



航空金融

年度中文版增刊 2013年06月 总第21期

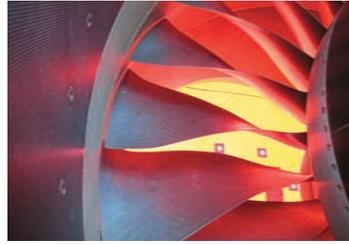
捕捉商业航空领域的金融讯息



2011版ASU框架 / 6
出口信贷的终结?



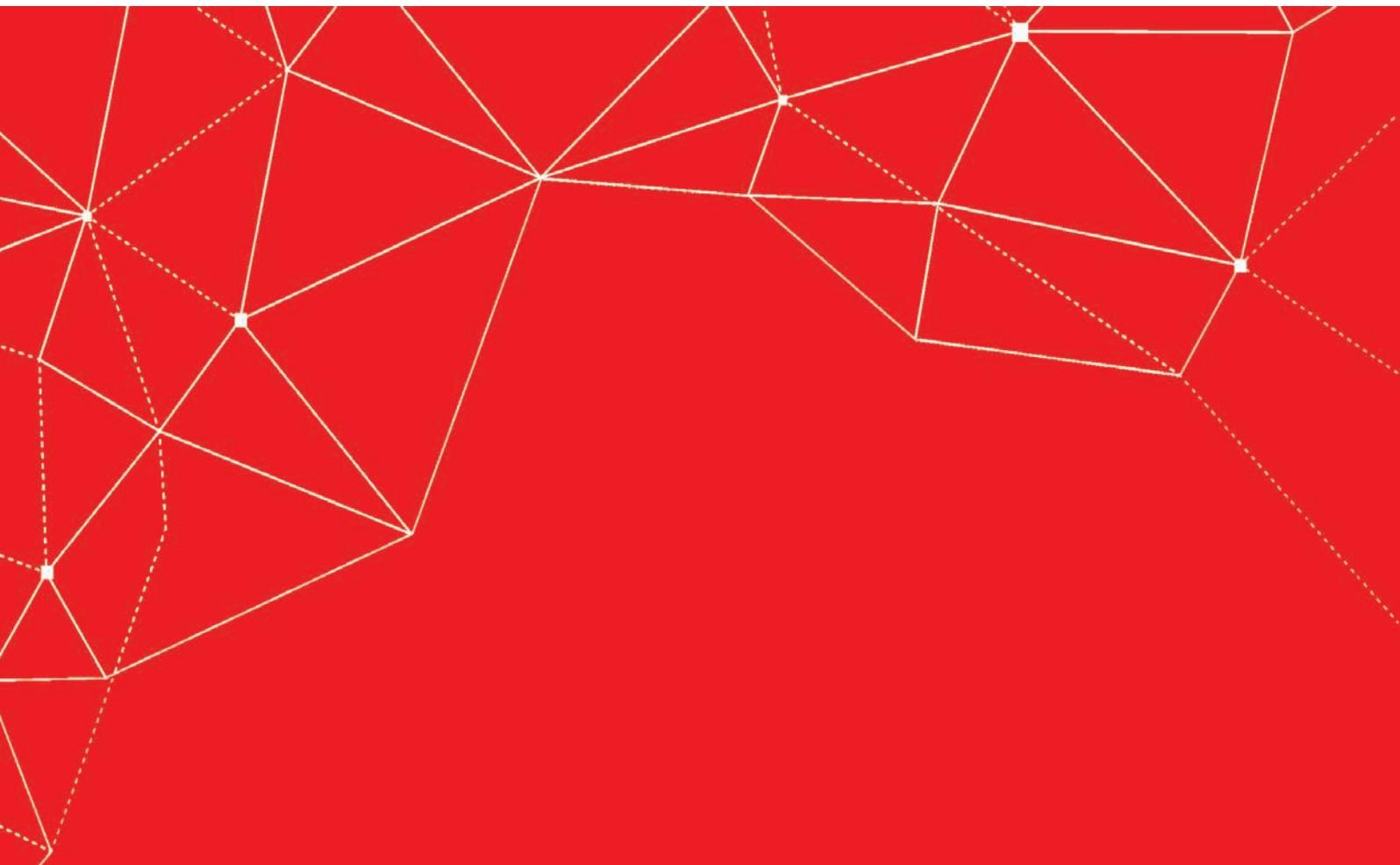
资本市场 / 8
航空产业转向债市



MRO新发展 / 12
从零部件盈利



租赁商 / 19
2013年无出售计划



www.airfinancejournal.com »

在线 / 新闻

www.airfinancejournal.com

在线 / 网络

航空公司金融网络社区

在线 / 航空公司分析师

超过100家航空公司
财务数据

在线 / 会议

[www.airfinancejournal.com/
events](http://www.airfinancejournal.com/events)



目录

资深记者/中文版增刊编辑

Jamie Bullen
+44 (0)20 7779 8242
jbullen@euromoneyplc.com

编辑

Dickon Harris
+44 (0)20 7779 8853
dharris@euromoneyplc.com

技术编辑

Geoff Hearn
+44 (0)20 7779 8849

记者

Yana Palagacheva
+44 (0)20 7779 8029
ypalagacheva@euromoneyplc.com
Joanna Vickers
+44 (0)20 7779 8072
jvickers@euromoneyplc.com

丛刊副主编

Peter Styles Wilson

出版者

Graham Sherwood
+44 (0)20 7779 8857
gsherwood@euromoneyplc.com

广告经理

Ben Sharpington
+44 (0)20 7779 8231
bsharpington@euromoneyplc.com

订阅客户经理

Sarita Bains
+44 (0)20 7779 8015
sbains@euromoneyplc.com

交易数据库管理

Alfonso Olivas
+44 (0)20 7778 8225
aolivas@euromoneyplc.com

业务部经理

Sean Brierley
+44 (0)20 7779 8207
sbrierley@euromoneyplc.com

部门负责人

Roger Davies

预订/会议热线

+44 (0)20 7779 8999 / +1 212 224 3570
hotline@euromoneyplc.com

设计制作 伊斯耐特文化

广告/中文版增刊订阅

陈虹
joychen6688@gmail.com

客服

+44 (0)20 7779 8610

地址: Nestor House, Playhouse Yard, London, EC4V 5EX

执行主席: Richard Ensor

董事: Sir Patrick Sergeant, The Viscount Rothermere,
Neil Osborn, Dan Cohen, John Botts, Colin Jones,
Diane Alfano, Christopher Fordham (常务董事),
Jaime Gonzalez, Jane Wilkinson, Martin Morgan,
David Pritchard, Bashar Al-Rehany

未经出版者书面批准,不得翻印本刊任何部分。

The Airfinance Journal Ltd.

在英国注册编号为 1432333(ISSN 0143-2257)

《航空金融》(USPS 编号: 022-554) 是 Euromoney Institutional Investor PLC 旗下一家提供商业网站和电子资讯全方位服务的机构, 纸质期刊年售价: 1750 美元/1295 欧元*/1015 英镑*。(* 增值税另计)

Euromoney Institutional Investor PLC 已尽一切努力务求本刊资料准确, 但对任何错漏、意见或建议所引致之后果, 本刊及其撰稿人不负任何法律责任。本刊不可取代专业人士就交易方面所提供的具体建议。

© Euromoney Institutional Investor 2013

编者寄语



中国的不断崛起 / 2

专题报道

航空租赁业的中国梦 / 3

国银金融租赁有限公司是国家开发银行旗下的金融服务平台, 是中国成立最早、历史最悠久并且最早开展航空租赁业务的金融租赁公司。凭借近十年的开拓与创新, 国银租赁树立了自己的航空租赁品牌, 在中国率先跻身国际航空租赁二十强。

适应新的“航空器行业谅解协议” / 6

航空票据角逐 / 8

长期以来的低利率水平拉低了资本市场的成本, 投资者对于航空公司及租赁商发债的需求强烈。贷款方为迎合投资需求纷纷参与交易角逐。

选择好搭档 / 12

商用飞机 MRO (维护、修理和大修) 厂商度日维艰。航空机队中租赁飞机数量的增多或许只会带给他们更多的烦恼。

爱尔兰税制的魅力 / 14

世界上 90% 的飞机租赁公司都选择将总部设在爱尔兰。这里已成为飞机租赁行业的代名词。

航空公司归还日本经营租赁飞机 / 17

航空公司打算返还日本经营租赁结构下的租赁飞机——这可能会使得提供融资资金的股权投资人心生退意。

退出的合适时机 / 19

去年, 大量的资金涌入租赁行业。2013 年, 盛景将难以重现。



/ 3



/ 6



/ 8



/ 12



/ 19

中国的不断崛起

这里是《航空金融》杂志中文版的年度增刊。每年，我们都会从原杂志中选取一些时效性和关联性强的文章，翻译成中文后以飨读者。

今年选取的一些文章是关于中国境外的航空市场的报道。其中包括，爱尔兰税制如何使那里成为航空产业趋之若鹜之地，2011年版的ASU框架如何使得航空公司不再青睐出口信贷的融资渠道等。

此外，还有对于未来航空资本市场发展情况的深度探讨。

《航空金融》杂志希望能通过这些文章对我们的读者有所助益。

主要市场

在任何航空业内人士眼中，中国市场仍是一派繁荣景象。中资航空公司已经跻身全球业绩最优异的航空公司之列，国内租赁市场近些年来发展也十分迅猛。

2011年，中资航空公司创造了全球60%的盈利，实现利润260亿元人民币（41亿美元）。这要归功于旅客对于航空运力的高需求。中国民航总局统计显示，2012年国内机场接待旅客6.78亿，实现年均增长9.2%。一旦2012年数据发布，中资航空公司很有可能再度占据全球航空业利润的大片版图。

这些航空企业需要庞大的机队迎合市场需求，因此成为了市场上大宗招标的常客。招标目录金额通常超过20亿美元。在本刊付印之际，中国东方航空公司正寻求10亿美元的债券融资。

随着中国市场的持续成长，制造商将中国视为未来20年的主要市场也就不足为奇了。

一路向东

波音公司预计，未来20年中国新交付

商用飞机数量5260架，预计总金额达6700亿美元。这家美国飞机制造商认为中国将成为商用新飞机需求第二大的市场。

空客公司预测到2031年，中国国内航空运力将超过美国。欧洲飞机制造商在2012年中旬提出的上述论断，与其2011年预测美国届时仍占据榜首的看法发生了逆转。公司首席运营官雷义（John Leahy）也公开表示相信未来20年内飞机制造领域将出现“值得重视的中国竞争对手”。

雷义所指的是中国商飞公司。商飞已经与庞巴迪就一些商业合作达成协议。一旦这家中国飞机制造商的产品进入市场，其在中国境外市场如何与波音、空客竞争将值得关注。

全球化的企业

除了来自OEM厂商的上述表态，中资租赁企业和投资者也已在世界舞台上初显锋芒。

美国国际集团将出售旗下租赁业务——国际租赁金融公司最多90%的股权给一家中国财团。这家财团由新华信托、国家航空产业基金和P3投资公司联合组成，已出资42.3亿美元收购国际租赁金融公司80.1%股权，并可选择购入另外9.9%的权益。

收购全球第二大租赁公司的举动凸显了中国并不满足于成为最重要的成长市场之一，而是同时在租赁领域拥有主要话语权的雄心。

而中资租赁企业如工银租赁、国银租赁在国际舞台上崭露头角至今仅过去了五年左右的时间。

低廉的债务成本

跨国租赁企业同样对中国市场抱有浓厚兴趣。位于都柏林的飞机租赁商Avolon



杰米·布伦（Jamie Bullen），中文版增刊编辑

近期首次运用中国的债券市场，与工行、建行携手，向其租借给中资航空公司的3架波音737飞机提供债务融资。

该宗交易对于利用中国债务融资渠道是个利好消息。

直到不久之前，中国市场上涉及美元飞机贷款的交易少之又少。这要归咎于美元的成本，而不是中资银行对于航空融资持有特定政策。情况已出现改观，许多中资航空公司都转向国内金融机构，因为中资银行可提供价格更低的融资资金。

中国的航空产业正处于不断成长之中，虽然全球范围内出现增长放缓，这种上升之势尚未有停滞的迹象。

对明年的中国市场进行预测是件困难的事情。不过，可以肯定的是，持续增长和引人注目仍是不变的主题。▲

www.airfinancejournal.com

航空租赁业的中国梦

国银金融租赁有限公司是国家开发银行旗下的金融服务平台，是中国成立最早、历史最悠久并且最早开展航空租赁业务的金融租赁公司。凭借近十年的开拓与创新，国银租赁树立了自己的航空租赁品牌，在中国率先跻身国际航空租赁二十强。我们的目标不仅仅是成为具有国际影响力的航空租赁公司，更希望和各位国内航空金融公司同仁一道，不遗余力地促进中国航空租赁业务国际化、规范化和专业化，实现航空租赁业的“中国梦”；在不断推动国家航空建设和发展的过程中，见证中国民航事业的辉煌前景。

国银金融租赁有限公司前身是1984年成立的深圳租赁有限公司，2008年经中国银监会批准，中国国家开发银行正式入主深金租，并更名为“国银金融租赁有限公司”。

作为国家开发银行唯一的金融租赁业务平台，国银租赁凭借良好的业务基础、优质的产品服务和专业的精英团队，坚持发展租赁主业，秉承开发性金融理念，锐意打造行业品牌和核心竞争力，逐步成长为国内外有一定影响力的金融租赁公司，形成了航空、船舶、商用车、工程机械、轨道交通、基础设施、企业装备、中小企业设备租赁等多元化租赁业务并举的业务体系，并在拓展跨境租赁业务方面取得了一定成果。截至2012年末，国银租赁资产总额达人民币1,408.24亿元，其中经营租赁资产达人民币369.94亿元，连续5年保持行业第一，实现了业务发展、风险控制与优良业绩的统一。

在众多业务品种中，国银租赁的航空租赁业务经历了从无到有、从小到大、从大到优的艰苦摸索与实践过程，并逐渐发展成为国银租赁最成熟、最具竞争力的核心业务。成绩来之不易，这期间我们凭借坚韧的信念与不懈的努力，克服了各种艰难困境与风险考验。

时间回到21世纪初，我国的融资租赁经过清理整顿，主业不兴，行业不壮。记得在2005年，全国机队规模有800多架，但由于发展基础薄弱，国内

租赁公司仅完成了不足40架的飞机融资租赁业务，没有一单经营租赁业务；国内的飞机经营租赁业务几乎全部由外国租赁公司垄断，并且从中国航空市场获取高于全球平均水平的利润。面对这种局面，2005年末，在公司内部掀起了对业务发展方向的激烈讨论，最终提出一定要把飞机经营租赁作为业务重点方向。这在当时是个大胆的尝试，国内还没有先例。

也正在当时，随着我国经济快速发展，航空运输总周转量以世界平均水平两倍的速度快速增长，逐步成为全球最重要的新兴航空运输市场。这片广阔市场的长期空白让国银租赁深感责任重大，如果中国的航空租赁力量能够打破这种局面，不仅能为国家带来可观的税收，更能为中国民航业突破现状、高速发展带来重大机遇。为此，国银租赁埋下了航空租赁业“中国梦”的种子。

第一单经营租赁业务的开展异常艰难。但是有梦想就会有力量，就会有坚持，最终在2006年，我们以经营租赁的方式成功为东方航空引进1架A330-300飞机，撕开了外资长期垄断我国飞机经营租赁业务的铁幕，实现了国内租赁业的历史性突破，实现了国内优势产业相结合、资源互补，也让国内航空业、金融业和租赁业在逐步发展壮大和探索创新中看到了无限的潜力。

经营租赁序幕的拉开，让我们实实在感受到了希望，航空租赁业的“中

CLC 国银租赁
CDB Leasing Co., Ltd.

国银租赁

截至2012年末，国银租赁资产总额达人民币1,408.24亿元，其中经营租赁资产达人民币369.94亿元，连续5年保持行业第一，实现了业务发展、风险控制与优良业绩的统一。

国梦”不是不着边际的空想，而是能够通过团结奋进、自强不息一步步靠近的，这也让我们更加自信、更加坚定不移地大力发展航空租赁业务。

从无到有的过程总是艰辛的，由于国内租赁行业整体起步较晚、内外部条件不完善，在发展过程中面临很多“瓶颈”，我们要实现航空租赁业务在国内顺利开展，并向国外破冰，只有通过业务开展的过程中一点一滴筑建与完善内外部环境。监管问题、税收问题、外汇问题、设备引进的审批问题、

国内同业之间无序竞争问题，各种困难接踵而至。国银租赁积极研究国内外相关政策、法规以及成功案例，多次给银监会、税务局、海关等监管部门提供有关监管、税务、政策、规范等方面的建议，力争为整个航空租赁业争取到更为合适、健康的发展环境。

通过多年的凝心聚力，克难攻坚，我们对内加强管理，对外积极应对同业竞争、融资困难和政策限制等方面的挑战，以国际领先的租赁公司业务模式为标杆，顺利搭建境内外业务平台，并充

分利用各平台优势，实现飞机租赁业务的健康快速发展。我们在境外航空租赁业务主要通过爱尔兰平台开展，境内航空租赁业务主要通过上海综合保税区及天津东疆保税港区平台操作。目前，境内外的业务规模已经超过48亿美元。

在通过平台开展航空租赁业务的过程中，无论是平台筹建、项目公司设立、运营管理，还是平台业务开展及落实，公司都通过摸索熟悉了每一个业务环节，积累了丰富的经验。在有序、高效地实现航空租赁业务的同时，我们



国银租赁

我们在境外航空租赁业务主要通过爱尔兰平台开展，境内航空租赁业务主要通过上海综合保税区及天津东疆保税港区平台操作。目前，境内外的业务规模已经超过48亿美元。

也在不断探索更好、更完善的业务方式，希望能与各位同仁一道，做出中国自己独有的卓有成效的航空租赁业务模式，加快中国航空租赁业务“走出去”的步伐。

为实现航空租赁业的“中国梦”，我们时刻不忘国开行“增强国力，改善民生”的使命，一如既往秉承国开行履行社会责任的精神，在中国航空业发展的新阶段，以更加坚毅的决心、更加团结的力量，利用资金动力撬动国产民机制造业及航空运输业各类投资项目高速发展，实现了巨大的社会效益。

自2003年起，公司先后与中国商飞签订了20架ARJ21支线客机采购订单；紧接着在2010年的珠海航展上，又宣布订购10架C919飞机，成为国内首家订购的金融租赁公司；2011年，积极响应中央的援疆政策，与南航合作开展20架ERJ190飞机的购买和租赁项目，并投放新疆市场运营。这个项目对加强新疆与周边国家的贸易往来，促进新疆旅游业的发展，增进新疆与中国其他地区的联系，推进新疆区域经济发展起到了极大的作用，也是我们对服务中国民航业这一承诺的有力实践！

自2003年起，公司先后与中国商飞签订了20架ARJ21支线客机采购订单；紧接着在2010年的珠海航展上，又宣布订购10架C919飞机，成为国内首家订购的金融租赁公司；2011年，积极响应中央的援疆政策，与南航合作开展20架ERJ190飞机的购买和租赁项目，并投放新疆市场运营。

在多年的发展中，我们在航空融资租赁、经营租赁、收购带租约飞机资产、航材及机场设备租赁等方面积累了较为丰富的经验，打破了国外租赁机构和银行对中国飞机租赁市场的长期垄断，减轻了国内航空公司租机成本，增加了国家的税收来源，为支持国产飞机制造业的发展奠定了坚实基础。未来，我们将坚持推动高端制造业的发展，为中国民用航空产业发展提供全方位的金融支持与服务，助力国产民机早日翱翔蓝天。

这些年，民航业在我国经济社会发展的进程中，正扮演着越来越重要的角色，是支撑航空业发展的重要现代服务业。“十二五”明确提出大力发展航空运输业的战略部署，将航空业列为新兴战略产业之一。面对航空租赁行业良好的发展机遇，我们无时无刻不在思考与探索如何让中国的航空租赁行业走向国门、走向世界，如何让航空租赁业的“中国梦”能够再近一点。近几年，随着中国航空需求不断增长，国内很多租赁公司相继成立，尤其是中国的大型银行以及股份制银行也逐渐进入这一领域，使得中国的航空租赁团队越来越大，整体实力迅速增长。凭借中国日益强大的航空租赁力量，我们也更加有信心，航空租赁业的“中国梦”一定不仅仅是梦想。

实现航空租赁业的“中国梦”，我们深知发展是硬道理，中国航空租赁企业“走向世界”虽然面临着大机遇，但挑战却更大。作为国内航空租赁行业的领跑者，我们肩负着推进中国航空租赁业“走向世界”的历史重任，不能有丝毫懈怠，必须再接再厉、一往无前，以成为全球化运营管理的先进的飞机租赁公司为目标，与时俱进、不断进取。

为实现这一目标，我们将继续发挥良好的客户基础、全球化的平台网络、专业化的精英团队等方面的优势，进一步保持与全球优质客户之间长期稳定的合作关系；密切关注国内外宏观经济以及航空市场发展形势变化，构建科学有效的机队规划与管理体系；借鉴国际先进的风险管理模式，巩固全面风险管理体系；增进与世界领先租赁公司的交流合作，汲取成功经验，累积信用水平，降低交易成本，逐步缩短行业差距。我们力争在较短时间内，将国银租赁打造成为“资产优质、回报稳定、国内领先、世界知名”的航空金融租赁品牌企业。

回首过去，感触良多；展望未来，我们信心满怀。当前，我国金融体制改革不断完善，社会经济高速发展，“十二五”规划的发展机遇巨大，我国飞机租赁业也取得了一定的成就，业务形态日趋多元化，行业规模和市场份额持续增长。但是，国内航空租赁业起步较晚、基础力量薄弱、税收重、多头监管、专业人才匮乏、综合配套条件尚不完善等现状，使得航空金融租赁要想实现大发展并非易事。改变这一局面，亟需各租赁公司同仁一道，进一步完善管理机制，创新业务模式，优化金融服务，加强团队、市场网络建设，同时也亟待国家相关政策、法律法规的健全完善，支持租赁业的良性发展。

航空租赁业的“中国梦”，是金融租赁行业共同的梦想，处于振兴航空租赁业的特殊历史时期，我们有责任、有义务背负起中国航空租赁梦想这一历史使命，共同享有一起创造的激情与硕果，共同享有梦想成真的机会，见证中国民航事业的辉煌前景！

新闻分析

适应新的“航空器行业谅解协议”

荷兰皇家航空公司近期发出报价邀请书，为一架波音777飞机寻找融资资金。荷航在最早的招标中考虑各类的要约，包括美国进出口银行支持的债券融资和有购买选择权的日本经营租赁。

不过，据报道荷航现在只考虑日本经营租赁的渠道，认为美国进出口银行支持的债券融资在新的“航空器行业谅解协议”（下文称“ASU框架”）下成本过高。

提高“附加费”标准

在2011年达成并于今年1月份生效的新的ASU框架下，由于附加费的提高，出口信贷机构融资的成本实际翻了一倍。

新的ASU框架的初衷，是希望通过提高出口信贷机构融资的成本，减少航空公司对其依赖性。尽管，出口信贷机构的债务融资原本就是作为“最后的融资手段”。然而，出口信贷机构融资却已成为许多航空运营商优先的选择。现实的情况也是如此：市场上很大一部分的融资都是通过这一最后的融资渠道实现。根据“《航空金融》交易数据库”的统计，过去两年间，出口信贷机构担保的飞机交付约占到全球飞机交付总量的20%。

成本较低的出口信贷机构债务融资也给二手飞机市场造成了冲击。航空公司以往只能购买旧型号飞机，现在有了出口信贷机构的资金支持，有能力购买更新型的客机产品。

在2007年版本的ASU框架下，附加费在4%至7.5%之间（取决于借贷方的信用等级），造成交易成本增长了3.4%（即飞机资产价值85%的基础上征收4%的费用）。

在新的ASU框架下，按照最新的附加

费率计算，即便是最高信用等级的借贷，前期支付费用的成本也增长了约2%。

市场VS政府

新的ASU框架也引发了政府对本国飞机出口的支持力度的争论。以飞机租赁公司AWAS首席执行官雷西森（Ray Sisson）为代表的一种观点认为，出口信贷机构债务融资类似于政府补贴，违背了市场规律，他们认为制造商应该让市场来决定飞机的价格和产能。

霍华德·米拉尔（Howard Millar），瑞安航空公司首席财务官，在第15届全球航空金融会议上针对新的ASU框架的问题直言称，瑞安航空公司已对出口信贷机构融资失去了兴趣，原因是融资成本过于高昂。这家爱尔兰航空运营商一直广泛使用出口信贷的产品，通过该种政府支持的债务融资结构为超过200架飞机提供融资资金。

出口信贷机构的资金是否应当如此大规模的支持那些最大的航空运营商仍存有争议。瑞安航空公司机队的72%都是通过出口信贷机构提供的贷款进行融资。而与此同时瑞安财力雄厚、与银行机构关系也很密切，完全可以找到其他的一些融资渠道。现实的情况是，一些人希望维持现状；另一部分人希望通过自由市场的力量来决定。即便新的ASU框架规定了新的附加费标准，争论可能还将持续下去。

我们只接受信用优良的航空公司

航空公司还有其他的渠道可选吗？最终这都取决于航空公司的信用状况。

另外一些融资结构包括商业贷款、税务租赁（如日本经营租赁）。但实际情况是只有一类信用等级的航空公司有资格申请。在目前的经济环境下，银行并不愿意向信用等级较差的企业提供12

年期商业贷款。

日本经营租赁这一类的结构融资产品则取决于保守型投资者的意愿。而他们不大可能投资二类信用等级的航空公司，特别是当他们可以选择投资一些大名鼎鼎的企业如荷兰皇家航空公司的情况下。

相对较低的成本促使航空公司继续使用出口信贷机构支持的债务融资产品。不过，其实也只有那些最大的航空公司有机会申请，因为投资者显然不会对那些名不见经传的航空公司感兴趣。

一类航空公司仍可能使用出口信贷机构的贷款融资，以实现资金渠道的多元化。因此，航空产业对于出口信贷机构贷款融资的依赖能有多大的减弱还是一个未知数。

二手飞机市场，仅是次要的选择

尽管使用成本增加，二类航空公司还将继续采用出口信贷机构融资，因为其他的融资渠道基本都无法获得。当然，可以选择购机回租，不过航空公司还是会希望有部分飞机自有；而对于其他实力更弱的航空公司，出口信贷机构的贷款就是他们唯一的选择了。

二手飞机市场的日子同样不好过。二类和信用等级更低的航空运营商通过低成本的出口融资机构贷款来购置新机，造成二手喷气机（特别是窄体客机）市场出现萎缩。

新的ASU框架或许会催生部分航空公司减少对出口信贷机构贷款的依赖，但这仅局限于那些可以选择其他融资渠道、信用等级最高的航空运营商。二类或是三类信用等级的航空公司只能接受在新的ASU框架下支付更高的费用，成本的增加并不足以促使他们转向二手飞机市场带来实质性的影响。▲

全新 LEAP 碳纤维叶片。
世界上更轻、更坚固的材料
与超凡智慧的结晶。



CFM、LEAP及CFM LEAP均为CFM国际公司的注册商标。CFM国际公司是法国赛峰集团（原普惠集团）与美国通用电气的合资公司。



LEAP

LEAP技术又一突破性成果。

我们的创新科技，结合了碳纤维编织技术与树脂转移成型工艺，制造出更轻、更坚固的风扇叶片——无与伦比，坚不可摧。欢迎访问 cfmaeroengines.com，了解更多铁一般的事实。

航空票据角逐

长期以来的低利率水平拉低了资本市场的成本，投资者对于航空公司及租赁商发债的需求强烈。贷款方为迎合投资需求纷纷参与交易角逐。乔安娜·维格斯 (Joanna Vickers) 撰文。

2009年，资本市场募集的资金约为130亿美元。到2012年，达到270亿美元，实现了翻番。金融机构预计，由于航空公司和租赁企业受产业扩张的驱动而寻求新的流动性，增长的势头还将持续。

现阶段资本市场显著的吸引力，很大程度上得益于目前低利率的大环境。一旦利率水平再次上升，这些交易结构的经济性对投资者的吸引力或将减弱。

即便如此，资本市场对于航空金融业的重要性在很长一段时期内都不会减弱。未来20年4万亿美元飞机订单的预期，使得市场获取新的融资途径的努力比以往任何时候都更为迫切。

商业贷款需求减弱

第三版巴塞尔协议的监管规定和新的航空器行业谅解协议于一月份生效，使得商业贷款和出口信贷担保的使用成本增加。

由于传统的融资渠道成本升高和可获得程度的减弱，航空公司和租赁企业需要在寻找融资途径上进行创新。

“航空公司的首席财务官们无法向以往那样依赖10年期、12年期的商业贷款，因此对于寻找新的融资渠道有了更高的积极性。”法国巴黎银行全球运输业务主管埃里克·尤金 (Eric Eugene) 说道。

银行家们对于资本市场的热情也不难理解。这些交易通过表外债务融资的方式可以为其带来各种银行费用的收益。

不过，面对预计未来飞机订单交付年均800-1200亿美元的规模，航空业对于资金的需求十分的迫切。

巧合的是，在航空产业存在融资巨大需求的同时，投资者对于担保及无担保航空债券的投资热情都在增强。

投资者偏好

虽然总部位于新加坡的中银航空租

赁公司去年九月发行了5亿美元的优先无担保票据，资本市场的交易仍主要集中在美国境内。

近期，美国市场上航空公司和租赁企业债券的交易价格走低。这也体现出目前市场投资者投资意愿的强烈。

“过去一年间交易的平均价格相比金融危机后的2009年，利率水平还不到原来的一半。”高盛公司董事总经理格雷格·李 (Greg Lee) 表示。

达美航空公司发行的一只增强的设备信托凭证，其中的A类证券离到期日5.4年；抵押资产平均机龄12.4年，交易价格水平2.99%。在李看来，这是一个“惊人的”价格。

即使是申请破产保护的美国航空公司，也以A类资产3.7%的价格水平获得增强的设备信托证券化融资，抵押物平均机龄10.8年。这与2009年该航空运营商进行的以机龄短于三年的飞机资产组合为担保的证券化发行时付出的10.375%的息票率成本，形成鲜明的反差。

价格正合适

过去一年来价格出现了回落。例如，飞机租赁商Doric和阿联酋航空公司发行的增强的设备信托债券相比去年6月的发行价格水平要低150到200基点。

租赁商的优先无担保债券产品在短期内也表现出价格成本改善。国际租赁金融公司去年8月发行的优先无担保债券定价为5-7/8，现在的价格为4.9%，6个月内降低了90个基点。

租赁商的担保票据发行也受到投资者的热捧。Awas公司在2010年6月发行的一只担保定期贷款定价Libor +575基点，此后价格重新调整为Libor +400基点，现在的交易价还有略微下跌。有金融专家表示，如果在现在的市场条件下发行，定价甚至可以达到Libor +350基点。

“对于租赁企业更重要的不是价格低到当前的水平，而是他们可获取资金的渠道得到了改善。”

格雷格·李 (Greg Lee)，高盛公司董事总经理

更低的价格水平表明投资人对于航空金融类债券需求旺盛，而这还不是租赁企业看到市场出现好转的唯一迹象。

“对于租赁企业更重要的不是价格低到当前的水平，而是他们可获取资金的渠道得到了改善。”李表示说。

或许衡量融资环境好转的最显著表现是近期通用电气商业航空服务公司进行的资产支持证券化交易。上一次有经营租赁商做这样的交易还要追溯到2008年之前。该笔7年期交易，实现了数倍的超额认购，价格为票面价值的1.01倍。

这只资产支持证券大大激励了业内投资的热情，为那些寻求融资多元化的经营租赁商提供了一个很好的选择。

对于没有评级的租赁企业，资产支持证券化产品尤其具有吸引力，因为没有追索权的约束，交易的评级完全取决于资产和融资的能力。

因为目前只有少数飞机租赁商拥有金融评级，随着对该融资结构化产品信心的恢复，资产支持证券化市场在接下来的一两年可能迎来长足的增长。

亚洲潜力无限

欧美资本市场的一派红火，反衬出亚洲资本市场对于交易需求的相对冷淡。

主要原因在于日资和中资银行为本国的航空公司提供了强有力的金融支持。正因如此，亚洲的航空运营商相比之下，对于欧洲银行机构提供的传统商业融资渠道没那么依赖，对于在资本市场寻求多元化融资也不迫切。

尽管如此，资本市场这一融资渠道在亚洲也出现了增长的迹象。

位于新加坡的中银金融租赁公司，近期发行了5亿美元优先无担保票据，到期日为2017年，并实现了八倍的超额认购。在通过资本市场发债之前，该家

一位来自某美国租赁公司的人士透露，他们在密切关注资产支持证券化市场的复苏，也有在近期进行交易安排的打算。

航空公司票据

从经济性的角度考虑，一直以来增强的设备信托凭证市场的低收益率意味着，对于寻求债务融资的航空公司来说，没有比这种融资结构更有吸引力的选择了。

不少金融机构都指出，增强的设备信托凭证相对定价更有优势，在一些交易案例中甚至比商业银行贷款和出口信贷机构担保融资成本更低。

业界一致的看法是，类似去年阿联酋航空公司和Doric公司跨境发行的模式会再次出现。唯一的问题在于具体的时间和交易的对象。

《航空金融》近期有报道称，国际航空集团和加拿大航空公司都有意增强的设备信托证券化交易，但具体发行时间还不清楚。

虽然英国尚未批准《开普敦公约》，

租赁企业获得了两家机构的信用评级：惠誉的A-评级和标普的BBB评级。

金融机构表示，亚洲投资者同样对航空债券表现出更大的兴趣，其中包括阿联酋航空公司的增强设备信托凭证和通用电气商业航空服务公司的资产支持证券化这一全新的产品。

亚洲的航空公司和租赁企业还进行了许多私募交易。有迹象还表明，其中一些机构正在研究企业评级，以便更好地利用资本市场的资源。

迈克尔·福克斯 (Michael Fox)，高盛公司投行业务执行董事，表示：“我们不应低估亚洲市场的潜力。”

国际航空集团对于资产支持债券的市场潜力抱有信心。

“英国的司法体制对于结构化债券产品有良好的支持。”约尔格·奥特罗 (Jorge Otero)，国际航空集团财务与风险经理，表示说。英国航空公司拥有信用评级，国际航空集团是一家上市集团公司，这两点都是吸引增强的设备信托证券化投资者的重要因素。

证券发行方意愿强烈，投资人对于航空公司票据的需求也在持续增长，市场对于增强的设备信托证券化产品的吸引力也拥有信心。

“针对美国境外的增强的设备信托证券化交易，我们相信美国的机构投资者对此会有相当大的需求。他们一直在美资航空公司的交易中表现活跃，对全球性的多元化投资也展现出兴趣。”花旗银行董事总经理托马斯·布莱尔莫 (Thomas Bliemel) 称。

当然担保债券不是航空公司融资的唯一选择。

“对于信用状况较好的航空公司，无担保债券市场也是大门敞开的。”汤姆·霍拉汉姆 (Tom Hollahan)，花旗银行全球航空业务主管，表示说。

虽然不存在阻碍，过去几年市场上并没有出现特别重大的无担保航空公司债务融资交易；部分原因在于交易的成本较高。

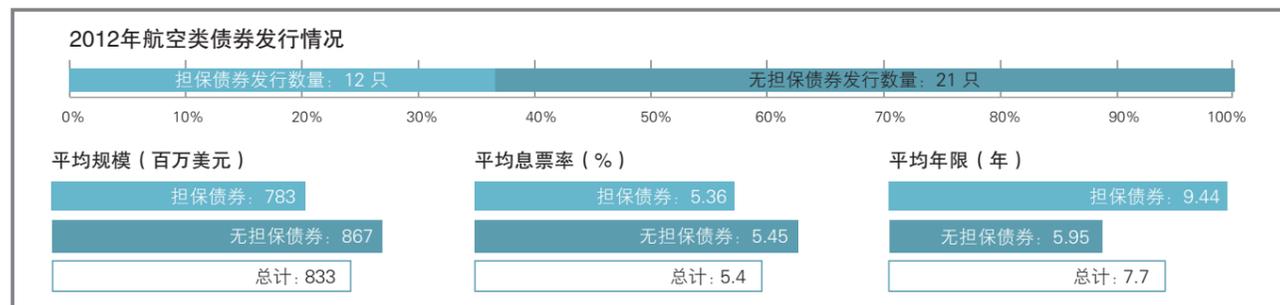
市场的迟疑态度或许将发生改变。高尔航空公司近期以息票率10%的价格发行了2亿美元10年期无担保债券。虽然定价较高，该航空公司只得到一家机构的B级信用评级，过去两年公司也无盈利表现。

这家巴西航空公司虽然信用评级低却成功实现融资的事实，进一步表明了市场对航空公司票据的巨大需求，也为

资本市场调查

“对于信用状况较好的航空公司，无担保债券市场也是大门敞开的。”

汤姆·霍拉汉姆 (Tom Hollahan)，花旗银行全球航空业务主管



其他寻求多元化融资渠道的航空公司具有借鉴意义。

担保或无担保

“《航空金融》交易数据库”统计了2012年一共有33只债券在资本市场发行（不含出口信贷机构担保债券），总融资额270亿美元。去年交易的主角是无担保债券，占总数的64%，担保债券发行占36%。

无担保债券通常发行规模也比较大，平均达到8.67亿美元；而担保债券平均规模为7.82亿美元。无担保债券平均息票率仅比担保债券高9个基点，这也不难理解前者为何更受市场欢迎。尽管担保和无担保债券息票率相对接近，两者平均年限的差别明显。担保债券平均年限要多出3.49年，对于寻求长期持债的企业更有吸引力。

增长的航空公司名单

尽管增强的设备信托凭证和资产支持证券化产品成为了近期关注的焦点，并不意味着其他的资本市场交易形式销声匿迹。

许多金融专家都指出投资者对于股权投资有很大的需求。

“全球范围内，航空公司的市值都在上升。”霍拉汉姆说，“这体现出投资者对于航空业将理性经营的信心。”他接着说道。

国际上多家航空公司都选择股权投资的方式。《航空金融》了解到至少有6家航空公司已委托安排行筹备在年内进行IPO。

选择首次公开募股的多家航空公司都是来自新兴市场且业务急速增长的廉价航空公司。这对于寻求在产业繁盛期大赚一笔的投资者而言再理想不过了。

对评级的需求

现阶段仅有18家航空公司获评级机构的评级。获评级的租赁企业数量更少，只有6家。未来几年随着有新的企业寻求在资本市场融资，这一数字也将出现增长。

“我们注意到一些经营租赁商试图获得评级，这些租赁商相对航空公司能更容易获得资本市场资金。”尤金认为说。

具备评级可以让租赁商在公司债市场上取得更低的融资价格，拥有担保债券、无担保债券和B类定期贷款的多种选择。

“公司评级对于在资本市场融资至关重要。”奥特罗表示，“英国航空公司设定的2015年盈利目标帮助我们取得投资级的债券评级。”

此外，土耳其航空公司也在努力获得评级。据了解交易情况的金融机构消息，土航正考虑接下来发行新股或增强的设备信托凭证。

虽然取得信用评级肯定对利用资本市场资源和获得好的价格有所助益，却也并非寻求融资的前提条件。

去年，法国航空技术企业赛峰集团通过私募成功完成12亿美元优先票据定价。虽然未获评级，该宗交易实现了4倍超额认购，融资规模由最初的3亿美元增长至12亿美元。

重新定价的可能性

虽然近期对交易进行再次重新定价出现波折，飞机租赁公司Fly Leasing去年12月成功将3.95亿美元定期贷款的价格从Libor +550基点降至Libor +450基点，节约了100基点的成本。

发行方当然希望对目前有利的大环境加以利用，问题的关键在于能否达成所愿。显然要说服投资人选择放弃一些利益不会是一个容易的过程。Fly Leasing公司为了达成协议，不得不向投资人一次性支付交易总额3.5亿美元的1%作为交换条件。

业界对今年发生更多对交易重新定价的情况持谨慎乐观，并预测重新定价可以带来50到100基点成本的节约。

“从现在到年底可能还有10亿美元总额的交易会进行重新定价。”高盛公司的格雷格·李认为说。虽然总体规模并不大，对于能够达成协议的发行方来说利润空间还是很诱人的。

资本市场调查

《航空金融》了解到至少有6家航空公司已委托安排行筹备在年内进行IPO。

商业贷款继续增长

波音公司预测，2013年资本市场因素占航空融资的比重相比上一年将增长4%，达到全部市场份额的14%。虽然市场份额占比增势明显，同时，该家美国飞机制造商也认为商业贷款市场份额同期将增7%，达到28%；这相当于资本市场同期增速的一倍。

“我不认为会出现没有商业贷款可用的情况。”法国巴黎银行的尤金认为说。

近来，资本市场不断出现有吸引力的价格水平，以及更多高贷款价值比收益的大宗交易机会。

但是商业贷款并非总是成本更高的融资渠道。

例如，飞机租赁商Aircastle在2010年7月发行的优先无担保债券，收益率

9.75%；而目前的交易水平在6.5%左右。金融机构表示，在商业贷款市场上，出借人可以接受以更低的价格为资产提供优先担保融资。

然而价格只是影响因素之一。租赁商和航空公司需要多元化融资结构产品以便最大限度地实现资产负债表的稳健。

“优先无担保债券对于租赁企业的资产负债表意义重大，能够帮助他们投资中期寿命、高收益的资产，这一点商业银行贷款就相形见绌了。”格雷格·李指出。

少数派

资本市场产品现在和将来都是由有着优良信用评级的发行方独享。虽然，随着更多的航空公司获得信用评级，范围正在扩大，大多数航空运营商仍将在

寻求发债上遭遇困难。

我们也将看到，少数获得评级的机构发行规模将扩大、也更为频繁，并出现一些创新的交易结构以试探投资者对于新产品的需求。

托马斯·卡希尔 (Thomas Cahill)，摩根士丹利公司董事总经理，在2013年都柏林举办的《航空金融》会议上预测未来十年资本市场产品的比重将增长三倍。

利率水平终将发生变化，投资者对于航空票据的偏好也可能转瞬改变。谨慎的航空公司和租赁企业会使用一部分的商业贷款，减少债券市场的过度风险暴露。无论如何，在利率水平如此之低的情况下，信用优良的机构总是会尽可能多地融资。债券资本市场又将迎来一个丰收年。▲

AIRFINANCE JOURNAL

To get the most of your
Airfinance Journal subscription visit
www.airfinancejournal.com today



Access the latest news, deals and people moves – as and when they happen



Make use of our archive dating from 1999 including features, surveys, statistical tables and exclusive interviews



Set up your e-alerts so you are receiving the news most relevant to you – breaking news alert which you can personalise by region and sector, a daily news roundup, and a weekly email bulletin of the latest news from within the industry



Get in touch with industry experts from across the globe via Airfinance Network; the online business community for airfinance professionals

Visit www.airfinancejournal.com today.

选择好搭档

商用飞机MRO（维护、修理和大修）厂商度日维艰。航空机队中租赁飞机数量的增多或许只会带给他们更多的烦恼。杰夫·赫恩（Geoff Hearn）撰文。

与商用飞机产业的许多链条相似，MRO领域在现有年值约500亿美元的基础上保持了良性的增长速度。然而，也与航空产业的其他链条相似，MRO产业同样具备周期性和易受世界经济波动的影响。

对维护的需求减弱

这些外部的经济环境影响和商用飞机维修行业的变化交织在一起。弗雷德·拉什（Fred Rasch），北美知名的MRO服务厂商Timco航空服务公司营销副总裁，说：“过去几年，航空运营商延长飞机维修项目间隔已给MRO行业带来很多变化。我们注意到周期性需求大幅萎缩的周期最长达到一年。MRO企业间的并购可能在一定程度上减轻业务量下降的影响，但行业的这些变化将越来越难于应对。”

即便是历来以盈利能力强著称的企业如汉莎航空技术公司（其年营业额达40亿欧元，占到全部MRO市场份额的很大比重），在经济低迷期为了保持盈利能力也选择减少维修业务量。

公司董事局主席奥古斯特·翰宁森（August Henningsen）在汉堡召开的公司年度新闻发布会上，对于身处不景气市场中的汉莎技术公司的发展给予了乐观的评价。翰宁森指出，以旅客需求判断，2012年商用航空市场仍实现了增长；同时他也警示称增长的背后则是全球航空公司同期净利润率仅为1%。

他还表示：“虽然亚洲和中东市场都出现了大幅的增长，许多航空公司还是面临困境，其中以欧洲地区为甚。”

在翰宁森看来，当前的经济大背景给技术服务提供商带来了定价压力。他认为行业仍将保持增长的势头，但是“制造商不断盲目在市场上加大生产”形成的产能过剩，以及配备最新技术飞机在今后长时间内对维护需求的总体减

少都将给定价和成本带来压力。

翰宁森表示，汉莎航空技术公司能完成2012年预期目标的一个重要原因在于所采取的许多削减成本的措施都收到了成效。一些业内人士和评论家指出服务厂商对于降低成本的需求，并普遍认为为进一步产业并购整合和企业倒闭的现象将无可避免。

为顺应这种趋势，汉莎航空技术公司已关闭与澳航的合资发动机维修企业，以及在瑞士巴塞尔机场的维修业务。

不过也并非都是坏消息。虽然有关闭部分业务，汉莎航空技术公司称其2012年实现了总体产能的增长；一些MRO服务厂商也在业务扩张中。

10月份，北美维修厂商AAR公司获批在明尼苏达州德卢斯市新建一个维修基地。该基地现已发展完善，公司一位发言人向《航空金融》表示：“我们在德卢斯有两条维修线，雇员约160人。基地已成为AAR公司全国MRO服务网络（共5个具备大修能力的基地）的一部分。这5个厂目前每年提供接近五百万工时的维修服务。”

有例可循的生意

多数MRO厂商都是与飞机运营商签订合同。至于航空公司对于飞机资产是自有或是租赁，维修厂商并不一定知晓；许多厂商认为这跟他们也没什么关系，因为航空运营商才需要对其与租赁企业商定的维修义务负责。

一种受商用飞机维修行业长期认可的观点是，航空公司和MRO厂商的长期合作关系能为双方都带来很大的益处。租赁企业MRO服务需求的独特性使得两者建立起相类似的合作伙伴关系更显得困难。

不过，随着商用飞机机队中租赁飞机比重的增加（一些预测认为2020年将占到50%），MRO厂商正越来越关注租

MRO厂商正越来越关注租赁企业和银行机构的需求。

实力天平向制造商倾斜

相比飞机制造商，发动机OEM（原始设备制造商）厂商要更多地介入产品零部件市场。

飞机发动机大修可形成利润丰厚的收入来源，这就不难理解为何制造商们愿意以成本价（在一些分析师看来，甚至低于成本价）出售发动机。发动机大修的成本取决于备件的价格，这使得制造商处于一个强势的地位。

国际飞机发动机协会主席兼创始人胡曼·雷扎伊（Hooman Rezaei）认为，虽然发动机占到飞机维护成本的40%-45%，对于飞机发动机MRO问题的重视程度是不够的。

赁企业和银行机构的需求。

例如，汉莎航空技术公司就有一个专门的“飞机租赁和贸易支持”部门，处理融资方的各类问题。

公司重点租赁企业和银行客户经理哈里·西格（Harry Seeger），坦承有时候要满足租赁企业客户的需求并不容易。

“目前，来自租赁企业客户的大多数订单都是由于出现租赁违约的情况。”他说道，“这类业务的性质决定了很难做提前计划，也不是经常性、可重复的业务来源。”

拉什观点与之类似：“我们为飞机租赁企业提供的维修服务，多数是租约将至的飞机。虽然不如常规、全面维修服务来得高效，对于Timco航空服务公司这些处于市场不景气时期的维修服务商来说也是有益处的。”

汉莎航空技术公司为了解决这个问题，向租赁企业提供综合服务方案，为飞机提供使用寿命周期全程MRO服务。西格相信，按照保守估算，这将降低飞

机生命周期内成本达10%-15%，为租赁商和承租方等带来利益。不过，西格并不认为这种理论易于变成现实。“理论上讲挺容易，但是实践起来则要困难得多。”他坦率表示说。西格认为有能力提供此类服务的MRO厂商寥寥无几，因为要提供高质量服务需要具备综合维修能力和很广泛的地面服务网络。

拉什赞同综合能力是租赁企业选择MRO厂商的关键要素之一。“租赁企业时常体现出对于全包解决方案的青睐，维修地点最好能最小化货运的成本。无疑由于具备在不同地点向各种类飞机机队提供飞机停放服务、广泛的维修技术需求、航材处理、工程技术以及涂装服务的能力，我们在赢得客户订单方面占据了先机。”

机生命周期内成本达10%-15%，为租赁商和承租方等带来利益。

不过，西格并不认为这种理论易于变成现实。“理论上讲挺容易，但是实践起来则要困难得多。”他坦率表示说。

西格认为有能力提供此类服务的MRO厂商寥寥无几，因为要提供高质量服务需要具备综合维修能力和很广泛的地面服务网络。

拉什赞同综合能力是租赁企业选择MRO厂商的关键要素之一。“租赁企业时常体现出对于全包解决方案的青睐，维修地点最好能最小化货运的成本。无疑由于具备在不同地点向各种类飞机机队提供飞机停放服务、广泛的维修技术需求、航材处理、工程技术以及涂装服务的能力，我们在赢得客户订单方面占据了先机。”

拉什指出，航材特别是周转件，尤其容易给租赁企业带来问题。他还表示，MRO厂商通常不向他们的（航空公司）客户提供备件，原因是航空公司倾向于自

成本的不确定性促使飞机运营商选择OEM厂商的全包式解决方案，以期降低风险并为MRO费用的融资提供可测算的现金流需求。

雷扎伊还举了CFM国际公司的发动机产品为例。在目前服役的17000多台CFM56系列发动机之中，飞行小时包修方案占到总量的35%。而CFM国际公司出售的全部Leap-X发动机将全部使用包修服务的可能性也越来越大。

这种趋势的不断发展将对制造商建立庞大的零部件市场形成需求。而第三方发动机维修厂商未来的命运则成为了一个疑问。

己购置；而租赁企业为了自有机队的维护需求也不在周转件上进行投入。

他还表示说：“交货周期和第三方提价的因素（特别是一次性、数量少的订单）都会造成麻烦和计划外的成本。”

考虑到全球机队中飞机普遍采用经营租赁的方式，无疑MRO厂商需要更加重视租赁企业的需求，只不过应对新增的这部分需求并非易事。各方都将需要在面对利益冲突和矛盾时表现得更为灵活。

拉什指出了其中需要关注的一个关键领域。

“另一项挑战将是找到同时符合租赁企业和MRO厂商的合适时间点。”他表示说，“通常，租赁企业在确定下家航空公司客户需求之前，不会进行飞机舱内设计或机身涂装的维护安排。由于各种原因这些需求信息的传达可能会延迟，造成MRO厂商无法相应的安排维修服务。”

或许正因如此，拉什表示说：“一旦涉及到三方共同参与，维修的排期可能成为一大难题。”

爱尔兰税制的魅力

世界上90%的飞机租赁公司都选择将总部设在爱尔兰。这里已成为飞机租赁行业的代名词。乔安娜·维克斯 (Joanna Vickers) 与你共同探讨爱尔兰税制的一些变化，以及爱尔兰如何才能在日益激烈的全球化竞争中维持其市场份额。

大约1300亿美元的航空资产租赁交易都来自爱尔兰，超过全球租赁飞机总量的半数。逾40家航空融资公司的总部设于此，相当于全球飞机租赁企业数量的九成。

有吸引力的公司所得税税率，以及新近放宽的证券化规定，正在持续而有力地吸引航空金融公司来此。不断有许多企业因为税务优惠和人才资源选择到爱尔兰设立办事处，同时，过去几年也出现在爱尔兰设立特殊目的公司 (SPV) 的新趋势。

爱尔兰在航空金融领域有着数十载的历史沉淀及来自政府方面的支持。但是，行业的全球化发展趋势意味着，想要保持市场领跑者的地位，爱尔兰需要在促进增长与创新方面付出比以往任何时候更大的努力，以期在与新加坡和马耳他这些新贵的竞赛中保持竞争力。

全球合作网络

飞机租赁产业在爱尔兰发展历史悠久。上世纪七十年代中期创立于香农的GPA公司 (Guinness Peat Aviation) 是其中的先驱之一。该公司此后不断成长壮大，直至1992年IPO发行失败，并最终导致企业倒闭。公司的部分资产被出售，最终成为通用电气商业航空服务公司与爱尔兰开普公司 (AerCap) 的前身。GPA公司的许多雇员也在其他许多初创的租赁企业贡献力量。

这些富有经验的专业租赁人才汇聚而成的“池子”，在吸引日益增长的专业租赁业务落户爱尔兰方面发挥了举足轻重的作用，为这里飞机租赁产业的成长奠定了坚实的基础。

丰富的本土人才资源是租赁产业在爱尔兰蓬勃发展的关键之一。与此同时，对于多数打算在这里投资的人来说，有利的税务制度也有着显著的吸引力。

爱尔兰的双边税收协定网络被业内许多人认为是全世界范围内最完善的。目前，爱尔兰已签署68个双边税收协定，占世界全部国家的近三分之一。这其中，有64个已生效，另外4个也处于谈判的不同阶段。

一个完善的协议网络体系对于租赁企业而言十分重要，因为双边税务协定既能推动在不同司法体制条件下飞机租赁交易的进程，也可以极大地减少租赁交易的税务负担。在缺乏税收合作协议的情况下，承租方一国将征收预提税，扣留了一部分的租金收益。

“对于飞机租赁业务，承租方一国通常从租金收入中预提所得税。但如果与出租方有税务协定，该部分税可以免除或少量征收。在爱尔兰双边协定中，预提税一般减至0%。这有利于爱尔兰租赁企业在更多国家开展飞机租赁或转租租赁业务，而无需担心预提税的问题。”毕马威公司税务合伙人汤姆·伍兹 (Tom Woods) 介绍说。

有吸引力的税制

爱尔兰公司所得税很低，这也是吸引航空企业的主要原因之一，虽然爱尔兰提供的税务优惠并不止于此。爱尔兰税制向飞机融资类交易提供一系列有利的税务结构，包括加速飞机折旧和对资本化宽松的限制。

爱尔兰对于贸易类征收的公司所得税率为12.5%，仅为欧洲平均水平的一半，也是经合组织国家中最低之一。当地税务和会计公司运用一些避税港政策，将租赁企业归为贸易公司一类，以符合低税率的要求。近年来，贸易类收入的范畴被扩大了许多，与飞机租赁相关的资金借贷及其他关联服务都被纳入其中。这对于租赁企业是一个重要的变化，更大比重的企业收入可以相对更低的贸易类收入税率

通常飞机资产折旧年限都按照25年、残值率15%计算；在爱尔兰，飞机资产可以按照8年进行折旧。

进行征收。通常飞机资产折旧年限都按照25年、残值率15%计算；在爱尔兰，飞机资产可以按照8年进行折旧。这种加速折旧的做法意味着租赁企业可以在8年内摊平飞机购置的成本，相比于飞机通常的寿命周期显著缩减了一半多。这种方法可带来避税好处，前期多提取折旧意味着租赁企业在很长一段时期内可以保留应纳税所得税额。

爱尔兰的监管体系为寻求在当地开展业务的外来租赁企业也提供了简便的准入渠道。

“在成本相当较低的地方开公司要容易些，租赁行业里私人有限责任的公司通常不受监管或者仅需要具备营运执照。”迪伦尤斯塔斯律师事务所合伙人康纳·齐夫尼 (Conor Keaveny) 说道。

爱尔兰税制很有吸引力的另一方面在于，政府放松对于资本金的监管。许多国家对于企业有最低资本金的强制要求，以最小化过度杠杆化的风险；杠杆化在爱尔兰不受限制。缺乏严格的资本金约束意味着企业举债融资的规模不受限制。债务融资的程度高拉低了总的有效税率，因此，对于许多爱尔兰租赁企业，运用第三方债务融资的手法颇为流行。

特殊目的公司的发展

2011年，爱尔兰放宽“1997年综合税法”第110章条款规定，允许爱尔兰证券公司持有厂房、机械设备等资产。这种宽松化的证券体制推动了航空类企业设立特殊目的公司的大发展，以利用爱尔兰市场提供的各种优惠条件。

爱尔兰的证券化体系最初由出口信贷机构支持的飞机融资交易演变而来。出口信贷机构和银行通常采取破产隔离的方式来预防借贷风险。

“该体系允许对实行破产隔离公司的飞机进行融资，这类公司所有权通过

可抵税参股债券的形式归属租赁企业或航空公司。”伍兹解释说。

债权公司参股债券所产生的利息收益可进行抵税，因此通常只有很小数量的应纳税所得。由于采取破产隔离使得风险最小化且税务成本降至最低，这种融资结构十分具有吸引力。

经过2011年的税法修改，金融机构被越来越多地要求采用爱尔兰特殊目的公司的交易结构，而非贸易公司模式。

东南亚与中东的租赁企业及航空公司通常更倾向于离岸采用爱尔兰当地企业的服务，而不是在爱尔兰建立庞大的在岸业务机构。正因如此，爱尔兰的特殊目的公司成为对这些企业有吸引力的融资工具。

除了一些久负盛名的租赁企业，多种市场迹象显示私募股权公司也将目光对准了爱尔兰的航空融资市场。

“我们的航空类业务十分繁忙，有许多交易结构都很新颖；特别是我们看到私募股权公司也在投资航空金融产业。”迈普达律师事务所合伙人大卫·莫恩 (David Maughan) 表示。

许多此类投资公司之前关注的是完全不同的领域，例如收购不良债权；而目前航空融资的一些利好推动了飞机市场上的投机活动，尤其运用了特殊目的公司模式的交易。

“非传统融资渠道对于110章节已经很熟悉，也很适应，他们理解应如何操作。这个体系已经成功地运用于大量不同的资产类别，因此是经受过检验的。对于航空融资领域来说或许属于新生事物，但就其本身而言却不是新的融资手段。它已被证明是十分具备吸引力的。”齐夫尼解释说。

根据熟悉正在商谈中交易的一些消息来源，相当数量的美国大型私募股权基金

都寻求在爱尔兰开展新的飞机租赁业务。

不同的模式

特殊目的公司模式为在爱尔兰开展航空业务的同时不增加人力成本，提供了一个良好的渠道。然而，除了特殊目的公司结构的显著优势，通常还有其他一些因素吸引他们到爱尔兰开展业务。

“一些管辖属地可能视S110公司为‘管道公司’——一种投资工具，而不给予相应的税务协定优惠。”Walkers律师事务所合伙人肯·拉什 (Ken Rush) 指出。这使得一些租赁企业选择在爱尔兰设立实体机构，以便享有全部的税务协定优惠政策。

美国对于租赁收益相对严苛的政策，迫使美国租赁企业设立离岸业务机构，因为离岸租赁收益无须征税——前提是租赁企业在当地拥有实体业务经营。

双边税务协议网络在亚太地区尤为完善，便于该地区的租赁企业、航空公司与爱尔兰开展更紧密的合作，或者迁往爱尔兰。许多亚洲租赁企业都在爱尔兰从事大量的经营活动，其中包括BBAM、国银租赁、工银租赁、中银航空租赁、三井物产及三菱日联租赁等。

新的流动性池

除了租赁业务，越来越多的航空融资交易选择爱尔兰作为目的地。

资本市场交易的数量也在增长，其中包括爱尔兰开普公司向飞机租赁公司古根海姆 (Guggenheim) 出售50架中期寿命飞机的资产证券化交易。

在传统的证券化交易之外，爱尔兰市场正在修订新的法规，推动更多新颖的航空融资结构的发展。

为了让伊斯兰金融产品进入爱尔兰市场，近期爱尔兰相应推出了新的法规。考虑到中东市场雄厚的资金实力，这很可能对爱尔兰航空产业是一个利好

“增强的设备信托证券化以及其他资本市场交易都有可能爱尔兰市场上扮演日益重要的角色。”

恩达·霍恩 (Enda Faughnan)，普华永道公司合伙人

的变化。

“《2010年金融法案》出台后，一些伊斯兰金融产品，不论采取何种结构，都与传统的金融产品和交易进行类似的课税。通过为投资者提供在岸并符合伊斯兰法规的交易类型，允许投资者通过伊斯兰金融产品、享有爱尔兰税制的优惠政策，爱尔兰这种税制特点对于行业而言是有益的。”拉什解释说。

“爱尔兰正寻求资本市场化发展的道路，航空领域则是其中受到特别关注的。其中的一些变化就包括准许发行增强的设备信托凭证等航空类债券，而无须缴纳印花税。”伍兹表示说。

“增强的设备信托证券化交易所涉及的税务问题得以解决，现在政府在应对开普敦公约的问题。增强的设备信托证券化以及其他资本市场交易都有可能爱尔兰市场上扮演日益重要的角色。”普华永道公司合伙人恩达·霍恩 (Enda Faughnan) 表示。

在国际航空集团与加拿大航空公司合作筹备发行一只增强的设备信托凭证的消息披露后，爱尔兰一些金融机构表示，有多家机构都在研究安排增强的设备信托证券化交易的可行性。

市场对于爱尔兰成为航空金融产业新的资本市场投资中心的可能则持谨慎乐观的态度。

“租赁企业是否将在2013年重新大举回归资本市场还是个未知数，不过已经显现出一些积极的信号。”希拉里·玛伦 (Hilary Marren)，律师事务所McCann FitzGerald航空及资产融资合伙人，认为说。

前进中的阻碍

尽管爱尔兰税制有很多的优势，想要在全球竞争中保持领先，不断的推陈出新、寻找新的优势将是十分必要的；

尤其是新加坡等竞争对手正迎头赶上。

“很显然新加坡的优势与爱尔兰有些相似——完善的双边税务协议网络、优惠的税收政策，不过爱尔兰在发展历史、行业成熟度、人力资源方面都有强大的竞争力。”安德鲁·奎恩 (Andrew Quinn)，迈普达律师事务所合伙人，认为说。

然而随着产业全球化趋势的加剧，爱尔兰仅凭历史积淀并不足以在竞争中取胜。

新加坡紧邻新崛起的亚洲航空产业这一地缘优势，被证明是其吸引租赁企业的一个主要因素。尽管新加坡17%的企业所得税率要高于爱尔兰，容易享有的税务优惠意味着双方的实际差距要小得多。

急速扩张中的中银航空租赁私人有限公司总部位于新加坡，现已成为该地区飞机融资资本市场上举足轻重的一股力量，并已进行过多次发债。中银航空租赁近期3.5亿美元无担保票据中的85%，都面向亚洲地区发行。

亚洲融资市场日益凸显的重要性意味着，众多欧美租赁企业将选择或考虑在新加坡设立业务机构，以迎合该地区投资者的需求。

“同时我们发现一部分爱尔兰租赁企业也在新加坡设立办事处，形成相互联系的爱尔兰-新加坡双体系，以便在当地形成实体存在、实现零时差，获得更强的应变能力；不过，我们并未发现有业务从爱尔兰流失到新加坡。”奎恩表示说。

对于某个管辖地域的取舍并不是哪儿离得近就选哪儿如此简单。有意思的是，许多大型中资银行选择把业务机构设在爱尔兰一地，而不是新加坡。有市场分析认为，这应归功于爱尔兰成熟的

制度以及丰富的人才资源令中国金融机构对其信赖有加。

“我们认识许多中国租赁企业，他们更愿意在爱尔兰而非邻近新加坡做生意。”某金融家表示说。

为了应对日益增长的竞争压力，爱尔兰航空业需要更努力地吸引海外人才来到爱尔兰。尽管近期爱尔兰出台了针对技术类外国雇员的减税政策，不少业内人士认为要做的工作还有许多。

“目前施行的个人所得税政策就可能带来问题。爱尔兰需要在针对外籍人士税收政策上做的更多。目前的政策有时导致一些企业高管选择在爱尔兰境外定居。”霍恩说道。

一些爱尔兰航空方面的专家还建议要着手解决工作时间多半在旅途中的爱尔兰航空业者所面临的税务问题。爱尔兰将如何应对这些个人税务问题还有待观察。政府方面对于航空产业的重视，可能预示着许多针对性法规的修订工作将陆续展开。

现有优势

多数租赁企业都选择爱尔兰作为落脚点，后来者通常也把这里视为重要的业务平台。很多新兴的租赁企业，如Avolon、MUL Aviation、中银航空租赁、国银租赁、CHC以及Milestone公司，都已在爱尔兰广泛地开展业务活动。

爱尔兰航空市场无疑在蓬勃发展之中，爱尔兰吸引投资者的税制能发展至今也有赖于本国政府对其境内航空产业的支持政策。

爱尔兰政府正着眼于扩大航空类交易的范围，允许对飞机库资本减免、税收折旧，以期鼓励维护、修理和大修 (MRO) 业务在爱尔兰的开展。此外，政府也计划将香农机场发展成为综合航空服务与MRO中心。▲

航空公司归还日本经营租赁飞机

航空公司打算返还日本经营租赁结构下的租赁飞机——这可能会使得提供融资资金的股权投资人心生退意。迪肯·哈里斯 (Dickon Harris) 带你了解一个变化中的市场。

至少有三家航空公司据传正考虑将带购买权的日本经营租赁结构下的飞机资产归还给投资人。这些消息引起数以千计的日本中小企业也是日本经营租赁业务主要投资群体的忧虑。航空公司可能归还租赁飞机的预期也令一些人对于日本经营租赁的性质产生疑问。日本经营租赁究竟是一种融资还是股权投资？

不论是何种形式，航空公司将飞机归还投资人的可能性，威胁到了投资人原本可从中获得的投资回报。不过，对于不管是日本经营租赁还是带购买选择权的日本经营租赁，投资者的热情还是十分的高涨。即便是被贴上可能返机标签的那些航空公司，也很容易获得新的交易机会。

这些航空公司还将安排新的日本经营租赁交易的事实，凸显了日本投资人出于投资回报或税务优惠的巨大需求。这种需求驱使带购买选择权的日本经营租赁投资者对于航空公司的需求表现得更为灵活。同时，带购买选择权的日本经营租赁市场还出现了一类新的出借人：飞机租赁企业。

受欢迎的代价

带购买选择权的日本经营租赁仍受到航空公司难以想象地追捧。之所以受到航空公司欢迎，是因为这是一种成本相对低并且可靠的融资渠道。这种产品的投资需求大，更关键的是，有别于市场上其他一些结构融资产品，带购买选择权的日本经营租赁通过结合债务和股权融资的形式，可以为航空公司提供所需的全部资金。

这类产品也受到投资人的欢迎。日本投资者在其国内的投资回报率有限，这就驱使许多资金寻找其他的投资出口。带购买选择权的日本经营租赁业务就是其中之一。一类投资者看重其带来

的税务优惠，另一部分投资人则希望获得更好的投资收益并通过享有的税务优惠条件实现收益最大化。不过这些收益的预期面临着来自航空公司归还飞机的风险，并最终可能给这些投资人带来数以百万美元计的损失。

航空公司能够归还飞机，是因为带购买选择权的日本经营租赁结构中无法强制要求航空公司在飞机租赁到期时行使购买权。正如该金融产品名称所体现的那样，带购买选择权的日本经营租赁只是赋予航空公司购买飞机的选择权，这就给这些结构融资产品带来了一定的不确定性。

日本税法规定，飞机资产的所有者可享有税务优惠政策。因此，带购买选择权的日本经营租赁要保持经营租赁而非融资租赁的性质。在实务中，为了鼓励航空公司行使购买权，有各种各样的做法。最普遍的一种做法是要求返机达到全寿命状态，而非经营租赁通常要求的半寿命状态。通过约定全寿命，理论上，租赁企业促使航空公司返机的经济性降低。

然而，一些机型飞机的预期经济寿命 (25年左右) 已出现了急剧的缩短。有消息来源称，包括波音737经典系列、737-600系列和空客A320-200系列在内的多个机型飞机都出现返机给其日本投资人的情况。

“对于早期的一些带购买权的日本经营租赁交易，某些机型飞机缺少二手飞机市场的渠道。可选择的办法一般就只能航空公司继续飞这些飞机，或者拆成零部件卖。在这种情况下，航空公司就会找到提供带购买权日本经营租赁的租赁商，通知他说‘按照原来这个价格的话，我们不打算行使购买权了。当然了，我们可以按照协议里全寿命的要求把飞机还给你，问题是接下来你们这

么处理它呢？你根本卖不掉，不管是不是全寿命。’于是双方会重新达成一个协议。”熟悉这个市场的人士解释说，“当然了，如果有些机型飞机有二手市场接收，投资人又要忙着找新的买家或是新的承租方。”

留给投资人的则是两难的抉择。一种选择是把飞机卖给零部件市场，但售价将不可避免要远低于原先与航空公司商定的价格。另一种选择是花钱找第三方服务公司兜售这架飞机。同样地，这也会产生额外的费用，并由所有投资人共同分担进而摊薄最终的投资回报。两种做法都会严重降低投资人对其带购买权的日本经营租赁产品的收益预期。

航空公司的回应

新西兰航空公司、西班牙航空公司和北欧航空公司是据传在带购买权的日本经营租赁结构下返机的航空公司的其中几家。然而，北欧航空公司和新西兰航空公司都予以否认，西班牙航空公司则拒绝做出回应。

新西兰航空公司发表声明说，该公司从未在带购买权的日本经营租赁租约下进行过返机，所归还的波音737-300飞机是由于原先经营租赁的租约转给一家提供日本经营租赁服务的租赁企业。这家租赁企业向新航提供购买权，新航选择不行使这项权利，但最终还是同该家租赁企业以及余值担保的第三方达成一项新协议。

“我们采取的是租机的模式（遵照日本经营租赁的条款，而非带购买权的日本经营租赁中对于返机规定惩罚性的条款），余值担保提供方提供余值保护，使得租赁企业的利益在购买权得以行使的情况下获得相同的保障。我了解到租赁企业在其中一个交易当中出现了损失，但也是由于美元对日元的

汇率原因造成的。”新航融资与机队交易部门主管克洛维斯·普莱尔（Clavis Peryer）向《航空金融》表示说。

北欧航空公司声称有数架飞机采用日本经营租赁，同时这些飞机都拥有购买选择权，他们也在“评估”是否返机。北欧航空措辞谨慎地表示，这些飞机的购买权有别于带购买选择权的日本经营租赁模式，因为对于返机的条款要求要来得低。

“外界有传我们有返机的计划，我要强调我们并没有这样的打算。我理解在一些交易中，租赁商对于日本经营租赁中的购买权抱有很大期望，但它毕竟与带购买权的日本经营租赁是截然不同的产品，我们在购买权问题上只是做出适宜的商业决策。”尼克拉斯·哈丹格（Niklas Hårdänge），北欧航空集团机队管理副总裁，解释称。

普莱尔表示，新西兰航空公司执行了每架带购买权的日本经营租赁结构下飞机的购买权，并协议购买了其执飞的每架日本经营租赁合同下租借的飞机（即便有些交易结构并未事先约定购买权的条款内容）。

航空公司显然不愿意听到此类传闻，担心会给日本经营租赁的投资人带来负面的影响。新西兰航空公司声称其日本经营租赁市场一直很活跃，北欧航空公司表示将利用日本市场为其A320系列飞机订单提供融资资金。

飞机租赁商使用带购买权的日本经营租赁结构

过去一年里一个有意思的新动向是飞机租赁企业利用带购买权的日本经营租赁的增多。国银金融租赁公司是第一家使用带购买权的日本经营租赁结构为三架波音737-800飞机交付进行融资的租赁企业。之后不久，工银租赁为一架

空客A320飞机采用了带购买权的日本经营租赁融资结构。四月底，Awasa公司完成了第一笔带购买权的日本经营租赁融资交易，融资对象为一架租给俄罗斯航空公司的空客A320飞机。法国农业信贷银行企业与投行公司为总安排人、代理行及证券发行受托人。融资的股权部分由金融产品集团（FPG）承销，债权融资部分由法国农业信贷银行企业与投行公司以及日本开发银行提供贷款。

经营租赁企业和航空公司所进行的带购买权的日本经营租赁融资是十分不同的两个产品。因为经营租赁商和航空公司的需求是不同的，两者融资产品的结构设计有显著的差别。

一位熟悉带购买权的日本经营租赁结构设计的律师解释说：“航空公司进行融资，企业信用很关键。航空公司同意在租期内始终持有飞机资产，对于航空公司进行任何转租的行为也有严格的限制。任何终止租赁合同的行为将意味着融资支持的立即结束。与此相对，经营租赁商的业务则是围绕转租进行的，所以他们需要在转租上有更大的自由度。这是完全不同的需求，需要在设计带购买权的日本经营租赁产品结构时加以考虑。如果转租不顺利，经营租赁商在找到新的承租方之前仍然需要融资资金的支持。相比传统的航空公司进行的带购买权日本经营租赁，对于标的飞机在哪里使用的问题，就拥有了更大的操作空间。”

这个关键的差别影响到证券化融资、赔偿条款、限制性条约和涉及违约情况下的各类文件等。不过，投资者已逐渐接受这种产品，因为越来越多的交易通过这种结构实现。目前至少有两家租赁商预计将在半年内安排新的交易，其中一家是美国的租赁公司。▲

退出的合适时机

去年，大量的资金涌入租赁行业。2013年，盛景将难以重现。杰米·布伦（Jamie Bullen）撰文。

简单即为美。私募股权投资就有着美妙的投资策略：市场价值受到低估时买进，市场处于上升空间时找个好买家卖出。

当投资策略得以实现时，结果也显得很美好。私募股权投资通常可得到的回报率约为12%-15%之间。

不过这个策略的实现需要遵守时机适宜的退出机制。过早出售，回报预期可能难于达到。持有时间过长，资金成本又导致收益能力的减弱。

对于那些还投资在航空产业上的私募来说，或许就属于后一种情形。

某家私募就坚称航空资产不适宜长期持有。长期持有的前提取决于飞机的长期价值和租费收益能力。

“现在并不是好的时机。就回报率而言，长期持有并不适合私募。”某位私募股权投资者认为说。

繁荣期

即便是如此，2012年仍然有人赚到了钱、有多宗出售交易达成。苏格兰皇家银行航空租赁公司以73亿美元的价格易主，摇身变为三井住友航空金融公司。接着，美国飞机租赁商JSA（Jackson Square Aviation）以13亿美元的身价被三菱日联租赁公司收购。到了2012年的下半年，私募巨头Onex购入BBAM公司50%股权，美国国际集团旗下的国际租赁金融公司花落谁家也终于揭晓。

不过，所有这些交易的资金都来自亚洲，总的交易金额约为140亿美元。过去几年的经济低迷使得亚洲金融机构相比欧美同行们能提供更为低廉的融资成本。

亚洲市场的资金也并非那么充沛，租赁企业吸收了大量的低成本投资资金。一年前，当苏格兰皇家银行旗下飞机租赁业务还待价而沽时，富国银行和国银租赁在结果揭晓的最后一个星期仍

处于竞争的行列中。在JSA公司的收购战中，由于资金成本的劣势，中资背景的香港航空租赁有限公司就在与三菱的竞争中落败。

来自欧美的报价情况未知，一种合理的猜测是他们无法匹配亚洲竞争对手提出的条件。

紧接着，美国国际集团宣布将国际租赁金融公司出售给一家中国财团的消息震动了航空业界。鲜有其他资金参与竞标的信息披露。市场总是瞬息万变，2013年比起2012年来说又是一个完全不同的世界。

“其他参与的私募有哪些呢？可能还有一家日本企业，几个中国的投资方，一家东南亚（也可能是美国）的银行，基本也就是这么多了。”香港航空租赁有限公司首席执行官道纳尔·博伊兰（Donal Boylan）推测。

美国国际集团可能抓到的是一定时期内仅存的一只资金大鳄。不仅因为资金大鳄寥寥，而且私募从来也不是专一的投资者。

近期有财经报道显示，私募又盯上了船舶业。原因何在？因为船舶业正陷于困顿，并有预测认为2014年行业将快速复苏。现在买入，待价高沽出。不健康的船舶市场相比发展更为良性的航空产业能提供更大的回报空间。

此处不售

租赁业界倒是希望美国国际集团能完成这宗交易，因为这将展示租赁商业模式的吸引力。来自飞机租赁商Avolon的迪克·福尔斯伯格（Dick Forsberg）预测称国际租赁金融公司的交易不会在2013年完成。不过，他也强调说这宗交易对所有的租赁企业都会是一个利好的消息。Avolon公司的资金来自于私募股权投资。2012年的飞机租赁企业交

租 赁

“在可以预期的将来，资产减值是不可避免的。如果飞机折旧速度超出预期，租赁商的权益将严重受损。”

道纳尔·博伊兰 (Donal Boylan)，香港航空租赁有限公司首席执行官

易潮过后，业界一直猜测Avolon公司何时会被摆上货架。“坦率的说，公司投资方会在某个时期寻求将投资变现，但是目前没有一个强制的时间表。今年全球经济的表现仍不乐观、市场也不稳定，我们没有出售公司的计划。”公司总裁兼首席商务官约翰·希金斯 (John Higgins) 称。

如果其他投资人都选择等待 (不论是主动选择还是由于市场的原因)，哪些投资的业务是他们急于脱手的？这些投资能成功获利吗？

成功的商业模式

租赁企业表现强势，也是有吸引力的投资对象。不仅获取资金容易，其主营业务 (飞机租赁) 在当前的经济环境下也凸显出优势。

“由于资金量少了，航空公司只能更多采用租赁的方式。”博伊兰认为说。

希金斯也认为，近期的收购热体现出租赁业务模式的吸引力。

尽管在租金水平上出现了一些问题 (尤其是A320系列飞机)，业界对于租金回归正常水平仍持乐观看法。分析认为 these 问题是源自二类航空公司获得的低成本融资金以及市场供给过剩。而目前情况已有好转。

租赁业务发展向好。当然，对于投资者而言，这也不是取之不竭的金矿，特别是当他们过于贪恋的话。

投资人的妥协

一位租赁业内资深人士提到多年前与私募股权投资人会面的情景。“在他投资一家初创公司前两个月，我遇到他。他告诉我，他们绝不可能订购飞机。

他觉得这太冒险了，而且预付款的要求和租赁企业仅仅是可接受的租金价格无法带来令人满意的租赁投资回报。这是几年前的事了。现在这家租赁公司有飞机

订单，幕后老板也还是同一家私募。所以我想在这个行业里还是可以变通的。”

现在的租赁市场上，预订单已是普遍的现象，租金价格也大幅的下跌。

预订单事实上将企业置于长线投资的境地。在他看来，这些长线投资的规划只会是坏消息。

“预订单对私募而言是艰难的决定，因为预付款损害企业的财务表现，带来资产减值准备的问题。这将造成投资回报的减少。”他说道。

另一些人对于预订单的看法则没那么负面，认为应视具体的情况而定，不能一概而论。

“如果买家收购的租赁公司有订购飞机，那么所收购的是一家成长中的企业。需要了解企业的全面业务状况，未来交付订单和现有机队规模的比较，以及企业以往的经营业绩。”希金斯表示。

只不过如果飞机处于经营租赁租约的那些飞机订单在目前并不受青睐。

一位律师向《航空金融》表示，许多租赁企业的租赁合约时常没有关于飞机维修的条款。由此可能出现的风险是，一旦航空公司发生破产，租赁商的权益将遭受毁灭性的损失。

希金斯也表达了相同的观点。

“我见过其他租赁公司为了拿到订单，拼命压低价格、在一些重要的合同条款上妥协。”

更糟糕的情况是关于飞机是否有25年经济寿命引发的争论。如果这一基础不成立，租赁企业计提折旧的准则就存在天然的缺陷。这损害了资产的账面价值，进而损害投资回报。对于私募而言这是最糟的情形。

他向《航空金融》表示说，私募面临的一个风险是，一旦资产减值，这种最坏的情形就将成为现实。

“在可以预期的将来，资产减值是不可避免的。如果飞机折旧速度超出预期，租赁商的权益将严重受损。如果出现一系列的资产减值，总体投资回报将下跌。这是私募所不愿看到的。他们的目标是，买入卖出，获得15%的预期回报。”博伊兰指出。

更低，而非更高

有可能今后资产出售的价格将走低，从而造成投资回报减少。

或许是2012年买入的那些人付出过高的价钱。但是他们有能力这样做。一旦这些有能力出高价的买家离开了，为图利而套利退出的交易也会停歇一阵子。当这些退出的渠道都关闭的时候，私募也就没有了投资的兴趣。

“只要有人认定一个资产组合是可以持有并产生回报，就会出现私募的身影。然而，一旦交易或IPO退出路径关闭，私募很快就销声匿迹。”该私募资深人士说道。

那些未退出的私募或许可以借鉴泰丰资本的策略。多家私募都向《航空金融》透露，泰丰几年前就计划出售Awass公司，但是投资回报始终达不到他们的要求。于是，他们选择了继续等待。有渠道消息向《航空金融》表示：泰丰将很难获得希望的投资回报。

租赁业务是很好的投资目标，但对于错失出售良机的投资人，并无法保证高额的投资回报。

2013年应该不大可能再有其他大型的租赁公司出售交易。那些本打算在2012年就有出售计划或未做好准备的投资人，恐怕要继续耐心等待了。

私募股权投资无奈选择长期持有租赁业务资产、投资回报受损，这正如同美好的理想在残酷的现实面前难逃破碎的命运。▲

追求
 无止境
 庆祝国银租赁成立
 Celebrating 5th anniversary of CDB Leasing
 PURSUIT OF ENDLESS
 5周年

心有多远，未来就有多远。
 我们沉稳而不失激情，成功而不忘超越，
 扎根中国，面向全球，
 凭借独特的国际视野，
 打造金融租赁业的世界品牌。
 The future lies in the heart.
 We are in passion with stable and calm manner,
 and we are in success with modest and positive attitude.
 Rooted in China, facing the whole world,
 Upon the distinctive global vision,
 Building the world brand in financial leasing industry!

CLC 国银金融租赁有限公司
 CDB Leasing Co., Ltd.
 A subsidiary of China Development Bank

Website: www.cdb-leasing.com E-mail: Aviation@cdb-leasing.com
 Tel: +86-755-2398 0999 Fax: +86-755-2398 0900



Airfinance EVENTS

OVER 500 DELEGATES EXPECTED

7th & 8th November 2013 - Conrad, Hong Kong

www.airfinancejournal.com/APacAF14

14th Annual Asia Pacific Airfinance Conference

PRIOR TO THE MAIN CONFERENCE

4th -6th November 2013
**2013 Aviation Finance and Operating
 Leasing School Asia Pacific**

Book before
 6th September
 2013 and
 Save US\$300

Platinum sponsor



Gold sponsor



Silver sponsors



Bronze sponsors



For **sponsorship** enquiries, please contact
 Graham Sherwood on UK +44 (0) 20 7779 8857 or gsherwood@euromoneyplc.com

For **speaking** opportunities, please contact
 Fan Yeung on HK +852 2842 6905 or fan.yeung@euromoneyasia.com

For **delegate registration** or enquiries, please contact
 Ashley Li HK +852 2842 6912 or ashley.li@euromoneyasia.com

CSERIES



革新在空中实现

C系列飞机*比同类机型轻多达**5.44吨****，油耗降低**20%**，相当于节省**15%**的现金运营成本，以及减少**20%**的二氧化碳排放量***。C系列飞机具有适应当前运营环境的**100%**全新设计。多变的世界，全新的选择。

www.cseries.com

* 庞巴迪 (Bombardier)、C系列 (CSeries)、CS300均为庞巴迪公司 (Bombardier Inc.) 或其子公司的注册商标。

** 与在役的110座至130座级飞机及更换发动机的机型相比，重量轻多达5.44吨。

*** 如果比较C系列飞机和目前在役的110座至135座级飞机在500海里航段上的性能，C系列飞机油耗降低20%，二氧化碳排放量减少20%，现金运营成本减少15%。

C系列飞机正处于研发阶段，因此其产品战略、品牌、机载、性能、设计和/或系统均有可能产生变化。飞机的技术说明及数据均为近似值，取决于特定运营、假设条件和其它情况，可能产生变化而不会另行通知。飞机实物及布局可能与图片有所不同。

版权所有 © 2013 庞巴迪公司

BOMBARDIER

渐行见智