

# 资产支持证券市场月报

Monthly Report on the Asset-Backed Security Market

2019 年 4 月

## 证监会发布 ABS 监管问答，首单多城市购物中心组合 CMBS 成功发行

- ◆ 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<sup>1</sup>

### 1. 证监会发布 ABS 监管问答，明确未来经营收入类资产证券化有关事项

2019年4月19日，证监会发布《资产证券化监管问答（三）》，明确未来经营收入类 ABS 产品有关事项，详细问答要点如下：

（1）基础设施收费等未来经营收入类资产证券化产品，其现金流应当来源于特定原始权益人基于政府和社会资本合作（PPP）项目、国家政策鼓励的行业及领域的基础设施运营维护，或者来自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形成的债权或者其他权利。对于电影票款、不具有垄断性和排他性的入园凭证等未来经营性收入，不得作为资产证券化产品的基础资产现金流来源。物业服务费、缺乏实质抵押品的商业物业租金（不含住房租赁）参照执行。

（2）特定原始权益人或者资产服务机构应当具有运营基础资产或底层资产的相关特许经营许可或其他经营资质，具有持续经营能力及对相关资产的控制能力，并在资产支持专项计划（以下简称专项计划）存续期间持续提供与基础资产或底层资产相关的服务。专项计划存续期间内，特定原始权益人经营现金流入扣除向专项计划归集的基础资产现金流后应当能够覆盖维持基础资产运营必要的成本、税费等支出。原始权益人及资产服务机构资信状况良好，且专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施的，可免于前述成本、税费等支出覆盖要求。

（3）在符合《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》关于专项计划期限规定的前提下，专项计划期限原则上不超过5年，其中，基础资产现金流来源于政府和社会资本合作（PPP）项目，或者交通运输、能源、水利以及重大市政工程等基础设施的，可以适当延长。

（4）自专项计划设立日起，资产证券化产品的基础资产或底层资产产生的现金流应当全额归集至专项计划账户或管理人有效监管的账户。资产支持证券的收益分配应当按照相关规则和流程要求通过登记结算机构办理。

联合认为，该问答主要体现在以下方面影响：*（1）对未来经营收入类资产证券化的基础资产或底层资产的特定化要求更严格，对基础资产的现金流质量要求更高；（2）强调原始权益人或资产服务机构的持续经营能力，更鼓励用净现金流做资产证券化，而不是毛现金*

<sup>1</sup> 银行间市场结构化产品的信用评级带有“sf”符号，部分交易所市场结构化产品的信用评级目前没有“sf”，本文统一加“sf”符号。

流，回归到证券化的本源；（3）对专项计划的期限做出了明确，有利于控制未来风险；（4）对基础资产现金流归集进一步明确。总体上，有利于未来经营收入类资产证券化产品的健康发展。

## 2. 曹操出行“绿色资产支持专项计划”成功发行

4月1日，由联合信用评级有限公司评级的“中信建投-北银丰业-吉利曹操专车绿色资产支持专项计划”成功发行。此计划为曹操出行首期及行业首单绿色认证的资产支持专项计划。该“绿色资产支持专项计划”最终确定价格区间为3.2%~4.4%，发行规模10亿元，其中优先级规模9亿元，占比90%，联合信用评级有限公司授予产品级别为AAA<sub>sf</sub>级；次级档1亿元，占比10%，无评级。

联合认为，该产品优先级证券发行成本处于2019年民营企业同类资产支持证券发行成本中较低的水平，一定程度上反映了市场对绿色ABS产品的认可。资产证券化能够弥补绿色产业企业在传统融资方式上的不足，本专项计划的成功发行将使我国新能源行业未来融资方式更加多元化。

## 3. 全国首单多城市购物中心组合CMBS成功发行

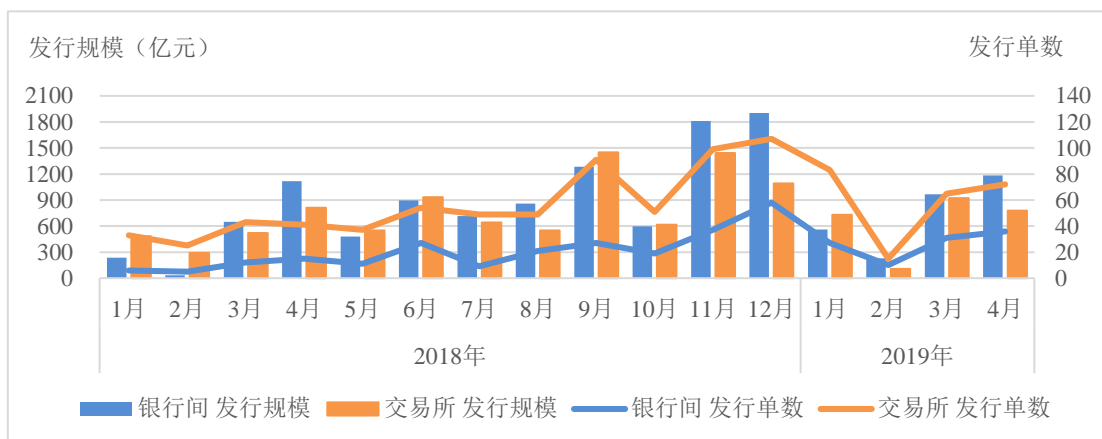
4月25日，全国首单多城市购物中心组合CMBS“渤海汇金-云城投银泰城资产支持专项计划”成功发行，发行总规模33亿元。该项目由云南城投置业作为项目发起人和原始权益人，云南城投集团系增信担保主体，渤海汇金资管作为计划管理人和主承销商。该项目也是云南城投置业首次将其核心资产“银泰城”商业购物中心品牌引入资产证券化领域。

联合认为，相较于国外标准化CMBS底层物业资产具有一定的分散性，目前国内的CMBS多是针对单一物业。此次首单多城市购物中心组合CMBS的成功发行，对我国CMBS市场的未来发展趋势起到了示范效应和积极作用。

## 二、发行概况

2019年4月，资产支持证券发行单数和规模均较上月小幅增加，发行单数同比明显增加，发行规模同比变化不大<sup>2</sup>。具体来看，2019年4月，我国债券市场共发行108单335只资产支持证券，环比增加12单54只，同比增加52单157只；发行规模为1960.42亿元，环比增加72.05亿元，同比增加31.74亿元。发行单数同比大幅上升，主要系基础资产为应收账款、应收租赁款的资产支持证券发行单数大幅增加所致；环比变化不明显，仅有基础资产为应收账款的资产支持证券发行单数和发行规模有小幅增加。

<sup>2</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。



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图1 2018年1月-2019年4月资产支持证券发行规模及单数走势图

具体而言，2019年4月银行间市场共发行36单121只资产支持证券，环比增加5单34只，同比增加21单80只；发行规模为1182.12亿元，环比大幅增加，同比增加不大。交易所市场共发行72单214只资产支持证券，环比增加7单20只，同比增加31单77只；发行规模为778.30亿元，同比略有减少，环比减少较大。场外交易市场<sup>3</sup>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
2019年4月	36	72	121	214	1182.12	778.30
2019年3月	31	65	87	194	965.35	923.02
2018年4月	15	41	41	137	1118.84	809.84

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

从发行的资产支持证券承销情况来看，2019年4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238.92亿元；中信证券股份有限公司承销的单数最多，为16单，承销的金额为158.17亿元，排名第二。

表2 2019年4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	238.92	10	210.42	8	28.50	2
中信证券股份有限公司	158.17	16	93.12	6	65.04	10
中国银行股份有限公司	109.34	5	109.34	5	0.00	0

<sup>3</sup> 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。

中信建投证券股份有限公司	105.79	11	27.87	5	77.93	6
中泰证券股份有限公司	92.89	8	21.42	2	71.47	6
海通证券股份有限公司	89.99	4	22.30	1	67.69	3
中国国际金融股份有限公司	89.71	8	84.80	7	4.91	1
光大证券股份有限公司	85.70	9	51.10	5	34.60	4
华泰证券股份有限公司	84.05	11	10.42	1	73.63	10
招商银行股份有限公司	52.12	3	52.12	3	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，2019年4月，基础资产为个人住房抵押贷款的资产支持证券发行单数为5单，发行规模（379.06亿元）最多；基础资产为汽车抵押贷款的资产支持证券发行单数为4单，发行规模263.67亿元，排名第二。基础资产为应收账款和应收租赁款的资产支持证券发行单数分别为29单和19单，发行单数排名前两位。

表3 2019年4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 (RMBS)	5	19	379.06
汽车抵押贷款	4	13	263.67
应收租赁款	19	61	238.56
应收账款	29	71	194.37
企业信贷资产 (CLO)	2	6	144.25
信托受益权	7	21	139.60
消费性贷款	2	7	123.93
小额贷款	4	11	95.00
融资融券债权	2	4	70.00
商业房地产抵押贷款 (CMBS)	4	11	68.03
应收票据	6	23	66.70
其他债权	7	28	65.37
保理合同债权	9	13	39.73
基础设施收费	5	39	39.35
房地产信托投资基金 (REITs)	1	4	21.00
其他收益权	1	2	8.00
不良贷款	1	2	3.80
总计	108	335	1960.42

注：基础资产为其他债权的ABS项目包括基础资产为委托贷款（3单）和企业债权（4单）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

2019年4月，新发行的335只资产支持证券中，有222只具有信用评级，且均为BBB<sup>+</sup><sub>sf</sub>级及以上，其中AAA<sub>sf</sub>级的资产支持证券的发行只数和发行规模占比分别为51.64%和79.72%，比例最高。

表4 2019年4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 <sub>sf</sub>	173	51.64%	1562.83	79.72%
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	41	12.24%	119.64	6.10%
AA <sub>sf</sub>	6	1.79%	7.08	0.36%
A <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	1	0.30%	3.20	0.16%
BBB <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	1	0.30%	0.90	0.05%
无评级	113	33.73%	266.77	13.61%
合计	335	100.00%	1960.42	100.00%

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

截至2019年4月底，债券市场上共1919单资产支持证券尚未到期，本金存量规模为27992.62亿元，其中基础资产为个人住房抵押贷款（RMBS）、应收账款、应收租赁款、其他债权和信托受益权的资产支持证券存量余额居前。

表5 2019年4月底资产支持证券存量统计表

基础资产类型	项目数量(单)	当前余额(亿元)	余额比重(%)
个人住房抵押贷款(RMBS)	123	7959.51	28.43
应收账款	479	4432.49	15.83
应收租赁款	334	2365.92	8.45
其他债权	97	2014.54	7.20
信托受益权	136	1737.33	6.21
小额贷款	109	1642.60	5.87
汽车抵押贷款	61	1237.05	4.42
商业房地产抵押贷款(CMBS)	42	1135.26	4.06
基础设施收费	139	851.96	3.04
房地产信托投资基金(REITs)	47	827.19	2.96
企业信贷资产(CLO)	60	822.30	2.94
保理合同债权	106	722.73	2.58
应收票据	43	578.69	2.07
融资融券债权	33	568.33	2.03

消费性贷款	20	375.10	1.34
信用卡贷款	14	361.69	1.29
不良贷款	49	146.91	0.52
PPP项目	13	106.87	0.38
其他收益权	14	106.15	0.38
<b>合计</b>	<b>1919</b>	<b>27992.62</b>	<b>100.00</b>

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

## 四、信用事件关注

2019年4月，债券市场上有1家发行人的1只资产支持证券债项级别发生调整(见表6)。

表6 2019年4月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
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	三胞集团有限公司	联合信用评级有限公司	BB <sub>sf</sub>	2019/4/15	A <sub>sf</sub>	2018/10/16

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<sup>4</sup>。

2019年4月，AAA<sub>sf</sub>、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差均值分别为170BP、238BP和336BP，环比分别下降38BP、96BP和40BP，同比分别下降80BP、93BP和48BP，主要是因为4月市场流动性较宽裕，导致资产支持证券发行利差环比、同比均有不同程度下降。AAA<sub>sf</sub>级和AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级之间的级差为68BP，环比、同比分别下降58BP和12BP，而AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级和AA<sub>sf</sub>级之间的级差为98BP，环比、同比分别上升56BP和45BP，反映投资者对AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的风险溢价要求进一步上升。AAA<sub>sf</sub>级资产支持证券的利差变异系数较高，反映投资者对AAA<sub>sf</sub>级资产支持证券的信用风险判断存在较大分歧。总体看，信用评级对资产支持证券的信用风险具有一定的区分度，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。

<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。

表7 2019年4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) <sup>5</sup>	发行利差变异系数 (倍)
AAA <sub>sf</sub>	151	4.62	38~464	170	—	0.55
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	38	5.25	68~450	238	68	0.42
AA <sub>sf</sub>	5	6.38	180~450	336	98	0.32

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

分市场来看，在银行间市场，2019年4月，AAA<sub>sf</sub>、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差均值分别为119BP、207BP和385BP，AAA<sub>sf</sub>级和AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级资产支持证券发行利差均值环比均下降36BP，同比分别下降66BP和26BP，AA<sub>sf</sub>级资产支持证券发行利差均值环比上升16BP。信用评级对银行间市场发行的资产支持证券的信用风险具有一定的区分度，发行利差均值呈随级别降低而增加的趋势。

表8 2019年4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 <sub>sf</sub>	52	4.10	38~273	119	—	0.57
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	16	4.83	68~351	207	88	0.48
AA <sub>sf</sub>	2	6.75	370~401	385	178	0.06

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

在交易所市场，AAA<sub>sf</sub>、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差均值分别为197BP、261BP和303BP，环比分别下降31BP、144BP和74BP，同比分别下降70BP、105BP和81BP，发行利差均值环比、同比均明显下降。信用评级交易所市场发行的资产支持证券的信用风险具有一定的区分度，发行利差均值呈随级别降低而增加的趋势。

表9 2019年4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 <sub>sf</sub>	99	4.89	70~464	197	—	0.49
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	22	5.56	124~450	261	64	0.37
AA <sub>sf</sub>	3	6.13	180~450	303	42	0.45

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

<sup>5</sup> 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<sub>sf</sub>和AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>之间的级差为AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>的发行利差均值减去AAA<sub>sf</sub>的发行利差均值，以此类推。