

2019 年上半年资产证券化市场发展概况

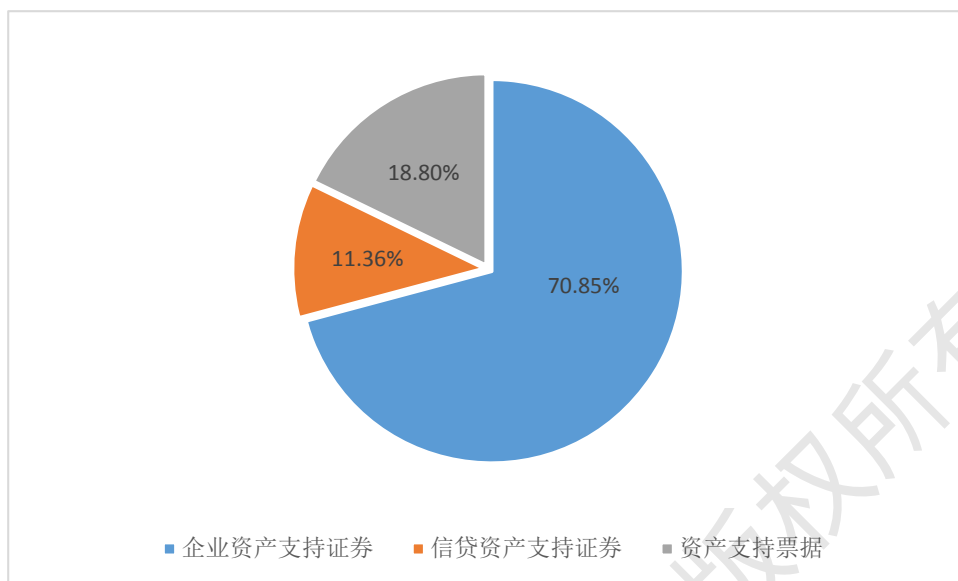
债券结构融资部 刘志轩、冯碧清

一、市场动态

(一) 发行统计

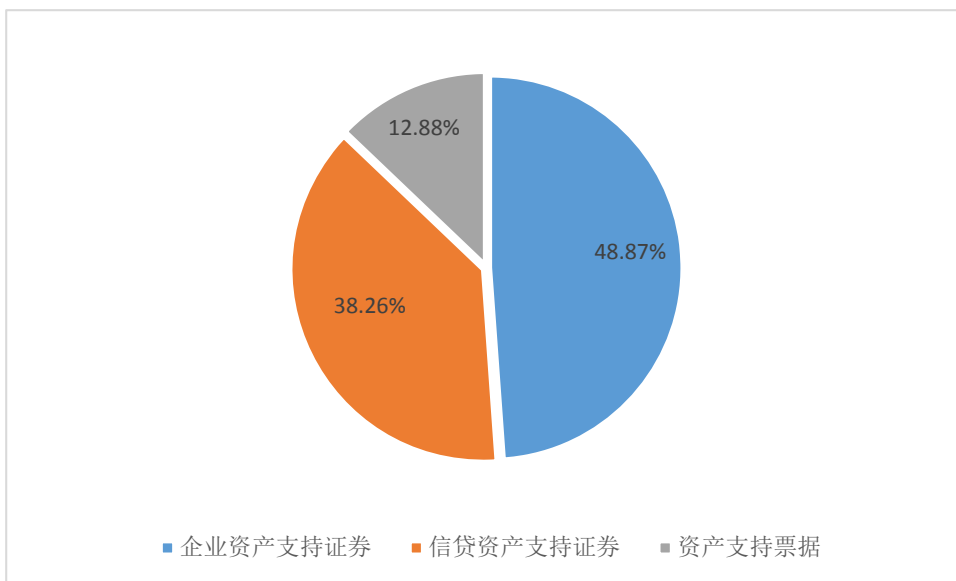
2019 年上半年，我国资产证券化市场规模仍保持快速增长。根据 Wind 统计，2019 年上半年资产证券化市场共发行资产证券化产品 590 单，发行总规模为 9325.59 亿元，同比分别增加 86.71%和 32.12%。其中企业资产支持证券共发行 418 单，发行规模合计 4556.96 亿元，同比分别增长 74.90%和 24.89%；信贷资产支持证券共发行 67 单，发行规模合计 3567.80 亿元，同比分别增长 36.73%和 16.92%；资产支持票据共发行 105 单，发行规模合计 1200.82 亿元，同比分别增长 275.00%和 235.42%。

图表 1. 资产证券化产品发行量分布（单位：单）



数据来源：Wind

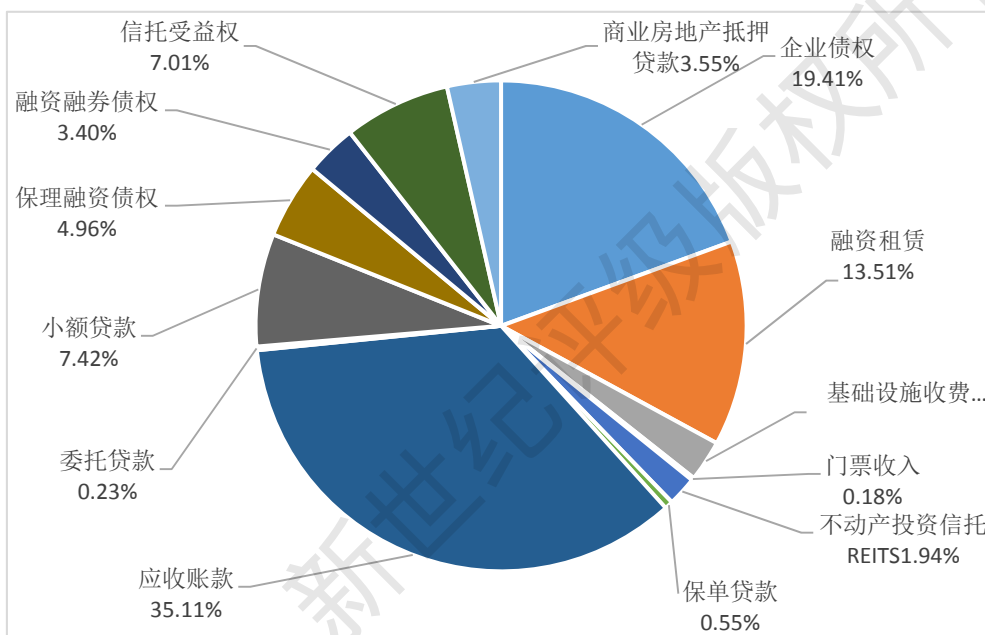
图表 2. 资产证券化产品发行规模（单位：亿元）



数据来源：Wind

2019 年上半年企业资产证券化产品共发行了 418 单，发行规模共计 4556.96 亿元。企业资产证券化的基础资产主要以应收账款、企业债权和融资租赁为主，其中应收账款 ABS 发行了 216 单，发行规模总额为 1600.02 亿元，企业债权 ABS 和融资租赁 ABS 各发行了 49 单，发行总额分别为 884.71 亿元和 615.77 亿元。此外，《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》以及《资产证券化监管问答三》发表后，2019 年上半年，门票收入 ABS 只发行了 1 单，发行总额为 8.00 亿元。

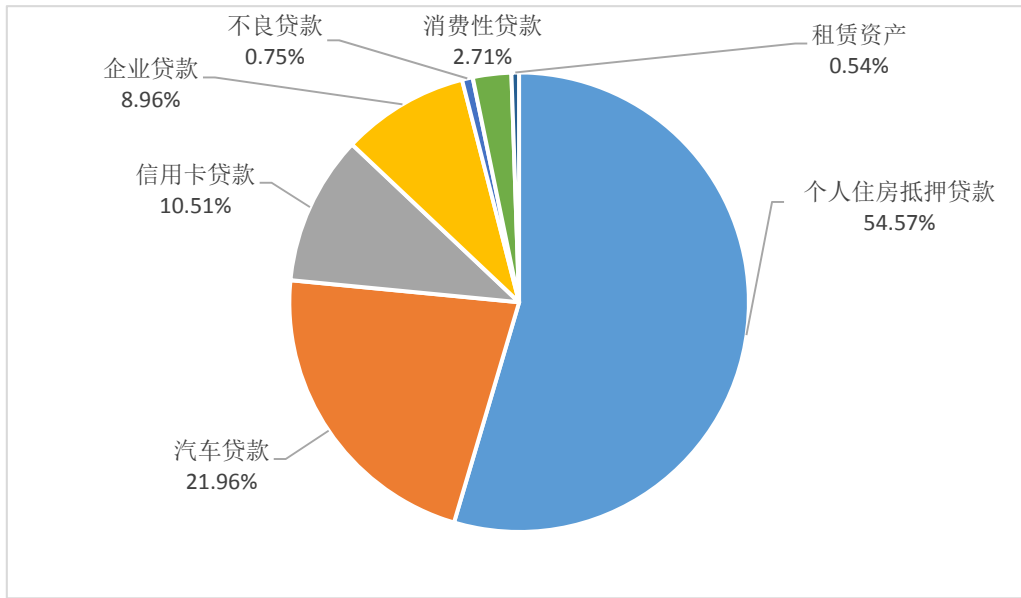
图表 3. 企业资产证券化基础资产类型按发行金额的分布情况



数据来源：Wind

2019 年上半信贷资产证券化产品共发行了 67 单，发行规模共计 3567.80 亿元。信贷资产证券化的基础资产主要以个人住房抵押贷款和汽车贷款为主，其中个人住房抵押贷款 ABS 发行了 25 单，发行规模总额为 1946.93 亿元，位居第一；汽车贷款发行了 17 单，发行总额为 783.63 亿元，位居第二；其他基础资产类型 ABS 发行单数均在 10 单以内。具体如下：

图表 4. 信贷资产证券化基础资产类型按发行金额的分布情况

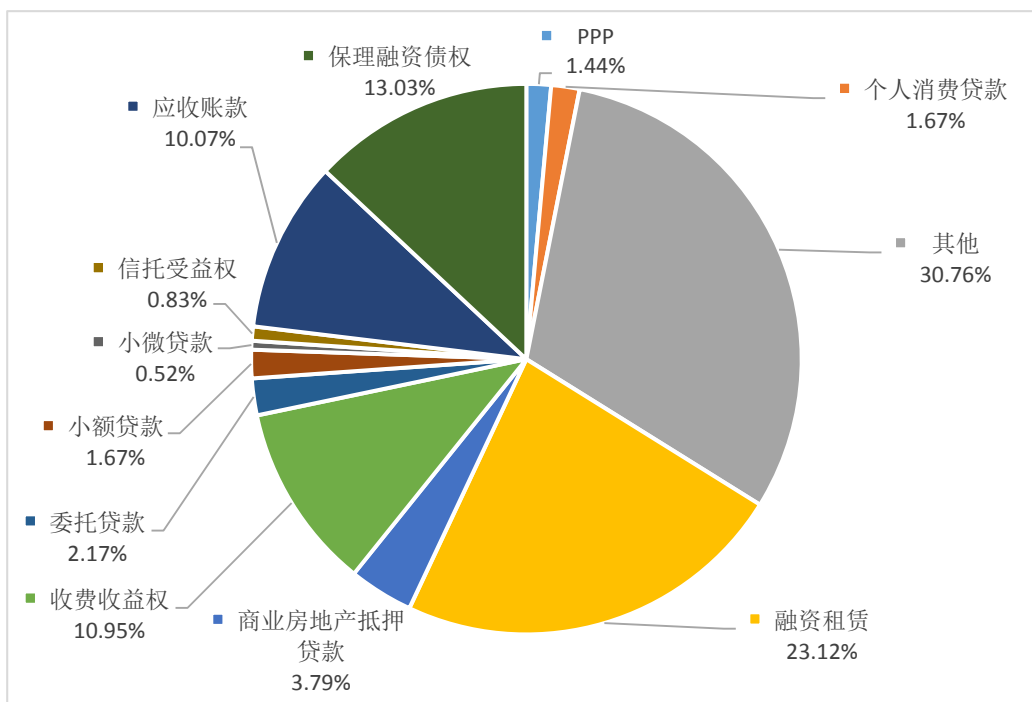


数据来源：Wind、CNABS

2019 年上半 ABN 共发行了 105 单，发行规模共计 1200.82 亿元。ABN 产品基础资产主要以融资租赁、保理融资债权等为主，其中融资租赁发行了 24 单，发行规模总额为 277.62 亿元，发行规模占发行总额 23.12%，位居市场第一。具体如下：

新世纪评级版权所有

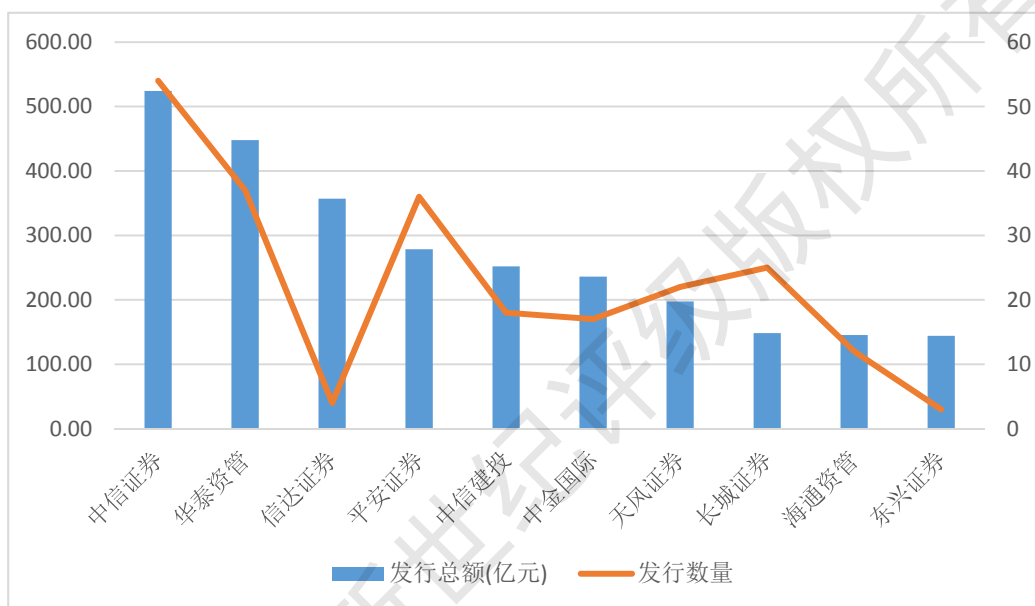
图表 5. 资产支持票据基础资产类型按发行金额的分布情况



数据来源: Wind、CNABS

2019 年上半年共有 68 家机构作为管理人发行了企业资产证券化产品，中信证券发行了 54 单企业资产证券化产品，发行规模总计 524.15 亿元，位居第一；华泰资管发行了 37 单企业资产证券化产品，发行规模总计 447.84 亿元，位居第二；信达证券发行了 4 单企业资产证券化产品，发行规模 356.92 亿元。

图表 6. 2019 年上半年企业资产证券化产品发行规模前十的管理人情况

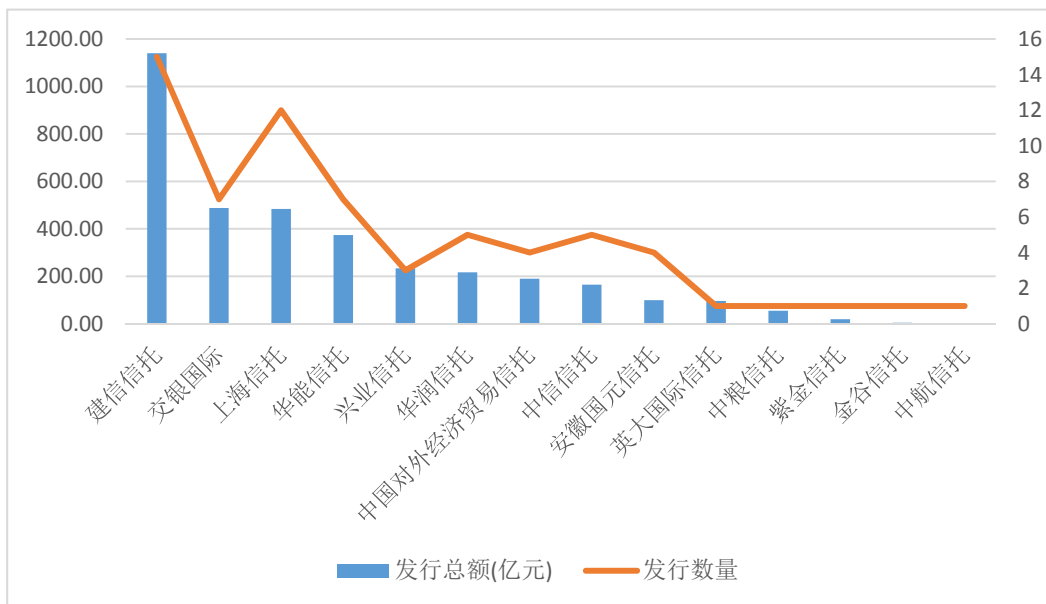


数据来源: Wind

2019 上半年共有 14 家机构作为受托人发行了信贷资产证券化产品，其中建信信托、交银国际和上海信托位居前三，分别发行了 15 单、7 单和 12 单信贷资

产证券化产品，其发行规模分别为 1140.09 亿元、487.89 亿元和 483.78 亿元。

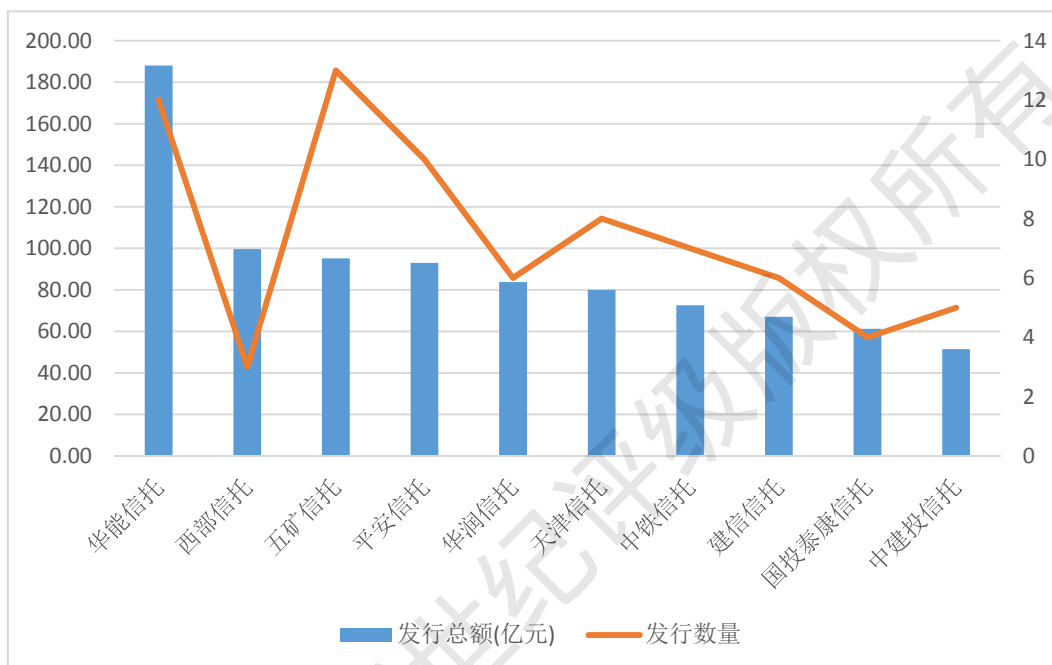
图表 7. 2019 年上半年信贷资产证券化受托人情况



数据来源: Wind

2019 上半年共有 29 家机构作为受托人发行了资产支持票据产品，其中华能信托、西部信托和五矿信托分别以 188.01 亿元、99.67 亿元和 95.15 亿元的发行规模位居前三。

图表 8. 2019 年上半年资产支持票据发行规模前十的受托人情况

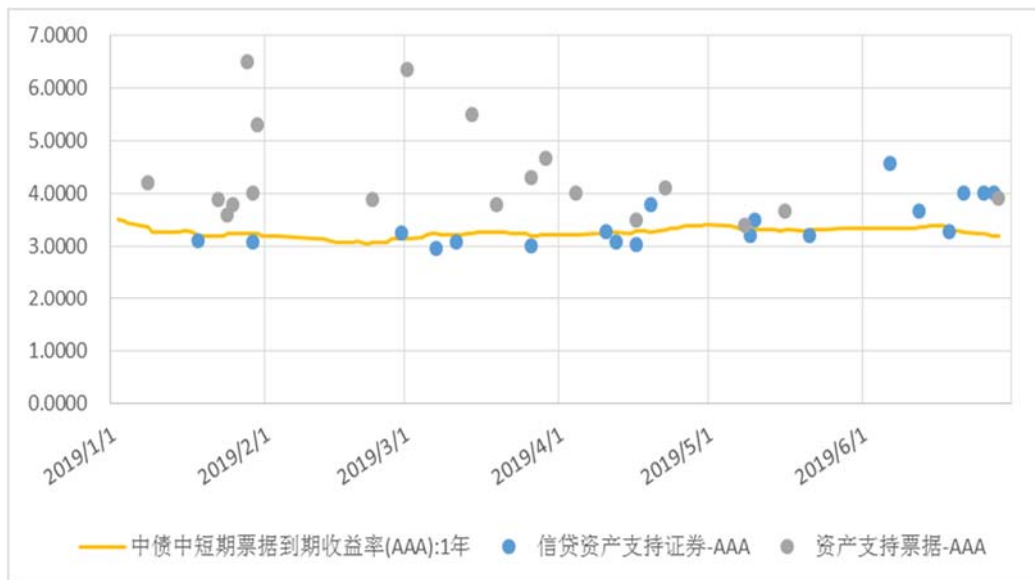


数据来源: Wind

(二) 发行利率情况

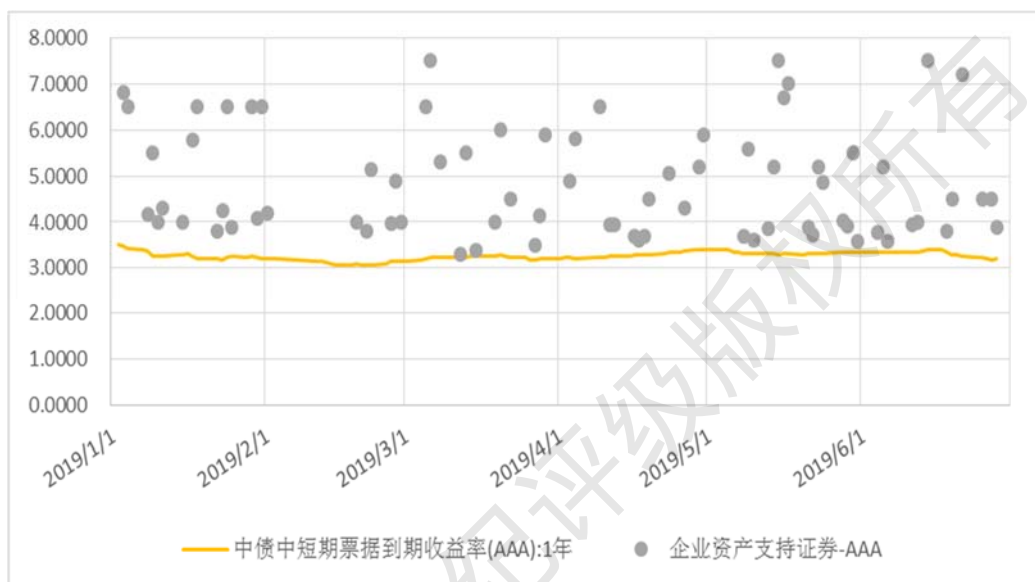
2019 年上半年发行的资产证券化产品，其中信用级别为 AAA 级，且期限在 1 年之内的优先档的利率主要分布在 3.00% 至 5.00% 之间，大部分都高于同信用级别、相似期限的中债中短期票据到期收益率。

图表 9. 2019 年上半年在银行间市场发行的资产证券化产品利率分布情况（1 年期 AAA）



数据来源：Wind

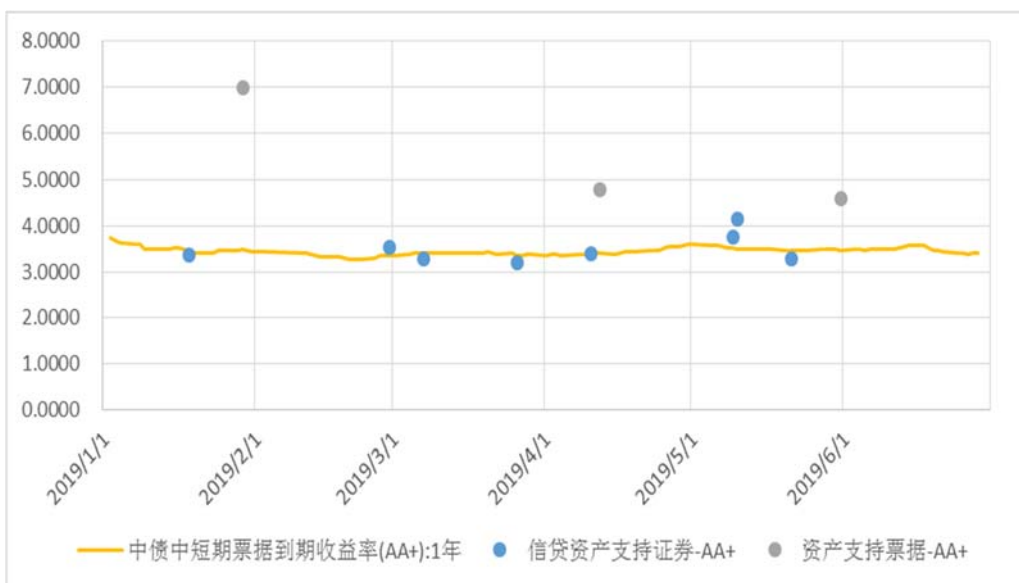
图表 10. 2019 年上半年在交易所市场发行的资产证券化产品利率分布情况（1 年期 AAA）



数据来源：Wind

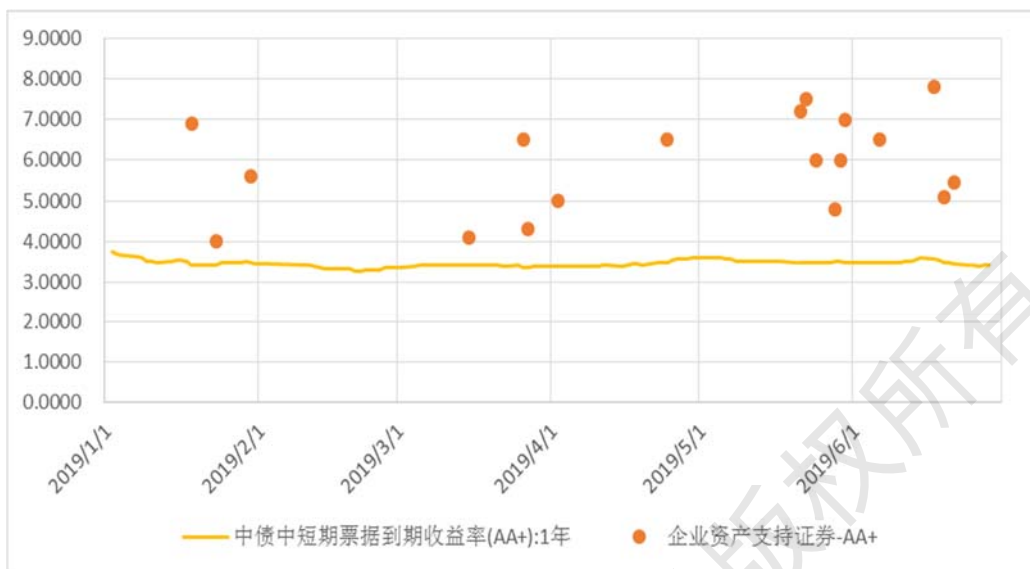
2019 年上半年发行的资产证券化产品，其中信用级别为 AA⁺级，且期限在 1 年之内的优先档的利率主要分布在 4.00% 至 6.00% 之间，大部分都高于同信用级别、相似期限的中债中短期票据到期收益率。

图表 11. 2019 年上半年在银行间市场发行的资产证券化产品利率分布情况（1 年期 AA+）



数据来源: Wind

图表 12. 2019 年上半年在交易所市场发行的资产证券化产品利率分布情况（1 年期 AA+）



数据来源: Wind

(三) 评级下调情况

图表 13. 2019 年上半年评级下调情况

债券简称	原始权益人/委托人	首次评级	上次债项评级	最新债项评级	最新评级日期	下调原因
17 汇融 C	安徽国元信托有限责任公司	A _{sf}	A _{sf}	BBB ⁺ _{sf}	2019/6/28	不详
协电力 04	太仓港协鑫发电有限公司	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}	2019/6/26	协鑫发电债务负担重, 受限资产规模较大, 再融资弹性一般, 短期偿
协电力 05		AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}	2019/6/26	

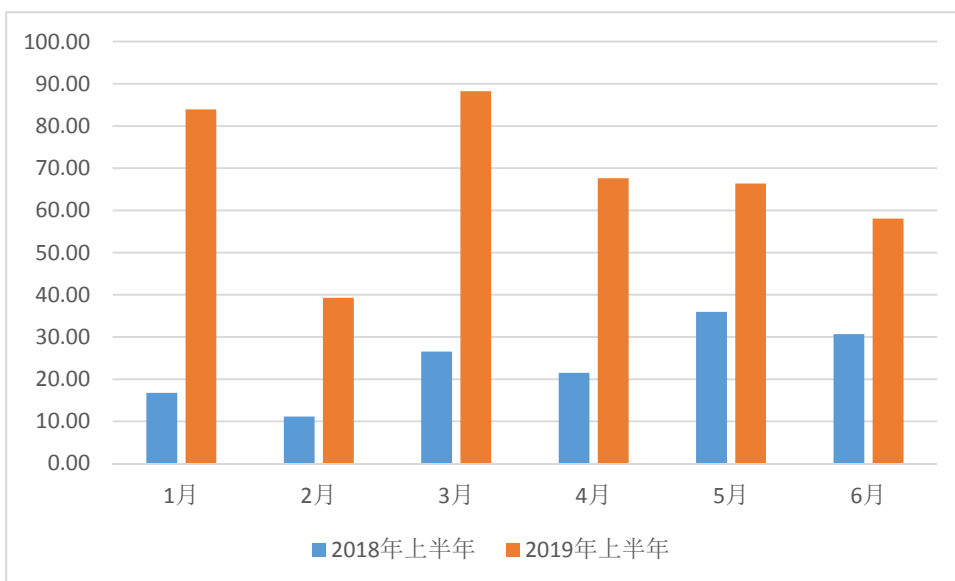
债券简称	原始权益人/委托人	首次评级	上次债项评级	最新债项评级	最新评级日期	下调原因
协鑫 05		AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}	2019/6/26	债压力较大,流动性风险上升。
15 庆热 07	大庆市热力有限公司	AAA _{sf}	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	2019/6/21	不详
16 中融 1B	中融国际信托有限公司	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}	2019/6/21	1. 借款人南京建工集团有限公司未能于信托到期日 2019 年 6 月 2 日履约,信托计划已进入延长期; 2. 保证人 1 南京建工产业集团有限公司短期偿债压力很大,部分信托借款已发生违约; 保证人 2 南京新港开发总公司有息债务规模大,担保余额高,且对部分被担保借款未能履行代偿责任。
融信 L 优 B	融信租赁股份有限公司	AA _{sf}	AAA _{sf}	BBB _{sf}	2019/1/30	由于融信租赁业务经营状况不佳,加上可能涉及 P2P 案导致银行基本账户被冻结。
			BBB _{sf}	BB _{sf}	2019/6/21	专项计划资产池信用状况持续恶化,且融信租赁监管账户尚未解冻。
16 三胞 B	三胞集团有限公司	AA _{sf}	A _{sf}	BB _{sf}	2019/4/15	三胞集团主体信用等级下调

数据来源: Wind

(四) 二级市场交易状况

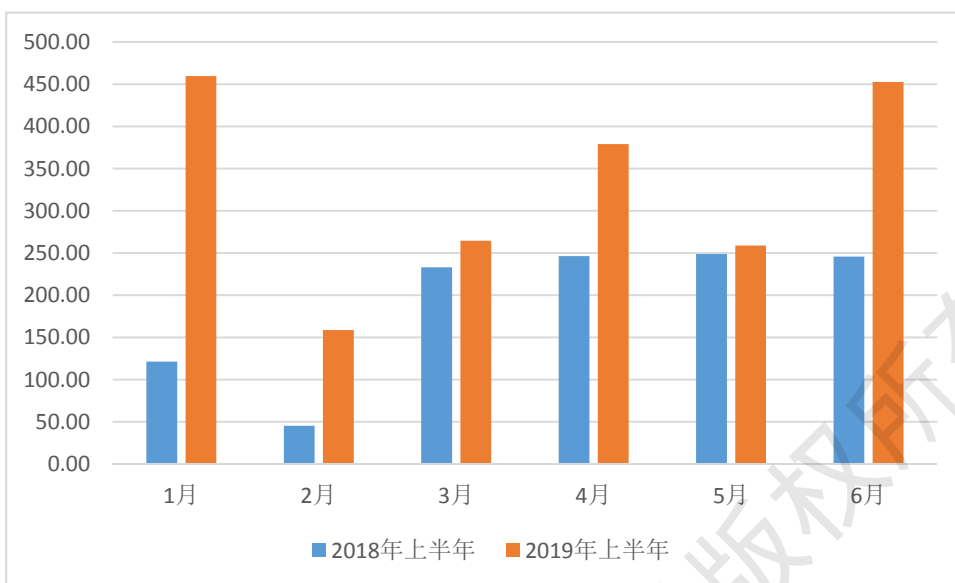
2019 年上半年企业资产证券化和信贷资产证券化的二级市场交易量较 2018 年上半年均有所增长。2019 年上半年,企业资产证券化二级市场和信贷资产证券化二级市场成交金额分别为 403.55 亿元和 1973.60 亿元,同比分别增长 182.90% 和 73.05%。

图表 14. 企业资产证券化二级市场成交规模（单位：亿元）



数据来源：Wind

图表 15. 信贷资产证券化二级市场成交规模（单位：亿元）



数据来源：Wind

二、相关政策回顾

2019 年上半年，对资产证券化业务出台了一系列的政策和法规，进一步规范了市场，为此项业务的开展进一步夯实了基础。

图表 16. 2019 年上半年资产证券化相关政策法规

序号	发文单位	发文日期	文件或会议名称	关键词
1	上海证券交易所	2019/1/2	《新年致辞》	公募 REITs 住房租赁 REITs
2	深圳市金融办	2019/1/14	《关于促进深圳市供应链金融发展的意见》	供应链金融 ABS

序号	发文单位	发文日期	文件或会议名称	关键词
3	深圳证券交易所	2019/1/22	债券监管发展业务座谈会	供应链金融 ABS 公募 REITs
4	中国银行间市场交易商协会	2019/2/1	《个人消费类贷款资产支持证券信息披露指引（2019版）》	信息披露
5	中共中央办公厅 国务院办公厅	2019/2/14	《关于加强金融服务民营企业的若干意见》	民营企业 小微企业
6	上海证券交易所	2019/3/4	《关于做好资产支持证券 2018 年定期报告披露有关工作的通知》	信息披露
7	财政部	2019/3/7	《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》	PPP 项目
8	国家发改委	2019/3/31	《2019 年新型城镇化建设重点任务》	住房租赁 REITs
9	中国证券监督管理委员会	2019/4/19	《资产证券化监管问答（三）》	未来经营收入类资产证券化
10	中国证券投资基金业协会	2019/6/24	《政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务尽职调查工作细则》、 《企业应收账款资产证券化业务尽职调查工作细则》、《融资租赁债权资产证券化业务尽职调查工作细则》	尽职调查
11	中国银行保险监督管理委员会	2019/6/26	《中国银保监会办公厅关于资产支持计划注册有关事项的通知》	资产支持计划发行程序

数据来源：新世纪评级整理

中国银行间市场交易商协会发布《个人消费类贷款资产支持证券信息披露指引（2019版）》，上海证券交易所《关于做好资产支持证券 2018 年定期报告披露有关工作的通知》。交易商协会在信息披露指引中明确，受托机构、发起机构及为证券化提供服务的机构应根据指引及相关表格体系要求，在注册环节、发行环节及存续期充分披露个人消费类贷款资产支持证券相关信息。且要求，如采用持续购买结构，受托机构和发起机构等应按照附件表格体系的要求披露持续购买的相关信息。上交所在通知中要求原始权益人、资产服务机构、增信机构、基础资产现金流重要提供方、资信评级机构、律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等其他资产证券化业务参与机构应当积极配合信息披露义务人编制和披露定期报告，及时向信息披露义务人提供信息。信息的公开、透明是市场规范性建设的关键环节，是重要的市场基础设施建设，可以为一级市场的秩序、二级市场的培育、行业研究的深入、监督管理的细化均提供有力保障，监管机构的上述文件表明了信息披露在资产证券化市场发展中的重要作用。

中国证券监督管理委员会发布《资产证券化监管问答（三）》。证监会在问答中明确指出，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。同时，监管问答对于特定原始权益人的持续经营能力、运营成本覆盖以及专项计划期限也进行了明确规定。在现金流归集和收益分配方面，也出台了相应要求。基础设施收费等未来经营收入类资产证券化是近年来发展迅速的一类 ABS 产品，证监会的监管问答通过对现金流来源的细化、对持续经营能力的考量、运营成本覆盖的要求、明确专项计划期限的上限以及规范现金流归集等措施，将使得该类型 ABS 产品更加规范化、标准化，降低产品信用风险，更好维护市场秩序。

中国证券投资基金业协会发布了《政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务尽职调查工作细则》、《企业应收账款资产证券化业务尽职调查工作细则》、《融资租赁债权资产证券化业务尽职调查工作细则》。中基协本着“成熟一类制定一类”的原则制定、发布 PPP 项目、企业应收账款和融资租赁债权的大类资产尽职调查工作细则，细则明确对资产证券化业务的尽职调查工作应满足如下原则和标准：一是管理人应遵循全面性、审慎性、准确性原则开展资产证券化业务尽职调查工作；二是对业务参与人的尽职调查结论需支撑相关参与主体合法存续，具备相应业务资质，业务制度、风控制度健全，能够持续稳定展业；三是对基础资产的尽职调查结论需确保基础资产符合法律法规规定，权属明确，可以产生独立、可预测、持续、稳定的现金流且可特定化；四是重点关注基础资产涉及的交易合同，应确保其真实、合法、有效；同时，加强对现金流归集账户的核查力度，确保专项计划能够建立相对封闭、独立的基础资产现金流归集机制，保证现金流回款路径清晰明确，切实防范专项计划资产与其他资产混同以及被侵占、挪用等风险；五是通过充分的尽职调查工作，使专项计划的设立满足《管理规定》《尽调指引》《风控指引》以及各交易场所相关自律规则的要求。中基协发布三大类基础资产的尽职调查工作细则，对该等三类资产的证券化工作提出了最基本的尽职调查工作，截至目前来看，今年上半年的市场参与机构受处罚情况均或多或少与尽职调查不到位有关，中基协及时推出该细则有助于推进尽职调查工作的开展，有助于减少尽职调查不到位的情形，有助于约束少数不规范行为的发生。

中国银行保险监督管理委员会发布了《中国银保监会办公厅关于资产支持计划注册有关事项的通知》。银保监会在通知中明确对保险资产管理机构首单资产支持计划之后发行的资产支持计划实行注册制管理，由中保保险资产登记交易系统有限公司（以下简称“中保登”）具体办理注册事宜。保险资管以后作为受托人对于后续资产支持计划无需再去银保监会进行主体资格审核，在发行流程方面进行了简化，进一步提高审核效率，同时，中保登为保险资产管理业提供发行、登

记、托管等服务，有利于提高资产支持计划的发行效率有利于充分发挥信息披露等市场化手段机制，有利于依托基础设施对注册、发行、登记、交易、结算、风险监测等环节进行全流程、一体化管理，更好地防控金融风险。

三、资产证券化市场展望

收费收益权是资产证券化的三大类基础资产之一，在整个资产证券化市场的发展过程中扮演了重要角色，截止 2019 年 6 月 30 日，以收费收益权为基础资产发行的资产证券化产品为 243 单，发行规模为 2549.60 亿元¹，具体基础资产涉及水务、汽车客运、供热、物业费、景区门票、供电等能够产生稳定现金流的领域。总体来讲，将未来可实现的现金流进行证券化，在当前时点获得融资，同时引入相关主体进行增信，降低融资成本，提高融资效率，是一种有意义的金融创新。为规范收费收益权资产证券化的发展，证监会发布了《资产证券化监管问答（三）》，对未来经营收入类资产证券化的有关事项作出明确规定，通过明确收费收益权资产证券化的基础资产类型、明确现金流的来源、考量原始权益人的持续经营能力、明确专项计划期限的上限等措施，推进市场的规范化和标准化建设。

根据该监管问答精神，未来收费收益权项目的现金流将来源于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、依托特许经营权所形成的债权或其他权利，而现金流波动性较大的电影票款、入园凭证、物业服务费和没有抵押措施的商业物业租金等将不再作为入池资产，未来收费收益权资产证券化项目的现金流可预测性和稳健性将会更强，从源头上降低该类项目的信用风险。且现金流的归集将全额归集以避免因资金挪用问题导致的兑付危机，同时设置次级证券的收益留存机制降低原始权益人的资金沉淀风险。该类项目的发行期限将会设置在一定年限之内，亦将降低存续期管理的压力，降低该类证券化产品的信用风险和操作风险。

目前市场上的供应链 ABS 还多采用反向保理的形式，即以多个小供应商的应收账款或以此为基础的保理债权作为基础资产，由核心债务人进行付款确认或差额支付等进行增信，发行资产证券化产品。市场上大多数供应链 ABS 产品的核心债务人是房地产企业，将房地产企业的主体信用为其中小供应商的应收账款融资提供信用背书，降低了中小供应商的融资成本，减轻了中小供应商的资金链压力，同时也拉长了核心债务人的付款周期，一定程度上缓解了它们的流动性压力。未来，随着更多非房地产行业的核心企业开始逐渐进入该产品领域、正向保理 ABS 产品的发展壮大，供应链金融 ABS 呈现出行业多元化和产品多元化的发展趋势。

¹ 数据来源于中国资产证券化分析网。

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。