

# 资产支持证券市场月报

Monthly Report on the Asset-Backed Security Market

2018年5月 总第16期

## 发行规模减少 资产支持证券风控制度落地

- ◆ 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、联合资信与联合评级荣获第四届中国资产证券化“年度创新机构”大奖

2018年5月7日至9日，中国资产证券化和结构性融资行业年会暨第四届中国资产证券化论坛年会（以下简称“年会”）在北京国家会议中心隆重召开。本届年会设置了1个千人大会场、6个分会场和展区，注册参会人数达3300余人，是我国资产证券化和结构性融资行业中层次最高、规模最大、影响力最强的年度盛会。

为表彰在2017年度中国资产证券化和结构性融资行业中具有影响力的项目、鼓励为行业发展和创新做出突出贡献的项目参与机构，“第四届中国资产证券化论坛年度奖”颁奖典礼在年会期间举行。**联合资信与联合评级荣获“年度创新机构”大奖。**

同时获奖的还有众多由联合资信与联合评级承做的项目，包括**信贷资产证券化年度杰出交易**（建元2017年个人住房抵押贷款资产支持证券系列、和享2017年个人消费贷款资产支持证券系列）、**资产支持票据年度优秀交易**（前海结算2017年度第一期碧桂园供应链应付账款资产支持票据）、**企业资产证券化年度杰出交易**（新派公寓权益型房托资产支持专项计划、百度-长安新生-天风2017年第一期资产支持专项计划）、**场外交易（机构间私募产品报价与服务系统）年度优秀交易**（中融企弘-富国资产-首创置业2017年第一期购房尾款资产支持专项计划、南京银行-腾海租赁2017年度第一期应收账款债权融资计划）等。

### 2、沪深交易所发布资产支持证券风险管理和定期报告指引

2018年5月11日，深沪交易所分别发布了《资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）》（简称《风险管理指引》）和《资产支持证券定期报告内容与格式指引》（简称《定期报告指引》）。《风险管理指引》明确了各市场参与人的信用风险管理职责，建立了以信用风险为导向的分类管理体系，同时确立了定期与不定期的风险管理报告制度。《定期报告指引》则对年度资产管理报告和年度托管报告的编制和披露要求进行了详细说明，细化了重要事项的披露要求，方便投资者决策参考。

联合认为，《风险管理指引》和《定期报告指引》的发布是交易所认真贯彻落实中国证监会以信息披露为核心的监管理念，进一步促进资产证券化业务平稳健康发展，引导管理人、相关市场参与人和信息披露义务人归位尽责，保护投资者利益的监管举措。两个指引的发布有利于健全资产证券化业务风险管理体系，强化资产支持证券存续期信用风险管理力度，提升资产支持证券定期报告披露质量，解决市场关心的信息有效性问题，切实维护投资者合法权益。

### 3、全国首单公共人才租赁住房类 REITs 获批

2018年5月9日，全国首单公共人才租赁住房类 REITs（房地产投资信托基金）产品——深创投安居集团人才租赁住房资产支持专项计划获深交所评审通过，这是截至目前租赁住房领域最大规模的证券化产品，也是规模最大的交易所类 REITs 产品，储架发行总规模达 200 亿元。

联合认为，该产品的推出是贯彻党的十九大精神“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的阶段成果，也是认真落实证监会、住建部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》的重要创新实践。人才租赁住房类 REITs 项目通过金融创新引入资本力量，助力人才住房建设；在盘活了优质存量资产的同时，充分利用社会资本、实现轻重资产平衡发展，是未来租赁住房资产证券化的重要方向之一。

### 4、全国首单“互联网+旅游”行业资产证券化产品获批

2018年5月16日，华泰-携程金融拿去花第一期资产支持专项计划获深交所评审通过，成为全国首单“互联网+旅游”行业资产证券化产品。该产品以消费者在携程旅行网及去哪儿网平台使用“拿去花”产品进行旅游消费分期时所形成的保理合同债权作为基础资产，采用储架发行模式，总额度为 30 亿元。

联合认为，该专项计划是积极响应《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》的重要举措：通过盘活存量资产、支持企业通过消费金融降低用户出游门槛，有助于进一步提升“互联网+旅游”的消费体验，激发旅游消费活力，促进居民消费升级。资产证券化有望在推动在线旅游平台企业发展壮大、整合上下游及平行企业的资源、形成旅游业新生态圈中发挥更大的作用。

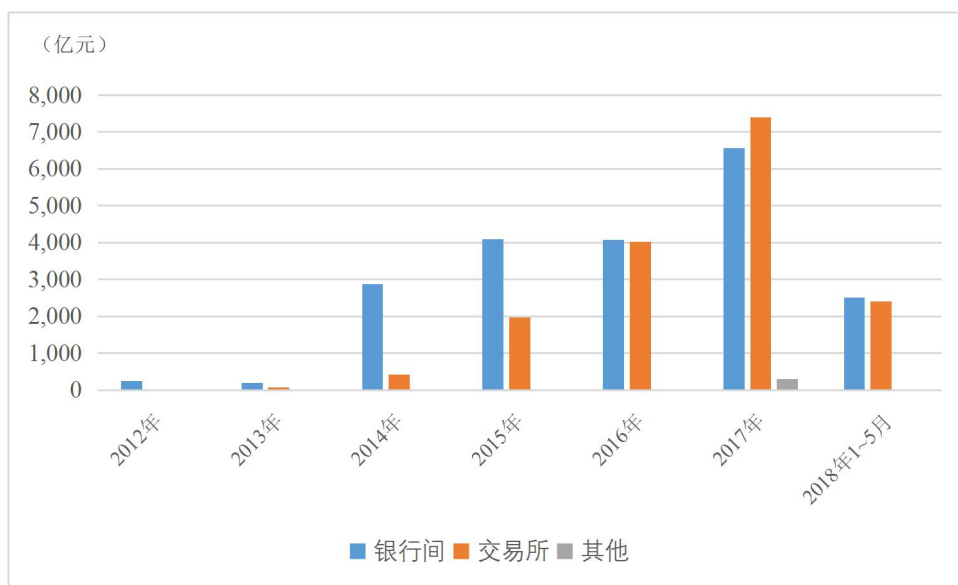
### 5、全国首单 O2O 汽车电商平台资产证券化产品获批

2018年5月29日，国内首单 O2O 汽车电商平台资产证券化产品——中金-神州优车汽车应收账款第 1-25 期资产支持专项计划获深交所评审通过。该产品以消费者在 O2O 汽车电商平台神州买买车上购买新车及准新车分期付款所产生的应收账款债权为基础资产，采用储架发行模式，总额度为 100 亿元。

联合认为，该产品支持企业通过“先享受后买车”等一系列汽车消费新模式，创新供给方式，提升用户体验，满足居民汽车消费需求，增强人民群众的获得感与幸福感，符合党的十九大精神要求，是改善和创新居民生活消费供给、满足人民美好生活需要的重要举措。未来汽车电商行业有望通过发行资产证券化产品拓宽融资渠道、降低融资成本，缓解汽车终端渠道的融资难题。

## 二、一级市场概况

2018年5月，资产支持证券发行规模较上月大幅减少。具体来看，一级市场共发行41单133支资产支持证券<sup>1</sup>，同比增加1单13支，环比减少8单6支；发行规模合计874.43亿元，同比环比均有减少。



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

图1 2012年1月~2018年5月资产支持证券发行规模统计

具体而言，2018年5月银行间市场共发行11单资产支持证券，环比和同比均有所减少；发行规模为478.99亿元，环比和同比也有所减少。交易所市场共发行30单资产支持证券，环比减少4单、同比增加8单；发行规模为395.44亿元，环比和同比均有所减少。

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5月	11	30	478.99	395.44
2018年4月	15	34	1118.84	768.34
2017年5月 <sup>2</sup>	16	22	668.27	396.74

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

<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。

<sup>2</sup> 该月还有两单在其他市场发行的消费金融类资产支持证券，该月总共发行单数为40单。

从已发行的资产支持证券承销情况来看，2018年5月，招商证券股份有限公司承销的资产支持证券金额最高，为118.92亿元；中信证券股份有限公司承销的资产支持证券单数最多，为9单。

表2 2018年5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
招商证券股份有限公司	118.92	6	118.92	6	0.00	0
东兴证券股份有限公司	115.66	1	0.00	0	115.66	1
中信证券股份有限公司	81.04	9	49.73	2	31.31	7
国泰君安证券股份有限公司	70.74	3	0.00	0	70.74	3
光大证券股份有限公司	67.21	7	50.29	3	16.92	4
中国银行股份有限公司	56.46	3	56.46	3	0.00	0
中信建投证券股份有限公司	51.58	2	51.58	2	0.00	0
中国国际金融股份有限公司	44.84	2	24.84	1	20.00	1
华福证券有限责任公司	40.77	1	40.77	1	0.00	0
交通银行股份有限公司	36.48	1	36.48	1	0.00	0

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5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402.50亿元；基础资产为企业债权的资产支持证券发行规模次之，合计发行115.66亿元；基础资产为基础设施收费和不良贷款的资产支持证券发行规模最少，发行规模分别为3.80亿元和2.30亿元。从单数来看，本月基础资产为应收账款的资产支持证券发行单数最多，合计发行12单。

表3 2018年5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	3	5	36.49
不良贷款	1	2	2.30
个人住房抵押贷款	4	13	402.50
基础设施收费	1	7	3.80
企业债权	1	11	115.66
融资融券债权	1	2	10.00
委托贷款债权	1	2	16.00
小额贷款	4	11	35.75
信托受益权	3	18	4.00
信用卡贷款	1	3	21.22
应收债权	3	4	23.49

应收账款	12	29	113.12
租赁债权	1	4	13.47
租赁租金	5	22	76.62
<b>总计</b>	<b>41</b>	<b>133</b>	<b>874.43</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5月，新发行的133支资产支持证券中，有96支具有信用评级，其中AAA级<sup>3</sup>的资产支持证券数量最多，共有67支，占比为50.38%。从发行规模来看，AAA级资产支持证券发行规模最多，合计为707.14亿元，所占比重为80.87%。

表4 2018年5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	67	707.14
AA+	24	49.97
AA	4	5.25
BBB-	1	0.18
无评级	37	111.89
<b>合计</b>	<b>133</b>	<b>874.43</b>

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

截至2018年5月底，市场上共7233支资产支持证券尚未到期，本金存量规模为6379.16亿元。其中，AAA级资产支持证券共3172支，本金存量规模为4712.11亿元，存量支数和规模占比分别为43.85%和73.86%，占比均为第一。

### 四、信用事件关注

2018年5月，市场上共有7支资产支持证券评级下调，其中6支资产支持证券的评级下调均与凯迪生态环境科技股份有限公司（以下简称“凯迪生态”）有关。

5月7日，恒泰证券股份有限公司（以下简称“恒泰证券”）发布公告宣称，其管理的平银凯迪电力上网收费权资产支持专项计划（二期）（以下简称“凯迪二期”）由于其差额承诺支付人凯迪生态未能按期兑付其发行的2011年度第一期中期票据、从而触发了凯迪二

<sup>3</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。

期的提前终止事件。同日，评级机构将凯迪生态主体评级从 AA 下调至 C，将凯迪二期的尚未到期的 4 支优先级资产支持证券债项评级从 AA+ 下调至 C。

5月8日，恒泰证券又宣布，由于评级机构对凯迪生态主体评级的下调，触发了凯迪二期的权利完善事件，恒泰证券已经通知国网湖北省电力公司将凯迪二期基础资产对应的电费收入直接支付至凯迪二期专项计划账户或其他指定账户。

5月9日，深圳平安大华汇通财富管理有限公司（以下简称“汇通财富”）宣称其管理的平安凯迪电力上网收费权资产支持专项计划（以下简称“平安凯迪”）因其差额承诺人的主体评级下调已触发权利完善事件。

5月11日，评级机构将平安凯迪尚未到期的 3 支优先级资产支持证券其中 2 支的债项评级从 AA+ 下调至 BBB-，另一支优先级资产支持证券保持 AA+ 评级。

联合注意到：平安凯迪的基础资产来源于隆回县凯迪绿色能源开发有限公司、南陵县凯迪绿色能源开发有限公司和松滋市凯迪绿色能源开发有限公司一定期间内的生物质发电上网收费权。而根据汇通财富 5 月 17 日的公告，这三家电厂因检修、缺料等原因均处于停机状态。

此外，凯迪二期的基础资产来源于崇阳县凯迪绿色能源开发有限公司、来凤县凯迪绿色能源开发有限公司、江陵县凯迪绿色能源开发有限公司、赤壁凯迪绿色能源开发有限公司和谷城县凯迪绿色能源开发有限公司一定期间内的电力上网收费权。而根据凯迪生态 5 月 24 日对深交所关注函的回复，崇阳、来凤、赤壁三地电厂因设备故障或资金缺口原因停产，只有江陵和谷城的两家电厂正常运行。但是江陵县凯迪绿色能源开发有限公司涉及一起金额为 6250 万元的诉讼案件，这一涉诉可能对其生产经营产生一定影响。

目前，平安凯迪还有 6 亿元的优先级资产支持证券本金尚未偿付，2018 年 6 月 12 日将支付约 0.46 亿的优先级资产支持证券利息、2 亿的优先级资产支持证券本金。而凯迪二期由于触发了提前终止事件，即将进入专项计划终止后的清算程序，若持有人大会审议通过《关于提前终止专项计划的议案》，将有约 1.04 亿的优先级资产支持证券持有人未受偿的预期收益和 3.2 亿的优先级资产支持证券持有人未受偿的本金等待支付。

联合认为，两单资产支持证券的差额承诺支付人凯迪生态面临拖欠员工工资、第一大股东股份被司法冻结、涉及诉讼且部分银行账户被冻结等多项问题，其差额支付承诺的履行存在较大的不确定性；而基础资产中正常运行的电厂仅两家，凯迪二期的原始权益人上半年基础资产归集现金流相比预测值下降 32.93%，凯迪二期的足额兑付存疑；对于平安凯迪来说，如果后续发电厂不能恢复正常运行、电费收入不稳定、影响优先级证券的本息兑付时，平安凯迪也将面临违约风险。

## 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>4</sup>。

2018年5月，AAA、AA+和AA级资产支持证券的发行利差均值分别为270BP、364BP和540BP，比上月分别上升23BP、37BP和149BP<sup>5</sup>，反映了近期违约事件不断发生，债市流动性偏紧背景下，投资者对风险溢价要求补偿的进一步上升。AAA级和AA+级之间的级差为94个基点，比上月上升14BP，AA+级和AA级之间的级差为176个基点，比上月上升112BP，投资者对高等级债券的偏好上升，对低等级债券要求更高的风险补偿。总体看，信用评级对资产支持证券的信用风险具有较好的区分度，随着信用级别下降，平均发行利率和发行利差均相应提高。从各信用等级发行利差的变异系数看，变异系数总体适中，说明市场对各信用等级资产支持证券的信用风险的认同度较高。

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<sup>6</sup>和发行利差均显著低于交易所市场。2018年5月，AAA级银行间市场的资产支持证券与同等级交易所市场的资产支持证券之间的发行利差相差104BP，AA+级银行间市场的资产支持证券与同等级交易所市场的资产支持证券之间的发行利差相差190BP<sup>7</sup>，反映了两个市场资产支持证券在基础资产类型、发行人主体信用和市场流动性等方面具有显著差异。

表5 2018年5月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	35	5.86	149~433	270	—	0.33
AA+	15	6.85	187~465	364	94	0.22
AA	1	8.50	—	540	176	—

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

<sup>4</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>5</sup> 由于AA级样本仅1个，代表性不足。

<sup>6</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。

<sup>7</sup> 银行间的AA+级样本数仅1个，代表性不足



表6 2018年5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	15	5.34	149~388	211	—	0.36
AA+	1	4.70	—	187	-24	—

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

表7 2018年5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	20	6.24	201~433	315	—	0.22
AA+	14	7.00	247~465	377	62	0.17
AA	1	8.50	—	540	163	—

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。