

资产支持证券市场月报

Monthly Report on the Asset-Backed Security Market

2018年10月 总第21期

发行单数及规模环比减少，绿色ABS市场有望迎新机遇

- ◆ 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、银行间交易商协会发布《小微企业贷款资产支持证券信息披露指引（2018 版）》

10 月 8 日，中国银行间交易商协会发布《小微企业贷款资产支持证券信息披露指引（2018 版）》（以下简称“指引”），旨在鼓励金融机构发行小微企业贷款资产支持证券，进而降低小微企业的融资成本。指引内容较 2016 年 10 月份发布的试行版主要有以下三点变化：一是明确界定小微企业贷款种类包括：“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”；二是将原有“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”，增强对小微企业的扶持力度；三是进一步强化信息披露要求，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，以进一步提升基础资产的透明度。

联合认为，指引明确界定小微企业贷款的种类，有利于提高金融扶持政策的执行精准度；将单笔入池贷款合同限额标准提高，进一步增强了对小微企业的政策支持力度；而强化信息披露要求，不仅有利于保护投资者权益，还有利于经营状况良好的小微企业发行的资产支持债券得到公平定价，有效降低融资成本。目前小微企业贷款 ABS 的主要发起机构为银行和小贷企业，在 2017 年底监管层接连下发关于小贷公司网络贷、现金贷的整治清理通知后，ABS 融资规模要求计入表内融资计算杠杆，而融资杠杆比例限制¹使得小微企业信贷资产支持证券化业务的发展有所受限，但中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清近日明确对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于 1/3，中小型银行不低于 2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于 50%。相关目标若得到有效贯彻，预计将引导更多信贷资金流向小微民企，配合新信息披露指引的支持，相关利好政策有望减小原有融资杠杆比例的限制，进而促进小微企业贷款资产支持证券的发展。

¹ 据中国人民银行、银监会 2008 年下发的《关于小额贷款公司试点的指导意见》（银监发〔2008〕23 号）规定，小贷公司最多只能从两家银行融入资本净额 50% 的资金，杠杆为 1.5 倍，此后各省份出相关政策对小贷公司杠杆比率做限制，多数省份采用该指导意见 50% 的杠杆比率，部分省份的杠杆比率规定有所调整，其中，杠杆比率限制最高的地区是江苏省，规定小贷公司各类负债（包括直接负债和或有负债）不得超过资本净额的 400%。

2、江苏对绿色 ABS 提供贴息，专家建议以绿色 ABS 推动绿色金融发展

近日，江苏省发布《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》（下文简称“《意见》”），旨在改变环境基础设施建设和企业绿色化改造的融资渠道偏窄及资金成本偏高的现状，以推进生态文明建设。《意见》第十一条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，相关举措有望促进绿色 ABS 市场的发展。此外，在日前举行的中央财经大学绿色金融国际研究年会上，中国金融学会绿色金融专业委员会主任马骏建议通过绿色资产证券化等方法推动绿色金融的发展，他指出目前我国银行持有的绿色信贷资产高达 8 万亿元，把相当部分的绿色信贷资产通过绿色 ABS、CLO 等工具转变成证券化资产，可以突破绿色债券未被标准化和归类以及债券总量和投资标的很有限的瓶颈。

联合认为，江苏省出台的《意见》将会对以绿色资产产生的未来收益权为基础资产的绿色 ABS 发展有很好的推动作用，有利于增加相关类型绿色 ABS 市场规模。而把绿色信贷资产通过绿色 ABS、CLO 等工具转变成证券化资产，不仅可以增加以绿色资产的既有债权为基础资产的绿色 ABS 市场规模，而且也可鼓励商业银行配置更多的绿色信贷资产，进而有效拓宽绿色项目的融资渠道并降低融资成本。

3、资产证券化监管力度持续加码，上海证监局 10 月连开 2 单警示函

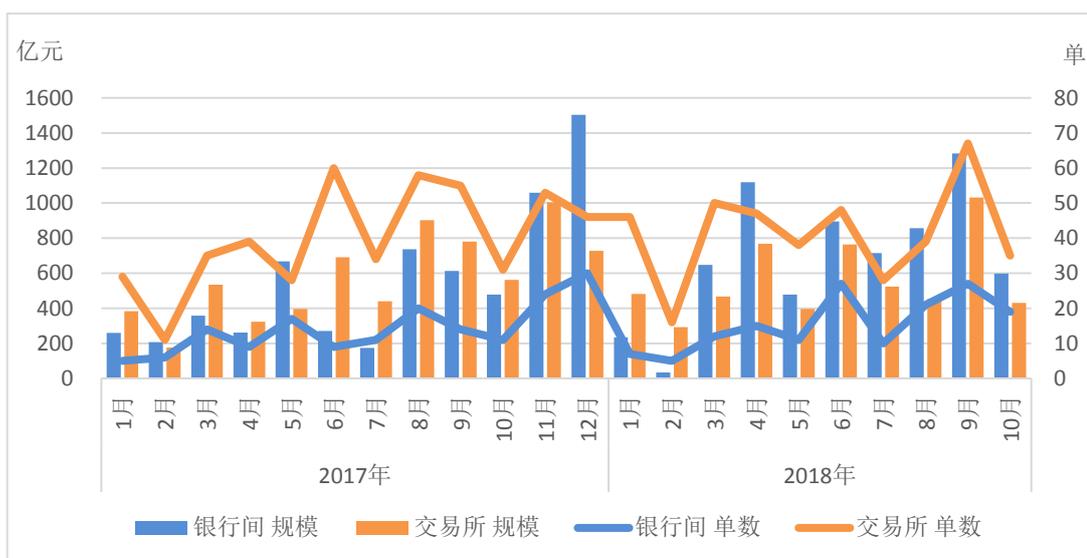
上海证监局于 10 月 12 日和 10 月 30 日分别对华菁证券有限公司和申万宏源证券有限公司出具警示函。上海证监局对华菁证券有限公司出具警示函的理由包括：作为资产支持专项计划管理人，个别项目存在资金划转不规范、信息披露不充分的问题；对申万宏源股份有限公司出具警示函的理由则包括：一是多个项目尽职调查不充分，未能及时发现个别项目担保承诺函所用印章系伪造，存在部分尽职调查成员未在尽职调查报告上签字、未按照项目标准条款和计划说明书的约定对循环购买的基础资产进行审查的情形；二是部分项目存续期管理不到位，未对基础资产进行定期检查，未能及时发现部分原始权益人未按约定归集及转付资金、个别项目受让的基础资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。值得注意的是，这是申万宏源证券有限公司今年初以来第二次受上海证监局警示，今年 2 月，上海证监局对申万宏源证券的 ABS 业务进行现场检查后认定，申万宏源证券的个别尽职调查报告存在调查分析前后不一、报告结论缺乏充分证据支撑等情形，未能全面反映重要债务人偿付能力和资信水平。

联合认为，自资管新规出台以来，ABS 业务已成为各券商及基金公司子公司的主要业务突破方向和业绩增长点，而持续的政策鼓励使得 ABS 业务规模快速扩张，但相关风险暴露也有所增加，特别是有关项目违规操作的问题层出不穷。ABS 项目违规操作容易忽视底层资

产质量及合规情况，导致向市场披露的有关底层资产的信息存在失真现象，严重影响投资者投资决策的准确度，进而损害投资者权益。为此，年初以来，监管机构对与资产支持证券化项目相关的金融中介机构的监管力度不断增强，在资产证券化市场持续升温和风险暴露不断增加的背景下，预计监管机构对资产支持证券化的监管行动将持续加码。

二、一级市场概况

2018年10月，资产支持证券发行单数和规模较上月明显减少，一级市场共发行54单169只资产支持证券，环比减少40单87只，同比增加12单6只；发行规模为1030.21亿元，环比减少1284.71亿元，同比减少10.12亿元左右。发行单数和规模环比明显减少，除受10月份工作日较其它月份少的影响外，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的资产支持证券发行规模有所减少，以及基础资产为应收账款、保理融资债权、小额贷款和租赁租金的资产支持证券发行单数有所减少所致。



注：统计范围包括公募和私募发行的资产支持证券，其中银行间资产支持证券包括在银行间债券市场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10月资产支持证券发行规模（左轴）和单数（右轴）统计

具体而言，2018年10月银行间市场共发行19单64只资产支持证券，环比减少8单10只、同比增加8单27只；发行规模为598.97亿元，环比明显减少、同比有所增加。交易所市场共发行35单105只资产支持证券，环比减少32单77只、同比增加4单、减少22只；发行规模为431.24亿元，环比、同比均明显减少；其他场所无资产支持证券发行。

表1 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10月	19	35	64	105	598.97	431.24
2018年9月	27	67	74	182	1283.41	1031.52
2017年10月	11	31	37	127	478.51	561.82

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10月, 光大证券股份有限公司承销的资产支持证券金额最多, 为139.22亿元; 光大证券股份有限公司和中信证券股份有限公司承销的资产支持证券单数最多, 均为6单。

表2 2018年10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
光大证券股份有限公司	139.22	6	93.58	3	45.64	3
申万宏源证券有限公司	93.18	2	0.00	0	93.18	2
中信建投证券股份有限公司	65.72	3	25.19	1	40.53	2
招商证券股份有限公司	61.59	3	61.59	3	0.00	0
华泰证券股份有限公司	60.29	4	44.63	2	15.66	2
华福证券有限责任公司	51.04	2	0.00	0	51.04	2
中信证券股份有限公司	50.05	6	28.35	2	21.71	4
中银国际证券股份有限公司	48.99	2	48.99	2	0.00	0
广发证券股份有限公司	44.57	5	30.84	3	13.73	2
国信证券股份有限公司	44.08	4	28.21	2	15.87	2

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10月, 基础资产为应收账款的资产支持证券发行单数(16单)最多; 基础资产为租赁债权的资产支持证券发行单数(5单)次之; 基础资产为企业贷款、消费性贷款、应收账款债权、信托受益权和融资融券债权等的资产支持证券发行单数最少, 均为1单。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296.89亿元; 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138.82亿元; 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0.40亿元。

表3 2018年10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	发行只数	发行规模(亿元)
个人住房抵押贷款	3	11	296.89
企业债权	3	6	138.82
应收账款	16	29	119.30
票据收益	4	12	116.27
小额贷款	4	12	70.50
租赁债权	5	22	49.46
租赁租金	3	9	35.42
企业贷款	1	3	30.79
消费性贷款	1	3	30.14
应收账款债权	1	3	30.00
汽车贷款	1	3	29.65
保理融资债权	2	4	28.04
基础设施收费	4	30	18.23
信托受益权	1	2	10.53
融资融券债权	1	2	10.00
信托受益债权	1	3	6.51
应收债权	1	2	5.01
不良贷款	1	2	4.25
门票收入	1	11	0.40
总计	54	169	1030.21

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10月，新发行的169只资产支持证券中，有101只具有信用评级，且均为AA级以上级别，其中AAA级的资产支持证券的发行期数和发行规模占比分别为39.05%和68.69%，占比最多。

表4 2018年10月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	66	39.05	707.67	68.69
AA+	32	18.93	56.84	5.52
AA	3	1.78	2.70	0.26

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。

无评级	68	40.24	263.00	25.53
合计	169	100	1030.21	100

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

截至 2018 年 10 月底，市场上共 8136 只资产支持证券尚未到期，本金存量规模为 7929.14 亿元。其中，AAA 级资产支持证券共 3545 只，本金存量规模为 6036.03 亿元，存量只数和规模占比分别为 43.57% 和 76.12%，占比均为第一。

四、信用事件关注

2018 年 10 月，市场上未发生资产支持债券违约事件，但有 1 家发行人所发 1 只资产支持证券的债项评级发生下调。“中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划 B 类资产支持证券”（简称“16 三胞 B”）于 2016 年 11 月 28 日发行，原始权益人为三胞集团有限公司，基础资产类型为不动产投资信托 REITs，票面利率为 6.95%，期限为 4 年，初始债项评级 AA 级。2018 年 8 月 17 日，“三胞 B”被列入信用评级观察名单，主要原因为：“三胞 B”预期收益及本金的足额兑付主要依赖优先收购权人三胞集团支付的相关权利对价，而受三胞集团有限公司持续大规模并购加之金融去杠杆的宏观环境影响，流动性风险加大，短期偿债压力大，主体信用水平有所下降，对“16 三胞 B”信用水平支撑有所减弱。受三胞集团持有两家核心上市公司南京新街口百货商店股份有限公司和江苏宏图高科技股份有限公司股权相继被冻结、宏图高科技股份有限公司面临厦门信托的仲裁事项以及两家上市公司 2018 年半年度盈利表现欠佳的影响，三胞集团流动性风险加大，盈利能力下滑，偿债能力进一步弱化，8 月 31 日，三胞集团有限公司主体信用评级被调降为 A 级。主体信用水平再调降使得“16 三胞 B”信用水平支撑进一步减弱，10 月 16 日，“三胞 B”债项信用等级由 AA 级被调降为 A 级。

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³。

2018 年 10 月，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 232BP、348BP 和 437BP，AAA 级和 AA+级之间的级差为 116 个 BP，AA+级和 AA 级之间的级差为 89 个 BP。与上月相比，AAA 级、AA+级和 AA 级资产支持证券的发行利差均值分别上升 18BP、

³ 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。

100BP 和 58BP；与 2017 年同期相比，AAA 级、AA+级和 AA 级资产支持证券的发行利差均值分别上升 46BP、100BP 和 201BP，发行利差均值同比、环比均有所增加，可能是受近期资产支持证券化市场风险暴露事件频发、投资者避险情绪上升的影响，市场要求的风险补偿总体有所增加所致。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，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，银行间市场资产支持证券的平均发行利率⁴和发行利差总体低于交易所市场，但银行间市场资产支持证券的利差变异系数总体高于交易所市场，投资者对银行间市场同等级资产支持证券信用风险的判断分歧更大，该统计受到两个市场基础资产类型不同和样本数量不足等因素影响。

表 5 2018 年 10 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) ⁵	发行利差变异系数 (倍)
AAA	61	5.28	67~399	232	—	0.38
AA+	30	6.56	158~545	348	116	0.28
AA	2	7.50	436~438	437	89	0.00

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

表 6 2018 年 10 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	29	5.06	67~399	210	—	0.46
AA+	8	5.91	158~395	284	74	0.34
AA	1	7.50	—	436	152	—

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

表 7 2018 年 10 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	32	5.48	94~399	252	—	0.30
AA+	22	6.79	196~545	371	119	0.24
AA	1	7.50	—	438	67	—

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

⁴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。

⁵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。