

# 资产支持证券市场月报

Monthly Report on the Asset-Backed Security Market

2018年4月 总第15期

## 政策频出 资产证券化发展有望加速

- ◆ 市场要闻概览 ◆ 一级市场概况
- ◆ 信用等级分布 ◆ 信用事件关注 ◆ 发行利差分析



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
PICC大厦17层100022  
电话 010-85679696  
www.lhratings.com  
lianhe@lhratings.com



联合评级官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
PICC大厦12层100022  
电话 010-85172818  
www.unitedratings.com.cn  
lh@unitedratings.com.cn

## 一、市场要闻概览

### 1、地产相关资产支持证券首单频出

2018年4月，与地产相关的资产支持证券首单频出：首单通过“债券通”引入纯境外投资者个人的RMBS产品发行、首单产业园区CMBN（商业物业抵押贷款支持票据）发行、首单在交易所挂牌交易的社区商业类REITs产品上市、首单城市更新类REITs取得上交所无异议函。

联合认为，在金融监管趋严的背景下，信贷收缩环境将促使房企寻求传统融资渠道之外的替代方案，CMBS、类REITs等新的融资模式正在兴起并受到欢迎。目前我国房企中大部分商业地产都存在经营性物业贷，在传统融资受限的情况下房企有着强烈的通过资本市场融入资金的需求；此外随着住房租赁市场的发展，住房租赁市场证券化有望加快。未来，资产证券化或将成为房地产企业的重要融资渠道。

### 2、“三方回购”暂行办法利好，ABS市场流动性有望提升

2018年4月24日，上海证券交易所和中国证券登记结算有限公司联合发布实施了《上海证券交易所中国证券登记结算有限责任公司债券质押式三方回购交易及结算暂行办法》（以下简称《暂行办法》），从投资者适当性、担保品管理、交易结算安排、持续管理等方面明确了三方回购业务规范。《暂行办法》首次将ABS纳入质押券篮子，但是风险类ABS优先档、违约类ABS优先档、次级档都不能作为担保品。

联合认为，《暂行办法》的发布，不仅完善了回购业务体系和结算机制，提供了多样化的回购融资工具，而且还通过划分质押券篮子、确定折扣率这一途径，提高了市场标准化程度，有助于降低交易风险、缩短交易流程。随着“三方回购”模式的推广，ABS二级市场的流动性有望进一步提升。

### 3、政策支持，住房租赁ABS进入快车道

2018年4月24日，证券监督管理委员会、中华人民共和国住房和城乡建设部联合印发《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》（以下简称《通知》），对开展住房租赁资产证券化的基本条件、政策优先支持领域、资产证券化开展程序以及资产价值评估方法等做出明确规定。这是国家提出加快发展住房租赁市场后发布的首个支持住房租赁资产证券化的官方文件。

联合认为，住房租赁资产证券化有助于盘活住房租赁存量资产、加快资金回收、提高资金使用效率，引导社会资金参与住房租赁市场建设，有助于实现多元房地产市场主体供给。

目前市场上已有多个住房租赁 ABS 项目成功发行，预期未来住房租赁资产证券化将加速发展。

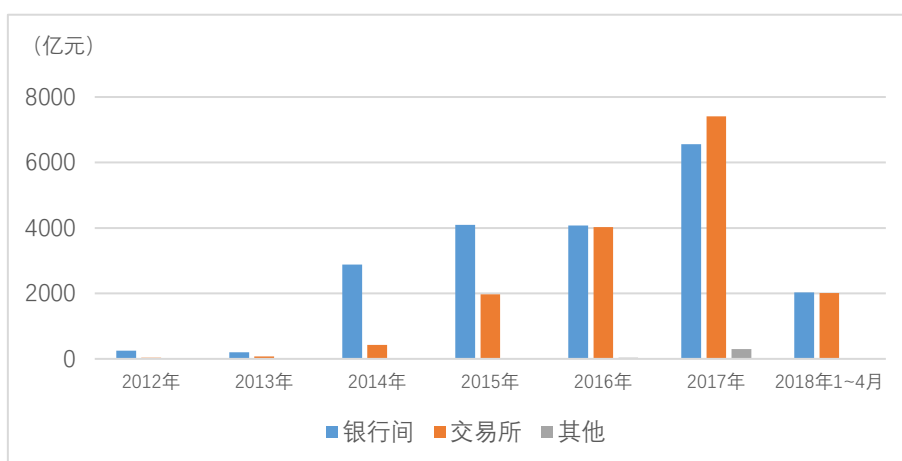
#### 4、资管新规落地，ABS 或成蓝海

2018年4月27日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《资管新规》）。《资管新规》按照产品类型统一监管标准，从募集方式和投资性质两个维度对资产管理产品进行分类，分别统一投资范围、杠杆约束、信息披露等要求。同时，《资管新规》明确“依据金融管理部门颁布规则开展的资产证券化业务，不适用本意见”。

联合认为，《资管新规》将银行、信托、证券等七类金融机构的各类“代客理财”产品列为资产管理产品，并纳入严格的监管之中，但对 ABS 在期限错配、净值化、多层嵌套等方面进行豁免，从而使得 ABS 成为非标转标的重要途径之一。特别是对于商业银行来说，在 MPA 考核、资管新规的约束下，发行信贷 ABS 的动力将增强。此外，ABS 在结构设计上比较灵活，其结构化的设置以及其他内外部增信措施有效保障了优先级证券持有者的利益，在《资管新规》打破刚性兑付的背景下，ABS 或将成为债市蓝海。

## 二、一级市场概况

2018年4月，资产支持证券发行规模较上月大幅增加。具体来看，一级市场共发行49单139支资产支持证券<sup>1</sup>，同比增加11单、减少2支，环比单数不变、减少42支；发行规模合计1887.18亿元，同比环比均有增加。



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

图1 2012年1月~2018年4月资产支持证券发行规模统计

<sup>1</sup> 以债券发行起始日为时间区间标准进行统计，统计范围包括公募和私募发行的资产支持证券。

具体而言,2018年4月银行间市场共发行15单资产支持证券,环比和同比均有所增加;发行规模为1118.84亿元,环比和同比也有所增加。交易所市场共发行34单资产支持证券,环比减少3单、同比增加6单;发行规模为768.34亿元,环比和同比均有所增加。

表1 资产支持证券发行统计表

发行时期	发行单数(单)		发行规模(亿元)	
	银行间市场	交易所市场	银行间市场	交易所市场
2018年4月	15	34	1118.84	768.34
2018年3月	12	37	647.30	454.67
2017年4月	9	28	262.03	323.64

数据来源: Wind, 联合资信、联合评级整理。

从已发行的资产支持证券承销情况来看,2018年4月,中信证券股份有限公司承销的资产支持证券金额和单数均为最多,分别为271.63亿元和12单。

表2 2018年4月资产支持证券承销金额前十位的承销商统计表

机构名称	资产支持证券总承销		银行间市场		交易所市场	
	金额(亿元)	项目单数	金额(亿元)	项目单数	金额(亿元)	项目单数
中信证券股份有限公司	271.63	12	231.50	6	40.13	6
招商证券股份有限公司	249.86	9	230.13	7	19.73	2
中信建投证券股份有限公司	204.99	7	121.35	5	83.64	2
中国国际金融股份有限公司	201.38	9	114.93	5	86.44	4
信达证券股份有限公司	152.35	2	0.00	0	152.35	2
华泰证券股份有限公司	133.27	4	29.90	2	103.37	2
光大证券股份有限公司	88.13	8	55.85	3	32.29	5
交通银行股份有限公司	69.11	2	69.11	2	0.00	0
申万宏源证券有限公司	56.26	2	36.26	1	20.00	1
华西证券股份有限公司	46.00	1	0.00	0	46.00	1

数据来源: Wind, 联合资信、联合评级整理。

按照基础资产类型统计发现,2018年4月基础资产为个人住房抵押贷款的资产支持证券发行规模最多,合计发行739.99亿元;基础资产为应收账款的资产支持证券发行规模次之,合计发行303.69亿元;基础资产为基础设施收费和票据收益的资产支持证券发行规模最少,发行规模分别均只有10亿元。

表3 2018年4月资产支持证券基础资产类型发行统计表

基础资产	发行单数(单)	发行支数(支)	发行规模(亿元)
保理融资债权	2	3	12.41
不动产投资信托 REITs	1	2	17.17

个人住房抵押贷款	7	22	739.99
基础设施收费	1	6	10.00
票据收益	1	1	10.00
企业贷款	1	3	94.58
企业债权	4	10	187.01
汽车贷款	3	9	89.38
融资融券债权	2	4	40.00
小额贷款	4	12	100.00
信托受益权	1	2	13.61
信用卡贷款	1	3	169.50
应收债权	2	3	15.39
应收账款	12	31	303.69
租赁租金	7	28	84.46
<b>总计</b>	<b>49</b>	<b>139</b>	<b>1887.18</b>

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

### 三、信用等级分布

2018年4月，新发行的139支资产支持证券中，有92支具有信用评级，其中AAA级<sup>2</sup>的资产支持证券数量最多，共有70支，占比为50.36%。从发行规模来看，AAA级资产支持证券发行规模最多，合计为1584.18亿元，所占比重为83.94%。

表4 2018年4月资产支持证券信用等级统计表

级别	发行支数(支)	发行规模(亿元)
AAA	70	1584.18
AA+	18	52.29
AA	3	4.47
AA-	1	6.78
无评级	47	239.46
<b>合计</b>	<b>139</b>	<b>1887.18</b>

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

截至2018年4月底，市场上共7062支资产支持证券尚未到期，本金存量规模为5673.30亿元。其中，AAA级资产支持证券共3077支，本金存量规模为4122.99亿元，存量支数和规模占比分别为43.57%和72.676%，占比均为第一。

<sup>2</sup> 银行间市场结构化产品的信用评级带有“sf”符号，交易所市场结构化产品的信用评级目前没有“sf”符号，本文统一为不带“sf”符号；统计样本只包括采用发行人付费模式的评级机构给予评级的资产支持证券；有两家以上发行人付费评级机构评级的，以较低评级进行统计；以下同。

2018年4月，新发行的49单资产支持证券中，有39单具有信用评级，其中联合参与评级的资产支持证券共计14单，位列行业第一。

## 四、信用事件关注

2018年4月，市场上未发生资产支持证券违约事件，也未发生资产支持证券债项评级调高事件，但发生了一例资产支持证券债项评级调低事件：即“德邦-华信应收账款第一期资产支持专项计划优先级资产支持证券”（华信01A）的评级在继3月2日下调至AA+后，再次将评级下调至AA。

## 五、发行利差分析

剔除债项评级、发行期限、票面利率缺失的样本后，我们用发行利率减去同日同期限的国债到期收益率，得到每支资产支持证券的发行利差<sup>3</sup>。

2018年4月，AAA、AA+、AA级资产支持证券的发行利差均值分别为247BP、327BP和391BP，AAA级和AA+级之间的级差为80个基点，AA+级和AA级之间的级差为64个基点。与今年一季度各等级之间的级差相比，AAA级和AA+级之间的级差上升16个基点，AA+级和AA级之间的级差上升59个基点，各等级之间的级差明显上升，反映了近期违约事件频发，投资者风险偏好下降，更青睐高等级的资产支持证券。总体看，信用评级对资产支持证券的信用风险具有明显的区分度，信用等级越低，平均发行利率和发行利差越高。各信用等级发行利差的变异系数适中，说明市场对各信用等级资产支持证券的信用风险判断较为一致。

从银行间和交易所市场的比较来看，对相同等级的资产支持证券，银行间的平均发行利率和发行利差均低于交易所市场。银行间市场的资产支持证券AAA级和AA+级之间的级差为48个基点，交易所市场的资产支持证券AAA级和AA+级之间的级差为101个基点，两者相差53个基点，说明在交易所市场，投资者偏好高等级证券更为明显<sup>4</sup>。

表5 2018年4月资产支持证券发行利差统计表（全市场）

<sup>3</sup> 银行间市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中国债到期收益率，交易所市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中证国债到期收益率。

<sup>4</sup> 由于资产支持证券发行期限分布较广，大多非整数，加之各期限样本量太小，因此统计发行利率时没有考虑发行期限因素。

信用等级	样本数量 (个)	发行利率均值 (%)	发行利差区间 (BP)	发行利差均值 (BP)	级差 (BP)	发行利差变异 系数 (倍)
AAA	55	5.68	149~404	247	—	0.30
AA+	13	6.50	197~543	327	80	0.36
AA	1	7.50	—	391	64	—

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

表6 2018年4月资产支持证券发行利差统计表（银行间市场）

信用等级	样本数量 (个)	发行利率均值 (%)	发行利差区间 (BP)	发行利差均 值 (BP)	级差 (BP)	发行利差变异 系数 (倍)
AAA	21	5.08	149~400	185	—	0.28
AA+	5	5.53	197~259	233	48	0.11

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

表7 2018年4月资产支持证券发行利差统计表（交易所市场）

信用等级	样本数量 (个)	发行利率均值 (%)	发行利差区间 (BP)	发行利差均 值 (BP)	级差 (BP)	发行利差变异 系数 (倍)
AAA	34	6.06	181~404	285	—	0.19
AA+	8	7.11	244~543	386	101	0.29
AA	1	7.50	—	391	5	—

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。