

资产支持证券市场月报

Monthly Report on the Asset-Backed Security Market

2018年6月 总第17期

发行规模同比增加，ABS市场发展向好

- ◆ 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、沪、深所发布基础设施类资产支持证券挂牌条件确认及证券信息披露指南

2018 年 6 月 8 日，上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布了《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》（简称《挂牌条件指南》）和《基础设施资产支持证券信息披露指南》（简称《信息披露指南》）。《挂牌条件指南》明确了基础设施类 ABS 的业务范围，明确要求产品设置相关抵质押安排，以保障现金流回收；要求相关许可资质应当覆盖专项计划期限以确保合规运作；要求强化现金流归集安排以保障 ABS 资金安全；对原则权益的资质设置了较为明确的标准，以保障项目持续经营；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。《信息披露指南》对管理人、原始权益人、律师事务所和会计师事务所等信息披露义务人在发行环境和存续期间应披露的信息做了详细规定，以进一步规范信息披露标准，保护投资者合法权益。

联合认为，《挂牌条件指南》和《信息披露指南》的发布有利于规范基础设施类资产证券化业务，提升基础设施类资产证券化项目运总体运作质量，同时有利于标准化资产证券化过程中相关信息披露义务人的信息披露准则，增加了资产证券化信息披露透明度，切实维护投资者权益。

2、全国首单央企供应链应付款资产支持票据成功发行

2018 年 6 月 15 日，中铁建商业保理 2018 年度第一期银信供应链资产支持票据成功发行，该产品是国内首单央企供应链应付款资产支持票据。该产品项目规模为 15 亿元，发行利率为 5.40%，期限为 2 年，基础资产为应收账款债权，无次级档，评级为 AAA 级。

联合认为，该资产支持票据是积极响应国务院《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》的重要举措。通过发展供应链金融，鼓励大型央企参与供应链金融业务，一方面有助于丰富小微企业的融资渠道，更好地满足小微企业迫切的融资需求，帮助小微企业摆脱融资难融资贵的困境；另一方面能够帮助核心企业实现更为灵活的应付账款账期管理和现金流管理，同时对促进整个产业链的良性发展、实现产业整体资源优化配置等方面有重要意义。

3、全国首单民企储架式权益类 REITs 成功发行

2018 年 6 月 21 日，高和晨曦—中信证券—领昱 1 号资产支持专项计划成功发行，成为国内首单民企长租公寓储架式权益类 REITs。该专项计划获批总额度 30 亿元，首期发行 2.5 亿元，以房地产企业自持租赁住房作为基础资产。优先 A 档发行规模为 0.90 亿元，发行利

率为 5.90%，评级为 AAA 级；优先 B 档发行规模为 0.60 亿元，评级为 AA+级；次级档发行规模为 1.00 亿元；优先档和次级档发行期限均为 3 年。

联合认为，该产品的成功发行符合国务院及相关部委和各地方政府做出的“房子是用来住的，不是用来炒的”及加快推进房地产租赁市场发展的定位和政策，是认真贯彻落实证监会、住建部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作通知》的重要实践。发展租赁住房资产证券化，可以加快住房租赁市场发展，完善房地产供给侧改革，对于建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度具有重要意义。

4、全国首单 PPP 项目可持续发展 ABS 成功发行

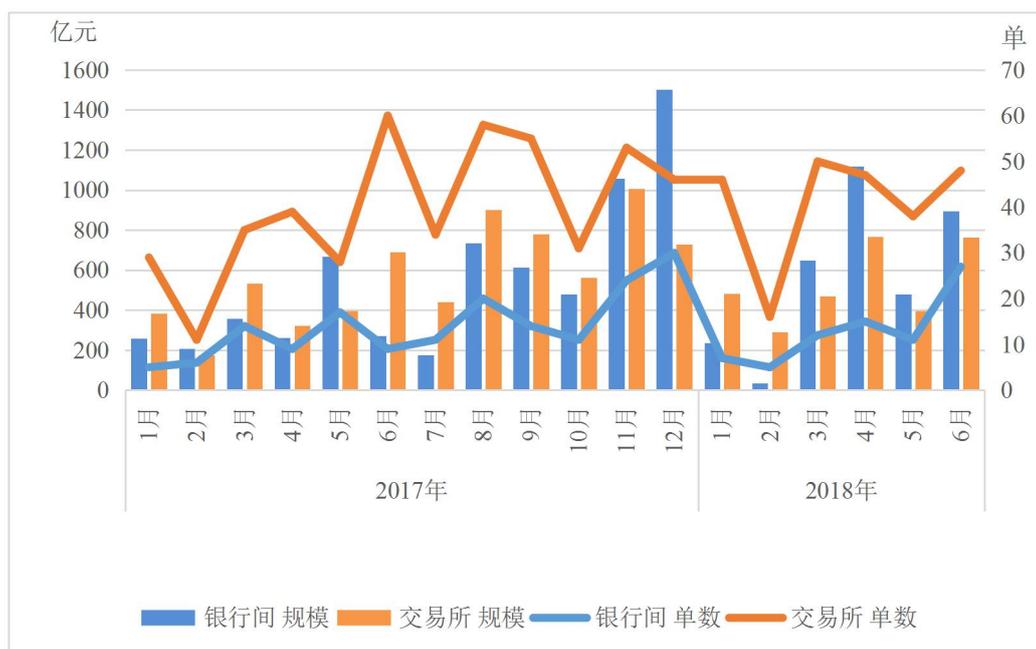
2018 年 6 月 15 日，中信建投—京蓝沐禾 PPP 项目可持续发展资产支持专项计划成功发行，该专项计划是全国首单 PPP 项目可持续发展资产支持专项计划。专项计划总发行规模为 4.11 亿元，项目基础底层资产为 PPP 项目收费收益权。其中，优先档发行规模为 3.90 亿元，发行利率为 7.5%，评级为 AAA 级；次级档发行规模为 0.21 亿元，无票面利率；优先档和次级档发行期限均为 8 年。

联合认为，该项目是贯彻国家发改委和证监会《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》的实践成果。此次中信建投—京蓝沐禾 PPP 项目的募集资金均用于绿色节水、改善民生、扶贫、支农惠农等可持续发展项目建设，促进国家扶贫政策、惠农政策及构建生态文明社会的政策落实，在市场内起到了很好的示范作用。

二、一级市场概况

2018 年 6 月，资产支持证券发行规模较上月大幅增加，一级市场共发行 75 单 204 只资产支持证券，环比增加 34 单 71 只同比增加 19 单 9 只；发行规模为 1658.86 亿元，环比和同比均增加 700 亿元左右，规模增长较多，主要系基础资产为个人住房抵押贷款、汽车贷款和应收账款资产支持证券发行规模增加所致。

具体而言，2018 年 6 月银行间市场共发行 27 单 70 只资产支持证券，发行规模为 895.61 亿元，发行单数和规模环比和同比均大幅增加。交易所市场共发行 48 单 134 只资产支持证券，环比增加 10 单、同比减少 12 单；发行规模为 763.25 亿元，环比和同比均明显增加；其他场所无资产支持证券发行。



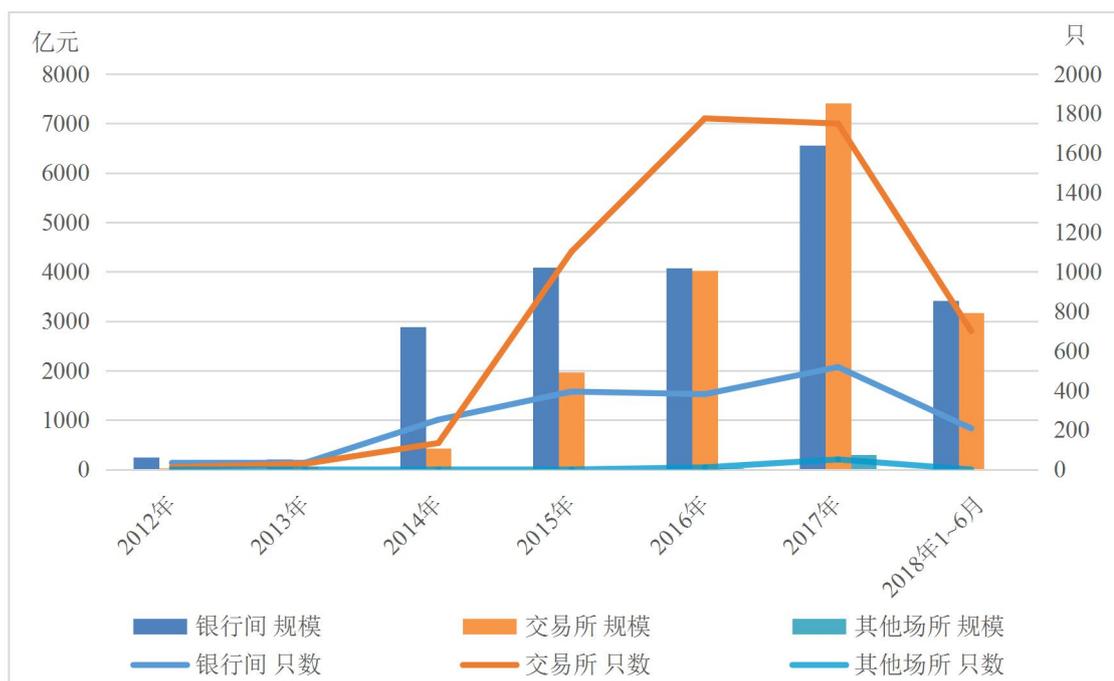
注：银行间资产支持证券包括在银行间发行的资产支持证券和资产支持票据，以下同。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

图1 2017年1月-2018年6月资产支持证券发行规模（左轴）和单数（右轴）统计

2018年上半年，资产支持证券发行量同比普遍增加、环比有所减少。具体来看，一级市场共发行332单902只资产支持证券¹，同比增加63单、减少5只，环比减少65单403只；发行规模合计6797.90亿元，同比增加2161.88亿元，环比减少2382.76亿元。

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。



注：其他场所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2 2012年~2018年上半年资产支持证券发行规模（左轴）和只数（右轴）统计

2018年上半年，银行间市场共发行77单208只资产支持证券，发行规模为3409.44亿元，发行单数和发行规模环比均有明显下降，同比均有所上升。交易所市场共发行255单694只资产支持证券，发行规模为3388.46亿元，发行单数和发行规模环比均有所下降，同比均有明显上升。银行间市场所发资产支持证券单数远低于交易所市场，但两市场发行规模相差不大。

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年上半年	77	255	3409.44	3388.46
2017年下半年	156	277	4565.14	4417.43
2017年上半年	60	202	2025.11	2505.92

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6月，招商证券股份有限公司承销的资产支持证券金额最多，为185.57亿元；中信证券股份有限公司承销的资产支持证券单数最多，为13单。

表2 2018年6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	185.57	10	167.81	8	17.76	2
中信证券股份有限公司	146.75	13	111.71	9	35.04	4
信达证券股份有限公司	103.29	1	0.00	0	103.29	1
华泰证券股份有限公司	94.03	8	26.01	3	68.02	5
国开证券股份有限公司	93.70	3	76.20	1	17.50	2
国泰君安证券股份有限公司	88.40	3	41.90	2	46.50	1
光大证券股份有限公司	73.94	6	13.19	2	60.75	4
中信建投证券股份有限公司	65.65	5	61.54	4	4.11	1
平安证券股份有限公司	60.20	4	0.00	0	60.20	4
长城证券股份有限公司	59.07	2	0.00	0	59.07	2

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

2018年上半年，招商证券股份有限公司承销的资产支持证券金额最多，为891.02亿元，其大额承销产品主要有飞驰建融2018年第一期信贷资产支持证券、建元2018年第一期和第九期个人住房抵押贷款资产支持证券、工元2018年第三期个人住房抵押贷款资产支持证券以及建元飞驰2018年第一期信贷资产支持证券等。2018年上半年，中信证券股份有限公司承销的资产支持证券单数最多，为59单，其中承销“融元-方正证券-一方恒融碧桂园保理资产支持专项计划”13单。

表3 2018年上半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	
	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	891.02	42	803.90	29	87.12	13
中信证券股份有限公司	800.83	59	605.91	25	194.92	34
中国国际金融股份有限公司	534.50	30	210.01	13	324.49	17
中信建投证券股份有限公司	385.33	20	278.71	15	106.62	5
华泰证券股份有限公司	363.86	19	85.91	6	277.95	13
光大证券股份有限公司	327.39	37	151.47	10	175.92	27
信达证券股份有限公司	270.65	4	0.00	0	270.65	4
国泰君安证券股份有限公司	219.36	10	57.38	3	161.98	7
海通证券股份有限公司	188.82	9	43.86	2	144.96	7
平安证券股份有限公司	178.98	30	10.15	2	168.83	28

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6月，基础资产为应收账款的资产支持证券发行单数（14单）最多；基础资产为保理融资债券的资产支持证券发行单数（11单）次之；基础资产为基础设施收费债权和PPP项目的资产支持证券发行单数（各1单）最少。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318.27亿元；基础资产为应收账款的资产支持证券发行规模次之，合计发行275.74亿元；基础资产为基础设施收费债权的资产支持证券发行规模最少，发行规模合计2.80亿元。

表4 2018年6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)	发行只数 (只)	发行规模 (亿元)
个人住房抵押贷款	3	10	318.27
应收账款	14	34	275.74
企业贷款	2	6	167.77
信托受益权	5	24	166.33
汽车贷款	2	8	131.00
应收债权	4	6	98.68
保理融资债权	11	18	87.29
消费性贷款	2	6	85.38
租赁租金	8	27	79.12
租赁债权	4	12	51.21
小额贷款	3	10	50.32
企业债权	2	7	49.92
不良贷款	9	18	40.50
不动产投资信托 REITs	2	6	37.42
融资融券债权	2	6	13.00
PPP项目	1	2	4.11
基础设施收费债权	1	4	2.80
总计	75	204	1658.86

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

2018年上半年，基础资产为租赁租金和应收账款的资产支持证券发行单数最多，分别发行了76单和72单，占比分别为22.89%和21.69%；基础资产为基础设施收费债权、票据收益、委托贷款债权和信托受益权的资产支持证券均只发行了1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的资产支持证券发行规模最多，合计发行1965.42亿元，占比28.91%；基础资产为小额贷款的资产支持证券发行规模次之，发行规模合计为460.32亿元，占比6.77%。基础资产为基础设施收费债权的资产支持证券发行规模最少，发行规模合计2.80亿元，占比0.04%。

表5 2018上半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 (单)	发行只数 (只)	发行规模 (亿元)
个人住房抵押贷款	19	61	1965.42
应收账款	72	163	959.86
租赁租金	76	196	548.44
小额贷款	24	71	460.32
企业债权	14	46	446.32
汽车贷款	9	29	372.86
企业贷款	5	15	356.50
信托受益权	22	89	335.94
融资融券债权	11	27	243.00
保理融资债权	19	31	204.12
信用卡贷款	2	6	190.72
应收债权	13	22	188.59
租赁债权	11	35	122.67
消费性贷款	3	9	121.37
不动产投资信托 REITs	6	14	97.81
不良贷款	11	22	44.60
商业房地产抵押贷款	4	8	43.81
基础设施收费	5	36	38.03
信托受益债权	1	2	17.91
委托贷款债权	1	2	16.00
PPP项目	2	13	10.81
票据收益	1	1	10.00
基础设施收费债权	1	4	2.80
总计	332	902	6797.90

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6月，新发行的204只资产支持证券中，有130只具有信用评级，其中AAA级的资产支持证券（88只）占比（43.14%）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1381.07亿元，所占比重为83.25%。

2018年上半年，我国债券市场共发行902只资产支持证券，有627只具有信用评级，其中AAA级的资产支持证券占比（49.56%）最多。从发行规模来看，AAA级资产支持证

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。

券发行规模最多，合计为 5750.34 亿元，所占比重为 84.59%。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。

表 6 2018 年上半年资产支持证券信用等级统计表

级别	发行只数(只)	发行规模(亿元)
AAA	447	5750.34
AA+	133	313.05
AA-	4	8.12
AA	35	37.83
A+	1	0.15
A	1	0.32
BBB+	1	2.01
BBB-	5	1.17
无	275	684.92
合计	902	6797.90

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

截至 2018 年 6 月底，市场上共 7394 只资产支持证券尚未到期，本金存量规模为 6575.22 亿元。其中，AAA 级资产支持证券共 3218 只，本金存量规模为 4879.79 亿元，存量只数和规模占比分别为 43.52%和 74.21%，占比均为第一。

四、信用事件关注

2018 年上半年，市场共有 7 家发行人共 23 只资产支持证券债项评级发生下调(见表 7)；“庆汇租赁一期资产支持专项计划”ABS 发生疑似违约，相关诉讼目前还在进行，庆汇租赁并购前股东重庆中信融创已提供 5.31 亿保证金。

表 7 2018 年上半年资产支持证券债项级别调降统计表

债券简称	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	昆明市西部汽车客运站有限公司	中诚信证券评估有限公司	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
哈热 03	哈尔滨物业供热集团有限责任公司	中诚信证券评估有限公司	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
华信 01A	上海华信国际集团有限公司	联合信用评级有限公司	AA+	2018/3/2	AAA	2018/2/12

			AA	2018/4/10	AA+	2018/3/2
			BBB+	2018/5/4	AA	2018/4/10
			B	2018/5/18	BBB+	2018/5/4
天风 17B	天风证券股份有限公司	大公国际资信评估有限公司	A+	2018/6/26	AA	2017/11/8
凯迪 04	隆回县凯迪绿色能源开发有限公司	大公国际资信评估有限公司	BBB-	2018/5/11	AA+	2017/6/19
凯迪 05			BBB-	2018/5/11	AA+	2017/6/19
17 红博 02	哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司	联合信用评级有限公司	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
PR 红博 01			B+	2018/6/15	AA+	2017/5/16
凯迪 2 优 3			崇阳县凯迪绿色能源开发有限公司	中诚信证券评估有限公司	C	2018/5/7
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

“庆汇租赁一期资产支持专项计划”下的优先级资产支持债券“庆汇 1 优”实际发行规模为 4.75 亿，发行时信用评级为 AAA 级，预计将于 2018 年 11 月到期；该债券于 2017 年 12 月 19 日起就已经停牌，12 月 22 日信用评级下调为 B 级。据报道，由于“庆汇 1 优”发生利息违约，管理人恒泰证券于 2018 年初向北京市高级人民法院起诉，要求被告鸿元石化、庆汇租赁支付约 5.31 亿的《融资租赁合同（回租）》项下的租金以及逾期利息等款项，同时恒泰证券申请了诉前财产保全，已获法院准许。

庆汇租赁的母公司宝德股份于 2018 年 3 月 15 日收到深交所创业板公司管理部发布对宝德子公司涉及重大诉讼的问询函，要求其详细说明庆汇租赁是否构成违约。3 月 26 日宝德股份对关注函进行了回复，认为庆汇租赁已完整履行协议约定的各项陈述、保证及承诺事项，不存在违约情形。4 月 13 日，恒泰证券发布《关于庆汇租赁一期资产支持专项计划相关新闻的澄清公告》，说明虽然该专项计划已经停牌，但是迄今为止优先级利息均已按期支付，恒泰证券对鸿元石化和庆汇租赁的诉讼持续进行。6 月 1 日，庆汇租赁母公司宝德股份发布公告称，由于恒泰证券对其子公司的诉讼事项后续存在不确定性，根据其于重庆中新融创于 2014 年签订的《发行股份及支付现金购买资产协议》及《盈利预测补偿协议》，重庆中新融创同意提供现金、现金等价物或有价证券等等值金额 5.31 亿元作为保证金。6 月 8 日，宝德股份发布公告称，公司已于 5 月 30 日收到了补偿义务人重庆中新融创投资有限公司对庆汇租赁业绩承诺的现金补偿款合计 5.31 亿元。

联合认为，目前专项计划付息正常，并未发生利息违约，因此“庆汇1优”暂时不构成债券违约。由于有重庆中新融创投资有限公司的兜底，本期债券预期会得到足额偿付，但若庆汇租赁再发生类似事件，重庆中新融创投资有限公司是否愿意继续兜底存在不确定性。

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年上半年，AAA、AA+、AA级资产支持证券的发行利差均值分别为250BP、317BP和357BP，AAA级和AA+级之间的级差为67个基点，AA+级和AA级之间的级差为40个基点。与去年同期相比，AAA级和AA+级之间的级差上升18个基点，AA+级和AA级之间的级差上升20个基点，各等级之间的级差明显上升，反映了今年违约事件增多，投资者情绪偏向谨慎，低等级债券发行遇冷。总体看，信用评级对资产支持证券的信用风险具有显著的区分度，信用等级越低，平均发行利率和发行利差越高。各信用等级发行利差的变异系数较低，说明市场对各信用等级资产支持证券的信用风险判断较为一致。

对银行间和交易所市场进行对比，剔除样本量较少的AA级资产支持证券，银行间市场AAA级和AA+级资产支持证券的发行利率和发行利差均低于交易所市场同等级资产支持证券的发行利率和发行利差的49BP以上，银行间市场资产支持证券的发行成本相对较低，但不排除受到两市场同等级资产支持证券发行期限因素⁴和基础资产差异的影响。

表8 2018年上半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)	发行利差变异 系数(倍)
AAA	433	5.86	113~537	250	—	0.28
AA+	131	6.53	63~543	317	67	0.26
AA	31	6.97	240~540	357	40	0.20

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

表9 2018年上半年资产支持证券发行利差统计表（银行间市场）

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。

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。

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	101	5.44	145~400	212	—	0.30
AA+	26	5.93	179~383	260	48	0.27
AA	3	7.33	367~410	382	122	0.06

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

表 10 2018 年上半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	332	5.97	113~537	261	—	0.25
AA+	105	6.68	63~543	331	70	0.24
AA	28	6.93	240~540	360	29	0.22

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。