



LIANHE  
IDENTIFICATION  
EVALUATION

# 保险资产管理公司在交易所发行 ABS 债券的现状与影响分析

联合资信 结构融资三部 | 施泽宇 | 王心沫

2023 年 3 月,《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 5 号——保险资产管理公司开展资产证券化业务相关要求(试行)》发布以来,保险资产管理公司在交易所试点开展资产证券化(ABS)业务(以下简称“保险资管 ABS”),此举不仅扩充了 ABS 市场参与者的阵容,拓宽了融资渠道,也进一步增强资产支持证券市场的市场深度和广度,为资本配置效率的提升锦上添花。本文将从发行概况、产品类别、监管环境等多方面探讨保险资管 ABS 的现状和后续影响。



联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



## 一、概况分析

本节主要介绍我国资产支持证券（ABS）的基本要素及发行现状。

### （一）基础要素

根据监管部门以及流通场所不同我国 ABS 大体分为四类：信贷资产证券化（信贷 ABS）、资产支持专项计划（企业 ABS）、资产支持票据（ABN）和资产支持计划（保交所 ABS）。各类别基本要素比较如下。

**表 1.1 信贷 ABS、企业 ABS、资产支持票据 ABN、保交所 ABS 基本要素对比**

项目	信贷 ABS	企业 ABS	资产支持票据	保交所 ABS
监管部门	央行、金融监管总局	证监会、交易所	交易商协会	金融监管总局
发起机构	金融企业	非金融企业为主	非金融企业/金融企业	非金融企业/金融企业
流通场所	全国银行间债券市场	证券交易所	全国银行间债券市场	保险资产登记交易平台
基础资产	信贷资产	企业资产	企业资产	企业资产
SPV	特殊目的信托	资产支持专项计划	特殊目的信托	保险资产支持计划
信用评级	双评级+731 跟踪+不定期跟踪	单评级+一年期以上 630 前跟踪+一年内发行后第七个月跟踪+不定期跟踪	公开发行评级+一年期以上 ABN 一年内完成定期跟踪+不定期跟踪	取消强制评级
登记结算	中债登	中证登	上海清算所	中保登
制度依据	《信贷资产证券化试点管理办法》	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》	《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》	《资产支持计划业务管理暂行办法》

注：2021 年 12 月 8 日中国银保监会发布的《中国银保监会关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》中表示“八、删去《资产支持计划业务管理暂行办法》（保监发〔2015〕85 号）第二十条“受托人应当聘请符合监管要求的信用评级机构对受益凭证进行初始评级和跟踪评级。支持计划存续期间，每年跟踪信用评级应当不少于一次。”

资料来源：联合资信整理

信贷 ABS 的发起机构主要包括银行、资管公司和汽车金融公司等金融机构，主要监管机构为央行及金融监管总局。发起机构将基础资产转让给受托机构，由受托机

构设立信托（SPV）并作为发行人公开或定向发行 ABS。企业 ABS 的监管机构为证监会及交易所，证券公司、基金管理公司子公司作为计划管理人设立资产支持专项计划，原始权益人按照交易文件约定向专项计划转让基础资产并获取转让对价，通常为私募发行。资产支持票据 ABN 与资产支持专项计划大体相同，但可以选择公开发行或定向发行。

保交所 ABS 根据中国银保监会《资产支持计划业务管理暂行办法》的定义为保险资产管理公司等专业管理机构作为受托人设立支持计划，以基础资产产生的现金流为偿付支持，面向保险机构等合格投资者发行受益凭证的业务活动。根据《标准化债权类资产认定规则》保交所 ABS 尚未被认定为标准化债权类资产。

## （二）发行概况

### 1. 近五年 ABS 发行概况

根据 CNABS 的数据显示，2021 年之前信贷 ABS、企业 ABS 和资产支持票据 ABN 发行数量及规模逐年升高。2022 年，由于宏观经济环境的不确定性增加以及对房地产市场的调控政策导致 ABS 发行规模大幅下滑。2024 年 1—10 月，信贷 ABS、企业 ABS 和资产支持票据 ABN 分别发行 140 只、1021 只和 445 只，发行规模分别为 2265.76 亿元、9369.48 亿元和 3984.98 亿元，合计约 1.56 万亿元，占上年全年非保交所 ABS 发行规模合计的 83.22%。

图表 1.2 近五年 ABS 规模及数量分布

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—10 月
信贷 ABS 发行数量	180	184	206	150	201	140
企业 ABS 发行数量	1035	1475	1430	1200	1265	1021
资产支持票据发行数量	249	448	565	390	340	445
<b>合计</b>	<b>1464</b>	<b>2107</b>	<b>2201</b>	<b>1740</b>	<b>1806</b>	<b>1606</b>
信贷 ABS 发行规模	9433.36	8230.48	8827.98	3556.84	3495.69	2265.76
企业 ABS 发行规模	11112.95	15740.32	16152.92	11895.74	12059.01	9369.48
资产支持票据发行规模	2887.36	5108.38	6454.36	4624.27	3216.12	3984.98
<b>合计</b>	<b>23433.67</b>	<b>29079.18</b>	<b>31435.26</b>	<b>20076.85</b>	<b>18770.82</b>	<b>15620.22</b>
保交所 ABS 注册数量（只）	8	24	37	65	93	69
保交所 ABS 注册规模（亿元）	115.01	712.77	1562.4	3045.29	4595.74	2773.24

资料来源：CNABS 及中保登官网，联合资信整理

随着保交所政策的逐步放开，近五年保交所 ABS 产品注册规模逐年提升，根据中保登的公示信息，2019—2023 年，注册的资产支持计划产品数量分别为 8 只、24 只、37 只、65 只和 93 只，注册规模分别为 115 亿元、713 亿元、1562 亿元、3045 亿元和 4595.74 亿元，年均复合增长率约为 151.43%。

2024 年 1—10 月，保交所 ABS 的登记规模已达 2773.24 亿元，占上年全年登记规模总和的 60.34%，增速有所放缓。预计 2024 年全年注册规模在 3000 亿元以上。

## 2. 保险资产管理公司参与交易所 ABS 债券发行的现状

随着 2023 年 3 月，《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 5 号——保险资产管理公司开展资产证券化业务相关要求（试行）》相关规定的发布以及 2023 年 10 月 13 日沪深交易所向中国人寿资产管理有限公司、泰康资产管理有限责任公司、太平洋资产管理有限责任公司、中国人保资产管理有限公司、平安资产管理有限责任公司等首批 5 家保险资产管理公司出具无异议函，沪深交易所同意前述公司试点开展资产证券化（ABS 及不动产投资信托基金（REITs））业务。以上 5 家保险资产管理公司可作为 ABS 的计划管理人参与资产证券化业务，而在此之前企业 ABS 的计划管理人限于证券公司、基金管理公司子公司。

根据 CNABS 数据显示，截至 2024 年 10 月底，前述 5 家保险资产管理公司中的泰康资产管理有限责任公司、太平洋资产管理有限责任公司和平安资产管理有限责任公司作为计划管理人的 3 单保险资管 ABS 项目已发行。基础资产涉及应收账款、租赁债权等领域，3 单保险资管 ABS 业务募集资金规模加总为 28.87 亿元。

**表 1.3 保险资管 ABS 发行情况**

公司	专项计划名称	募集规模	底层资产	进度	日期
太保资产	太平洋-河南投资-北京新易应收补贴款 2024 年绿色资产支持专项计划	8.61 亿元	补贴款	已发行	2024 年 7 月
泰康资产	泰康资产-中电投租赁 1 号碳中和绿色资产支持专项计划	12.64 亿元	储能、绿点交通、节能环保等领域的租赁资产	已发行	2024 年 5 月
平安资产	平安资产-中航租赁 2024 年第 1 期绿色资产支持专项计划（可续发型）	7.62 亿元	储能、发电设备等租赁资产	已发行	2024 年 7 月

资料来源：CNABS，联合资信整理

相较于已经发展趋于成熟的保交所 ABS 业务，保险资管 ABS 仍具有较大的发展空间。一方面是，保险资产管理公司在过去的资管业务中积累了大量的存量基础设施

类资产，另一方面是当前保交所 ABS 存在一部分可以直接转化成标准化债券资产的产品。此外，鉴于保险资金作为长期资金，与部分基础设施类 ABS 产品，如 CMBS（类 REITs）等产品期限相匹配，存在产品上进行配置的需求。

## 二、新规前后的转变

本节主要通过对比保交所 ABS 及交易所企业 ABS 的区别，进一步分析规定发布前后的转变所带来的相关影响。

### （一）保险资管公司担任角色变化

在相关法规的发布以及沪深交易所向 5 家保险资产管理公司出具无异议函之前，发行企业 ABS 通常是证券公司、基金管理公司子公司作为计划管理人设立资产支持专项计划，而目前首批试点的 5 家保险资产管理公司可作为管理人和投资者双重身份参与到交易所资产证券化项目中来，保险公司依托其雄厚的资金实力、丰富的资产配置、庞大的客户网络以及专业化的管理团队，其旗下的保险资管公司在担任 ABS 和公募 REITs（房地产投资信托基金）管理人角色时，能够充分发挥险资的深厚资源与平台优势，贯彻长期、稳健、价值投资的核心理念。此外，通过保险资管公司与公募基金合作紧密，保险资金所持有的不动产及基础设施类资产得以通过上市实现高效退出，增强险资表内资产的流动性，从而加速了投资周期的循环，促进了资金的高效利用与增值。

### （二）产品类别变化

企业 ABS 的底层资产涵盖债权类、未来经营收入类、不动产抵押贷款类以及类 REITs 等多种类型。为了规范 ABS 业务，证监会发布《资产证券化业务基础资产负面清单指引》明确了禁止作为基础资产的负面清单。保监会在 2015 年发布的《资产支持计划业务管理暂行办法》中并没有明确保险 ABS 中基础资产的类型，中保登后续在保监会的指导下梳理了《资产支持计划注册业务问答（一）》回答了相关问题。

**图表 2.1 交易所 ABS 基础资产类型**

债权类	未来经营收入类	不动产抵押贷款类
企业应收账款债权（含核心企业供应链应收款等）、融资租赁债权、小额	基于国家政策鼓励的行业及领域的基础设施运营维护，或者从事具备特许经营或排他性质的燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理等市政设施，公路、铁路、机场等交通设施，教育、健康养老等公共服务所产生的收入；政府和社会资本合作（PPP）项目等	CMBS/类 REITs

贷款债权、企业融资债权等		
--------------	--	--

资料来源：《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第2号——大类基础资产》，联合资信整理

**图表 2.2 保交所 ABS 基础资产类型**

债权类	收益权/受益权类	权益类
金融及融资租赁债权、消费金融债权、企业应收账款债权、不良资产重组债权、保单质押贷款债权、信托贷款债权、保理债权、商业地产租赁债权等	高速公路、供水、供电等未来经营收益权、租金收益权、信托受益权、私募基金份额收益权等	未上市股权

资料来源：《资产支持计划登记业务问答（一）》，联合资信整理

交易所 ABS 和 ABN 基础资产范围除未包含未上市公司股权外，其余债权、收（受）益权类与保交所 ABS 大致一样，这对积累了存量资产的保险资管公司来说，发行保险资管 ABS 的难度有所降低。但由于《资产证券化业务基础资产负面清单指引》的存在，在资产筛选上应更加谨慎。

### （三）监管环境的变化

在保险资产管理公司在交易所发行 ABS 正式落地后，所适用的监管规定也较原先相对简单的保交所 ABS 的规则框架有所区别。保交所 ABS 主要以银保监会的规定及中保登出台的各个业务细则为主，各项规定与交易所 ABS 有相似之处，具体对比如下：

**图表 2.3 保交所 ABS 及交易所 ABS 产品政策依据**

保交所 ABS	交易所 ABS
1. 《资产支持计划业务管理暂行办法》：保交所 ABS 的核心制度，由中国银保监会发布，规定了资产支持计划的业务管理框架，包括受托人条件、受托人职责、受益凭证认购人要求等关键要素。	1. 《上海证券交易所资产支持证券业务规则》：上交所发布的规范资产支持证券业务的基本规则，涵盖了资产支持证券挂牌条件确认、发行、挂牌转让、存续期管理等全周期业务。
2. 《中国银保监会办公厅关于资产支持计划和保险私募基金登记有关事项的通知》：该通知涉及资产支持计划的登记制度，明确了“登记制”的实施细节。	2. 《深圳证券交易所资产支持证券业务规则》：与上交所的业务规则相呼应，共同构成了交易所 ABS 的基础制度体系。
3. 《中国银保监会关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》：取消了保交所 ABS 的强	3. 《资产证券化业务基础资产负面清单指引》：由中国基金业协会发布，明确了资产证券化业

制评级要求。	务中不得作为基础资产的负面清单，为 ABS 业务提供了明确的禁区。
4.《中保登公司关于资产支持计划分期发行有关事项的通知》：对分期发行的流程和条件进行了规定。	4.《资产支持证券挂牌条件确认规则指引》：上交所发布的指引，包括 1 号和 2 号文件，涉及地方政府性债务管理规范等内容，明确了资产支持证券挂牌的具体条件和要求。
5.《资产支持计划产品发行前登记管理规则》：规定了资产支持计划产品发行前的登记规则，确保产品发行的合规性。	5.《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》：规定了资产支持证券持有人会议的召集程序及持有人会议规则，明确了资产支持证券持有人通过持有人会议行使权利的范围、程序和其他重要事项。
6.《资产支持计划登记业务问答（一）》：提供了关于资产支持计划登记业务的具体问答，包括基础资产分散度要求等。	6.《资产支持证券存续期监管业务指引》：深交所发布的指引，包括定期报告、临时报告和信用风险管理三个部分，旨在加强资产支持证券存续期间的监管。
7.《债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划发行业务指引（试行）》：涉及债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划的发行业务指引。	7.《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第 5 号——资产支持证券持续信息披露》：该指引规范了资产支持证券的持续信息披露要求，确保信息的透明性和及时性。
8.《中保保险资产登记交易系统有限公司保险资产管理产品信息披露业务指引》：规定了保险资产管理产品的信息披露要求，包括资产支持计划。	--

资料来源：联合资信整理

相较于保交所，交易所在监管环境上更为严格，差异主要体现在两个方面：一是基础资产的筛选过程更为严谨；二是信息披露的更为透明。

### 1. 基础资产分散度要求

2022 年 3 月 25 日中保登出台的《资产支持计划登记业务问答（一）》（以下简称“《业务问答（一）》”）中，明确支持计划由外部评级 AAA 企业作为债务人、重要增信方或现金流重要提供方的，基础资产应包含三笔以上（含三笔）债权；基础资产少于三笔的，受托人应当在募集说明书中披露基础资产集中度较高的原因及合理性，充分揭示风险，设置相应的风险缓释措施并应一次性发行完毕。支持计划由外部评级非 AAA 企业作为债务人、重要增信方或现金流重要提供方的，产品及分期发行时基础资产应至少包括 10 个相互之间不存在关联关系的债务人且单个债务人入池资产金额占比不超过 50%。针对地产反向供应链产品，则要求由外部评级非 AAA 企业作为债务人、重要增信方或现金流重要提供方的，产品发行前登记及分期发行时基础资产至少应包括 10 个相互之间不存在关联关系的债权人。保交所 ABS 对于涉及 AAA 核心

信用主体的审批规则相对宽松，因此近 2 年部分城投供应链、非标转标资产转战保交所市场，也间接促进了保交所 ABS 发行规模的快速增长。

2022 年 12 月 30 日，上交所发布的 4 项资产支持证券业务规则（《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引》第 1—4 号）中，《指引 2 号》要求基础资产涉及核心企业供应链应收款的，可以免于上述债务人分散度要求，资产池应当包括至少 10 个相互之间不存在关联关系的债权人，且债务人信用状况良好。管理人应当在基础资产合格标准中合理设定单一债权人入池应收账款债权金额占比、单一债权人及其关联方入池应收账款债权金额合计占比、以及入池关联方应收账款债权金额占比的上限。交易所对于债权人的要求，不再局限于限定户数以及关联关系，而是补充要求设定并披露单一债权人金额占比。该补充要求直接降低了建设工程/贸易项目集中度，进而降低了现金流集中逾期的风险。在交易所监管环境下，保险资管在筛选 ABS 入池资产时会更加趋于严格。

## 2. 信息披露程度

交易所 ABS 和保交所 ABS 在信息披露方面存在明显差异。根据相关规定，交易所 ABS 要求信息披露义务人定期披露产品的财务状况、经营业绩、风险状况等信息，以提高市场透明度和保护投资者权益。这些信息包括《年度资产管理报告》（如存续期大于一年）、《年度托管报告》《资信评级报告》、专项计划基本情况及业务参与者履约情况、基础资产情况（《资产服务机构报告》）、资金收支与投资管理情况、特定原始权益人情况、增信措施及其执行情况、其他临时报告（如有）和持有人会议情况（如有）等。保交所 ABS 的信息披露透明度相对较弱，根据《中保保险资产登记交易系统有限公司 保险资产管理产品信息披露业务指引》，保险资管产品存续期间，产品管理人应在中保登公司系统中发布披露信息及文件，产品存续期间信息披露包括定期披露和临时披露，定期披露包括季报、半年报、年报和其他定期披露。临时信息披露包括重大事项披露和其他事项披露。根据银保监会发布的《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》（银保监发〔2021〕47 号），取消了外部信用评级机构对支持计划受益凭证进行初始评级和跟踪评级的相关要求，减少了投资人了解产品信息的渠道。总体而言，交易所 ABS 在信息披露方面更为严格和规范，在保险资管公司参与交易所 ABS 项目发行前提下，信息披露将更加标准且透明化。



### 三、保险资管 ABS 的相关影响

#### （一）对保险资管公司自身的影响

保险资管公司参与交易所 ABS 项目的发行，一方面有助于增厚保险资管公司自身的投资收益，另一方面为保险资金开辟了新的投资路径，使其能够为实体经济提供更加多元化、高效的融资渠道，引导金融资源精准流向优质企业和项目，实现资源的优化配置。其次，在不同监管环境参与 ABS 发行工作有助于提升保险资管公司风险管理的水平。

#### （二）对企业的影响

在我国宏观经济持续高速增长的背景下，基础设施领域累积了大规模的存量资产。鉴于保险资金规模庞大且具备长期性和稳定性的独特优势，保险资产管理公司积极探索并开展存量资产的资产证券化业务，这一举措不仅能为相关企业带来宝贵的现金资产，显著提升其资金周转率，并能有效降低企业自身的杠杆率，从而增强财务稳健性，支持产业转型升级。

#### （三）对市场的影响

保险资管公司逐步进入交易所 ABS 市场，将会增加市场参与主体的数量，丰富 ABS 产品的种类，扩大市场发行产品数量和规模。同时，保险资管作为专业的投资机构，将会提升市场活跃度，有力推动金融市场的深化与拓展。

### 四. 总结

保险资产管理公司在交易所发行 ABS，将推动 ABS 产品的优化升级，满足市场多样化的投资需求。同时保险资金作为长期稳定的资金来源，也将有助于提升 ABS 产品的流动性和市场接受度。随着保险资产管理公司持续参与交易所 ABS 的发行与投资，ABS 市场将迎来更多的发展机遇，为实体经济提供更加丰富的金融服务与支持，加速实体经济的转型升级进程，助力经济高质量发展。

## 联系人

投资人服务 010-85679696-8728 [investorservice@lhratings.com](mailto:investorservice@lhratings.com)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。