

2017年第三季度中国资产支持证券市场运行分析

研发部/ 孙田原

2017年第三季度，我国资产证券化市场发展较上半年进一步加快。在汽车贷款、消费性贷款、租赁资产支持证券的快速增长及 RMBS 的改善带动下，信贷资产支持证券发行规模增长速度明显加快，成为资产支持证券市场规模加速发展的主要动力；企业资产支持证券中，小额贷款资产支持证券继续大幅增长，带动企业资产支持证券整体仍保持快速增长。

证券化产品信用等级方面，市场整体仍以高信用等级产品为主，AAA 级和 AA+级产品合计占比仍超过八成。发行利率方面，2017年第三季度信贷资产支持证券发行利率于七月末达到高位，此后略有下降并保持平稳；而企业资产支持证券发行利率则相对保持稳定，但整体发行利率仍明显高于信贷资产支持证券。

2017年第三季度，监管部门出台了支持开展 PPP 项目资产证券化以及加快推进不动产投资信托 REITs 发展等政策，后续 PPP 项目资产支持证券及不动产投资信托 REITs 的发展空间将更为广阔，预计未来资产支持证券市场仍将继续保持高速增长。

一、市场发行概况

（一）发行规模

2017年第三季度，信贷资产支持证券发行规模增速明显加快，企业资产支持证券发行规模增速仍处高位，我国资产证券化市场发行规模整体保持快速增长。

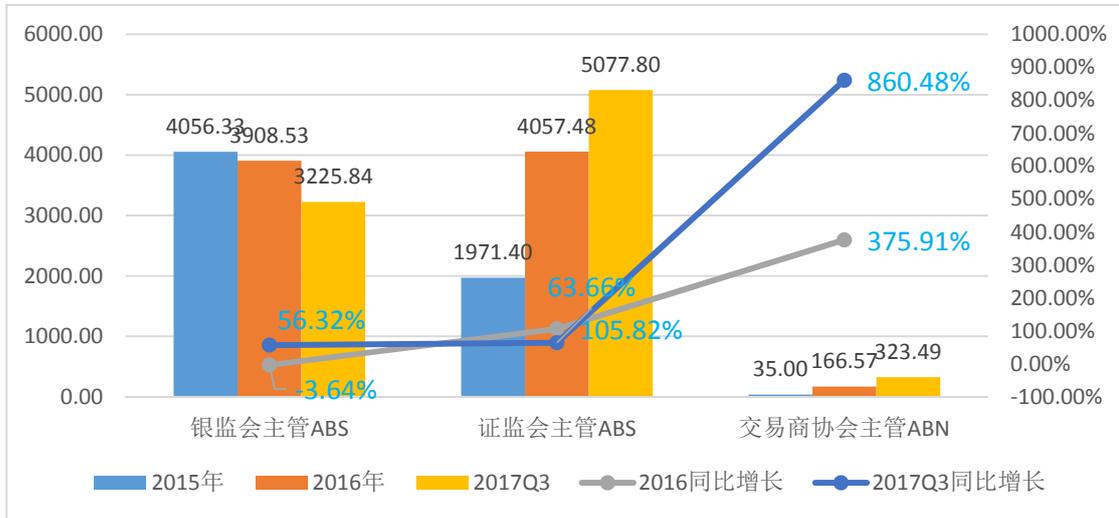
2017年前三季度，我国资产证券化市场累计发行资产支持证券 428 期¹，发行规模累计 8627.13 亿元，分别同比增长 26.63%和 65.91%，同比增速较上半年的 25.13%和 57.20%进一步加快。其中，第三季度发行 3794.05 亿元，同比增长 73.36%。

从不同监管口径来看，2017年第三季度证监会主管的企业资产支持证券发行 2269.83 亿元，同比增长 54.33%，前三季度累计发行 5077.80 亿元，同比增长 63.66%，增速虽较上半年的 66.66%小幅下降，但绝对水平仍较高，仍为发行规模最大的资产支持证券；2017年第三季度银监会主管的信贷资产支持证券发行 1314.03 亿元，同比增长 83.08%，前三季度累计发行 3225.84 亿元，同比增长 56.32%，增速较上半年的 42.05%明显上升；银行间市场交易商协会主管的资产

¹本文中同一单资产支持证券按期数统计，每一期中的不同分级按支数统计。

支持票据发行规模仍较小，2017年第三季度发行210.19亿元，前三季度累计发行323.49亿元，同比增长860.48%。

图表 1：各监管口径资产支持证券发行情况（单位：亿元，%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

（二）基础资产情况

1. 信贷资产支持证券

2017年第三季度，在汽车贷款、消费性贷款、租赁资产支持证券增长迅速以及个人住房抵押贷款资产支持证券改善明显带动下，银监会主管的信贷资产支持证券发行规模增速明显加快。

2017年第三季度银监会主管的信贷资产支持证券发行1314.03亿元，同比增长83.08%，增速创年内单季度新高；前三季度累计发行3225.84亿元，同比增长56.32%，增速较上半年的42.05%明显上升。

从基础资产种类来看，企业贷款仍为信贷资产支持证券中发行规模最大的基础资产类型，2017年第三季度发行201.22亿元，同比下降26.12%；前三季度累计发行890.19亿元，同比增长20.58%，增速较上半年的同比增长47.89%相比，明显放缓。

2017年第三季度，个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）发行351.54亿元，同比增长33.24%；前三季度累计发行743.20亿元，同比小幅增长2.13%，但较上半年的同比下降15.56%相比，改善明显。

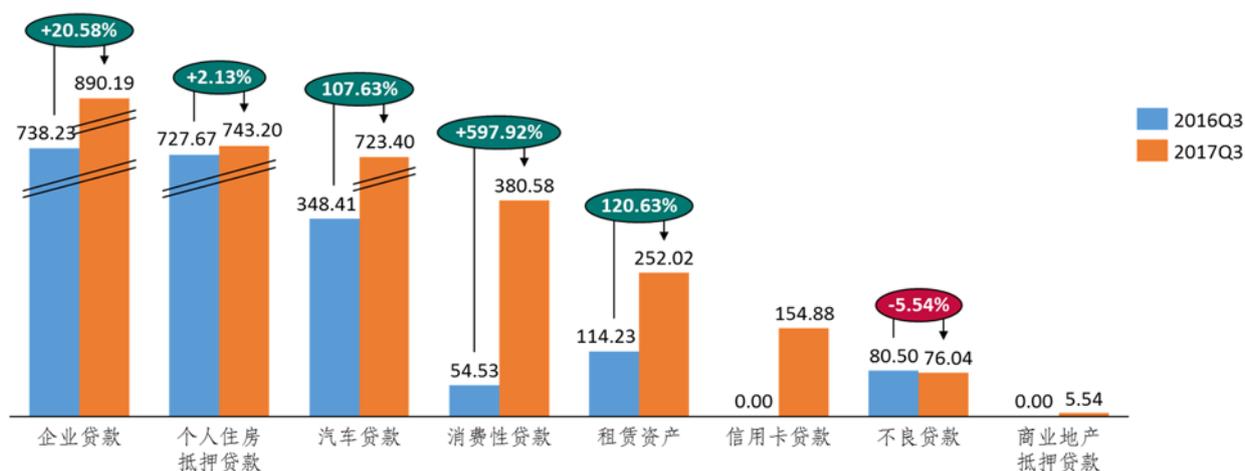
2017年第三季度，汽车贷款资产支持证券发行303.28亿元，同比大幅增长238.82%；前三季度累计发行723.40亿元，同比增长107.63%，发行规模已与RMBS非常接近。

2017年第三季度，消费性贷款支持证券发行289.64亿元，而去年同期无产品发行，呈爆发式增长；前三季度累计发行380.58亿元，同比大幅增长597.92%，跃升为信贷资产支持证券中第四大基础资产类型。

而对于去年重启的不良贷款资产支持证券，2017年第三季度仅发行24.39亿元，同比大幅下降65.38%，前三季度累计发行76.04亿元，同比下降5.54%。

其余基础资产类型中，租赁资产支持证券增速继续加快，2017年第三季度发行52.58亿元，同比增长143.86%，前三季度累计发行252.02亿元，同比增长120.63%。信用卡贷款及商业地产抵押贷款资产支持证券发行规模仍较小，前三季度分别累计发行154.88亿元及5.54亿元。

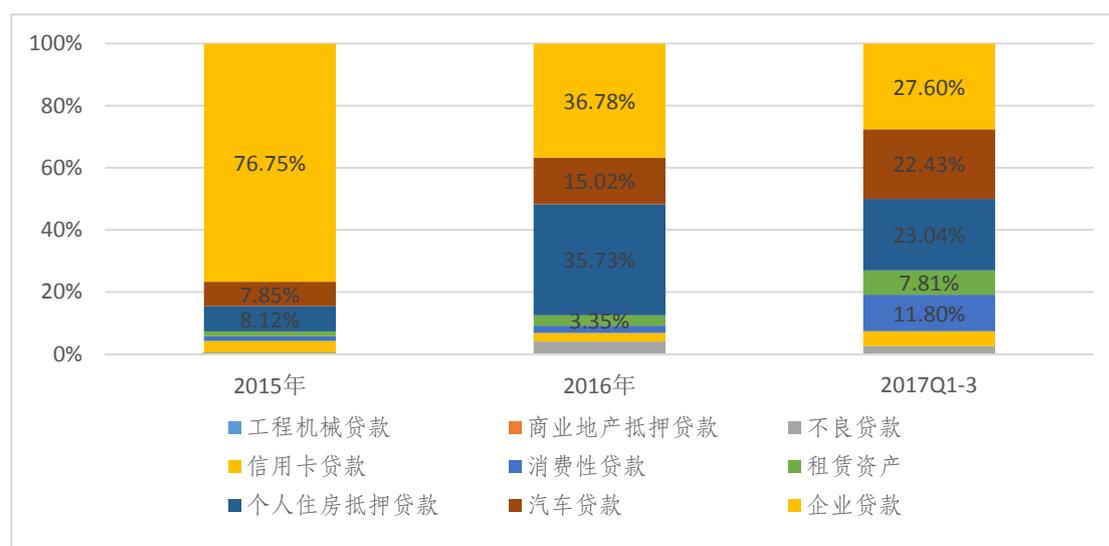
图表2：2017年前三季度信贷资产支持证券按基础资产分类发行情况（亿元，%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从各类基础资产发行规模的占比来看，信贷资产支持证券中各基础资产的占比日趋均匀。2017年前三季度，前三大基础资产中，企业贷款、个人住房抵押贷款及汽车贷款资产支持证券发行规模占信贷资产支持证券发行规模的比例分别为27.60%、23.04%及22.43%，占比已十分接近，而消费性贷款占比由5.23%大幅上升至11.80%，提升较为明显。

图表 3：近年来年信贷资产支持证券基础资产分类占比情况



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 企业资产支持证券

2017 年第三季度证监会主管的企业资产支持证券发行规模增速仍较快，其中小额贷款资产支持证券继续快速增长，发行规模占比持续上升，在企业资产支持证券发行增量中占绝对比重。

2017 年第三季度，证监会主管的企业资产支持证券发行 2269.83 亿元，同比增长 54.33%，前三季度累计发行 5077.80 亿元，同比增长 63.66%，增速虽较上半年的 66.66% 小幅下降，但绝对水平仍较高。

从基础资产种类来看，2017 年第三季度，电商系小贷公司发行的小额贷款资产支持证券继续快速增长，发行 967.01 亿元，同比增长 206.25%，前三季度累计发行 1825.98 亿元，同比增长 375.17%。

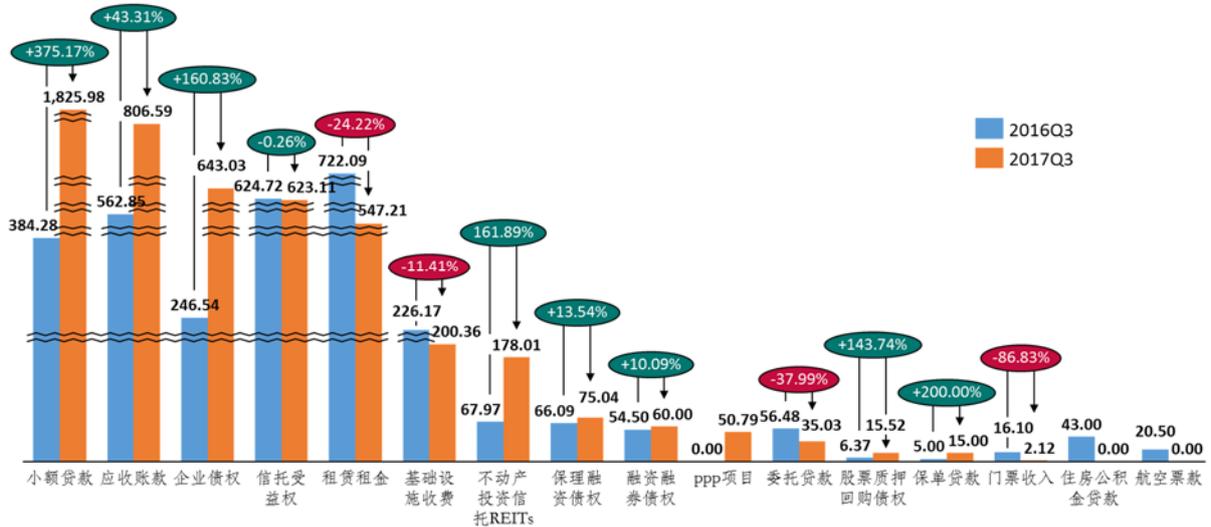
2017 年第三季度，应收账款、企业债权及不动产投资信托（REITs）资产支持证券分别发行 327.03 亿元、321.96 亿元及 96.6 亿元，同比增长 53.04%、101.18% 及 286.40%；前三季度累计发行 806.59 亿元、643.03 亿元及 178.01 亿元，同比增长 43.31%、160.83% 及 161.89%，亦保持较快增长。

2017 年第三季度，信托受益权、租赁租金及基础设施收费资产支持证券分别发行 175.09 亿元、228.14 亿元及 56.39 亿元，同比下降 32.70%、19.38% 及 39.24%；前三季度累计发行 623.11 亿元、547.21 亿元及 200.36 亿元，同比下降 0.26%、24.22% 及 11.41%，是企业资产支持证券增速略有放缓的主要原因。

2017 年第三季度，PPP 项目资产支持证券发行 15.25 亿元，前三季度累计发行 50.79 亿元，产品发行稳步推进，其中第一期财政部主管 PPP 资产证券化项目

富诚海富通－浦发银行 PPP 项目资产支持证券于 7 月 28 日在上交所成功发行，财政部 PPP 项目资产证券化正式落地。

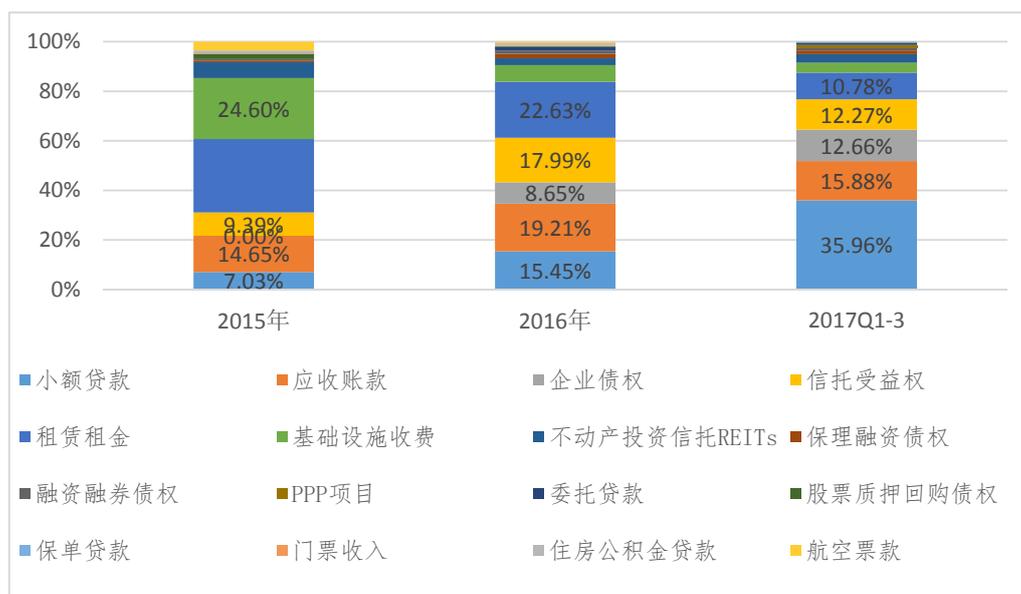
图表 4：2017 年前三季度企业资产支持证券按基础资产分类发行情况（单位：亿元，%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从各类基础资产发行规模的占比来看，证监会主管的企业资产证券化市场基础资产种类较银监会主管的信贷资产证券化更为丰富。2017 年前三季度，前五大基础资产中，小额贷款、应收账款、企业债权、信托收益权及租赁租金资产支持证券发行规模占企业资产支持证券发行规模的比例分别为 35.96%、15.88%、12.66%、12.27% 与 10.78%。其中，小额贷款资产支持证券的规模占比继续上升，发行规模增量占企业资产支持证券整体增量的 72.99%，占绝对比重。此外企业债权资产支持证券占比亦迅速提高，由排名第五提升至第三位。

图表 5：近年来企业资产支持证券基础资产分类占比情况



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

二、原始权益人分布

从原始权益人分布来看，2017 年前三季度银监会主管的信贷资产支持证券的原始权益人中，国有及股份制银行仍占绝对比重，汽车金融公司和融资租赁公司的占比提升明显，城商行占比亦有小幅提升；证监会主管的企业资产支持证券的原始权益人种类较为丰富，其中小额贷款公司快速提升至 37.14%，为占比最高的原始权益人。

信贷资产支持证券方面，2017 年前三季度的原始权益人涵盖政策性银行、国有及股份制银行、城商行、汽车金融公司、消费金融公司与融资租赁公司等机构。从发行规模来看，国有及股份制银行占比虽较 2016 年小幅下降，但较 2017 年上半年的 44.27% 明显上升，在所有原始权益人中仍占绝对比重；随着汽车贷款资产支持证券及租赁资产支持证券发行规模快速增长，汽车金融公司和融资租赁公司的占比提升明显，另外城商行占比亦有小幅提升。

图表 6：信贷资产支持证券原始权益人分布情况

原始权益人	发行规模（亿元）			规模占比（%）		
	2015	2016	2017Q1-3	2015	2016	2017Q1-3
国有及股份制银行	2062.17	2073.95	1,650.77	50.84	53.06	51.17
汽车金融公司	224.04	560.94	687.67	5.52	14.35	21.32
政策性银行	1093.50	441.94	249.91	26.96	11.31	7.75
公积金管理中心	69.63	347.14	-	1.72	8.88	-
城商行	394.33	229.01	223.65	9.72	5.86	6.93
金融租赁公司	61.91	130.87	252.02	1.53	3.35	7.81

原始权益人	发行规模（亿元）			规模占比（%）		
	2015	2016	2017Q1-3	2015	2016	2017Q1-3
农商行	75.29	79.64	47.65	1.86	2.04	1.48
消费金融公司	-	45.04	108.63	-	1.15	3.37
资产管理公司	51.99	-	-	1.28	-	-
外资银行	23.48	-	-	0.58	-	-
其他	-	-	5.54	-	-	0.17

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

在企业资产支持证券方面，原始权益人类型较为丰富，涵盖各金融行业企业以及部分工商业企业。2017 年前三季度，小额贷款公司（主要为电商系）占比快速提升至 37.14%，成为占比最高的原始权益人；其余原始权益人中，与 2016 年相比，除银行和商业保理公司占比有所提升外，其余均下降。

图表 7：近年来企业资产支持证券原始权益人分布情况¹

原始权益人	发行规模（亿元）			规模占比（%）		
	2015	2016	2017Q1-3	2015	2016	2017Q1-3
非金融类企业	1002.67	1182.03	1144.89	49.11	25.18	23.09
融资租赁公司	618.64	1061.77	557.57	30.30	22.61	11.25
小额贷款公司	118.88	756.51	1841.53	5.82	16.11	37.14
银行	139.92	545.47	650.51	6.85	11.62	13.12
信托	44.91	452.86	165.57	2.20	9.65	3.34
投资及资产管理公司	31.39	423.44	171.83	1.54	9.02	3.47
商业保理公司	13.40	165.95	335.45	0.66	3.53	6.77
证券、保险等其他金融机构	71.94	107.22	90.52	3.52	2.28	1.83

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

三、信用级别与市场表现

（一）发行时级别分布

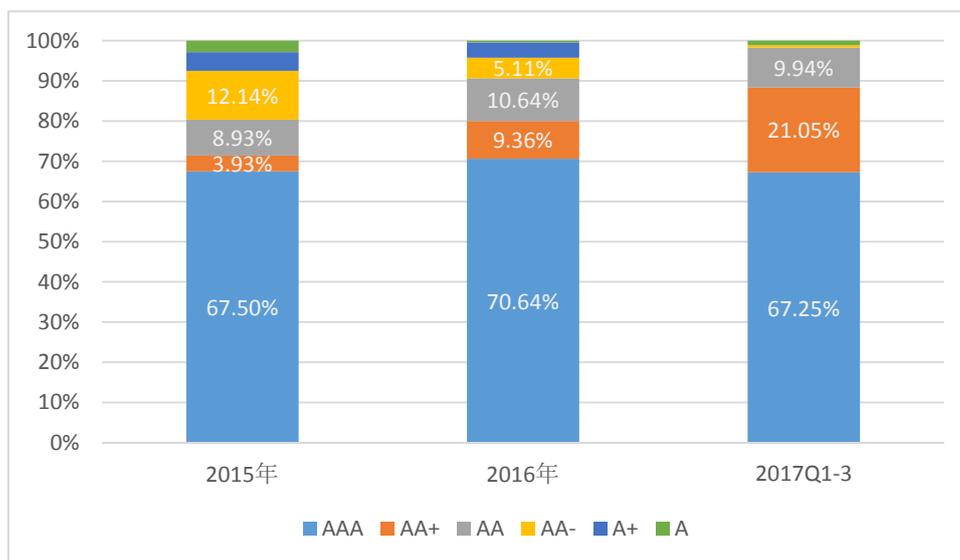
2017 年前三季度，资产支持证券优先档级别仍以高信用等级为主，与 2016 年相比，银监会主管的信贷资产支持证券优先档级别中，AA+级产品占比明显提升，但 AAA 级占比略有下降；而证监会主管的企业资产支持证券优先档级别中，AAA 级和 AA 级产品的占比均有所上升。

对信贷资产支持证券而言，与 2016 年相比，AAA 级及 AA+级的合计占比

¹ 有 119.93 亿元企业资产支持证券原始权益人未知，未计入表中统计

继续上升，但 AAA 级占比相对有所下降，为 67.25%，而 AA+级占比明显提升至 21.05%。

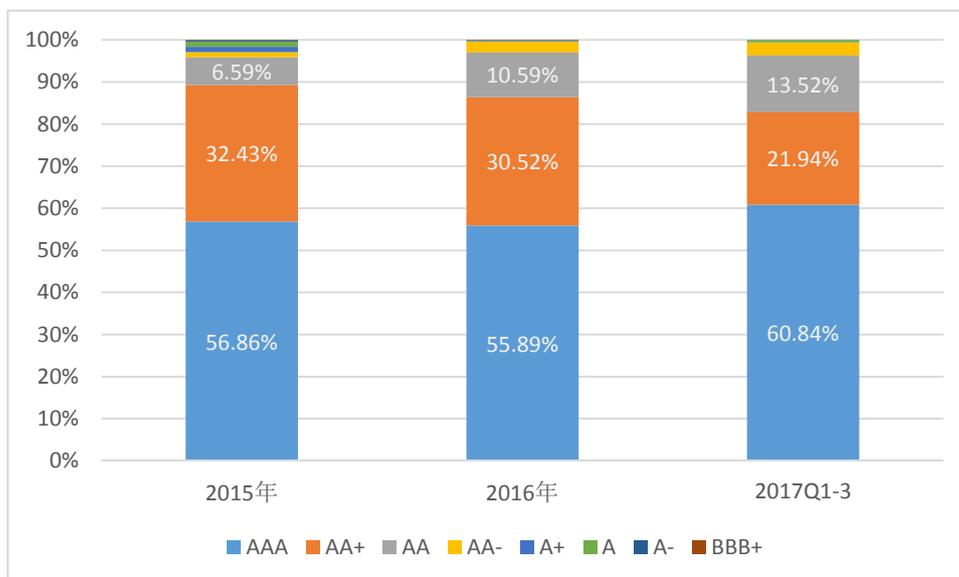
图表 8：近年来信贷资产支持证券优先档等级分布情况对比（按各分级支数）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

对于企业资产支持证券²而言，优先档所获信用等级整体上仍然以 AAA 级及 AA+级的高等级产品为主。与 2016 年相比，2017 年前三季度企业资产支持证券中 AAA 级占比有所提升，但 AA+级下降明显，同时 AA 级的占亦有所上升。

图表 9：近年来企业资产支持证券优先档等级分布情况对比（按各分级支数）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

²企业资产支持证券仅限已披露评级信息的情况。

（二）级别调整

2017年前三季度，资产支持证券产品信用等级以上调为主，共有218支资产支持证券优先档产品级别被上调，仅6支产品级别被下调。

2017年前三季度，共有218支优先档资产支持证券产品的信用等级被上调，仅6支产品级别被下调。其中，银监会主管资产支持证券及证监会主管资产支持证券调整数基本相当，在交易商协会主管资产支持票据中，仅有1支产品被上调了1个子级。而第三季度，被调整级别的主要为银监会主管的资产支持证券，共有103支产品被上调评级，而证监会主管的资产支持证券仅有6支产品被下调评级。

在6支被下调评级的产品中，3支为营口华源热力供热合同债权1号资产支持计划的优先B档产品，由于在跟踪期内触发差额支付事件、原始权益人未按时归集资金、监管账户被法院判决转出资金以及公司设备被抵押等原因，影响未来现金流获取，被大公下调1个子级；2支为吉林水务供水收费权资产支持专项计划优先B档产品，由于存在资金违规转问题被中国证券投资基金业协会处罚，被大公下调1个子级；剩下1支为宝信租赁二期资产支持专项计划优先B级资产支持证券，同样由于存在资金违规转问题遭中国证券投资基金业协会处罚，被大公下调3个子级。

图表10：2017年前三季度银监会及证监会优先档资产支持证券级别调整情况（支，亿元，%）

产品类型 调整幅度	银监会主管资产支持证券				证监会主管资产支持证券				合计			
	发行数量		发行规模		发行数量		发行规模		发行数量		发行规模	
	支数	占比	规模	占比	支数	占比	规模	占比	支数	占比	规模	占比
上调1个子级	55	46.61	257.36	52.11	75	71.43	124.78	77.51	130	58.30	382.14	58.36
上调2个子级	36	30.51	138.21	27.99	21	20.00	22.51	13.98	57	25.56	160.72	24.54
上调3个子级	17	14.41	67.92	13.75	3	2.86	7.39	4.59	20	8.97	75.31	11.50
上调4个子级	9	7.63	29.75	6.02	0	0.00	0.00	0.00	9	4.04	29.75	4.54
上调5个子级	1	0.85	0.60	0.12	0	0.00	0.00	0.00	1	0.45	0.60	0.09
下调1个子级	0	0.00	0.00	0.00	5	4.76	5.71	3.55	5	2.24	5.71	0.87
下调2个子级	0	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00	0.00
下调3个子级	0	0.00	0.00	0.00	1	0.95	0.60	0.37	1	0.45	0.60	0.09

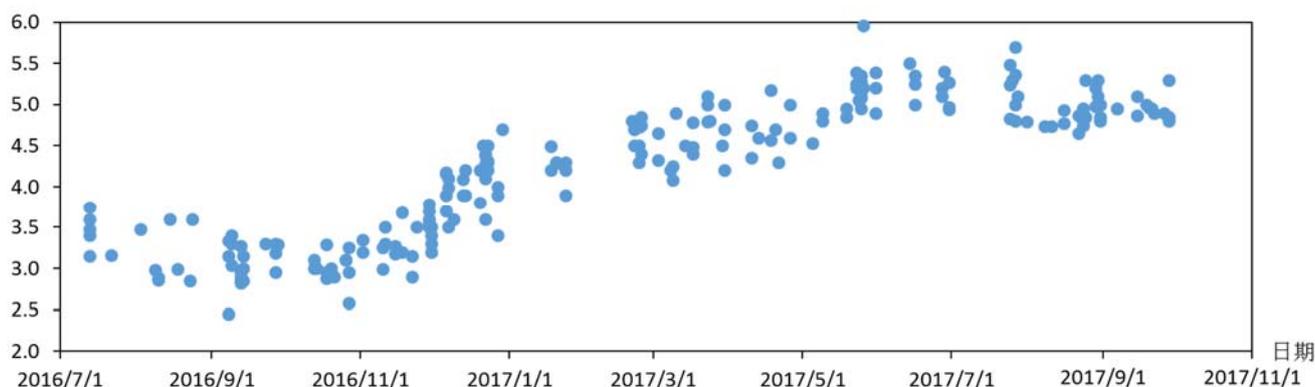
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

（三）发行利率变动情况

2017年第三季度，信贷资产支持证券发行利率于7月末达到最高，此后有所下降并保持平稳；而企业资产支持证券发行利率走势则相对较为稳定，但整体发行利率仍明显要高于信贷资产支持证券。

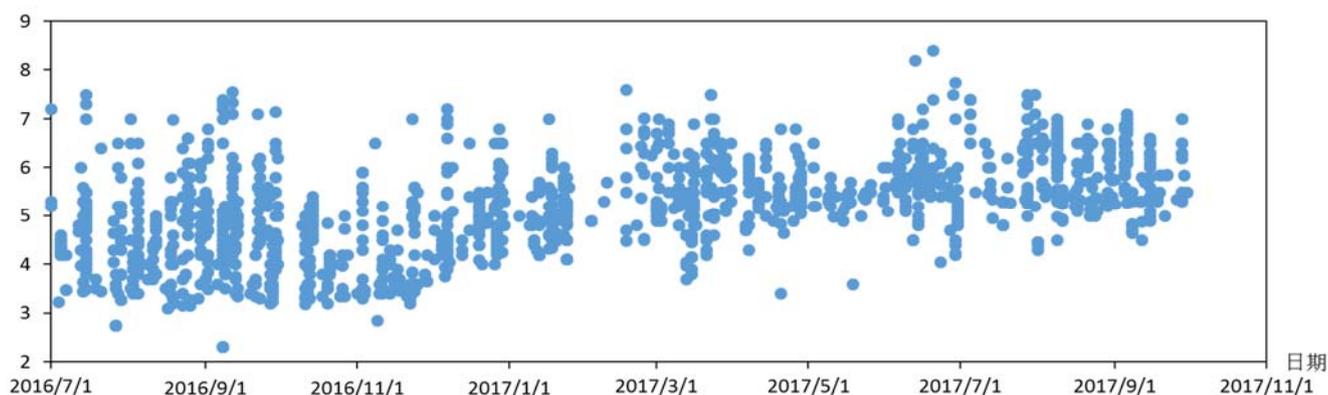
从优先 A 档产品来看，2017年第三季度，信贷资产支持证券发行利率于7月末达到最高，此后有所下降并保持平稳，最高发行利率为 5.70%，最低为 4.65%。与信贷资产支持证券相比，第三季度企业资产支持证券优先 A 档产品的发行利率走势仍然较为平稳，但整体发行利率明显要高于信贷资产支持证券，当季最高发行利率为 7.50%，最低为 4.30%。

图表 11.a: 信贷资产支持证券优先 A 档发行利率 (单位: %)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

图表 11.b: 企业资产支持证券优先 A 档发行利率 (单位: %)

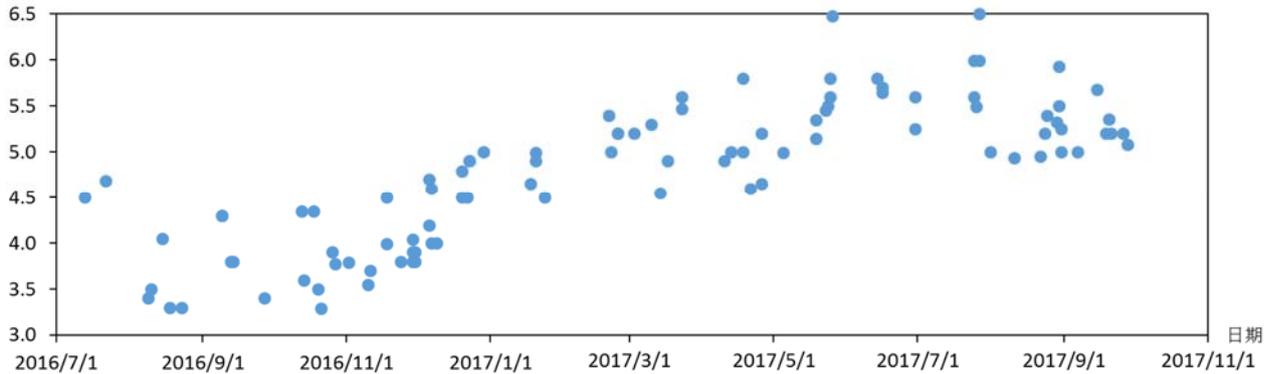


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

从优先 B 档产品来看，与 2017 年上半年类似，信贷及企业资产支持证券优先 B 档产品第三季度整体发行利率较优先 A 档高近 50bp。2017 年第三季度信贷资产支持证券优先 B 档产品发行利率走势与优先 A 档产品类似，于 7 月末达到最高，此后有所下降并保持平稳，最高发行利率为 6.50%，最低为 4.94%。企业资产支持证券优先 B 档产品的发行利率亦较为平稳，最高发行利率为 9.00%，最

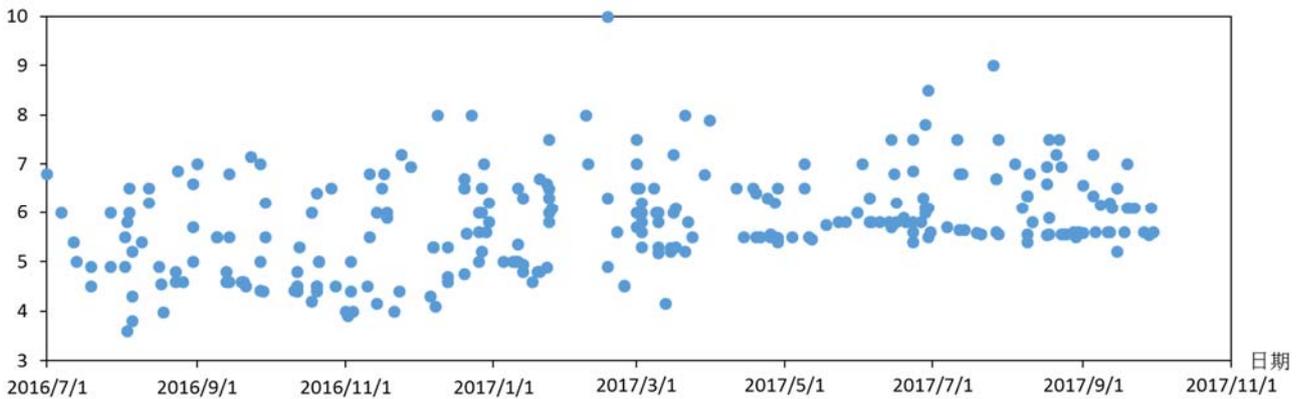
低为 5.20%。

图表 12.a: 信贷资产支持证券优先 B 档发行利率 (单位: %)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

图表 12.b: 企业资产支持证券优先 B 档发行利率 (单位: %)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

四、市场监管政策

2017 年第三季度, 上半年的相关政策得到了延续, 并继续出台了支持开展 PPP 项目资产证券化、加快推进不动产投资信托 REITs 发展等政策, 此外在四季度初各交易场所也发布通知明确了 PPP 项目资产支持证券的挂牌条件及披露要求, 后续 PPP 项目资产证券化及不动产投资信托 REITs 的发展空间将更为广阔。

2017 年 7 月 7 日, 国家发改委发布《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资【2017】1266 号), 对采用 PPP 模式盘活基础设施存量资产的, 支持通过资产证券化等方式开展市场化融资, 提高资产流动性, 拓宽资金来源, 吸引更多社会资本以不同方式参与。

2017 年 7 月 15 日, 国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步激发民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见》(国办发【2017】79 号, 要求

建立 PPP 项目合理回报机制，吸引民间资本参与，并努力提高民营企业融资能力，有效降低融资成本，推动 PPP 项目资产证券化。

2017 年 7 月 21 日，上交所发布了《关于进一步推进政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务的通知》，鼓励开展 PPP 项目资产证券化，对符合条件的优质 PPP 项目，提升受理、评审和挂牌转让工作效率，实行“即报即审、专人专岗负责”。

2017 年 7 月 18 日，国家发改委会同九部委联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》（建房【2017】153 号），指出要加大对住房租赁企业的金融支持力度，支持发行企业债券、公司债券、资产支持证券等方式用于发展住房租赁业务，并推动不动产投资信托基金（REITS）发展。

2017 年 9 月 15 日，上海市政府发布《关于加快培育和发展本市住房租赁市场的实施意见》，明确加快住房租赁市场发展，加快推进不动产投资信托基金（REITs）试点。

2017 年 10 月 19 日，机构间私募产品报价与服务系统（下称“报价系统”）、上海证券交易所、深圳证券交易所同时发布了实施政府和社会资本合作（PPP）项目资产支持证券的挂牌条件确认指南和信息披露指南，对 PPP 项目收益权、PPP 项目资产、PPP 项目公司股权等三类基础资产的合格标准、发行环节信息披露要求、存续期间信息披露要求等做出了详细规定。

五、市场展望

2017 年第三季度，我国资产支持证券市场整体仍然保持了快速增长。在汽车贷款、消费性贷款、租赁资产支持证券的快速增长及 RMBS 的改善带动下，银监会主管信贷资产支持证券规模增速明显加快；证监会主管企业资产支持证券方面，由于小额贷款资产支持证券规模持续快速增长，整体也保持较快发展。

财政部 PPP 项目资产证券化首次落地，PPP 项目资产证券化支持政策密集出台，未来发展可期。在国家积极推进住房租赁市场的背景下，不动产投资信托（REITs）亦将迎来政策发展机遇期。预计未来资产支持证券市场预计仍将保持高速增长。

在资产支持证券市场快速发展的同时，资产支持证券的管理也面临着更高的挑战，2017 年第三季度 6 支被下调评级的资产支持证券中，有 3 支是由于管理人违规使用归集资金导致，表明当前资产支持证券管理的不规范，监管账户资金挪用风险凸显，资产证券化市场各参与主体的合法合规意识有待加强。