

债市聚焦

2016.5.18-5.24

2016 年第 20 期 总第 166 期

政策指南

债市引“活水” 合格机构投资者入市备案细则落地

市场动向

券商年内公司债发行规模同比减少 77.8%

从发债还贷到贷款“接盘” 债券风险回流至银行
金融衍生品或成对冲债市风险“利器”

我国汽车行业首只离岸绿色债券发行

新加坡企业将在中国发行熊猫债券

2015 年地方债增速放缓 部分省份债务率超警戒线

评级泡沫挤出效应：信用债市场降级潮来袭

零售贷款证券化产品加速进场

联合视点

联合资信：银监会 82 号文对信贷资产证券化业务影响分析及建议

联合资信深度解析中行和招行不良资产证券化交易特点

联合资信官方微信平台



联系方式

北京市朝阳区建国门外大街

2 号 PICC 大厦 17 层

邮编 100022

电话 010-85679696

www.lhratings.com

政策指南

债市引“活水” 合格机构投资者入市备案细则落地

继5月初央行发布2016年第8号公告（下称“8号文”），扩展银行间债市机构投资者范围和全面规范准入环节后，市场期待的相关配套细则也随即“出炉”。上周末，央行上海总部发布2016年第1号公告，对合格机构投资者进入银行间债券市场备案管理的相关细则做出明确规定。

央行上海总部指出，未来合格机构投资者进入银行间债券市场时，均应按照央行上海总部的规定进行网上备案。央行上海总部将根据规定的条件和程序，受理备案申请并出具备案通知书，备案通知书自签发之日起3个月内有效。

其中，法人类合格机构投资者申请备案时，应向央行上海总部提交的材料包括：法人营业执照副本和相关金融业务许可证副本；债券投资资金来源合法合规的说明；最近3年未因债券业务发生重大违法违规行为的说明等。

而对非法人类合格机构投资者而言，央行上海总部规定，应由其管理人或托管人向央行上海总部申请备案，提交该产品已依法在有关管理部门或者授权的行业自律组织获得批准或完成备案的证明文件等多项材料。

央行上海总部此次指出，管理人和托管人每年度首次为非法人类合格机构投资者备案时，应提供管理人和托管人企业法人营业执照和相关金融业务许可证。私募基金管理人还需提供已在行业自律组织登记、净资产规模不低于1000万元以及资产管理实缴规模排名处于行业前列的说明等。

根据此前央行“8号文”规定，央行上海总部、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场清算所股份有限公司、全国银行间同业拆借中心应制定相应实施细则，明确备案、开户、联网所需的各项材料要求，并应在收到完整材料之日起3个工作日内完成办理手续，及时以电子化的方式告知投资者。

（摘自中国证券网，王媛，2016年5月23日）

[返回目录](#)

市场动向

券商年内公司债发行规模同比减少 77.8%

今年以来，券商发行证券公司债（含短期公司债、次级债）34只，发行额为837.8亿元，同比减少77.8%，共有21家券商发行公司债，而去年同期发行公司债的券商多达48家。发行债券只数最多的券商是西南证券以及广发证券，均为4只，发行面额分别为75亿元、173亿元。另外，申万宏源和方正证券各自发行一只次级债，面额达到100亿元。

近期，广发证券已完成2016年证券公司次级债券（第一期）“16广发01”发行，发行规模为人民币43亿元，票面利率为3.30%。除了上述数据外，近日，湘财证券发布公告，拟公开发行公司债券20亿元。公司开拓各种融资渠道，增加长期资金来源，调整债务结构，进一步补充流动资金，提高资本金的适用效率，以支持公司各项业务创新发展。

对比同期各类金融债券发行规模来看，政策银行债发行规模最大，达到14969.4亿元；其次是商业银行债（不包含次级债），发行规模为1746亿元；券商公司债发行规模位居第三。

券商发债规模同比骤降与两融业务需求减少相关。去年，券商两融业务发展如火如荼，为解决资金问题，券商选择发行公司债、短期融资券及增发等方式募集资金。而随着市场两融需求的减少，券商今年的融资需求也明显下降。

（摘自证券日报，2016年5月18日）

[返回目录](#)

从发债还贷到贷款“接盘” 债券风险回流至银行

5月17日，中铁物资当天到期的10亿元超短融“15铁物资SCP004”如约兑付，公司通过履约的方式证明了自身的偿债意愿和主管部门的支持力度。

值得关注的是，中铁物资目前仍在存续期的9只债券规模共计168亿元，发行时间从2013年—2016年，募集资金用途全部为“置换银行贷款”，其他企业发债的募集资金用途也几乎都是置换银行贷款和补充运营资金。

不过，随着违约事件的频发，投资者的信心受挫，仅四月份取消或者延迟发行的信用债就有 118 只，规模为 1144 亿元。为了呵护债券市场的健康发展，加上地方政府出于金融稳定和声誉的考虑，往往也会积极协调甚至施压发行人和主承销商，最终实现债券的“刚性兑付”。

从“发债置换银行贷款”到银行用“贷款接盘风险债券”，企业的融资方式兜了一圈开始又回到了原点，金融风险又逐步回流到银行。

发债还贷的推动因素

近年来，越来越多的企业，特别是大中型企业开始发行债券置换银行贷款，简而言之就是发债还贷。企业的融资渠道逐渐从银行向债券市场转移，这也符合宏观层面国家倡导的“提高直接融资的比重”。

降低企业融资对银行贷款的依赖，也是降低金融系统中最为核心的银行系统的风险。数据显示，目前我国银行业金融机构总资产已超过 200 万亿元，约占金融机构总资产的 90%。银行信贷占社会融资规模存量的比重仍在 67% 左右。

站在银行的角度，在经济下行周期，银行也有动力将银行部分贷款置换成债券，特别是对于一些具有潜在风险的贷款企业。一方面，银行可以收回贷款，不会造成新增不良。另一方面，银行可以参与债券发行，作为主承销商可以赚取中间业务收入。

也有投资者表示，“银行作为主承销商，很多发债都是置换自己的贷款。而且银行更了解企业的风险状况，‘春江水暖鸭先知’。”

这就相当于金融的风险从银行体系分散到了银行、信托、财务公司、证券、基金管理公司、期货、保险等机构以及其他金融产品上。央行数据显示，与上年末相比，3 月末银行间债券市场公司信用类债券持有者中，商业银行持有债券占比为 31.8%，下降 2.3 个百分点，非银行金融机构占比为 12.5%，上升 0.4 个百分点，非法人机构投资者和其他类投资者的持有占比共为 55.7%，上升 1.9 个百分点。由此可见，银行对信用债的持有量在下降，而其他类型的投资者持有量在上升。

刚性兑付压力“卷土重来”

随着债券市场的持续扩容，加上经济下行风险的加大，自超日违约打破“刚性兑付”后，债券市场违约事件开始密集发生。特别是一些企业还存在逃废债嫌疑，从而颠覆了投资者的投资逻辑和信仰，影响了这一类企业和行业的投资信心和再融资能力。

正是基于这样的担忧，不少投资者和主管部门也呼吁加大对逃废债的打击力度。以东北特钢为例，从2016年3月28日至今，短短的两个半月时间，已经发生了4期债券的违约，而且偿债方案上并没有进展。5月5日，“15东特钢CP002”违约时，两家主承销商更是罕见强硬地表示，“致函东北特钢和有关部门，请不要采取任何恶意损害投资者利益的行为，对恶意逃废债等予以坚决抵制。”

不过也有不少的债券，因为发行人和承销商的积极筹集资金，加上地方政府的协调，在违约后仍兑付了本息。比如，亚邦投资、淄博宏达、中煤华昱集团、南京雨润等。出现违约的企业，一般自身偿债能力都有限，再次兑付更多的是依赖大股东等关联方的支援或者银行的资金支持。

最为典型的案例是南京雨润，该公司出现了两期债券的违约，分别是“15雨润CP001”和“13雨润MTN1”，后续均又足额兑付了，资金来源应该均是来自于银行新发放的贷款。银行之所以愿意来“接盘”风险债券，有银行已经被绑架的因素，也有来自地方政府等各方的压力。

一个地区的企业债券出现违约，往往对该区域的经济金融环境以及其他企业的融资也会产生一定的负面影响。因此，出于声誉风险和地方稳定的考虑，地方政府也会积极参与化解风险。而且在普遍的逻辑看来，公募债券的违约影响要远远大于银行贷款的逾期，这样就出现了地方政府要求刚性兑付的情况。

（摘自21世纪经济报道，李玉敏，2016年5月18日）

[返回目录](#)

金融衍生品或成对冲债市风险“利器”

债券市场违约事件频发，导致交投热情下降。一级市场发债步伐放缓，统计显示，今年1至4月，信用债推迟或取消发行数量超过2000亿元，二级市场投资者风险偏好下降，债券收益率上行。在此背景下，信用风险缓释工具备受市场

关注。信用违约互换（Credit Default Swap，以下简称“CDS”）以及信用联结票据（Credit-linked Notes，以下简称“CLN”）等金融衍生产品，有望成为今后对冲债券市场风险的重要手段。

通俗地说，CDS 是债券持有人对冲信用风险的一种金融衍生品。信用类固定收益资产持有人由于担心发生违约，因此向 CDS 卖方购买以该资产为标的的合约。根据合约，买方在一定期限内，陆续向卖方支付费用（该费用通常低于固定收益资产的利息收入），卖方承诺在合约期间，若该标的资产出现违约，则按照约定赔偿买方损失，例如按面值购入买方手中的债券。

对于买方来说，通过部分利息收入的折让，达到转移信用风险的目的。信用风险则由卖方承担。CDS 可以起到信用风险价格发现、对冲信用风险、提升组合收益、提高基础资产流动性等作用，在发达国家债券市场中的使用已经非常普遍。

CDS 还兼具投资功能。现实中，投资者购买 CDS 时，不一定对标的资产具有法律权益。通过对未来标的资产信用风险走势形成自己的判断后，也可以在没有该资产的情况下买入 CDS。

有机构分析师认为，本质上，CDS 等金融衍生品可以理解为给信用债所投的“保险”，在“刚性兑付”逐渐打破，信用风险增多的情形下，这类金融衍生品的市场需求量非常可观。不过，由于 CDS 定价较为复杂，业内预计我国债券市场可能先推出高等级信用债对应的 CDS，再根据市场的反馈逐步推行中低等级信用债的 CDS。

而 CLN 是债券发行人对冲信用风险的一种金融衍生品，是固定收益证券与 CDS 的“结合体”。债券发行人在发行固定收益债券的同时买入以该债权为标的的 CDS，将两者“打包”成为一个 CLN 出售。

从本质上看，CLN 的发行者既是资金的借入者，也是信用违约互换的购买者。假如在约定期限内没有发生违约，CLN 发行者按照约定向 CLN 购买者还本付息；一旦发生违约，则视违约情况减少支付给 CLN 购买者的本金和利息。

对于发行者来说，CLN “熨平”了融资后潜在风险的冲击。按照风险收益对等原则，CLN 的票面利息普遍较同期同类产品要高，因此采用 CLN 进行融资的

融资成本较高。如果发行者经营平稳，没有信用事件发生，只需要付出比正常融资多一些的利息；而信用事件一旦发生，发行者就可以锁定损失，减少偿债金额。

不过，CLN 的购买者在获得更高收益的同时，也承受了很高的风险。事实上，发行人之所以选择 CLN 而不是直接发行债券，就是因为这类公司通常评级较低，发生信用风险的可能性更大。因此，购买者承受损失的可能性，要高于评级较高的固定收益债券。

（摘自中国经济网，2016 年 5 月 20 日）

[返回目录](#)

我国汽车行业首只离岸绿色债券发行

20 日，浙江吉利控股集团成功发行中国汽车行业首只离岸绿色债券，总额达 4 亿美元，以支持其英国子公司伦敦出租车公司开发具有零排放能力的经典伦敦黑色出租车。

该高级无抵押债券通过吉利控股集团全资子公司 LTC GB Limited 发行，年利率为 2.75%，为期 5 年。该利率在大中华区汽车公司所发行的美元债券中是最低的。该债券最终的订单金额超过 23 亿美元，实现超额认购近 6 倍。

此次绿色债券发行所得的资金将用于伦敦出租车公司设计、开发及生产具有零排放能力车辆所需的融资或再融资。为开发新一代伦敦出租车，吉利控股集团投资 3 亿英镑，在英国安斯蒂地区新建研发中心和工厂。伦敦出租车新一代具有零排放能力的 TX5 预计将于 2017 年在英国上市，并于 2018 年登陆全球市场。TX5 具有的零排放能力能够满足伦敦，乃至欧洲及全球其他地方的新环保标准。

“我们正经历着一次彻底的产品系列转型，全心专注于生产具有零排放能力的商用汽车。”伦敦出租车公司首席执行官彼得·约翰森先生表示，相信绿色债券的发行会进一步增强其在新能源科技方面的竞争优势。

中国银行为该债券提供备用信用证。联席全球协调人包括中国银行、美银美林、巴克莱银行和法国兴业银行。

（摘自新华社，2016 年 5 月 23 日）

[返回目录](#)

新加坡企业将在中国发行熊猫债券

中新（重庆）战略性互联互通示范项目（以下简称“中新示范项目”）管理局局长韩宝昌 22 日在第十九届中国（重庆）国际投资暨全球采购会成果新闻发布会上透露，新加坡辉联集团将在中国发行 10 亿元人民币熊猫债券，中国与新加坡第三个政府间合作项目在金融创新合作领域取得新突破。

韩宝昌认为，通过发行熊猫债券，可以拓展新加坡企业在渝投资项目的人民币资金来源渠道，帮助其规避汇率风险，增强其在中国市场的知名度。新加坡辉联集团发行熊猫债券体现了在资金来源及运用上中新之间的互联互通。

公开资料显示，新加坡辉联集团成立于 1981 年，1995 年在新加坡交易所上市，主要从事国际货运代理业务。“发行熊猫债券是金融支持其他领域互联互通的有益尝试。”韩宝昌说，辉联集团如能成功发债，不仅能缓解企业资金压力，帮助其深耕重庆市场，还将为重庆物流市场带来国际一流的管理理念和运营技术，促进当地物流行业深入发展，有助于降低物流成本。

2016 年 1 月 8 日，中新示范项目在重庆实质性启动。该项目与前两个中新政府间合作项目不同，将打造一张全域性“互联互通”网络，合作重点集中在金融服务、航空产业、交通物流和信息通信技术四个领域，藉此降低中国西部地区融资成本、物流成本，缩小中国内陆地区与沿海地区的差距。

韩宝昌表示，该局和人民银行重庆营管部等部门还将继续积极推动新加坡企业在中国银行间市场发行人民币债券，解决部分新加坡企业在重庆投资项目的人民币资金需求，建立重庆金融领域对外开放新通道。

（摘自中国新闻网，刘相琳，2016 年 5 月 23 日）

[返回目录](#)

2015 年地方债增速放缓 部分省份债务率超警戒线

截至 5 月 23 日，大部分省份及计划单列市公布了 2016 年度的发债文件。但仅有 14 个省份公布了截至 2015 年末的债务余额数据。根据这些数据可以管窥 43 号文印发后一年地方政府债务发生的新变化。

政府债务增速放缓

在 2013 年 6 月末、2014 年末两个时点，江苏的政府债务余额居全国首位，且 2014 年末高于第二位广东省 1834 亿。虽然目前公开数据并不全面，但因为 2015 年末江苏债务无明显减少，再次高居内地“榜首”应无疑问。

在 2013 年 6 月末至 2014 年末这一时间段，除重庆外各省市、自治区的债务余额均大幅增长，增速最低的为四川（14.61%），最高的为贵州（89%）。原因在于 2014 年债务甄别工作中，地方政府倾向于将政府或有债务认定为政府债务，由此导致政府债务激增。

2015 年政府债务增速明显放缓。在可考察的 13 个样本中，共 9 个省份 2015 年末的债务余额相比 2014 年末小幅增长。增幅最高者为山西省，增幅为 12.58%。

按照财政部的要求，2015 年地方政府只能通过发行地方政府债券新增政府债务，债务增速放缓说明对地方债的限额管理已起到作用。不过，一些地方政府通过签订回购协议、明股实债以及承诺固定收益等方式变相扩大政府债务的行为仍然存在。

数据还显示，部分区域在 2015 年期间削减了政府债务。江苏、四川、河北、新疆四地的政府债务余额小幅下降，降幅在 4 个百分点以内。

四川省财政厅表示，2015 年该省通过预算安排、项目收益、PPP 转化等方式偿还存量债务 338 亿。2015 年末政府债务余额相比上年末小幅减少 0.2 个百分点。

重庆市的减债行动引起更多关注。数据显示，2012 年末重庆以 92% 的债务率高居全国第三位，2015 年末债务率下降至 75%，下降了 17 个百分点。重庆的减债方式主要通过土地出让、资产变现和推进 PPP 等方式实现。

一般债占比约 70%

值得注意的是，大部分区域在披露 2015 年末债务数据时并未披露相应的债务率。“债务余额及限额数据是财政部要求强制披露的，但债务率数据不做强制要求。”一位参与地方债评级的分析师表示，“地方政府在这个数据上比较谨慎，能不披露就尽量不披露。”

债务率是衡量地方政府债务风险的关键指标，即债务余额除以综合财力。其中，综合财力为公共财政收入、转移支付、政府性基金收入及国有资本经营收入

之和。去年底，财政部长楼继伟在全国人大常委会上披露，截至 2015 年末，地方政府债务率为 86%。

根据前述公式计算，2015 年末辽宁省和云南省的债务率已经超过 100% 的警戒线，分别为 157.72% 和 121.67%。当年末两省的债务余额分别为 8718.50 亿、6228.60 亿，债务率高于 100% 显示两省的债务余额已经超过其综合财力。另外贵州省 2014 年末债务率达到 191%，因无相关数据披露，贵州省 2015 年末的债务率尚无法计算。

此外，河北省披露 2015 年末其债务率为 87.30%，也较为接近警戒线；江苏省的债务规模最大，但其债务率并不高，2015 年末为 68.5%；在数据样本中，甘肃省的债务率最低，为 48.58%。

按照财政部此前的债务甄别办法，政府债务分为一般债务和专项债务。其中，一般债务主要依靠公共预算收入偿还，专项债务主要依靠政府性基金偿还。根据梳理，2015 年末地方政府一般债占比较高，在 70% 左右；专项债占比小，比重在 30% 左右。

目前，由于财政收入增速下滑甚至负增长，政府性基金收入也呈现负增长的态势，地方政府可用于偿还债务的资金下降，债务风险随之增加。具体而言，2015 年辽宁、黑龙江、山西三省财政负增长，其财政收入分别负增长 33.4%、10.4%、9.8%。

今年一季度，辽宁、山西、青海三省的财政收入负增长，增速分别为-12.1%、-12.8%、-2%。如果这些省份财政收入或者政府性基金负增长的趋势在今年仍然延续，今年末这些省份债务率可能会有所上升。

（摘自 21 世纪经济报道，杨志锦，2016 年 5 月 24 日）

[返回目录](#)

评级泡沫挤出效应：信用债市场降级潮来袭

5 月 20 日，评级公司联合资信发布公告，将绿地控股集团有限公司（下称“绿地控股”）主体长期信用等级由 AAA 调整为 AA+，评级展望为稳定，同时将绿地控股存续期中票“15MTN001”的信用等级由 AAA 降至 AA+。

尽管过去几年出现过数次 AAA 主体发行人被降级，但对房地产企业而言，尚属首次。对此，海通证券宏观债券分析师姜超点评称，自 2013 年以来，除去绿地控股，在被下调的 294 家发行人中，房地产企业仅有 2 家，“但两家企业原本自身评级较低，并且大股东背景有限。而此次绿地控股作为大型地产企业，被下调值得警惕。”

不会发生 AAA 主体降级潮

姜超指出，绿地控股此次主体评级被下调，原因有三：一是营业收入大幅下滑，房地产板块营收多年来首次负增长，非一线城市土地储备高，商办占比高，去库存压力大，而在能源板块上，子公司云峰集团出表降低营收；二是盈利下降被掩盖，公允价值变动收益和投资收益维持盈利增长；三是云峰集团私募债违约波及公司信誉。

姜超还称，2013 年至 2015 年共有 6 家 AAA 公司主体评级被下调，2016 年以来已有 3 家，但“以往被下调的 AAA 发行人主要分布于产能过剩行业，房地产行业尚属首例”。

而 AAA 主体评级下调之火烧至房企，亦引发部分市场人士对未来 AAA 发行人降级潮的担忧。

对此，评级相关负责人表示，未来还会有 AAA 评级企业级别被调降，但应该不会形成调降潮。理由在于：目前我国正在进行供给侧改革，库存较高、产能过剩、杠杆率较高的行业，尤其是行业周期性比较强、企业现金流比较差的企业会面临较大的评级下调风险；相反，具有较强竞争力，在新技术、新能源、新材料等方面表现较好的企业则可能具有级别上调的可能。

“级别下调的行业主要集中在煤炭、钢铁、化工、有色等产能过剩行业，以及在二三线城市大规模进行房地产开发的现金流比较紧张的企业，这些行业或者企业中 AAA 评级被下调的可能性会比较高。”上述评级相关负责人称。

抑制评级泡沫

招商证券固收团队称，今年初至今，评级下调次数的累计同比增速较去年上升了 66%，如果评级下调次数继续保持 70% 增速的话，今年 6 月和 7 月两个评

级调整高峰期，两个月内下调评级之和或将高达 150 次，相比去年同期的不足 100 次，涨幅明显。

交易商协会于近期召开座谈会，对评级机构近几年评级调整情况进行摸底，并要求评级机构及时报送评级调整情况，旨在抑制国内评级泡沫继续发展。

因此，在跟踪评级高峰期来临之际，未来评级公司跟踪评级政策是否会趋紧，成为市场关注重点之一。

姜超认为，这是交易商协会加强监管之举，抑制级别虚高或将落到实处。他指出，今年以来主体评级被下调的发行人多达 50 家，评级调整力度明显加大，投资者应避免对高评级发行人的盲目追捧，警惕因评级下调而带来的估值调整风险。

“我们的评级方法和评级逻辑一直以来都是一致的，所以应该不存在评级‘政策’的改变。”一位不愿具名的评级业人士告诉记者，评级调整并不会涉及评级方法本身，“其实还是要根据发债主体的偿债能力。”

“谨慎性原则当然是有的，评级本身除了财务指标，宏观形势和行业处境也是重要的指标，在目前的情况下，趋紧是正常的。”另一位评级业人士对记者表示，评级业的核心问题是“级别趋同导致级别不断整体向上迁移”。

“但毕竟 AAA 是天花板，所以中国有这么多的 AAA 企业，于是现有的评级体系就开始慢慢变得无效和失真，再加上 AA 以上才能发债，这就意味着中国发债企业基本上只有三个级别，这进一步导致级别整体上移。所以评级的根本之痛在于机制和制度安排之下的被扭曲。”该评级业人士说。

（摘自 21 世纪经济报道，黄斌，2016 年 5 月 24 日）

[返回目录](#)

零售贷款证券化产品加速进场

在资产证券化市场扩容的同时，零售贷款证券化产品也在加速推出。由招商银行作为发起方的不良资产支持证券——和萃 2016 年第一期不良资产支持证券即将于 26 日正式发行，该证券化产品的基础资产为招行的不良信用卡债权，这也是我国首个以零售贷款为基础的不良资产证券化产品。

记者获悉的数据显示，截至5月23日，今年以来银行间市场信贷资产证券化产品发行规模已达到883亿元，虽然发行增速较上年相比有所放缓，但产品结构出现明显变化。根据“中债资信资产证券化信息服务平台”统计的相关数据，今年以来非CLO（对公贷款的资产支持证券）共发行499.27亿元，约占整体的发行量的56%，相较于去年23%的比例有了大幅提升。年初至今，银行间市场RMBS（个人住房抵押贷款支持证券）、Auto-ABS（汽车贷款资产支持证券）、消费贷款ABS分别发行5单、7单和4单，发行金额达到203亿、149亿和45亿。而去年一年，这三类产品在CLO产品发行75单的情况下，分别才发行8单、12单和4单。

早在2005年，我国就已开始推进信贷资产证券化试点，但进程相当曲折。直至2012年之后，国务院、央行和银监会相继表态大力支持发展信贷资产证券化业务。而在2015年5月，国务院常务会决定新增5000亿元信贷资产证券化试点规模，以盘活存量资金。不过，从已经发行的信贷资产证券化产品的基础资产来看，绝大多数是对公贷款。2015年，CLO产品金额占比为76.75%。

业内人士在接受记者采访时表示，从2012年信贷资产证券化重启以来，我国CLO产品发展较快，这同国际上的趋势有所不同，主要源于此前我国以间接融资为主的资金供给体系下，对银行业的过度依赖不可避免地导致信贷资产规模的扩张，社会融资需求的增长给银行业信贷空间造成巨大压力。在这种压力驱使下，银行有动机通过真实出售、增强资产流动性的同时将监管评级中风险权重较高的企业债权由表内转移到表外。

而发展零售贷款的信贷资产证券化一直是央行推进的方向之一。中国人民银行金融市场司司长纪志宏曾表示，从国际成熟市场看，主流证券化产品主要以住房、汽车、信用卡等零售贷款作为基础资产，具有入池资产笔数多、同质性强的特点，可以借助大数法则，获得资产池相对稳定的违约率进行合理定价，产品标准化程度高。

“去年下半年工商企业债券陆续违约提高了投资者对CLO产品的风险防范意识。与此相对的，注册制的推出，房贷、车贷及消费贷信息披露指引的相继出

台，使市场热点转移到非 CLO 产品上，该产品今年上半年在银行间市场显著增长。”业内人士表示。

中银消费金融有限公司今年在银行间市场发行 6.99 亿元个人消费贷款信贷资产证券化（ABS）产品，这也是传统消费金融公司的首单资产证券化产品。中金公司固定收益研究组执行总经理张继强表示，ABS 融资是消费金融公司除同业拆借（不超过净资本 1 倍）、发行金融债券、向金融机构借款等主流融资方式外的有力补充。由于消费金融公司受资本充足率约束，通过发行资产出表可以缓解资本充足率压力。值得注意的是，除了传统的金融机构之外，包括京东金融、宜信这样的互联网金融机构也开始尝试通过资产证券化来拓宽融资渠道。

亦有信用评级人士表示，从投资人的角度而言，购买银行的个人信贷资产证券化产品，比如消费金融、个人房贷等，要比企业对公贷款打包的产品看得更清楚，风险更好评估。

虽然个贷类资产证券化产品市场空间巨大，但规模持续上升也面临一些挑战。吕明远表示，对于银行来说，个贷类资产证券化同样具有出表、融资、盘活存量的功能，但在目前以资产负债表简单扩张的传统发展模式面临挑战的背景下，其更大的意义还是为银行资产负债表的主动管理和业务模式创新提供了重要的工具和手段。

以 RMBS 为例，有业内分析人士就指出，个人住房抵押贷款利率普遍较低，银行通过证券化赚取利差的空间较小；同时，此类贷款在商业银行资产负债表中的加权风险资产占用较低，也属优质资产，银行将其出表的需求并不强烈。数据显示，在今年已经发行的 5 单 RMBS 产品中，只有 1 单是商业银行作为发起机构。

（摘自经济参考报，张莫、王梓菲，2016 年 5 月 24 日）

[返回目录](#)

联合视点

联合资信：银监会 82 号文对信贷资产证券化业务影响分析及建议

日前，银监会发布《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》（以下简称“82 号文”），旨在解决银行业金融机构信贷资产收益权转让过程中存在交易结构不规范不透明，会计处理和资本、拨备计提不审慎等问题，由于信贷资产收益权转让与信贷资产证券化业务存在一定的替代关系，且部分私募信贷资产证券化业务采用收益权转让方式，因此该通知也将对银行业金融机构信贷资产证券化业务产生较大的影响。

“82 号文”对信贷资产证券化业务产生影响的内容包括：一是出让方银行应当在信贷资产收益权转让后按照原信贷资产全额计提资本；二是开展不良资产收益权转让的，在继续涉入情形下，计算不良贷款余额、不良贷款比例和拨备覆盖率等指标时，出让方银行应当将继续涉入部分计入不良贷款统计口径；三是出让方银行不得通过本行理财资金直接或间接投资本行信贷资产收益权，不得以任何方式承担显性或者隐性回购义务；四是不良资产收益权的投资者限于合格机构投资者，个人投资者参与认购的银行理财产品、信托计划和资产管理计划不得投资；对机构投资者资金来源应当实行穿透原则，不得通过嵌套等方式直接或变相引入个人投资者资金。

阅读全文请点击：<http://bond.hexun.com/2016-05-20/183967005.html>

（摘自和讯网，结构部赖金昌、屈晓灿供稿，2016 年 5 月 20 日）

[返回目录](#)

联合资信深度解析中行和招行不良资产证券化交易特点

5 月 19 日，中国银行“中誉 2016 年第一期不良资产支持证券”（以下简称“中誉一期”）和招商银行“和萃 2016 年第一期不良资产支持证券”（以下简称“和萃一期”）发行文件在中国债券信息网正式挂网，预计发行规模分别为 3.01 亿元和 2.33 亿元，其中中誉一期优先档证券和次级档证券占比分别为 78% 和 22%，和萃一期优先档证券和次级档证券占比分别为 80.69% 和 19.31%，根据联合资信

的评级报告，联合资信均给予两单交易优先档证券 AAA 级的信用等级，次级档证券未予评级。上述两单产品的发行不仅意味着不良资产证券化在时隔八年正式重启，同时意味着将不良资产证券化的基础资产范围扩大至信用卡不良债权领域。

与一般信贷资产证券化项目关注入池资产的违约风险不同，不良资产证券化项目的基础资产本身就是已经违约的不良贷款，此时基础资产的关注点是如何预测不良贷款的回收金额和回收时间。根据项目特点，评级机构会采用不同的回收现金流估值方法。联合资信对中誉一期资产池采取逐笔估值方式，基于发起机构、评估机构、律师事务所以及会计师事务所提供的资料及意见，结合实地调查了解信息，对资产池进行估值。估值主要考虑因素包括：主债权及从债权的有效性、借款人及保证人经营情况和偿付意愿、债务人有效资产存续状况、抵/质押物或查封物的优先受偿权及变现价值、当前处置计划和处置阶段、当地经济及司法环境、其他财产线索或现金回收来源等。联合资信对和萃一期资产池采取历史静态池精算统计估值方式，主要基于以下信息：发起机构提供的入池资产信息和信用卡不良资产的历史回收记录。在上述信息的基础上，联合资信结合现场调查了解到的具体催收过程和催收管理方式，通过对信用卡不良资产历史回收数据的分析，对比资产池和历史数据的特征，对资产池回收金额进行估值。

阅读全文请点击：<http://bond.hexun.com/2016-05-20/183975792.html>

（摘自和讯网，结构部供稿，2016年5月20日）

[返回目录](#)