并不急着马上使用，而是先存放在美国证券交易委员会那里，让它储存在档案柜的架子上，等到企业有融资诉求时，可以立马从架子上取来，交给交易所安排发行手续。“储架发行”这个词最初就源于此。

到后期，储架发行模式从上市公司再融资领域延伸到首次公开发行领域，这就给企业在上市时机选择方面提供了便利。然而，因为储架发行制度会不断稀释股权，对股价形成了威胁，所以在美国股票市场并没有受到太大的追捧，延伸到债券市场之后，才获得了热捧。后来，在美国证券化市场中也得到了普遍应用。

### 关系企业切身利益

2004年，中国银监会发布《商业银行次级债券发行管理办法》，规定“商业银行次级债券的发行可采取1次足额发行或限额内分期发行的方式”，开启了储架发行模式在我国落地的序幕。直到目前，我国监管机构在书面资料中都称其为“分期发行”。

储架发行模式的落地，对于我国企业而言意义重大，其表象是“绿色通道”，实际上背后关系到企业的切身利益。在任何通过行政许可可获得金融产品挂牌资格的国家，企业都需要提交一整套非常完备的报批材料，且审批期间免不了追加补充材料的要求，这就使得原本漫长的许可等待过程变得更加艰辛。譬如在2017年的债券市场，从年中到年底，利率迭创新高，晚一个月拿到批文就意味着企业需要偿付的利息数额有巨大的增加。企业面对这种情况，普遍的选择是提前预判利率走向，并先行提交材

料实现“卡位”。然而，卡位需要经验，也需要运气。如果运气不佳，一种可能是，在审批报备阶段没有及时获得无异议函，企业就可能被迫接受利率颇高的“过桥贷款”，以等待批文下发；另一种可能是，批文提前到手但企业暂时没有融资诉求，不得不眼睁睁地看着费尽九牛二虎之力搞到的批文就此过期；亦或者企业干脆打碎牙齿往肚子里咽，赶在批文作废之前募集资金，从而每天含泪忍受白白付出的利息成本。储架发行模式推出后，对于企业而言，就是将审批前移，同时将融资许可的时间窗口拉长，让企业依照项目进度有条不紊地安排融资计划。

对于企业而言，储架发行模式实质性地降低了融资成本与合规成本；而对于监管机构而言，虽然有可能会使企业信息披露的质量存疑，但并没有降低监管方面的任何要求，可谓瑕不掩瑜。因此，监管机构对此采取了谨慎研究、缓慢推进的方式，2004~2015年11年间，一行三会及交易商协会针对各自管辖范围内的金融产品使用分期发行模式出台了详细的规定，最终让储架发行模式在我国金融市场中获得了全面推广。

## 证券化蓬勃发展的助力

与储架发行在美国因为债券市场的成功实践而名声大噪不同，在我国，其声名鹤起是因为在资产证券化中的应用。

在我国证券化市场，储架发行起初被用于循环周转型证券化产品之中。此类产品的基础资产多为短期贷款，资金出借期短，借款后一个月内开始陆续还款，造成基础资产期限短于证券化产品还款期限的窘境。但此种贷款又具有客户群体优质、广泛且稳定的特点，是最适宜证券化的资产类型，因而根据其资产特点设计出了“以本金循环购买基础资产，利息持续

给付投资者”的产品类型。在我国现有的制度框架下，要实现循环购买，就必须分期发行，并且具体的发行时间需要等待基础资产的形成而确定。所以，我们可以说，储架发行模式几乎是为循环周转型证券化产品量身设计的一种发行制度。

循环周转型证券化产品的基础资产主要在消费金融领域，比如大家所熟悉的阿里花呗、京东白条，还有部分商业银行的信用卡分期债权等。2013年7月，东方证券资产管理公司发行“东证资管—阿里巴巴1号~10号专项资产管理计划”时，一次性向证监会申请获批“三年内不定期发行10期资管产品，每一期发行额度控制在2亿~5亿之间”，成为我国第一单储架发行的证券化产品。

从技术层面来说，储架发行模式应用于循环周转型证券化产品，要比应用于其他证券化类型的意义更大一些。但储架发行并非专为循环周转型证券化产品而设立，当前市场中也有其他类型的证券化产品在发行时选择了储架发行，比如文章开头提及的保利地产类REITs和招商蛇口CMBS，以及2017年12月26日获得批复的首单民企长租公寓类REITs“高和晨曦—中信证券—领显系列资产支持专项计划”。

在很多行业里，符合证券化承做要求的基础资产往往会随着时间推移不断形成，当基础资产产生时，企业通常乐意通过证券化的方式获得现金，补充流动性。但有一个问题：很多时候，基础资产具体什么时间节点产生，不太好判断，如果以“卡位”融资的方式解决困境，技术难度太高。有了储架发行模式，企业便可以在发行时机的把握上更加游刃有余，所以储架发行为证券化在我国更为蓬勃的发展奠定了基石。我们有理由期待，我国的证券化市场在未来会更加壮大，而储架发行在证券化领域的应用将全面开花。☐

储架发行模式的落地，对于中国企业而言意义重大，其表象是“绿色通道”，实际上背后关系到企业的切身利益。