

# 资产支持证券市场月报

Monthly Report on the Asset-Backed Security Market

2018年9月 总第20期

## 政策支持和监管同步加码，ABS 发行量持续增加

- ◆ 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、国务院发文积极支持国有企业开展资产支持证券化业务

9月13日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产债务约束的指导意见》（以下简称《指导意见》），要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实，《指导意见》旨在推动国有企业降杠杆和防范化解国有企业债务风险，并推动国有资本做大做强、提高经济发展质量和增强经济发展韧性。《指导意见》在加强国有企业资产负债约束配套措施方面指出：支持国有企业盘活存量资产、优化债务结构，积极支持国有企业按照真实出售、破产隔离原则，依法合规开展以企业应收账款、租赁债权等财产权利和基础设施、商业物业等不动产财产或财产权益为基础资产的资产证券化业务。

联合认为，企业杠杆率高企是我国现阶段经济发展中亟待解决的问题，合理应用资产证券化可以优化企业资产结构和有效降低企业杠杆。首先，资产证券化独有的交易结构设计可以有效盘活存量资产，通过真实出售、破产隔离将流动性较差的资产剥离出资产负债表，在获得募集资金的同时又不提高企业资产负债率，可以做到减少无效占用、加快资金周转的目的，有利于改善企业资产结构，提升企业经营效率，以达到间接促进企业去杠杆的效应。其次，企业可用发行资产证券化产品募集的资金偿还债务，以直接降低资产负债率。今年8月份首单ABS判例（“凯迪电力ABS判例”）在法律实践方面首次确认了基础资产“真实出售、有效转让”的破产隔离原理，相信资产证券化目前在实现真实出售和破产隔离中存在税收和法律障碍的问题将会顺应市场趋势得到妥善解决，进而使得资产证券化在去杠杆过程中发挥出最大效力。

### 2、地方证监局再开罚单，ABS业务监管再加码

9月18日，江苏证监局网站披露的信息显示，由于“华泰美吉特灯都资产支持专项计划”（以下简称“美吉特ABS”）项目存在违规之处，原始权益人及计划管理人双双被开出罚单。江苏证监局公布的行政措施决定书显示，此次美吉特ABS项目中，原始权益人昆山美吉特灯都管理有限公司存在向中介机构提供虚假材料、侵占损害专项计划资产、内部控制制度不健全等行为，因此对其采取出具警示函的监管措施。而美吉特ABS项目管理人富诚海富通资产管理有限公司则存在未对美吉特ABS基础资产及原始权益人进行全面尽职调查、在美吉特ABS存续期间未能有效监督检查基础资产现金流以及出具的《华泰美吉特灯都资产支持专项计划说明书》内容与事实不符等状况，故要求管理人限期改正，据悉，该计划管理人已是第二次身为计划管理人被监管部门处罚。这是继今年4月份山东证监局对“邹平电力购电合同债权资产支持专项计划”参与方出具警示函后，第二张地方证监局开出的罚单。

联合认为，随着ABS市场规模的不断扩大、风险暴露不断增加，监管机构对ABS业务监管日益趋严。年初以来，上交所、深交所和报价系统先后出台了《企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》、《ABS存续期信用风险管理指引（试行）》和《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》等法规，对ABS存续期风险管理及相关ABS的挂牌条件提供了明确指引，地方证监局和基金业协会已累计对包括项目管理人、会计师事务所、评级机构、律师事务所和原始权益人在内的ABS项目参与方开出3张罚单，惩罚频率及范围均不断增加。特别指出的是，与往年监管机构处罚主要侧重项目管理人和其他金融机构不同，此次处罚是今年以来监管机构第二次对原始权益人进行处罚，表明监管机构的监管措施已经细化到了基础资产原始权益人，风险管控强度大幅增加。预期监管机构将会出台更多ABS监管法规，以更细、更严的标准对ABS项目进行监管。

### 3、银行间市场首单央企CMBN成功发行

9月10日，银行间市场首单央企商业地产抵押贷款支持票据（CMBN）“保利置业集团有限公司2018年度第一期资产支持票据”成功发行，原始权益人为保利置业集团有限公司（上海），发行总规模为11亿元，优先A档为6.5亿元，票面利率5.3%，优先B档为4.4亿元，票面利率6.3%，次级档为0.1亿元，三档的期限均为20年，优先A、B两档的评级均为AAA级。该项目采用多种增信方式保证投资安全，除底层商业地产抵押和租金收入质押之外，还安排保利置业直接为底层信托贷款提供差额补足承诺、为资产支持票据提供回售和回购承诺，项目本金对抵押物评估净值的抵押率为60.95%，项目受投资者高度认可，认购倍数均超过2倍。

联合认为，银行间商业地产抵押贷款支持票据（CMBN）有产品流动性高、发行周期相对短的特点，CMBN较CMBS和REITs在发行成本上具有一定优势。在当前房企融资偏紧的状态下，运用CMBN融资可以有效降低房企融资成本，提高企业资产流动性，实现企业轻资产运营。对于央企商业地产企业来说，通过发行银行间商业地产抵押贷款支持票据融资有助于盘活存量优质商业物业，进一步优化资源配置，是贯彻国务院有关国企坚定不移坚持去杠杆政策的举措。同时，发展CMBN市场是运用债务融资工具有效服务实体经济的具体举措，相信未来将会有更多商业地产企业会通过银行间商业地产抵押贷款支持票据（CMBN）融资。

### 4、首单区块链RMBS成功发行

9月26日，“交盈2018年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”（RMBS）成功发行，发起机构为交通银行股份有限公司，发行总规模93.14亿元，优先A1档为40亿元，票面利率3.8%，期限1.83年，认购倍数2.25倍，优先A2档为43.9亿元，票面利率4.78%，

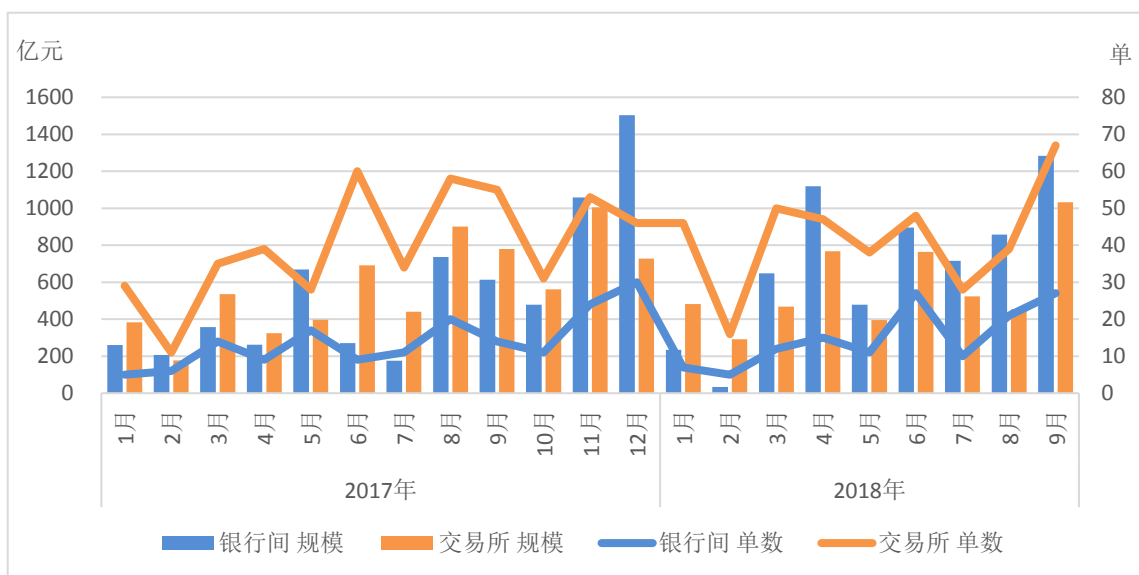
期限 4.58 年，认购倍数 2.36 倍，次级档为 9.24 亿元，期限 30 年，优先 A1、A2 档评级均为 AAA 级。此单项目是国内市场首单基于区块链技术的信贷资产证券化项目。该项目通过发行区块链资产证券化平台“聚财链”实现资产证券化项目与资产信息双上链，各参与方在链上完成资产筛选、尽职调查、现金流测算等业务操作，有效降低了操作风险，提高发行效率，并最大限度保证了基础资产的真实性和信息披露的有效性。

联合认为，区块链技术可以实现所有市场参与人对资产所有权和交易信息的无差别记录，保证了底层资产数据的真实性，因此，在资产证券化产品发行业务流程中采用区块链技术较传统业务模式存在很大的优势，可有效解决业务中多方痛点，有效减少相关资源投入。对于中介机构来说，应用区块链技术，可以提升尽调置信度、提高尽调效率和实时掌握资产违约风险；对于投资者而言，区块链技术可增强基础资产透明度，进而增加基础资产定价的准确度；对于监管机构而言，区块链技术有助于实现穿透式审核和监管要求，增加防范金融风险的能力，同时可节约监管成本；对于项目方来说，采用区块链技术可有效降低融资和沟通成本，同时增加投资收益，提高投前、投后的管理效率。为此，基于区块链技术的 ABS 预期将日趋受到项目各参与方的青睐。

## 二、一级市场概况

2018 年 9 月，资产支持证券发行规模较上月大幅增加，一级市场共发行 94 单 256 只资产支持证券，环比增加 34 单 110 只，同比增加 19 单 6 只；发行规模为 2314.93 亿元，环比增加 1003.50 亿元，同比增加超过 776.13 亿元，规模增长较多，主要系基础资产为个人住房抵押贷款、应收账款、小额贷款和信用卡贷款资产支持证券发行规模明显增加所致。

具体而言，2018 年 9 月银行间市场共发行 27 单 74 只资产支持证券，发行规模为 1283.41 亿元，发行单数及规模环比和同比均大幅增加。交易所市场共发行 67 单 182 只资产支持证券，环比同比各增加 28 单和 12 单；发行规模为 1031.52 亿元，环比和同比均明显增加；其他场所无资产支持证券发行。

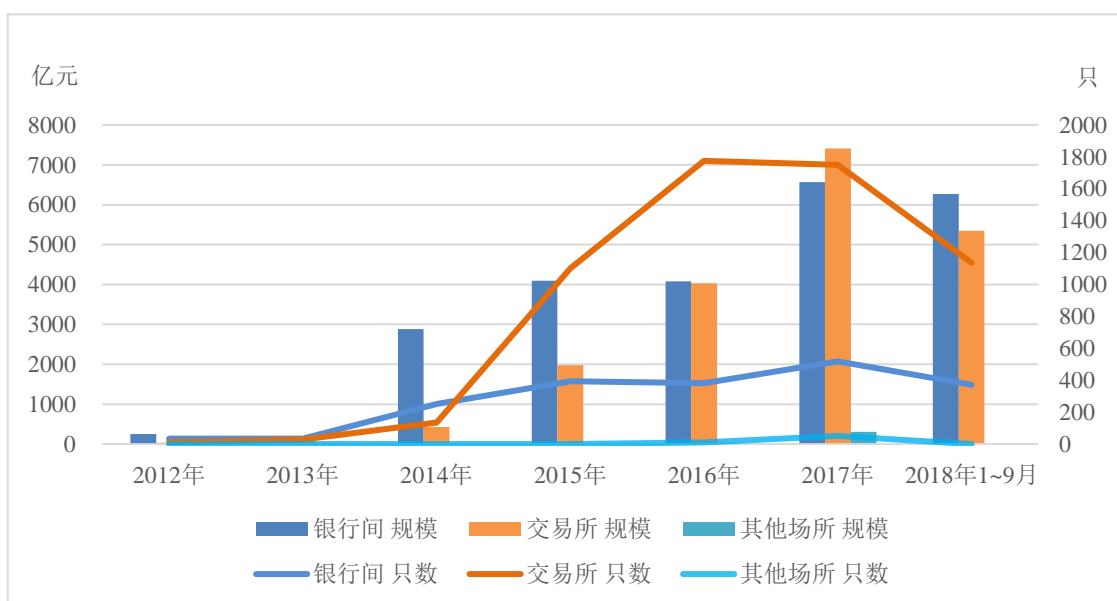


注：银行间资产支持证券包括在银行间发行的资产支持证券和资产支持票据，以下同。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

图1 2017年1月-2018年9月资产支持证券发行规模（左轴）和单数（右轴）统计

2018年三季度，资产支持证券发行量明显增加。具体来看，一级市场共发行218单599只资产支持证券<sup>1</sup>，环比增加32单69只，同比增加18单、减少57只；发行规模合计5036.43亿元，环比、同比各增加437.33亿元和1208.16亿元。



<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。



注：其他场所包括全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统和证券公司柜台市场等。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

图2 2012年~2018年9月资产支持证券发行规模（左轴）和只数（右轴）统计

2018年三季度，银行间市场共发行58单164只资产支持证券，发行规模为2856.58亿元，发行单数及发行规模环比和同比均明显增加。交易所市场共发行160单435只资产支持证券，发行规模为2179.85亿元，发行单数环比和同比均明显增加，发行规模环比和同比也均有所增加。银行间市场所发资产支持证券单数远低于交易所市场发行的单数，但发行规模明显高于交易所市场的发行规模。

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年三季度	58	160	2856.58	2179.85
2018年二季度	53	133	2493.43	2105.67
2017年三季度	45	147	1524.22	2122.66

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9月，中信证券股份有限公司承销的资产支持证券金额、项目单数均最多，分别为337.56亿元和18单。

表2 2018年9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	337.56	18	203.56	9	133.99	9
招商证券股份有限公司	250.61	15	205.92	12	44.69	3
中信建投证券股份有限公司	218.11	10	169.61	8	48.50	2
光大证券股份有限公司	185.47	8	62.77	3	122.71	5
国泰君安证券股份有限公司	127.59	6	80.83	3	46.76	3
海通证券股份有限公司	116.64	7	49.79	2	66.85	5
信达证券股份有限公司	96.66	1	0.00	0	96.66	1
中国国际金融股份有限公司	87.98	6	87.98	6	0.00	0
广发证券股份有限公司	81.38	3	4.40	1	76.98	2
中国工商银行股份有限公司	75.29	4	75.29	4	0.00	0

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

2018年三季度，中信证券股份有限公司承销的资产支持证券金额和项目单数均最多，分别为647.58亿元和37单。其大额承销产品主要有“惠益2018年第一期信用卡分期资产支持证券”、“工元2018年第八期个人住房抵押贷款资产支持证券”和“建元2018年第十三期个人住房抵押贷款资产支持证券”等；其承销项目单数较多的产品主要有“中信证券-信捷-联易融供应链资产支持专项计划”、“农盈2018年不良资产支持计划”和“蚂蚁花呗中信证券消费授信融资资产支持专项计划”等。

表3 2018年三季度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	647.58	37	404.73	18	242.85	19
招商证券股份有限公司	587.11	34	528.43	29	58.68	5
光大证券股份有限公司	373.57	21	139.34	7	234.23	14
中信建投证券股份有限公司	300.48	15	220.40	12	80.08	3
交通银行股份有限公司	268.10	8	268.10	8	0.00	0
中国国际金融股份有限公司	241.06	19	195.90	11	45.16	8
德邦证券股份有限公司	219.40	9	0.00	0	219.40	9
广发证券股份有限公司	203.92	9	117.37	5	86.55	4
信达证券股份有限公司	197.87	3	0.00	0	197.87	3
国泰君安证券股份有限公司	173.98	8	80.83	3	93.14	5

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9月，基础资产为应收账款的资产支持证券发行单数（25单）最多；基础资产为保理融资债权的资产支持证券发行单数（12单）次之；基础资产为基础设施收费、门票收入、保理合同债权和应收债权的资产支持证券发行单数（各1单）最少。从发行规模来看，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603.40亿元；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363.70亿元；基础资产为应收债权的资产支持证券发行规模最少，发行规模合计1.55亿元。

表4 2018年9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)	发行只数 (只)	发行规模 (亿元)
个人住房抵押贷款	6	18	603.40
应收账款	25	52	363.70
小额贷款	9	28	253.50
信用卡贷款	2	6	249.54
企业贷款	3	9	160.45

汽车贷款	3	10	129.15
保理融资债权	12	20	107.26
商业房地产抵押贷款	3	8	100.63
租赁租金	6	33	63.76
企业债权	4	10	48.56
消费性贷款	1	3	48.00
信托受益债权	2	5	39.53
不良贷款	6	12	27.96
信托受益权	2	5	27.90
融资融券债权	2	4	25.00
不动产投资信托 REITs	2	6	20.21
租赁债权	2	6	18.63
基础设施收费	1	10	11.00
门票收入	1	6	10.00
保理合同债权	1	3	5.20
应收债权	1	2	1.55
<b>总计</b>	<b>94</b>	<b>256</b>	<b>2314.93</b>

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

2018年三季度，基础资产为应收账款的资产支持证券发行单数最多，发行了64单，占比为29.36%；基础资产为保理融资债权的资产支持证券发行单数（26单）次之，占比为11.93%；基础资产为票据收益和门票收入的资产支持证券均只发行了1单，发行单数相对较少。从发行规模来看，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1499.34亿元，占比29.77%；基础资产为应收账款的资产支持证券发行规模次之，发行规模合计为763.11亿元，占比15.15%。基础资产为门票收入的资产支持证券发行规模最少，发行规模合计10亿元，占比0.20%。

表5 2018年三季度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)	发行只数 (只)	发行规模 (亿元)
个人住房抵押贷款	14	44	1499.34
应收账款	64	148	763.11
企业贷款	7	21	452.61
小额贷款	18	55	418.50
汽车贷款	8	24	334.47
企业债权	13	31	286.42
信用卡贷款	3	9	279.61
保理融资债权	26	40	213.96
租赁租金	16	70	183.66
商业房地产抵押贷款	5	12	138.13



消费性贷款	2	6	78.16
融资融券债权	3	8	65.00
信托受益债权	3	8	58.03
信托受益权	6	25	56.49
租赁债权	4	13	54.46
不良贷款	10	20	42.67
不动产投资信托 REITs	3	8	25.17
应收债权	4	9	22.03
票据收益	1	5	20.00
基础设施收费	5	32	19.41
保理合同债权	2	5	15.20
门票收入	1	6	10.00
<b>总计</b>	<b>218</b>	<b>599</b>	<b>5036.43</b>

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

### 三、信用等级分布<sup>2</sup>

2018年9月，新发行的256只资产支持证券中，有162只具有信用评级，其中AAA级的资产支持证券（119只）占比（73.46%）最多。从发行规模来看，AAA级资产支持证券发行规模最多，合计为1789.35亿元，所占比重为89.82%。

2018年三季度，我国债券市场共发行599只资产支持证券，有392只具有信用评级，其中AAA级的资产支持证券占比（74.23%）最多。从发行规模来看，AAA级资产支持证券发行规模最多，合计为4111.15亿元，所占比重为93.14%。可见通过结构化的设置，大部分资产支持证券都获得了良好的信用水平。

表6 2018年三季度资产支持证券信用等级统计表

级别	发行只数(只)	发行规模(亿元)
AAA	291	4111.15
AA+	78	266.81
AA	19	34.47
BBB	1	0.40
BBB-	3	1.11
无	207	622.50
<b>合计</b>	<b>599</b>	<b>5036.43</b>

<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。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

截至2018年9月底，市场上共7937只资产支持证券尚未到期，本金存量规模为7318.08亿元。其中，AAA级资产支持证券共3475只，本金存量规模为5527.99亿元，存量只数和规模占比分别为43.78%和75.54%，占比均为第一。

#### 四、信用事件关注

2018年三季度，市场共有3家发行人共6只资产支持证券债项评级发生下调（见表7），另有3家发行人共5只资产支持证券债项被列入评级观察名单（见表8）。

表7 2018年三季度资产支持证券债项级别调降统计表

债券简称	发起机构	评级机构	本次评级结果		上次评级结果	
			级别	评级时间	级别	评级时间
16天裕A3	徐州天裕燃气发电有限公司	中诚信证券	AA	2018/9/29	AA+	2017/6/30
16天裕A4			AA	2018/9/29	AA+	2017/6/30
哈场路04	哈尔滨机场专用路有限公司	联合评级	B	2018/9/13	AA+	2017/6/16
哈场路05			B	2018/9/13	AA+	2017/6/16
哈场路06			B	2018/9/13	AA+	2017/6/16
庆汇1优	庆汇租赁有限公司	中诚信证券	C	2018/8/3	B	2018/6/28

表8 2018年三季度列入评级观察名单资产支持证券统计表

债券简称	发起机构	发生日期	评级机构	发生日债项级别
丰汇4B1	丰汇租赁有限公司	2018/8/21	联合评级	AAA
房信2优2	天津房地产信托集团有限公司	2018/8/10	中诚信证券	AA+
房信2优3				AA+
18天房1A	天津房地产集团有限公司	2018/8/3	中诚信证券	AAA
18天房1B				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，得到每只资产支持证券的发行利差<sup>3</sup>。

2018年三季度，AAA、AA+、AA级资产支持证券的发行利差均值分别为229BP、291BP和373BP，AAA级和AA+级之间的级差为62个基点，AA+级和AA级之间的级差为82个基点，信用评级对资产支持证券的信用风险具有一定的区分度，总体呈资产支持证券信用等级越低，平均发行利率和发行利差越高的特点。各信用等级发行利差的变异系数较上季度（AAA、AA+和AA级资产支持证券发行利差变异系数分别为0.29、0.27和0.20）均有所扩大，说明在三季度债券市场违约事件多发的背景下，投资者对市场对各信用等级资产支持证券的信用风险判断分歧有所扩大。

从银行间和交易所市场的比较来看，银行间资产支持证券的平均发行利率<sup>4</sup>和发行利差普遍低于交易所市场，可能是因银行间市场和交易所市场发行人企业性质和基础资产类型等不同所致。银行间资产支持证券呈现信用等级越低，各等级之间级差越高的特征。交易所市场各级之间具有合理的级差。

表9 2018年三季度资产支持证券发行利差统计表（全市场）

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	238	5.33	45~590	229	—	0.43
AA+	52	5.97	103~497	291	62	0.39
AA	17	6.77	203~549	373	82	0.24

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

表10 2018年三季度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	82	4.68	45~393	157	—	0.46
AA+	19	5.03	103~414	202	45	0.42

<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债国债到期收益率，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。

AA	3	6.09	212~403	313	111	0.25
----	---	------	---------	-----	-----	------

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

表 11 2018 年三季度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	156	5.67	108~590	266	—	0.33
AA+	33	6.52	198~497	342	76	0.29
AA	14	6.92	203~549	386	44	0.22

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。