

2018 年资产支持证券市场 研究报告

2018 Annual Research Report on the Asset-Backed
Security Market

2019 年 2 月 13 日



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

2018 年资产支持证券市场研究报告

联合资信 联合评级 研究部 罗润方 邓博文

一、资产支持证券（ABS）市场年度政策回顾

1、利好 ABS 市场扩容政策频出，推动 ABS 快速发展

2018 年，利好 ABS 市场扩容的政策频出（详见表 1），主要包括：鼓励发展住房租赁及长租公寓资产支持证券；鼓励通过资产证券化盘活存量资产，加快“僵尸企业”出清；“资管新规”及配套细则利好资产证券化产品的发行和投资，推动标准化 ABS 市场发展以及其他利好资产支持证券产品发行和流通的政策及文件相继出台。

鼓励发展住房租赁及长租公寓资产支持证券。4 月 24 日，中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）和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》，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；此后，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）于 5 月 28 日发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》，明确保险资产管理机构可通过发起设立债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划、保险私募基金等方式间接参与长租市场。上述政策的出台不仅有助于相关企业盘活存量资产、加快资金回收和提高资金使用效率，还有助于我国实现多元房地产市场主体供给、充分引导社会资金参与住房租赁市场建设的政策目标，同时也加快我国发展住房租赁及长租公寓资产支持证券，增加相关资产支持证券产品的发行规模。

鼓励通过资产证券化盘活存量资产，加快“僵尸企业”出清。8 月 17 日，银保监会发布《关于进一步做好信贷提升服务实体经济质效的通知》，要求各银监局、保监局和相关金融机构加快推动“僵尸企业”出清，腾出信贷空间投向支持类领域和项目，并鼓励积极运用资产证券化、信贷资产转让等方式，盘活存量资产，提高资金配置和使用效率；9 月 13 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，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；此后，国家发展和改革委员会、工业和信息化部 and 财政部等 11 个部门于 11 月 23 日联合下发《关于进一步做好“僵尸企业”及去产能企业债务处置工作的通知》，鼓励各级地方政府积极利用产权交易所、租赁、资产证券化等多方式充分盘活“僵尸企业”及去产能企业的有效资产用于清偿债务。盘活存量资产及出清“僵尸

企业”是目前我国经济结构调整和产业转型升级的重要目标之一，而作为新型融资工具，资产证券化是实现上述目标的有力工具，它能够通过真实出售实现资产出表、优化企业资产负债结构和降低杠杆率，进而促进我国经济结构调整及产业转型升级。相关政策的贯彻将大大提升资产证券化市场参与主体的积极性，推动资产证券化市场持续快速发展。

“资管新规”及配套细则利好资产支持证券产品的发行和投资，推动标准 ABS 市场发展。4月27日，中国人民银行、银保监会、证监会和国家外汇管理局联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称《资管新规》），其中，ABS产品未受《资管新规》对资管产品杠杆、嵌套、期限错配和信息披露等约束，使得ABS产品具有更广的产品结构设计空间，同时，《资管新规》明确界定银行间市场和交易所市场ABS为标准资产，在《资管新规》禁止非标产品发行和投资的背景下，标准ABS产品将对非标产品产生一定替代作用；三季度，利好资产证券化的《资管新规》配套细则相继出台，8月21日，银保监会下发《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》，明确界定以财产权信托的名义开展资金信托业务适用于《资管新规》，但对投资于依据金融管理部门颁布规则发行的资产证券化产品进行豁免，表明保险资金可投资标准ABS产品，有益于增加标准ABS产品的需求；9月28日，银保监会正式发布《商业银行理财业务监督管理办法》，明确理财投资ABS产品的范围为“在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券”，该规定表明理财也可以投资标准ABS产品，将进一步增加标准ABS产品的需求。总体来看，《资管新规》及配套细则对标准ABS产品的豁免及认可，充分凸显了标准ABS产品的优势，这一方面有利于投资机构加大标准ABS产品的配置，另一方面使得标准ABS产品成为非标转标的有效途径，推动标准ABS市场的扩容。

其他利好资产支持证券产品发行和流通的政策及文件相继出台。2018年1月26日，原中国保险监督管理委员会发布《保险资金运用管理办法》，明确保险资金可以投资资产证券化产品；4月24日，上海证券交易所、中国证券登记结算有限公司发布《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》，首次将ABS纳入三方回购质押券篮子，但风险类ABS优先档、违约类ABS优先档、次级档都不能作为担保品。明确险资可配置ABS产品以及将ABS纳入三方回购质押篮子的政策利好ABS产品在二级市场上的流通，进一步提升ABS二级市场的流动性。10月8日，江苏省环保厅、财政局和银监会江苏监管局等9个部门发布《关于深入推进绿色金融服务生态环境高质量发展的实施意见》，明确鼓励开展环境基础设施资产证券化，并按发行利率给予不高于30%的贴息，《意见》有利于提振绿色ABS市场参与主体的积极性，加速绿色ABS的发行。

表 1 2018 年度 ABS 利好政策汇总

发布日期	政策及文件名称	发布机构	相关重点内容
2018/1/26	《保险资金运用管理办法》	中国保险监督管理委员会	明确保险资金可以投资资产证券化产品；将资产证券化产品明确为“金融机构以可特定化的基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行的金融产品”。
2018/4/24	《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》	上海证券交易所、中国证券登记结算有限公司	首次将 ABS 纳入质押券篮子，但风险类 ABS 优先档、违约类 ABS 优先档、次级档都不能作为担保品。
2018/4/24	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	中国证券监督管理委员会、中华人民共和国住房和城乡建设部	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。
2018/4/27	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	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	ABS 产品不受《资管新规》对资管产品杠杆、嵌套、期限错配、信息披露等约束；明确界定银行间市场和交易所 ABS 为标准资产。
2018/5/28	《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	中国银行保险监督管理委员会	明确了保险资产管理机构通过发起设立债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划和保险私募基金等方式间接参与长租市场。
2018/8/17	《关于进一步做好信贷工作提升实体经济质效的通知》	中国银行保险监督管理委员会	积极运用资产证券化、信贷资产转让等方式，盘活存量资产，提高资金配置和使用效率。
2018/8/21	《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》	中国银行保险监督管理委员会	以财产权信托的名义开展资金信托业务的，适用于《资管新规》，以信托产品或其他资产管理产品作为受让方受让信托受益权的业务，视同资产管理产品嵌套业务，投资于依据金融管理部门颁布规则发行的资产证券化产品除外。
2018/9/13	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	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，依法依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。
2018/9/28	《商业银行理财业务监督管理办法》	中国银行保险监督管理委员会	明确界定理财投资 ABS 产品的范围为“在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券”。
2018/10/8	《关于深入推进绿色金融服务生态环境高质量发展的实施意见》	江苏省环保厅、财政厅和银监会江苏监管局等 9 个部门	明确鼓励开展环境基础设施资产证券化，支持对建成的污水处理、垃圾处置、工业固废处置等环境基础设施的

			未来收益权开展资产证券化，并按发行利率给予不高于 30% 的贴息。
2018/11/23	《关于进一步做好“僵尸企业”及去产能企业债务处置工作的通知》	国家发展和改革委员会、工业和信息化部、财政部等 11 个部门	积极利用产权交易所、租赁、资产证券化等多方式充分盘活“僵尸企业”及去产能企业有效资产，用于清偿债务。

资料来源：联合资信、联合评级整理。

2、各类 ABS 发行指导文件持续出台，规范 ABS 发行市场

2018 年，银行间市场交易商协会、上海证券交易所、深圳证券交易所和报价系统等监管单位持续完善各类别 ABS 的发行指导政策，先后出台了多份关于基础资产为融资租赁债权、基础设施和微小企业贷款资产等的 ABS 发行指导文件（详见表 2），明确各类资产支持证券发行和信息披露规定。发行指导文件具体内容主要涉及以下三方面，一是明确界定融资租赁债权资产支持证券、基础设施类资产支持证券、绿色资产支持证券和微小企业贷款资产支持证券的业务范围及入池资产的基本要求；二是规范其在发行和存续环节的信息披露要求，提升相关基础资产的透明度，进而保护投资者权益；三是明确鼓励“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、“中国制造 2025”、新型城镇化建设和雄安新区建设等国家重大战略企业发行资产支持证券化产品。监管部门持续发文明确各类资产支持证券发行和信息披露的规定，使得市场参与主体在业务操作过程中有据可依，进一步提升 ABS 市场的规范性和标准化程度，推动 ABS 市场快速健康发展；相关指导文件明确鼓励国家重大战略企业发行资产支持证券产品，有望激励相关企业加大相关资产支持证券产品的发行力度，进而扩大资产支持证券化市场总体发行规模。此外，合肥中院于 8 月份对平安大华公司执行异议做出裁定，认可资产证券化资产转让协议合法有效，使得我国法院首次对资产证券化破产隔离领域做出明确裁判，实现资产证券化资产独立性的重大突破，为资产证券化规范发展和运行注入新动力。

表 2 2018 年发布的各类基础资产 ABS 发行指导文件列表

发布日期	政策及文件名称	发布机构	重点内容
2018/2/9	《融资租赁债权资产支持证券挂牌条件确认指南》和《融资租赁债权资产支持证券信息披露指南》	上海证券交易所、深圳证券交易所、机构间私募产品报价与服务系统	明确融资租赁债权资产支持证券入池资产的基本要求和分散性要求；规范融资租赁债权资产支持证券化发行和存续环节的信息披露要求；明确鼓励积极服务“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、“中国制造 2025”和新型城镇化建设等国家重大战略的融资租赁公司开展资产证券化业务；鼓励传统领域以及战略性新兴产业展业的融资租赁公司发行资产证券化产品。
2018/6/8	《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》、《基础设施	上海证券交易所、深圳证券交易所、机构间	明确基础设施类资产支持证券入池资产的基本要求和分散性要求；规范基础设施类资产支持证券化发行和存续环节的信息披露

	资产支持证券信息披露指南》	私募产品报价与服务系统	要求；提出针对“一带一路”、“中国制造 2025”和雄安新区建设等重点领域的资产证券化项目审批建立绿色通道机制。
2018/8/15	《上海证券交易所资产支持证券化业务问答（一）、（二）》	上海证券交易所	明确界定属于绿色资产支持证券的基础资产类型包括：一、基础资产属于绿色产业领域，且绿色产业领域基础资产占入池基础资产比例不低于 70%；二、转让基础资产所取得的资金用于绿色产业领域，且用于绿色产业领域的金额不应低于转让基础资产所得资金总额的 70%；三、原始权益人主营业务属于绿色产业领域；同时，将原 6 个月的无异议函的有效期延长至 12 个月。
2018/10/8	《微小企业贷款资产支持证券信息披露指引（2018 版）》	中国银行间市场交易商协会	明确界定基础资产为微小企业贷款的种类包括：小型企业贷款、微型企业贷款、个体工商户经营性贷款和小微企业主经营贷款；将原有“单笔入池贷款合同金额不超过 100 万”的标准提升为“借款人单户授信不超过 500 万；进一步强化微小企业贷款资产支持证券化信息披露要求，新增借贷企业信用状况、借款人或实际控制人资信状况、贷款用途和担保情况等信息披露事项，同时新增对基础资产存续期分布信息的披露要求。

资料来源：联合资信、联合评级整理。

3、ABS 发行及存续期风险管理配套政策频出，引导市场参与主体归位尽责

2018 年，加强 ABS 发行及存续期风险管理，并敦促市场各参与主体切实履行风险管理责任是证监会和交易所的重点监管领域。为此，相关监管部门在该领域发布了系列监管政策文件（详见表 3）。在 ABS 发行期风险管理方面，证监会发布的《资产证券化监管问答（二）》明确要求开展资产证券化业务过程中管理人要依规独立进行尽职调查，不得将不符合其合规及风控要求的资产证券化项目以各种方式推荐给其他证券经营机构，也不得为其他证券经营机构提供规避其合规、风控要求的“通道”服务，相关规定使得高风险的 ABS 项目在发行端得到有效控制；在 ABS 存续期风险管理方面，上交所、深交所在 5 月份正式发布《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 ABS 各市场参与主体的信用风险管理职责，建立以信用风险为导向的分类管理体系，同时确立定期与不定期的风险管理报告制度；作为《风险管理指引》的补充文件，《定期报告指引》则对年度资产管理报告及年度托管报告的编制和披露要求进行了详细说明，细化重要事项的披露要求；此外，《资产证券化监管问答（二）》也明确禁止将 ABS 存续期管理责任借用“通道”转让给他方，并要求管理人切实履行管理责任，加强 ABS 存续期风险管理工作。相关政策一方面在发行端实质提高 ABS 项目的市场准入要求，有利于提升新发行 ABS 项目的整体质量，另一面在存续期加强存续期 ABS 项目的风险管理工作，有利于及时披露、防范和化解风险，推动 ABS 市场健康发展。

表 3 2018 年有关 ABS 发行及存续期风险管理的配套政策列表

发布日期	政策及文件名称	发布机构	重点内容
2018/5/11	《资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）》、《资产支持证券定期报告内容与格式指引》	上海证券交易所、深圳证券交易所	《风险管理指引》明确各市场参与人的信用风险管理职责，建立以信用风险为导向的分类管理体系，同时确立定期与不定期的风险管理报告制度；《定期报告指引》对年度资产管理报告及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。
2018/12/24	《资产证券化监管问答（二）》	中国证券监督管理委员会	明确对于证券经营机构未独立审慎履行职责、让渡管理责任、开展“通道”类资产证券化业务的行为以及规避合规风控要求、借外部“通道”开展资产证券化业务的行为，监管部门将对相关机构和人员严肃查处。

资料来源：联合资信、联合评级整理。

4、监管处罚数目创新高

2018 年，在 ABS 市场信用风险进一步暴露的背景下，监管机构在不断完善 ABS 风险监管法律的同时，对 ABS 市场的检查行动日趋频繁，处罚数目和处罚对象均不断增加，处罚理由也日趋增多。中国证券投资基金业协会和地方证监局等监管机构在 2018 年度对 ABS 项目参与主体开出罚单累计达 11 张（详见表 4），创历年新高。总结年度监管处罚情况，监管机构处罚的对象包括 ABS 项目计划管理人、原始权益人、会计事务所、律师事务所、信用评级机构以及计划管理人的项目负责人，值得关注的是，监管机构首次对原始权益人和计划管理人的项目负责人开出罚单，充分显示监管机构加强 ABS 市场风险监管的决心；从处罚理由看，ABS 市场参与主体受罚的主要理由包括：相关项目参与主体尽职调查不充分、信息披露不规范、未尽到管理责任、内控制度不健全以及出具的相关材料存在虚假记载等，表明监管机构对 ABS 市场参与主体监管工作日趋精细化，监管深度不断增加。

表 4 2018 年监管处罚统计表

日期	涉及项目	监管方	处罚对象	处罚措施及理由
2018/3/19	1、徐工租赁二期资产支持专项计划 2、天风证券一期股票质押式回购债权资产支持专项计划 3、海通恒信二期资产支持专项计划 4、平安普惠宅 E 贷信托受益权资产支持专项计划	中国证券投资基金业协会	计划管理人：上海富诚海富通资产管理有限公司	1、处罚措施：纪律处罚决定书； 2、处罚理由：富诚海富通旗下 4 只 ABS 在专项计划的设立、尽职调查、信息披露、内部控制等方面存在违法违规。

2018/4/13	邹平电力购售电合同债权资产支持专项计划	中国证券监督管理委员会山东监管局	<p>1、计划管理人：国信证券股份有限公司</p> <p>2、原始权益人：邹平县电力集团有限公司</p> <p>3、会计事务所：山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）</p> <p>4、律师事务所：北京奋迅律师事务所</p> <p>5、评级机构：中诚信证券评估有限公司</p>	<p>1、处罚措施：采取警示函措施；</p> <p>2、处罚理由：计划管理人未对项目基础资产进行全面调查，出具的专项计划说明书部分内容存在虚假记载，存续期未尽到应有的管理责任；会计事务所未针对专项计划基础资产项下的相关资产获取充分、适当的证据，以及支持管理层编制预测性财务信息所依据的最佳估计假设并非不合理；律师事务所对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性未审慎履行核查和验证义务，未编制核查和验证计划，未将实地调查情况做成笔录；评级机构未勤勉尽责，对相关信用评级报告所依据的文件资料的真实性、准确性、完整性进行核查和验证，未有效开展现场考察和访谈，未与委托方签署业务约定书。</p>
2018/9/18	华泰美吉特灯都资产支持专项计划	中国证券监督管理委员会江苏监管局	<p>1、计划管理人：上海富诚海富通资产管理有限公司</p> <p>2、原始权益人：昆山美吉特灯都管理有限公司</p>	<p>1、处罚措施：采取警示函措施；</p> <p>2、处罚理由：计划管理人未对项目基础资产及原始权益人进行全面调查，出具的专项计划说明书部分内容存在虚假记载，未有效监督和检查基础资产现金流状况；原始权益人向中介机构提供虚假材料、侵占损害专项计划资产以及内部控制制度不健全。</p>
2018/10/12	未指明特定项目名单	中国证券监督管理委员会上海监管局	计划管理人：华菁证券有限公司	<p>1、处罚措施：采取警示函措施；</p> <p>2、处罚理由：作为资产支持专项计划管理人，个别项目存在资金划转不规范、信息披露不充分的问题。</p>
2018/10/12	未指明特定项目名单	中国证券监督管理委员会上海监管局	计划管理人：申万宏源证券有限公司	<p>1、处罚措施：采取警示函措施；</p> <p>2、处罚理由：作为计划管理人，存在以下问题：一是多个项目尽职调查不充分，未能及时发现个别项目担保承诺函所用印章系伪造，存在部分尽职调查成员未在尽职调查报告上签字、未按照项目标准条款和计划说明书的约定对循环购买的基础资产进行审查的情形；二是部分项目存续期管理不到位，未对基础资产进行定期检查，未能及时发现部分原始权益人未按约定归集及转付资金、个别项目受让的</p>

				基础资产存在大面积逾期的情况；三是个别项目未按照计划说明书要求披露季度管理报告，未定期披露循环购买情况。
2018/10/30	江西省小额贷款公司 2015 年小额贷款资产支持专项计划	中国证券监督管理委员会上海监管局	计划管理人的项目负责人：张明炜	1、处罚措施：采取警示函措施； 2、处罚理由：作为计划管理人的项目主要负责人，存在以下问题：一是对担保机构尽职调查不到位，未能发现项目担保承诺函所用印章系伪造；二是尽职调查内容不规范，实际参与原始权益人现场尽职调查工作的人员未在尽职调查报告上签字；三是未按照项目标准条款和计划说明书约定对循环购买的基础资产进行审查；四是未妥善保管循环购买基础资产贷款合同等基础资产资料。

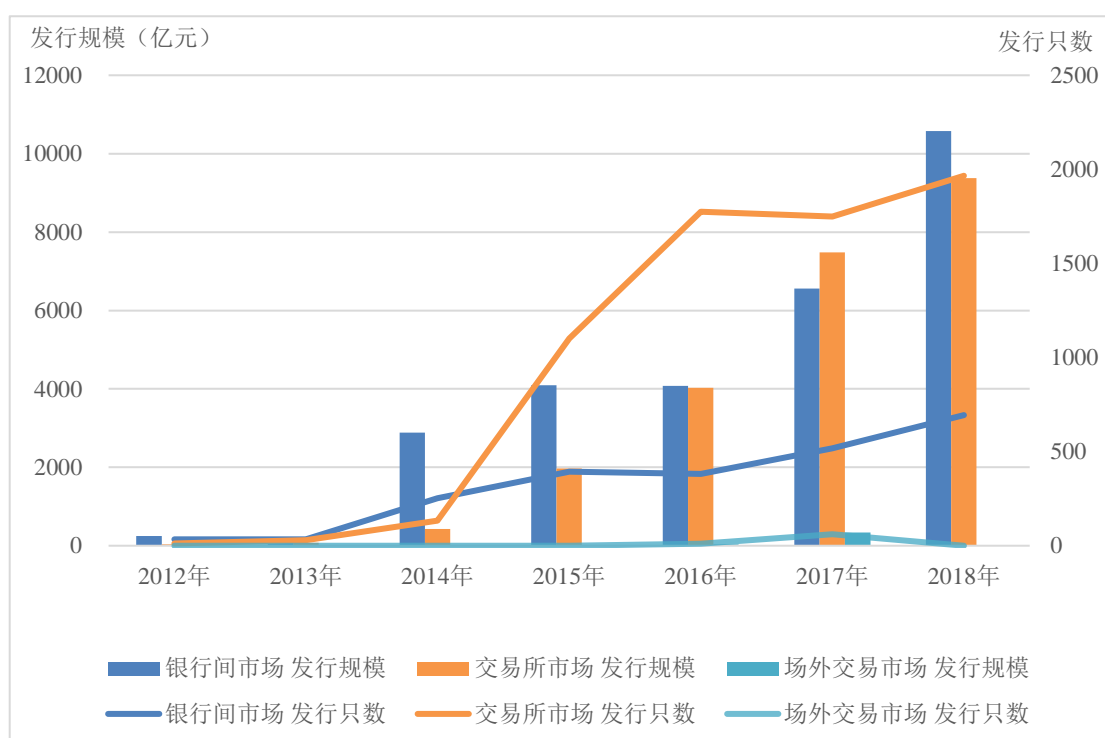
资料来源：联合资信、联合评级整理。

5、ABS 产品创新不断涌现

2018 年，ABS 市场产品创新不断推出。ABS 市场先后发行首单国有控股企业绿色资产支持专项计划、首单互联网电商供应链资产支持证券、首批 ABN 债券通、首单区块链 RMBS 以及首单知识产权资产支持证券等产品，首单发行产品呈数目多、涉及基础资产类型多的特征。其中，供应链金融资产支持证券首单产品最多、最为活跃，而首单区块链 RMBS “交盈 2018 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券” 则通过交行区块链资产证券化平台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；此外，联合信用评级有限公司提供评级服务的“奇艺世纪知识产权供应链金融资产支持证券” 则标志着我国知识产权资产证券化实现从无到有的突破，为后续盘活我国万亿规模知识产权提供了新的模式。资产支持证券首单频出，表明资产支持证券已逐渐被市场认可，成为中小企业偏好的融资方式之一，资产支持证券结构化的设置以及其他内外部增信措施获得了投资人的承认，未来资产支持证券的发行规模有望继续增加，新的创新品种还将持续涌现，ABS 市场产品类型不断丰富。

二、ABS 发行市场概况

2018 年，资产支持证券发行量同比大幅增加。一级市场共发行 926 单 2660 只资产支持证券¹，同比增加 289 单 332 只；发行规模合计 19952.40 亿元，同比增加 5575.26 亿元。发行单数同比大幅增加，主要系基础资产为应收账款、小额贷款、保理合同权和应收租赁款等资产支持证券发行单数大幅增加所致；发行规模同比大幅增加，主要系基础资产为个人住房抵押贷款、应收账款和保理合同债权等资产支持证券发行规模大幅增加所致。



注：场外交易市场是指除银行间市场、上交所和深交所以外的市场，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 1 2012 年~2018 年资产支持证券发行规模及只数走势图

具体而言，2018 年，银行间市场共发行 247 单 694 只资产支持证券，发行规模为 10575.33 亿元，发行单数、只数和发行规模同比均大幅增加。交易所市场共发行 679 单 1966 只资产支持证券，发行规模为 9377.07 亿元，发行单数、只数和规模同比均明显上升。银行间市场所发资产支持证券单数及只数远低于交易所市场，但发行规模超越交易所市场。场外交易市场无资产支持证券发行。

¹ 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。

表 5 资产支持证券发行统计表

发行时期	发行单数		发行只数		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	银行间市场	交易所市场
2018 年	247	679	694	1966	10575.33	9377.07
2017 年	164	455	518	1749	6562.24	7478.87

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, 中信证券股份有限公司承销的资产支持证券单数和规模均最多, 分别为 154 单和 2433.52 亿元, 其中承销“建元 2018 年个人住房抵押贷款资产支持证券”总计 16 单, 而其大额承销产品主要有“交元 2018 年第一期信用卡分期资产支持证券”、“家美 2018 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”、“工元 2018 年第八期个人住房抵押贷款资产支持证券”和“速利银丰中国 2018 年第二期个人汽车抵押贷款支持证券”等。

表 6 2018 年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	
	规模(亿元)	项目单数	规模(亿元)	项目单数	规模(亿元)	项目单数
中信证券股份有限公司	2433.52	154	1687.50	70	746.02	84
招商证券股份有限公司	2327.84	118	2102.26	89	225.58	29
中国国际金融股份有限公司	1554.16	92	755.21	39	798.96	53
光大证券股份有限公司	1535.33	122	591.07	30	944.26	92
中信建投证券股份有限公司	1125.41	72	811.72	51	313.69	21
华泰证券股份有限公司	801.00	55	245.46	14	555.54	41
德邦证券股份有限公司	733.33	42	0.00	0	733.33	42
交通银行股份有限公司	600.66	24	600.66	24	0.00	0
平安证券股份有限公司	584.49	98	11.23	3	573.26	95
国泰君安证券股份有限公司	575.94	30	242.23	11	333.71	19

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, 基础资产为应收账款的资产支持证券发行单数(312 单)最多, 在总发行单数中占比为 33.69%; 其次是基础资产为应收租赁款的资产支持证券, 发行单数为 132 单, 占总发行单数的 14.25%; 基础资产为 PPP 项目资产支持证券只发行了 2 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(RMBS)的资产支持证券发行规模最多, 合计发行 5842.63 亿元, 占比 29.28%; 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 3491.52 亿元, 占比 17.50%。基础资产为 PPP 项目的资产支持证券发行规模最少, 发行规模合计 10.81 亿元, 占比仅为 0.05%。

表 7 2018 年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	发行只数	发行规模 (亿元)
个人住房抵押贷款 (RMBS)	53	176	5842.63
应收账款	312	688	3491.52
小额贷款	86	265	1728.12
应收租赁款	132	511	1526.96
汽车抵押贷款	28	85	1216.06
企业信贷资产 (CLO)	20	60	980.56
信托受益权	48	187	826.89
信用卡贷款	8	24	787.85
保理合同债权	67	114	551.32
应收票据	25	61	446.98
商业房地产抵押贷款 (CMBS)	17	58	380.11
融资融券债权	23	50	371.00
消费性贷款	11	36	332.22
REITs	15	40	273.47
基础设施收费	22	136	166.07
不良贷款	33	68	158.80
PPP 项目	2	13	10.81
其他债权	21	65	835.61
其他收益权	3	23	25.40
总计	926	2660	19952.40

注：1、基础资产为其他债权的 ABS 项目包括 2 单基础资产为委托贷款债权的 ABS 项目和 19 单未列明基础资产类型的 ABS 项目；2、基础资产为其他收益权的 ABS 项目包括 3 单基础资产为门票收入的 ABS 项目。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

三、信用等级分布²

2018 年，我国债券市场共发行 2660 只资产支持证券，有 1762 只具有信用评级，其中 AAA 级的资产支持证券占比（48.01%）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 16448.15 亿元，所占比重为 82.44%。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。

² 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。

表 8 2018 年资产支持证券信用等级统计表

级别	发行只数	发行只数占比(%)	发行规模(亿元)	发行规模占比(%)
AAA	1277	48.01	16448.15	82.44
AA+	355	13.35	893.52	4.48
AA	96	3.61	148.02	0.74
AA-	6	0.23	9.28	0.05
A+	3	0.11	2.45	0.01
A	3	0.11	5.87	0.03
A-	1	0.04	1.56	0.01
BBB+	1	0.04	2.01	0.01
BBB	4	0.15	1.80	0.01
BBB-	16	0.60	8.47	0.04
无评级	898	33.76	2431.27	12.19
合计	2660	100.00	19952.40	100.00

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

截至 2018 年 12 月底，市场上共有 8995 只资产支持证券尚未到期，本金存量规模为 8956.98 亿元。其中，AAA 级资产支持证券共 3933 只，本金存量规模为 6859.49 亿元，存量只数和规模占比分别为 43.72% 和 76.58%，占比均为第一。

四、信用事件

2018 年，市场共有 14 单 39 只资产支持证券债项评级发生下调（见表 7）。其中，“平安凯迪电力上网收费权资产支持专项计划”、“红博会展信托受益权资产支持专项计划”、“哈尔滨机场专用路通行费收入收益权资产支持专项计划”、“江西省小额贷款公司 2015 年小额贷款资产支持专项计划”、“德邦-华信应收账款第一期资产支持专项计划”、“庆汇租赁一期资产支持专项计划”、“平银凯迪电力上网收费权资产支持专项计划（二期）”和“中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划”8 单资产支持证券评级大幅下调³，共涉及 21 只资产支持证券。

2018 年市场上资产支持证券发生评级大幅下调的主要原因有：第一，基础资产集中度高，债务人资质较差，如“庆汇租赁一期资产支持专项计划”因单一债务人鸿元石化出现经营困难，无法按时支付租金，增加该 ABS 项目的兑付风险，使得评级发生下调。第二，资产池表现不及预期，现金流预测偏差较大，如“哈尔滨机场专用路通行费收入收益权资产支持专项计划”由于机场扩建工程竣工时间晚于预期，2017 年基础资产实际现金流比预测值

³ 评级下调 3 个子级及以上。

下降了 30%，因此触发了项目风险。第三，项目参与方挪用现金流，未按约定归集与划转基础资产资金，如“红博会展信托受益权资产支持专项计划”就因差额支付承诺人哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司和担保人哈工大集团未能及时按约定向标的物业的实际运营商红博会展提供运营资金支持，迫使标的物业的实际运营商红博会展挪用标的物业现金流维持其日常经营，导致项目目标物业运营现金流未及时得到归集而触发兑付风险、评级下调。第四，原始权益人自身信用风险加大或外部增信主体等级下调，如“德邦-华信应收账款第一期资产支持专项计划”就是因为原始权益人上海华信国际集团有限公司经营管理和融资环境发生重大变化，ABS 偿付存在重大不确定性，而导致相关债项评级下调，而“平银凯迪电力上网收费权资产支持专项计划（二期）”则主要受外部增信主体凯迪生态出现财务困难、信用债违约的影响，ABS 项目旗下多个电厂停产，现金流大幅下滑，抵押措施变现难度很大，从而引发评级调整。

表 9 2018 年资产支持证券债项级别调降统计表

债券简称	项目名称	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
15 昆西 03	昆明西公路枢纽客运代理费资产支持专项计划	西南证券股份有限公司	中诚信证券	AA+	2018/6/29	AAA	2017/6/29
15 昆西 04				AA+	2018/6/29	AAA	2017/6/29
15 昆西 05				AA+	2018/6/29	AAA	2017/6/29
PR 天裕 A3	融元·天裕燃气第一期资产支持专项计划	财通证券资产管理有限公司	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
财信 02	财信环境废弃物处理费债权资产支持专项计划	民生证券股份有限公司	联合评级	AA	2018/11/30	AA+	2016/12/9
财信 03				AA	2018/11/30	AA+	2016/12/9
财信 04				AA	2018/11/30	AA+	2016/12/9
财信 05				AA	2018/11/30	AA+	2016/12/9
财信 06				AA	2018/11/30	AA+	2016/12/9
哈热 03	哈尔滨物业供热集团热费收益权一期资产支持专项计划	江海证券有限公司	中诚信证券	AA	2018/6/28	AA+	2017/6/30
哈热 04				AA	2018/6/28	AA+	2017/6/30
哈热 05				AA	2018/6/28	AA+	2017/6/30
巩燃 04	巩义燃气供气合同债权资产支持专项计划	中航证券有限公司	联合评级	AA-	2018/11/16	AA	2018/6/15
巩燃 05				AA-	2018/11/16	AA	2018/6/15
巩燃 06				AA-	2018/11/16	AA	2018/6/15
天风 17B	天风证券二期股票质押式回购债权资产支持专项计划	东方汇智资产管理有限公司	大公国际	A+	2018/6/26	AA	2017/11/8
16 三胞 B	中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划	华夏资本管理有限公司	联合评级	A	2018/10/16	AA	2018/6/25
凯迪 04			大公国际	BBB-	2018/5/11	AA+	2017/6/19

凯迪 05	平安凯迪电力上网收费权资产支持专项计划	深圳平安大华汇通财富管理有限公司		BBB-	2018/5/11	AA+	2017/6/19
PR 红博 01	红博会展信托受益权资产支持专项计划	华林证券股份有限公司	联合评级	B+	2018/6/15	AA+	2017/5/16
17 红博 02				B+	2018/6/15	AA+	2017/5/16
17 红博 03				B+	2018/6/15	AA+	2017/5/16
17 红博 04				B+	2018/6/15	AA+	2017/5/16
17 红博 05				B+	2018/6/15	AA+	2017/5/16
17 红博 06				B+	2018/6/15	AA+	2017/5/16
17 红博 07				B+	2018/6/15	AA+	2017/5/16
17 红博 08				B+	2018/6/15	AA+	2017/5/16
17 红博 09				B+	2018/6/15	AA+	2017/5/16
哈场路 04				哈尔滨机场专用路通行费收入收益权资产支持专项计划	民生证券股份有限公司	联合评级	B
哈场路 05	B	2018/9/13	AA+				2017/6/16
哈场路 06	B	2018/9/13	AA+				2017/6/16
赣小贷 B	江西省小额贷款公司 2015 年小额贷款资产支持专项计划	申万宏源证券有限公司	中诚信证券	B	2018/11/16	AA+	2017/6/29
华信 01A	德邦-华信应收账款第一期资产支持专项计划	德邦证券股份有限公司	联合评级	B	2018/5/18	BBB+	2018/5/4
庆汇 1 优	庆汇租赁一期资产支持专项计划	恒泰证券股份有限公司	中诚信证券	C	2018/8/3	B	2018/6/28
凯迪 2 优 3	平银凯迪电力上网收费权资产支持专项计划(二期)	恒泰证券股份有限公司	中诚信证券	C	2018/5/7	AA+	2017/6/29
凯迪 2 优 4				C	2018/5/7	AA+	2017/6/29
凯迪 2 优 5				C	2018/5/7	AA+	2017/6/29
凯迪 2 优 6				C	2018/5/7	AA+	2017/6/29

注：“华信 01A”在 2018 年度共发生 4 次评级调降，2018 年 3 月 2 日由 AAA 级调降为 AA+级，2018 年 4 月 10 日由 AA+级调降为 AA 级，2018 年 5 月 4 日由 AA 级调降为 BBB+级，最后，于 2018 年 5 月 18 日由 BBB+调降为 B 级。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

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⁴。

2018 年，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 240BP、317BP 和 360BP，同比上年分别上升 35BP、70BP 和 91BP。各信用等级之间的级差明显扩大，AAA 级和 AA+级之间的级差为 77BP，比上年上升 35BP，AA+级和 AA 级之间的级差为 43BP，比上年上升 21BP，市场风险偏好显著降低。各信用等级的利差变异系数相对偏高，反映 2018 年违约大幅上升后，投资者对资产支持证券的信用风险判断具有较大的分歧。总体看，信用评级对资产支持证券的信用风险具有良好的区分度，资产支持证券的信用等级越低，平均发行利率和发行利差越高。

从银行间和交易所市场的比较来看，银行间市场的 AAA、AA+和 AA 级资产支持证券的平均发行利率⁵分别比交易所市场低 84BP、120BP 和 40BP，发行利差均值分别低 80BP、109BP 和 24BP，两个市场资产支持证券在基础资产类型、发行人类型、原始权益人信用等方面的差异在风险定价中得到反映。

表 10 2018 年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) ⁶	发行利差变异 系数(倍)
AAA	1251	5.49	45~590	240	—	0.38
AA+	342	6.30	63~600	317	77	0.32
AA	85	6.72	181~576	360	43	0.26

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

表 11 2018 年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	329	4.87	45~501	181	—	0.43

⁴ 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。

⁵ 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。

⁶ 级差为下一等级发行利差均值减去上一等级发行利差均值，例如，AAA 和 AA+之间的级差为 AA+的发行利差均值减去 AAA 的发行利差均值，以此类推。

AA+	75	5.37	103~488	232	51	0.38
AA	14	6.38	181~470	340	108	0.28

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

表 12 2018 年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	922	5.71	58~590	261	—	0.33
AA+	267	6.57	63~600	341	80	0.27
AA	71	6.78	203~576	364	23	0.26

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

六、ABS 市场展望

1、强支持和严监管携手并进，相关制度建设将持续完善

2018 年，ABS 市场利好政策频出，有效推动资产支持证券的发行及流通，但在 ABS 市场风险有所暴露的背景下，ABS 市场监管亦持续加码，监管行动、监管处罚次数以及受处罚市场主体范围均大幅增加，此外，监管部门也持续出台了规范各类基础资产类型 ABS 项目发行、信息披露、存续期风险管理以及 ABS 市场“去通道”等的系列监管文件，旨在促进 ABS 市场高质量、高标准和规范化运行，相关支持政策及监管措施有效促进了 ABS 市场的健康快速发展。展望 2019 年，监管机构对 ABS 市场将实行强支持和严监管的措施，在政策利好方面，为贯彻十九大提出的“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策，相关部门将持续鼓励发展住房租赁及长租公寓资产支持证券的政策基调，住房租赁及长租公寓资产支持证券市场有望实现高速发展。此外，盘活存量资产及处置“僵尸企业”仍然是目前我国经济结构调整和产业转型升级的重要目标之一，因此，相关部门将持续鼓励相关企业通过资产支持证券盘活存量资产、处置“僵尸企业”，将有效促进相关领域企业发行资产支持证券。在严监管方面，在 2018 年度资产支持证券信用级别调降次数有所增加、信用风险有所暴露的情况下，监管部门将延续上一年度严监管的政策，在加强处罚力度及范围的同时，完善监管制度建设；在发行期监管中，监管机构将在发行端严格把关 ABS 项目的准入质量，落实 ABS 发行端“去通道”的政策，并持续完善和出台各类基础资产类型 ABS 产品的发行指引和信息披露指引，规范 ABS 产品发行，增强信息披露透明度；在存续期监管中，监管部门将在落实现有制度的基础上，结合存续期风险暴露情况，加强 ABS 存续期风险监管，不断完善 ABS 存续期管理政策及文件。

2、产品创新将持续涌现，主要类别 ABS 发行规模将持续呈此消彼长态势

2018 年，ABS 市场创新产品频现，年度内相继推出了国有控股企业绿色资产支持专项计划、支持新经济制造业供应链金融的资产支持证券、ABN 债券通、区块链 RMBS 以及公租房资产支持证券以及知识产权资产支持证券等首单产品，ABS 产品创新不断。展望 2019 年，在“资管新规”及细则相继出台，非标融资渠道受限，标准化 ABS 日趋受认可的背景下，企业通过发行 ABS 融资的积极性会持续增加，催生更多首单 ABS 产品进入市场；此外，在国家明确鼓励发展绿色 ABS 以及鼓励包括“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、“中国制造 2025”、新型城镇化建设、战略性新兴产业以及雄安新区建设等重点领域的资产证券化的背景下，预计相关领域的 ABS 创新产品趋势有望得以延续。

2018 年，受投资者风险偏好改变、政策限制或利好等影响，主要基础资产池类型的 ABS 产品发行规模呈此消彼长的态势。受益于资产池高度分散和充分抵押担保等特征，以及在 ABS 风险暴露日趋增加，风险偏好有所降低的背景下，个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）在 2018 年度实现发展飞速，发行规模取代以小额贷款为基础资产的消费类 ABS 而跃居第一，而受国家鼓励盘活存量资产、“清除僵尸企业”及降杠杆的政策影响，基础资产以应收账款和保理融资债权为主的供应链金融 ABS 发行规模亦大幅增长；然而，受政策限制和消费者消费能力有所下降等的影响，基础资产以小额贷款和信用卡贷款的消费金融类 ABS 发行规模则大幅下降，尤其是在银监会发布《银监会关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》后，明确禁止银行理财资金直接或变相投资以“校园贷”、“首付贷”等为基本资产发售的类证券化产品或其他产品的规定，对基础资产为小额贷款的 ABS 发行产生重大负面冲击，使得 2017 年发行规模排名第一的基础资产为小额贷款的 ABS 被个人住房抵押贷款资产支持证券和应收账款资产支持证券替代。展望 2019 年，受 2018 年 ABS 产品信用风险暴露主要集中在基础资产借款人、行业和区域集中度较高的 ABS 项目和基础资产池为收费收益权类 ABS 项目的影响，基础资产借款人、行业和区域集中较高的租赁类、供应链金融 ABS 和基础资产池为收费收益权类 ABS 发行规模预计会有所放缓，而资产池高度分散、有充分担保的个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）有望持续赢得投资者青睐，发行规模 and 市场份额持续增加；受政策限制，叠加经济下行压力增加和居民杠杆高企等因素，以及居民消费能力进一步降低的影响，基础资产以小额贷款和信用卡贷款的消费金融类 ABS 发行规模预计将持续下降，市场份额会进一步缩水，而随着经济去杠杆、调结构的不断深化，不良资产暴露速度加快，不良资产的处置已成为监管部门的重要关注内容，不良贷款 ABS 有望成为重要的政策选择，因此，不良贷款 ABS 有望保持成长的势头。此外，在相关政策的重视和鼓励下，“债券通”ABS 和绿色 ABS 的发行规模也有望进一步增加。