

2019 年资产支持证券市场 研究报告

2019 Annual Research Report on the Asset-Backed
Security Market

2020 年 2 月 4 日



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

摘要

2019 年,我国资产支持证券市场在发展中不断规范和创新,监管政策体现三个导向:一是强化风险管控,具体体现为中国证监会发布《资产证券化监管问答(三)》和上海证监局发布《关于进一步明确证券公司开展资产支持证券业务相关风控指标计算标准的通知》等;二是规范执业行为,具体体现为交易商协会发布《个人消费类贷款资产支持证券信息披露指引(2019 版)》、上交所发布《上海证券交易所资产证券化业务问答(三)》、基金业协会发布《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》、沪深交易所发布《资产支持证券临时报告信息披露指引》等;三是鼓励发展和创新,具体包括推动保险 ABS 向“注册制”过渡、不良资产证券化试点扩围、鼓励开展知识产权证券化、推出 ABS 信用保护工具等。

2019 年资产支持证券市场增长较为平稳,全年共发行 1404 单 4063 只资产支持证券,分别增长 51.62%和 50.65%,发行规模 23323.61 亿元,同比增长 16.47%,交易所 ABS 和银行间 ABS 增速明显放缓,银行间 ABN 仍保持高速增长。全市场发行成本显著下降,信用分化有所加剧,各信用等级之间的发行利率级差扩大。发行信用评级主要集中于 AAA_{sf}和 AA⁺_{sf},AAA_{sf}级发行只数占比约 75%,发行规模占比近 95%。创新产品不断出现,主要体现在基础资产类型不断丰富、定价机制和违约保护机制三个方面。二级市场的交易规模为 8503.28 亿元,同比大幅增长 77.83%,换手率为 27.20%,流动性有所改善。AAA_{sf}、AA⁺_{sf}、AA_{sf}级资产支持证券的发行利差均值分别为 188BP、285BP 和 331BP,各信用等级利差检验具有显著差异,信用评级对资产支持证券的信用风险具有良好的区分度。全年共有 9 单 12 只资产支持证券的信用评级发生下调,同比有所减少。

展望 2020 年,我国资产支持证券市场有望保持持续增长,但增速或将有所放缓,支撑市场的有利因素包括实体经济具有较为强劲的融资需求、资管新规的持续深化实施和商业银行资本和流动性管理需求上升;对市场形成压力的因素包括经济增速放缓导致融资需求减速、投资者风险偏好下降和房地产业调控影响房企融资。资产支持证券的市场机制在 2020 年将进一步完善,新修订的《中华人民共和国证券法》于 2019 年 12 月发布,全面推行证券公开发行注册制,资产证券化业务的立法层次提高,信息披露和投资者保护将更为强化。监管部门在 2019 年加大了对资产支持证券市场的执法力度,预计强化监管仍是 2020 年的主线。2020 年资产支持证券市场的信用风险将有所上升,需重点关注供应链金融 ABS 的确权和传导风险、租赁 ABS 的底层资产质量恶化的风险、收益权类 ABS 的底层资产现金流大幅下降的风险和房地产行业的政策风险。风控能力将成为资产支持证券市场中各参与机构的核心竞争力之一,各参与机构需强化风控体系建设,以迎接未来的市场挑战。

目 录

一、政策环境	1
1. 明确未来经营收入类 ABS 监管事项.....	1
2. 规范中介机构执业行为.....	2
3. 推动开展知识产权证券化.....	3
4. 保险 ABS 向“注册制”过渡.....	4
5. ABS 市场迎来首例监管账户破产隔离裁定.....	4
6. 不良资产证券化试点扩围.....	5
7. 证券公司 ABS 业务风控标准收紧.....	6
8. ABS 信用保护工具落地.....	7
二、发行和交易情况	9
1. 发行规模稳步增长，银行间 ABN 表现亮眼.....	9
2. 发行成本显著下降，信用分化有所加剧.....	12
3. 发行信用评级分析.....	13
4. 产品创新不断出现，基础资产类型日益丰富.....	15
5. 二级市场交易持续增长，流动性有所改善.....	16
三、发行利差分析	17
四、信用事件	19
五、市场展望	21
1. 市场规模有望持续增长，但增速将有所放缓.....	21
2. 市场机制加快完善，强化监管仍是主线.....	21
3. 信用风险有所上升，风控能力亟待提升.....	22

2019 年资产支持证券市场研究报告

联合资信 联合评级 债券市场研究部 邓博文 孙健

一、政策环境

1. 明确未来经营收入类 ABS 监管事项

2019 年 4 月，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发布《资产证券化监管问答（三）》（以下简称“问答（三）”，从现金流来源、特定原始权益人的持续经营能力、专项计划期限以及现金流归集和收益分配四个方面对未来经营收入类 ABS 产品进行了明确规定，要点如下：

（1）明确未来经营收入类 ABS 产品的现金流来源，基础设施类项目受到支持，电影票款、不具有垄断性和排他性的入园凭证、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）四类受到限制。

（2）对特定原始权益人或者资产服务机构的持续经营能力提出严格要求，强调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。

（3）明确专项计划期限原则上不超过 5 年，对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）强调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，管理人应当合理设置次级资产支持证券的收益留存机制，以保障专项计划存续期间内优先级资产支持证券的收益分配。

未来经营收入类 ABS 相比债权类 ABS，更依赖于原始权益人或资产服务机构的持续经营能力，难以有效做到破产风险隔离，自 2018 年以来，未来经营收入类 ABS 的负面和违约消息不断，影响了市场和投资者的信心，因此监管部门连续发文予以规范。此前，在中国证监会的指导下，沪、深交易所及报价系统于 2018 年 6 月分别发布了基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南，明确了基础设施类资产支持证券的基础资产范围、挂牌条件和原始权益人资质要求等。2018 年 12 月，中国证监会发布了《资产证券化监管问答（二）》，对证券经营机构未独立审慎履行职责、让渡管理责任、开展“通道”类资产证券化业务的行为以及规避合规风控要求、借外部“通道”开展资产证券化业务的行为予以严格禁止，在封杀通

道的同时也对未来经营收入类 ABS 进行了规范。问答（三）则是在前期政策的基础上进一步加码，旨在防范未来经营收入类 ABS 的业务风险，规范市场运作，切实加强基础设施领域补短板的金融支持力度。从目前的市场发行情况看，未来经营收入类 ABS 主要包括基础设施、服务业票款、物业管理费、物业租金等几类，由于基础设施类 ABS 通常具有稳定的现金流，属于较优质资产，且与国计民生密切联系，受到政策支持；而服务业票款和物业管理费多处于市场竞争较激烈行业或“不具有垄断性和排他性”，未来现金流通常不稳定，受到政策限制；缺乏实质不动产抵押的商业物业租金类 ABS，由于缺少增信机制、风险相对较大也被政策限制。因此，在问答（三）发布后，预计未来经营收入类 ABS 的整体发行规模会受到一定影响，不同基础资产类型会出现分化，基础设施类表现会较为良好，同时未来经营收入类 ABS 的市场风险也会得到更为有效的管控。

2. 规范中介机构执业行为

2019 年，监管机构发布了一系列新规，不断完善资产证券化业务相关规章制度，进一步规范中介机构的执业行为。2019 年 2 月，中国银行间市场交易商协会（以下简称“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）》，旨在提升消费类信贷资产支持证券标准化、透明化水平，进一步明确循环类型的个人消费类贷款资产支持证券信息披露安排，规范个人消费类贷款资产证券化业务。上海证券交易所（以下简称“上交所”）于 2019 年 2 月发布《上海证券交易所资产证券化业务问答（三）》，对“一次申报、分期发行”，即储架发行需满足条件、申请文件要求和发行前备案程序予以明确，有助于规范资产支持证券的储架发行行为。2019 年 6 月，中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）发布《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》，旨在规范和指导资产证券化业务的尽职调查工作，提高尽职调查工作质量。上述细则明确了资产证券化业务的尽职调查工作应满足的原则和标准、对业务参与人的尽职调查内容、对基础资产的尽职调查要求，以及相关自律措施等，基金业协会指出上述细则是资产证券化业务尽职调查工作的最低要求，各相关机构可在此基础上制定更为细化、标准更高的制度。2019 年 11 月，沪深交易所同日发布《资产支持证券临时报告信息披露指引》，明确信息披露主体责任和时限要求，细化和丰富重大事件信息披露，健全临时信息披露安排，并借鉴信用债监管经验，编制临时报告格式范本，提升信息披露的规范性和标准性。

在各项资产证券化业务的规章制度不断完善的基础上，监管部门也加大了对违法违规行为的执法力度。2019 年，监管部门对 ABS 业务共进行 8 次监管处罚，开出罚单 16 张，罚单数量逐年增加，处罚类型包括警示函、责令整改、暂停备案等，涉及律师事务所、证券公司、评级机构、资管公司、保理公司和发行人等。在资产证券化项目中，监管部门对相关中介机构的处罚缘由主要集中在尽调不全面、尽职履责不到位、存在虚假记载、存续期间未及

时履行信息披露义务、未及时检查持续经营状况及基础资产现金流状况、资金划转不规范、未发现相关印章系伪造、未及时关注相关财务报表差异等问题。中介机构的勤勉尽责是资产证券化市场良性发展的重要前提和必要保障，上交所在 2019 年 7 月的 ABS 年度报告问答会上也指出下一步工作重点之一是持续加强中介机构自律监管，针对定期报告、日常监管及风险排查中发现的问题，加大监管力度，对未能勤勉尽责的市场主体及其从业人员，严肃追责，不断提高监管效能。因此，在规章制度和具体执法上，监管部门均进一步强化监管，以规范中介机构的执业行为，为资产证券化市场的健康发展塑造良好的生态环境。

3. 推动开展知识产权证券化

2019 年，我国出台了一系列强化知识产权保护，促进知识产权价值实现，推进知识产权强国建设的政策文件，其中对知识产权证券化予以鼓励和支持。2019 年 1 月，国务院发布《关于支持河北雄安新区全面深化改革和扩大开放的指导意见》，指出要构建现代产权保护体系，鼓励开展知识产权证券化和知识产权质押融资。2019 年 2 月，中共中央、国务院发布《粤港澳大湾区发展规划纲要》，提出优化区域创新环境，开展知识产权证券化试点。2019 年 6 月，国务院知识产权战略实施工作部际联席会议办公室印发《2019 年深入实施国家知识产权战略加快建设知识产权强国推进计划》，明确 2019 年推进国家知识产权战略实施的 6 大重点任务和 106 项具体措施，要求研究制定促进知识产权质押融资业务良性发展的政策，完善知识产权质押融资风险补偿及分担机制，推动专利商标混合质押，建立知识产权质押融资统计制度，鼓励海南自由贸易试验区探索知识产权证券化，鼓励雄安新区开展知识产权证券化融资。2019 年 8 月，中共中央、国务院发布《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》，支持深圳探索知识产权证券化，规范有序建设知识产权和科技成果产权交易中心。

在一系列政策的鼓励和支持下，我国知识产权证券化得到较快发展。自第一单知识产权 ABS “奇艺世纪知识产权供应链金融资产支持专项计划”落地，到 2018 年底，市场总计发行 1 单知识产权 ABS 产品，融资规模 4.70 亿元。2019 年知识产权 ABS 呈现加速发展趋势，共有 5 单知识产权 ABS 产品成功发行，融资规模 24.55 亿元，并首次出现了 4 单知识产权 ABS 储架发行产品，分别是“中信证券-爱奇艺知识产权供应链金融资产支持专项计划 1-15 期”“第一创业-首创证券-文化租赁 1-5 期资产支持专项计划”“平安证券-高新投知识产权 1-10 号资产支持专项计划”和“浦东科创 1-10 期知识产权资产支持专项计划”，储架规模合计 80 亿元。国家知识产权局数据显示，2019 年我国共授权发明专利 45.3 万件，实用新型专利 158.2 万件，外观设计专利 55.7 万件，国内每万人口发明专利拥有量达到 13.3 件，提前完成国家“十三五”确定的目标任务。知识产权已经成为当今时代一个国家的核心竞争力所在，加强知识产权保护，提高知识产权成果转化效率，建设知识产权强国，离不开金融市

场的支持，知识产权证券化有利于知识产权的价值实现，为创新创业企业融资提供一条新的途径，知识产权证券化在我国拥有广阔的发展空间，将迎来快速增长。

4. 保险 ABS 向“注册制”过渡

2019 年 6 月，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布《关于资产支持计划注册有关事项的通知》（以下简称“通知”），为进一步落实国务院“放管服”工作部署，推动资产支持计划业务发展，提高监管效率和透明程度，决定对保险资产管理机构首单资产支持计划之后发行的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。在通知中，明确了资产支持计划注册的具体要求，包括：保险资产管理机构发起设立支持计划，实行初次申报核准、后续产品注册，银保监会对初次申报支持计划的保险资产管理机构进行受托人资格审核，对申报的支持计划实施合规性、程序性审核；对于交易结构复杂的支持计划，银保监会将建立外部专家评估机制，并采取适当方式向投资者提示投资风险；保险资产管理机构后续发行支持计划，应当向中保登提交注册材料，由中保登办理注册工作；中保登应当按照监管规定和经备案的注册规则，办理支持计划注册工作，并及时向银保监会报告注册工作情况和业务开展过程中发现的风险和问题。

在该通知发布以前，保险资产管理机构按照保监会 2015 年发布的《资产支持计划业务管理暂行办法》，实行“初次申报核准，同类产品事后报告”流程，该流程由于审核周期长、发行效率低下，导致保险资产支持计划发行规模一直处于较低水平。按照通知要求，实行初次申报核准、后续产品注册，将大大简化资产支持计划的发行流程，提高发行效率，有助于推动资产支持计划市场的快速发展。而且，由中保登作为金融基础设施承担注册工作，既能充分发挥信息披露等市场化机制，还能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，更好地管控金融风险。与银行间信贷资产支持证券和交易所资产支持专项计划相比，保险资管资产支持计划一直处于探索中，发展较为缓慢，通知的出台将提高保险资管资产支持计划的发展速度，增加产品供给，丰富保险资金配置渠道，保险资管资产支持计划也有望成为继银行间信贷资产支持证券、交易所资产支持专项计划、银行间非金融企业资产支持票据（ABN）之后的资产证券化市场第四大品种。

5. ABS 市场迎来首例监管账户破产隔离裁定

2019 年 10 月，湖北省武汉市中级人民法院下达《执行裁定书》，支持山西证券作为案外人对融信租赁股份有限公司与其债权人借款合同纠纷诉讼保全一案中将资产支持专项计划的监管账户作为执行标的的异议，认为该监管账户的资金享有足以排除强制执行的权益，依法对该账户中止执行。本次武汉中院下达的《执行裁定书》，首先明确了在特定条件下，

不能简单适用以账户登记名称为标志的“登记主义”来判断案外人对涉案账户资金是否享有排除执行的权利。其次，武汉中院依据管理人与融信租赁签署的《买卖协议》《监管协议》，支持融信租赁作为服务机构将其归集的基础资产的回收款汇入监管账户的资金已被特定化。其三，武汉中院依据该项目的转让以及资产转让已向中国人民银行的征信系统进行了登记，具有对外公示的效力，判定山西证券公司是涉案账户资金的权利人。而且，国通信托和融信租赁对山西证券提交的证据的合法性和真实性均不持异议，因此判定山西证券主张其对涉案账户内资金享有的所有权具备合法性和真实性的形式要件，能够排除执行。

该判例首次明确专项计划的资金权属，管理人拥有监管账户资金所有权，表明破产隔离、资产独立在司法实践层面取得重大进展。破产隔离是资产证券化的核心，是指将基础资产原始所有人的破产风险与证券化交易隔离开来。在资产证券化业务中，往往引入监管账户的设计，用于归集基础资产的现金流，以防止资金混同和挪用风险，然而在实际的存续管理操作中，仍面临原始权益人经营不善、银行账户被司法冻结或破产时，该监管账户无法与原始权益人其他经营账户第一时间进行有效区分，监管账户的回款资金以及基础资产后续回款有可能成为破产财产等问题。与资产证券化市场快速发展的现状相比，我国资产证券化的立法工作相对滞后，中国证监会于 2014 年 11 月颁布的《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》明确：“专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产。原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人因依法解散、被依法撤销或者宣告破产等原因进行清算的，专项计划资产不属于清算财产”。这是目前我国对资产证券化的最高层级立法，但作为部门规章，法律位阶在法律、行政法规之下。2019 年 12 月发布的《中华人民共和国证券法》首次将资产支持证券纳入监管范畴，并授权国务院依照本法的原则规定其发行、交易的管理办法，预计资产证券化后续的相关法律法规将陆续出台，进一步明确资产证券化的法律地位。总的来看，该判例不仅对资产证券化产品的真实出售、破产隔离的法律实践探索意义重大，也对下一步立法提供了重要借鉴。

6. 不良资产证券化试点扩围

2019 年 11 月，中国人民银行等监管部门启动第三轮不良资产证券化试点，新增入围机构包括四大资产管理公司（东方、长城、华融和信达）、邮储银行、进出口银行、渣打银行、以及贵阳银行、青岛银行、广州农商银行、重庆农商银行等 10 余家城商行和农商行，试点机构已扩充至 40 家左右。我国不良资产证券化试点最早开始于 2006 年，四大资产管理公司中的信达资产和东方资产率先尝试以不良贷款为基础资产，各发行了 1 单信贷资产支持证券，发行规模分别为 48 亿元和 10.50 亿元。而大规模不良资产证券化试点于 2016 年启动，人民银行等八部委联合发文，提出审慎“开展不良资产证券化试点”的意见，6 家商业银行（工行、建行、中行、农行、交行和招行）获得不良资产证券化试点资格。2017 年，不良资产证券化进一步扩大试点，国开行、8 家股份制银行和北京银行、江苏银行和杭州银行 3 家

城商行入围试点。此次是不良资产证券化的第三次试点扩围，而且试点入围机构明显多于前两次，入围机构类型也更加多元化，目前已涵盖国有大行、股份制银行、政策性银行、外资行、城商行、农商行和资产管理公司。

不良资产证券化可以提高资产处置效率，降低不良资产处置成本，提升资产流动性，促进银行改善资产负债结构，降低行业系统性风险。近年来，由于国际经济环境处于动荡中，贸易战风险上升，加之经济结构的调整优化，我国的经济下行压力加大，商业银行的不良资产率持续上升。据银保监会的统计数据，2019 年前三季度我国商业银行的不良贷款余额分别为 21571 亿元、22352 亿元和 23672 亿元，不良贷款率分别为 1.80%、1.81% 和 1.86%。不良贷款余额和不良贷款率的上升，使得商业银行出表不良资产的需求显著上升。尽管银行不良资产证券化的需求较高，但实际发行数量并未达预期，主要是底层资产单一且很多资产难以达到入池标准，同时受发行综合成本偏高、投资者热情偏低等因素影响，导致实际发行量较少。从目前试点的情况看，第一次和第二次的试点额度均为 500 亿元，但 2016—2019 年，实际发行规模分别为 156.10 亿元、129.61 亿元、158.80 亿元和 143.49 亿元，与试点额度差距较大。相比之下，美国市场主流的不良资产证券化模式一般是正常类、关注类和不良贷款类的组合证券化，而我国目前不良资产证券化是采取全部以不良资产组建资产池的模式。因此，我国仍有待于探索如何破解不良资产证券化的发行难题，提高实际发行规模。

7. 证券公司 ABS 业务风控标准收紧

2019 年 11 月，上海证监局对辖区内证券公司下发《关于进一步明确证券公司开展资产支持证券业务相关风控指标计算标准的通知》，对证券公司开展资产证券化业务的风控指标计算标准提出三大要求：

(1) 证券公司自营持有 ABS 份额的，应当按照《证券公司风险控制指标计算标准》的规定，参照信用债评级标准计算市场风险资本准备。对于持有结构化 ABS 的不同份额，应当对应不同份额的评级标准，计算市场风险资本准备。

(2) 证券公司作为 ABS 管理人的，应当按照净收入的 15% 计算操作风险资本准备，按照所管理 ABS 存续规模的 0.2% 计表外项目。如涉及承诺不可撤销的 30 日内须自有资金认购事项，需按承诺认购规模的 100% 计算未来 30 日现金流出。

(3) 证券公司作为 ABS 销售机构的，应当参照债券承销业务相关计算标准，计算操作风险资本准备、表外项目以及流动性等相关风控指标。证券公司因履行销售义务导致持有 ABS 的，应当与自营持有该 ABS 合并计算市场风险资本准备等风险控制指标。如果证券公司因履行销售义务持有 ABS 导致与自营合并计算后持有该 ABS 超过其总规模的 20% 的，参照债券包销行为豁免适用“持有一种非权益类证券的规模与其总规模的比例不得超过 20%”

的监管指标，但须对超过 20% 的部分参照“信用评级 BBB 级以下的信用债券”计算市场风险资本准备等风险控制指标。

在 2019 年 8 月，中国证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准》（以下简称《计算标准》）公开征求意见，以充分反映和有效防范证券公司风险，增强证券公司风险控制指标体系的有效性和适应性。《计算标准》根据市场情况和行业发展需要，对部分指标进行了修订，其中包括“针对股票质押、私募资产管理等业务特点和各类金融产品风险特征，完善相应指标计算标准；结合市场发展实践，明确新业务、新产品的风控指标计算标准，确保对各类业务风险全覆盖”。上海证监局此次发布《关于进一步明确证券公司开展资产支持证券业务相关风控指标计算标准的通知》，是在《计算标准》的基础上，进一步强化证券公司对于资产支持证券业务的风控管理，提高风险防御能力。据中国基金业协会的统计数据，自 ABS 业务备案制实施以来，ABS 备案规模已超过 3 万亿元，市场广度和深度均明显提升，ABS 业务也成为部分证券公司的重要业务。在规模扩张的同时，加强证券公司 ABS 业务的规范管理，防范潜在风险，提高发展质量，是 ABS 业务当前发展的重要目标。该通知主要从净资本和流动性两方面强化证券公司 ABS 业务的风险约束，对自营、管理和销售明确了资本准备计算要求，强化了流动性风险管理，要求“如涉及承诺不可撤销的 30 日内须自有资金认购事项，需按承诺认购规模的 100% 计算未来 30 日现金流出”。该通知的发布，明确了证券公司开展 ABS 业务的风险计量标准，对统一和规范证券公司当前在 ABS 业务中的具体做法，促进 ABS 业务健康发展具有较大的指导意义。

8. ABS 信用保护工具落地

2019 年，我国推出了一系列信用保护工具新规，以鼓励和规范信用保护工具业务的发展。2019 年 1 月，沪深交易所联合中国结算发布《信用保护工具业务管理试点办法》，上交所发布《上海证券交易所信用保护工具交易业务指引》，从参与者管理、信用保护合约和凭证业务流程、信用事件后续处理机制、信息披露、风险控制以及自律管理等方面明确了信用保护工具业务的主要内容。同月，中国证监会发布《公开募集证券投资基金投资信用衍生品指引》，基金业协会发布《证券投资基金投资信用衍生品估值指引（试行）》，为公募基金投资信用衍生品做出具体规范。2019 年 4 月，深交所发布《深圳证券交易所信用保护工具业务指引》《深圳证券交易所信用保护工具业务指南第 1 号—信用保护合约》，从参与者管理、信用保护合约和凭证业务流程、信用事件后续处理机制、信息披露、风险控制等方面进一步细化和规范信用保护工具业务。2019 年 5 月，银保监会发布《关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》，允许保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务对冲风险。2019 年 12 月，上交所发布《关于开展信用保护凭证业务试点的通知》，在前期信用保护合约试点基础上，开展信用保护凭证业务试点，以健全信用风险分担机制，促进债券市场健康稳定发展。

随着信用保护工具一系列政策法规的发布,我国债券市场的信用保护工具业务由试点逐步进入常态化运行,在资产证券化业务中也得到推广和使用。2019 年 3 月,海通证券创设了标的债务为“海通恒信小微 3 号 ABS 优先 A-3 级”的信用保护合约,中信证券在“京东数科-中信证券 7 号京东白条应收账款债权资产支持专项计划”项目中担任信用保护合约卖方,为中间档资产支持证券提供信用保护,首单基于资产支持证券的信用保护工具相继落地上交所和深交所。2019 年 5 月,由华泰证券(上海)资产管理有限公司担任管理人的“京东数科-华泰资管 24 号京东白条应收账款债权资产支持专项计划”成功发行,发行规模为 15 亿元,该单资产支持证券挂钩信用保护合约,对 0.9 亿元的中间级资产支持证券提供信用保护,有效降低了中间级产品的发行成本。2019 年 12 月,首批信用保护凭证落地,共 4 单合计名义本金 1.33 亿元,有效支持债券融资 44.6 亿元,创设机构分别为海通证券、中信建投、中信证券和华泰证券,参考实体中深圳市百业源投资有限公司和 2019 海尔租赁第一期资产支持专项计划的发起人均为民营企业,受保护债务涵盖民企债、扶贫债等公司债券和资产支持证券。信用保护工具业务的推出,为资产证券化业务提供了一种低成本的外部信用增级手段,有利于降低中间级和次级资产支持证券的销售难度,保障项目成功发行,同时也促进信用风险借助市场化手段合理分担,提高整个资产支持证券市场的流动性。

表 1 2019 年发布的各类资产支持证券政策列表

发布日期	政策及文件名称	发布机构	主要内容
2019/2/1	《个人消费类贷款资产支持证券信息披露指引(2019 版)》	交易商协会	明确个人消费类贷款资产支持证券的信息披露责任、内容、评价与反馈机制等,特别是进一步明确了循环类型的个人消费类贷款资产支持证券信息披露安排。
2019/2/12	《资产证券化业务问答(三)》	上交所	明确“一次申报、分期发行”,即储架发行需满足条件、申请文件要求和发行前备案程序。
2019/4/19	《资产证券化监管问答(三)》	中国证监会	从现金流来源、特定原始权益人的持续经营能力、专项计划期限以及现金流归集和收益分配四个方面对未来经营收入类 ABS 产品进行了明确规定。
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》	基金业协会	明确资产证券化业务的尽职调查工作应满足的原则和标准、对业务参与人的尽职调查内容、对基础资产的尽职调查要求,以及相关自律措施等。
2019/6/26	《关于资产支持计划注册有关事项的通知》	银保监会	明确了资产支持计划注册的具体要求,实行初次申报核准、后续产品注册,由中保登办理注册工作。

2019/8/17	《中国人民银行公告(2019)第15号》	中国人民银行	发布新的 LPR (贷款市场报价利率) 形成机制, LPR 报价方式由参考基准利率改为参考公开市场操作利率, 对资产支持证券的现金流的利率和期限匹配等带来影响。
2019/10/12	《标准化债权类资产认定规则(征求意见稿)》	中国人民银行	明确信贷资产支持证券、资产支持票据、证券交易所挂牌交易的资产支持证券为标准化债权类资产, 提升资产支持证券的认可度和接受度。
2019/11/1	《资产支持证券临时报告信息披露指引》	上交所、深交所	明确信息披露主体责任和时限要求, 细化和丰富重大事件信息披露, 健全临时信息披露安排。
2019/11/11	《关于进一步明确证券公司开展资产支持证券业务相关风控指标计算标准的通知》	上海证监局	明确证券公司开展资产证券化业务的风控指标计算标准。
2019/12/28	《中华人民共和国证券法》	全国人大常委会	明确将资产支持证券纳入监管范畴, 授权国务院依照本法的原则规定其发行、交易的管理办法。

资料来源: 联合资信、联合评级整理

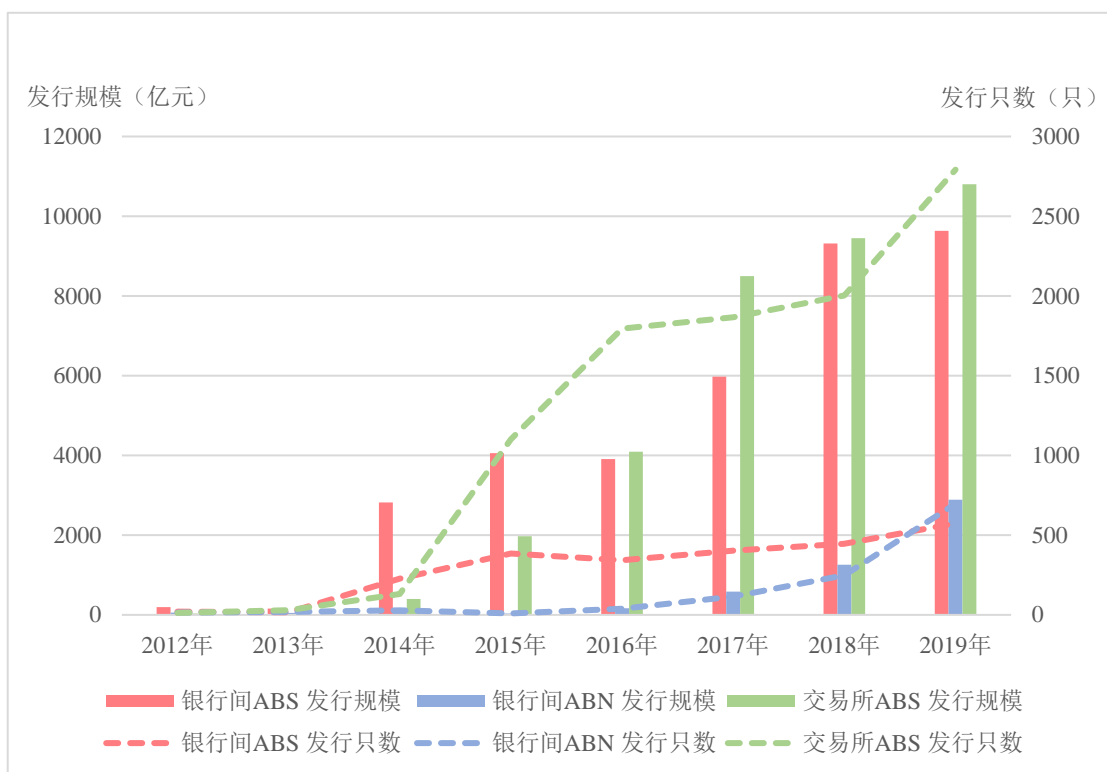
二、发行和交易情况

1. 发行规模稳步增长, 银行间 ABN 表现亮眼

2019 年, 资产支持证券发行稳步增长, 一级市场共发行 1404 单 4063 只资产支持证券, 同比增加 478 单 1366 只, 增幅分别为 51.62% 和 50.65%¹; 发行规模合计 23323.61 亿元, 同比增加 3297.54 亿元, 增幅为 16.47%。其中: 交易所市场资产支持证券(以下简称“交易所 ABS”)发行 971 单 2792 只, 同比分别增长 44.28% 和 39.39%, 发行规模为 10800.98 亿元, 同比增长 14.29%; 银行间市场资产支持证券(以下简称“银行间 ABS”)发行 184 单 574 只, 同比分别增长 17.20% 和 28.70%, 发行规模为 9634.59 亿元, 同比增长 3.39%; 银行间市场资产支持票据(以下简称“银行间 ABN”)发行 249 单 697 只, 同比分别增长 159.38% 和 181.05%, 发行规模为 2888.04 亿元, 同比增长 129.76%。总体看, 交易所 ABS 和银行间 ABS 的发行规模增速均显著放缓, 银行间 ABN 仍保持高速增长势头, 表现较为突出。银行间 ABN 作为非金融企业在银行间债券市场的结构化融资工具, 自 2016 年 12 月交易商协会发布《非金融企业资产支持票据指引(修订稿)》后, 由于发行效率高, 相比交易所债券市

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, 不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。

场具有一定的发行成本优势和更好的流动性，连续四年均呈翻倍增长，在资产证券化市场的重要性也显著提升。



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图1 2012年—2019年资产支持证券发行规模及只数走势图

从基础资产类型看，个人住房抵押贷款、应收账款、应收租赁款、汽车抵押贷款和应收票据的发行规模在单一大类基础资产中位居前五。受益于近年来供应链金融ABS的爆发，以应收账款作为基础资产的资产支持证券发行规模已位居第二，仅次于个人住房抵押贷款；以应收票据作为基础资产的资产支持证券发行规模同比增长超过三倍；以保理合同债权作为基础资产的资产支持证券发行规模同比增长也在40%左右。在鼓励消费的政策支持下，以个人消费贷款作为基础资产发行资产支持证券的规模也实现较高增速，其中以消费性贷款、汽车抵押贷款和信用卡贷款作为基础资产的资产支持证券发行规模同比分别增长49.90%、61.66%和48.69%。此外，基础设施建设作为稳增长的重要发力点，通过资产证券化盘活存量基础设施资产的需求显著增长，以基础设施收费作为基础资产的资产支持证券发行规模同比增长超过一倍，以PPP项目作为基础资产的资产支持证券发行规模同比增长超过三倍。就各类基础资产ABS的发行单数看，应收账款、应收租赁款、保理合同债权、应收票据和

其他债权 ABS 位居前五，其中应收账款 ABS 发行单数达到 469 单，远超其他基础资产类型的发行单数，反映企业已把资产证券化作为盘活应收款项、提高运营资本效率的重要手段。

表 2 2019 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			发行只数			发行规模		
	单数 (单)	占比 (%)	同比 增幅 (%)	只数 (只)	占比 (%)	同比 增幅 (%)	规模 (亿 元)	占比 (%)	同比 增幅 (%)
个人住房抵押贷款	67	4.77	24.07	234	5.76	32.95	5162.71	22.14	-11.64
应收账款	469	33.40	71.17	959	23.60	52.46	3742.30	16.05	20.67
应收租赁款	171	12.18	31.54	619	15.24	22.57	2043.57	8.76	34.62
汽车抵押贷款	42	2.99	40.00	133	3.27	56.47	1965.92	8.43	61.66
应收票据	102	7.26	537.50	317	7.80	574.47	1467.11	6.29	394.42
小额贷款	72	5.13	-16.28	219	5.39	-16.41	1181.64	5.07	-31.42
信用卡贷款	12	0.85	50.00	44	1.08	83.33	1171.43	5.02	48.69
信托受益权	65	4.63	44.44	264	6.50	65.00	903.80	3.88	28.53
企业信贷资产	21	1.50	5.00	63	1.55	5.00	891.56	3.82	-9.08
保理合同债权	142	10.11	91.89	268	6.60	111.02	877.28	3.76	40.94
消费性贷款	38	2.71	153.33	123	3.03	156.25	610.44	2.62	49.90
商业房地产抵押贷款	25	1.78	56.25	61	1.50	8.93	529.57	2.27	42.70
基础设施收费	38	2.71	80.95	255	6.28	87.50	401.85	1.72	166.76
房地产信托投资基金	13	0.93	-7.14	37	0.91	5.71	247.97	1.06	0.99
融资融券债权	8	0.57	-65.22	16	0.39	-68.00	200.00	0.86	-46.09
不良贷款	29	2.07	-14.71	58	1.43	-14.71	143.49	0.62	-9.64
PPP 项目	4	0.28	100.00	34	0.84	161.54	50.76	0.22	369.57
其他收益权	1	0.07	-75.00	11	0.27	-66.67	8.00	0.03	-77.84
其他债权	85	6.05	41.67	348	8.57	90.16	1724.22	7.39	16.26
总计	1404	100.00	51.62	4063	100.00	52.74	23323.61	100.00	16.90

注：1、基础资产为其他债权的 ABS 项目包括 6 单基础资产为委托贷款债权、1 单基础资产为保单贷款的 ABS 项目和 78 单未列明基础资产类型的 ABS 项目；2、基础资产为其他收益权的 ABS 项目包括 1 单基础资产为门票收入的 ABS 项目

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，2019 年，承销商头部效应较为明显，前五大承销商市场份额占比达 41.50%，前十大承销商市场份额占比 60.84%。中信证券股份有限公司承销的资产支持证券单数和规模均最多，分别为 206 单和 2466.24 亿元，其中承销“链融科技供应链金融资产支持专项计划”总计 15 单，而其大额承销产品主要有“建元 2019 年第十二期个人住房抵押贷款资产支持证券”“工元宜居 2019 年第六期个人住房抵押贷款资产支

持证券”“农盈 2019 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券”和“建元 2019 年第十一期个人住房抵押贷款资产支持证券”等（表 3）。

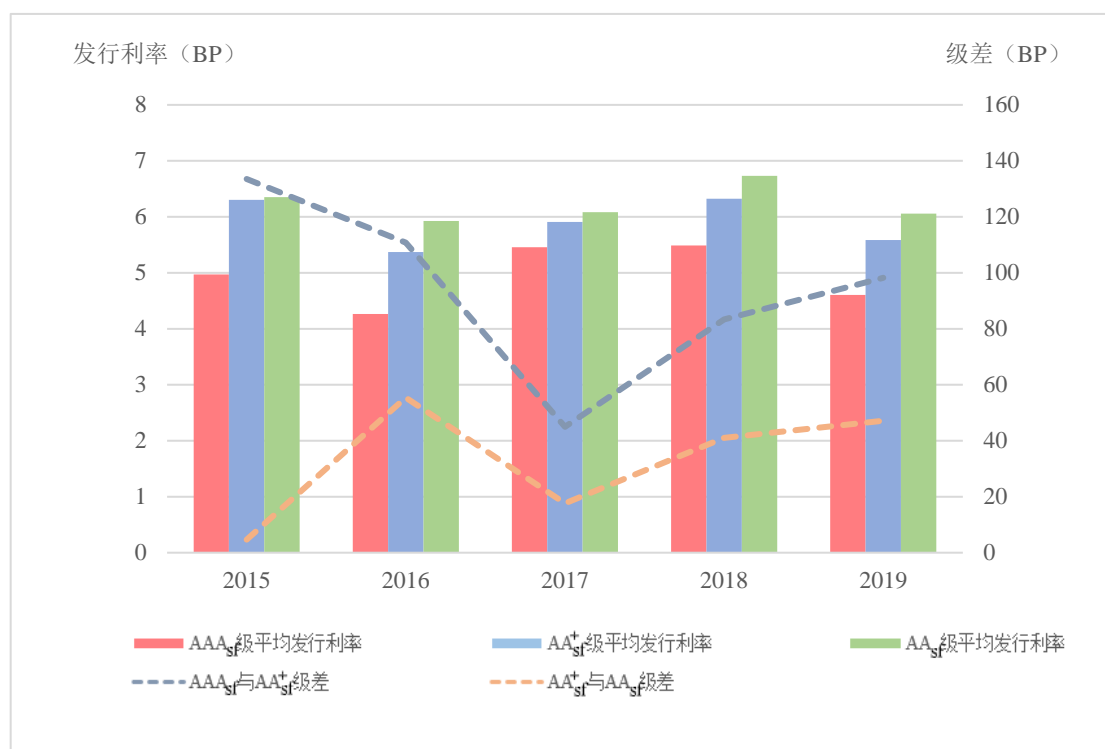
表 3 2019 年资产支持证券承销金额前十位的承销商统计表

机构名称	全市场		银行间市场		交易所市场	
	承销规模 (亿元)	承销单数	承销规模 (亿元)	承销单数	承销规模 (亿元)	承销单数
中信证券股份有限公司	2466.24	206	1284.84	65	1181.40	141.00
招商证券股份有限公司	2337.08	135	1967.90	87	369.18	48.00
中国国际金融股份有限公司	1823.89	143	1091.54	88	732.35	55.00
中信建投证券股份有限公司	1474.60	139	935.60	77	539.00	62.00
平安证券股份有限公司	1201.39	206	37.10	3	1164.29	203.00
光大证券股份有限公司	1047.85	103	669.82	47	378.03	56.00
海通证券股份有限公司	864.59	85	160.81	11	703.78	74.00
国泰君安证券股份有限公司	816.09	82	411.93	35	404.16	47.00
华泰证券股份有限公司	808.03	79	349.97	23	458.06	56.00
中国银行股份有限公司	797.10	61	797.10	61	0.00	0.00

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

2. 发行成本显著下降，信用分化有所加剧

2019 年，受益于较为宽裕的流动性环境，资产支持证券的发行成本显著下降，全市场发行的 AAA_{sf} 级资产支持证券的平均发行利率为 4.60%，同比下降 89 个 bp；AA⁺_{sf} 级资产支持证券的平均发行利率为 5.58%，同比下降 74 个 bp；AA_{sf} 级资产支持证券的平均发行利率为 6.06%，同比下降 68 个 bp。与此同时，不同信用等级的资产支持证券的发行利率级差有所扩大，反映债市违约常态化后，信用分化有所加剧。具体来看，2019 年全市场发行的 AAA_{sf} 与 AA⁺_{sf}、AA⁺_{sf} 与 AA_{sf} 的资产支持证券发行利率级差同比分别上升 18 个 bp 和 4 个 bp。从 2015 年—2019 年来看，AAA_{sf} 与 AA⁺_{sf}、AA⁺_{sf} 与 AA_{sf} 的资产支持证券发行利率级差呈现先下降后上升的趋势，并且 AAA_{sf} 与 AA⁺_{sf} 的资产支持证券发行利率级差上升幅度更明显（图 2）。



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图2 2015年—2019年全市场资产支持证券AAA_{sf}、AA⁺_{sf}和AA_{sf}级差走势图

3. 发行信用评级分析

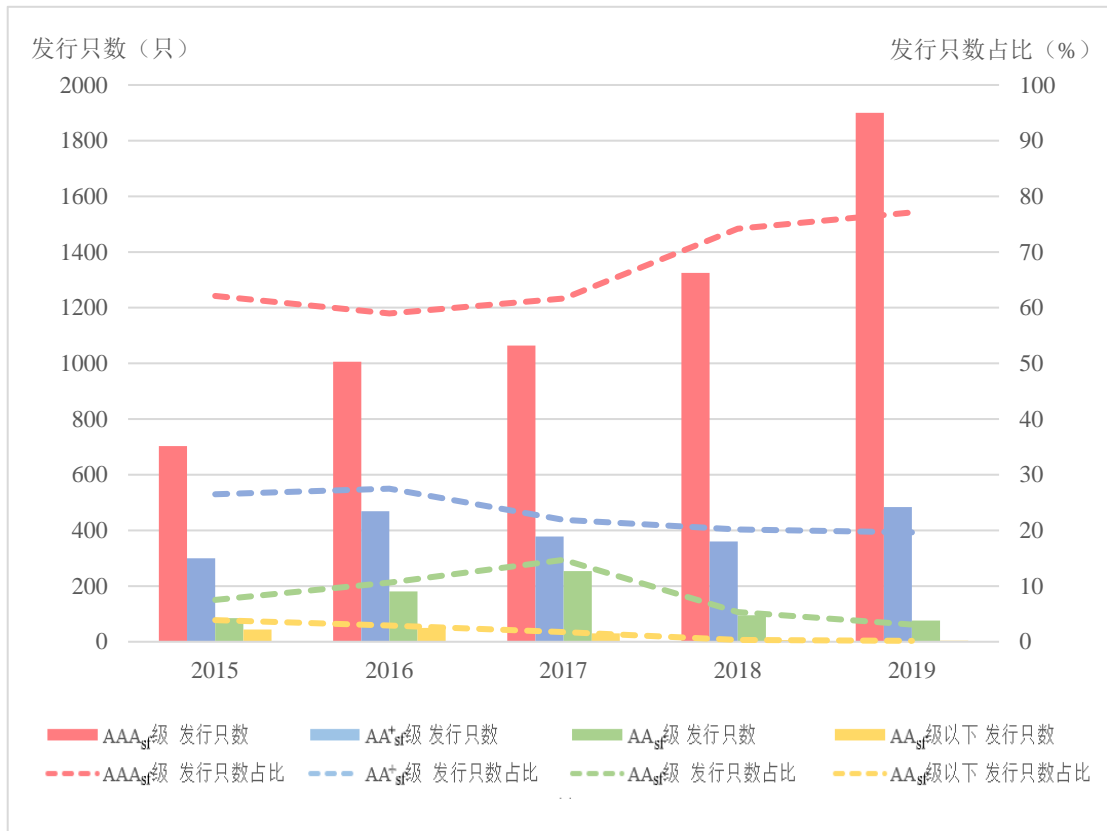
2019年，我国债券市场共发行4063只资产支持证券，其中2522只具有信用评级，总体上集中于AAA_{sf}和AA⁺_{sf}。在具有信用评级的资产支持证券中，AAA_{sf}级的资产支持证券发行只数占比约75%，发行规模占比近95%；AA⁺_{sf}级资产支持证券的发行只数占比为19.21%，发行规模占比4.73%（表4）。从2015年—2019年来看，新发行的AAA_{sf}级资产支持证券发行只数、发行规模占比呈现显著上升的趋势，AA⁺_{sf}级资产支持证券发行只数、发行规模占比变化不大，而AA_{sf}级（含）以下的资产支持证券发行只数、发行规模占比呈现显著下降趋势（图3、图4），说明市场更青睐高信用等级的资产支持证券。

表4 2019年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 _{sf}	1900	75.34	18195.82	94.48
AA ⁺ _{sf}	484	19.19	910.88	4.73
AA _{sf}	76	3.01	75.09	0.39
AA ⁻ _{sf}	4	0.16	3.97	0.02
A ⁺ _{sf}	23	0.91	46.49	0.24
A _{sf}	3	0.12	9.20	0.05

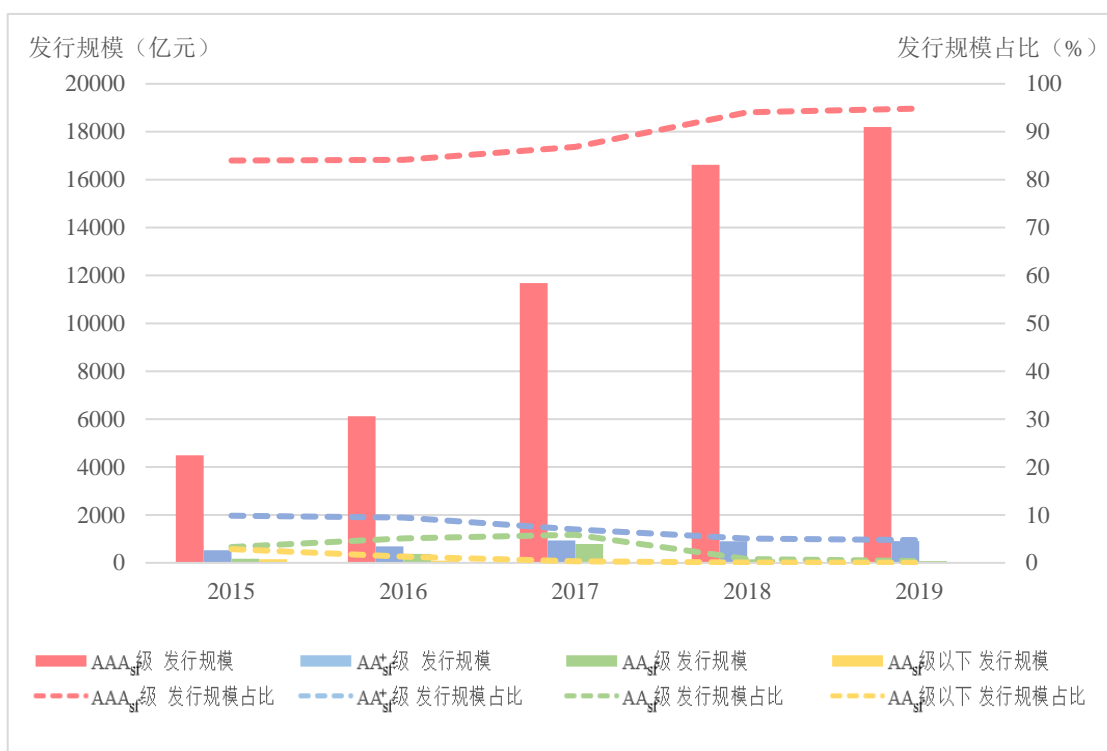
A ⁻ _{sf}	10	0.40	6.73	0.03
BBB ⁺ _{sf}	9	0.36	6.50	0.03
BBB ⁻ _{sf}	11	0.44	3.75	0.02
BB ⁺ _{sf}	2	0.08	0.44	0.00
合计	2522	100.00	19258.86	100.00

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图3 2015年—2019年资产支持证券各信用等级只数占比走势图



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图 4 2015 年—2019 年资产支持证券各信用等级发行规模占比走势图

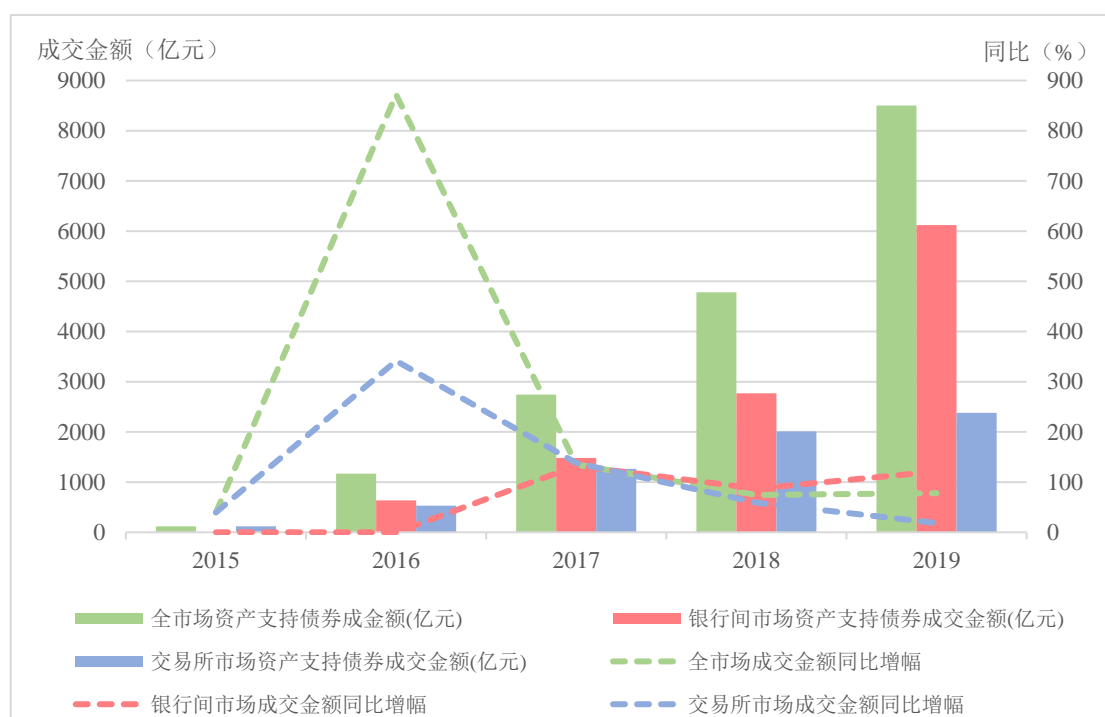
4. 产品创新不断出现，基础资产类型日益丰富

2019 年，资产证券化市场的创新产品不断出现，主要体现在三个方面：一是基础资产类型不断丰富，例如首单“三绿”ABN“广州地铁集团有限公司 2019 年度第一期绿色资产支持票据”，广州地铁集团有限公司作为原始权益人将其在特定期间、归属特定路线的地铁客运费受益权作为基础资产，发行了总规模为 30 亿元的 ABN 项目。“中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划”作为首单基础设施类 REITs 产品，将社会资本引入资金需求较大的基础设施建设领域，有效解决基础设施资产投资规模大、资金沉淀时间长、资金回流慢等问题。首单专利许可 ABS——“兴业圆融-广州开发区专利许可资产支持专项计划”将 11 家广州开发区内高新科技企业所拥有的 103 件发明专利、37 件实用新型专利的专利许可使用费作为基础资产，有助于解决中小高新技术企业所正在面临的自主知识产权研发投入大且收益周期长的困境。更加丰富的资产支持证券产品种类不但有效拓宽了企业的融资途径，满足企业融资需求，同时为投资者资产配置提供了更大的选择空间。二是定价机制的创新，例如首单挂钩 LPR 浮动利率信贷的资产证券化产品“兴银 2019 年第四期信贷资产支持证券”，可以实现资产端和证券端均挂钩 LPR 的定价机制，有效规避利率错配风险，同时商业银行还可以发挥信贷资产证券化对底层贷款“价值发现”的功能，反向推进利率市场化进程，有利于疏通货币政策的市场传导机制。三是违约保护机制的创新，例如海通证券对“海

通恒信小微 3 号资产支持专项计划优先 A-3 级资产支持证券信用保护合约”的创设是上交所市场推出的首单基于小微融资租赁资产支持证券的信用保护合约，是其贯彻党中央、国务院关于加大金融支持，缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵指示精神的有益尝试，也是上交所创新金融工具服务实体经济、服务金融供给侧结构性改革的重要举措。

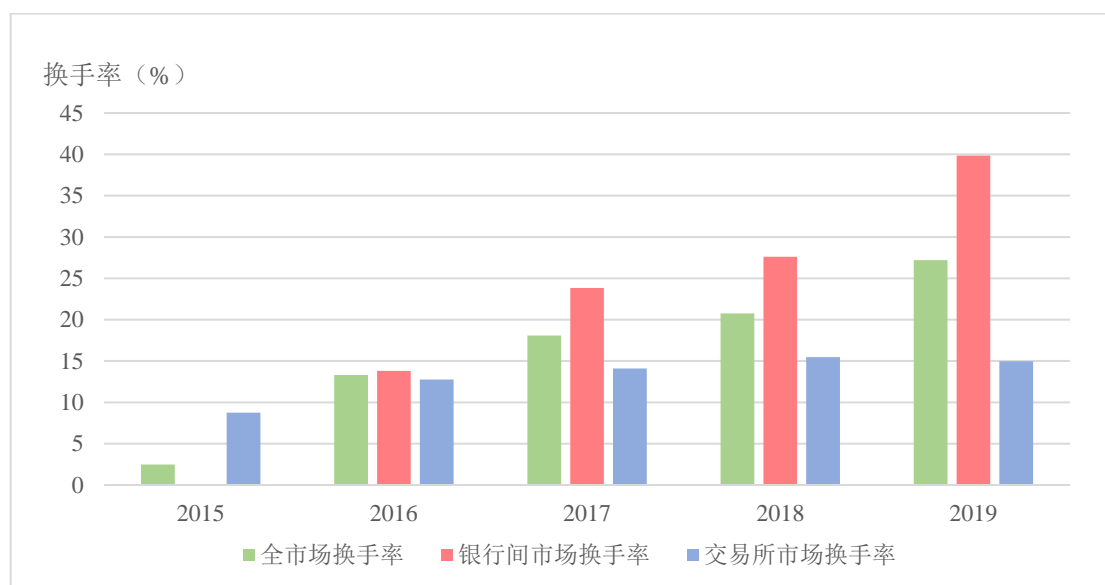
5. 二级市场交易持续增长，流动性有所改善

2019 年，资产证券化二级市场的交易规模同比大幅增长，全市场的资产支持证券的成交金额为 8503.28 亿元,同比大增 77.83%，换手率为 27.20%，其中：银行间市场的资产支持证券的成交金额为 6121.80 亿元，同比增长 120.30%，换手率为 39.86%；交易所市场的资产支持证券的成交金额为 2381.48 亿元，同比增长 18.39%，换手率为 14.98%。从 2015 年—2019 年来看，银行间市场成交金额和换手率不断攀升，资产支持证券市场的流动性不断改善（图 5、图 6）。



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图 5 2015 年—2019 年各市场资产支持证券成交金额及其同比增幅走势图



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图6 2015年—2019年各市场资产支持证券换手率图

三、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²。2019年，AAA_{sf}、AA⁺_{sf}、AA_{sf}级资产支持证券的发行利差均值分别为188BP、285BP和331BP，同比上年分别下降54BP、36BP和32BP。各信用等级之间的级差有所扩大，AAA_{sf}级和AA⁺_{sf}级之间的级差为97BP，比上年上升18BP，AA⁺_{sf}级和AA_{sf}级之间的级差为46BP，同比有所上升，反映市场投资者的风险偏好有所降低，对较低等级资产支持证券要求更高的风险补偿。各信用等级的利差变异系数相对偏高，说明投资者对资产支持证券的信用风险判断具有较大的分歧。总体看，2019年，信用评级对资产支持证券的信用风险具有良好的区分度，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（表5）。

从银行间和交易所市场的比较来看，银行间市场的AAA_{sf}、AA⁺_{sf}和AA_{sf}级资产支持证券的平均发行利率³分别比交易所市场低82BP、134BP和67BP，发行利差均值分别低83BP、

² 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债国债到期收益率。

³ 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。

127BP 和 67BP，两个市场资产支持证券在基础资产类型、发行人类型、原始权益人信用资质等方面的差异在风险定价中得到一定反映（表 6、表 7）。

为了检验信用等级对资产支持证券发行利差影响的显著性，我们采用了 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，对 AAA_{sf}、AA⁺_{sf} 和 AA_{sf} 级两两之间的利差分布进行显著性检验。2019 年，在 95% 的置信水平下，AAA_{sf}、AA⁺_{sf} 和 AA_{sf} 级之间均通过检验，具有显著性差异，说明信用等级对发行利差具有区分性，评级结果得到了投资者认可（表 8）。

表 5 2019 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)	发行期限均值 (年)	发行利率均值 (%)	发行利差区间 (BP)	发行利差均值 (BP)	级差 (BP) ⁴	发行利差变 异系数 (倍)
AAA _{sf}	1900	2.67	4.60	12 ~ 750	188	-	0.60
AA ⁺ _{sf}	484	2.64	5.58	67 ~ 955	285	97	0.49
AA _{sf}	76	2.46	6.06	125 ~ 639	331	46	0.37

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

表 6 2019 年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)	发行期限均值 (年)	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 _{sf}	501	2.58	4.00	26 ~ 750	127	-	0.69
AA ⁺ _{sf}	107	1.70	4.54	67 ~ 503	187	60	0.52
AA _{sf}	13	2.21	5.50	125 ~ 510	277	90	0.44

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

表 7 2019 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)	发行期限均值 (年)	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 _{sf}	1399	2.71	4.82	12 ~ 595	210	-	0.54
AA ⁺ _{sf}	377	2.91	5.88	87 ~ 955	314	104	0.44
AA _{sf}	63	2.51	6.17	148 ~ 639	343	29	0.35

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

表 8 2019 年资产支持证券信用等级对利差影响的显著性检验

信用等级	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}
AAA _{sf}	-	0.0000	0.0000

⁴ 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 和 AA+ 之间的级差为 AA+ 的发行利差均值减去 AAA 的发行利差均值，以此类推。

AA ⁺ _{sf}	0.0000	-	0.0026
AA _{sf}	0.0000	0.0026	-

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

四、信用事件

2019 年，市场共有 8 家原始权益人发起的 9 单 12 只资产支持证券债项评级发生下调，原始权益人家数、发行单数以及只数同比分别减少 5 家、5 单和 27 只（见表 9）。其中，“中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划”“巩义燃气供气合同债权资产支持专项计划”“北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据”“融信租赁 2017 年一期资产支持专项计划”4 单资产支持证券评级大幅下调⁵，共涉及 6 只资产支持证券，大幅下调单数、只数同比减少 4 单和 15 只。

2019 年市场上资产支持证券发生评级大幅下调的主要原因是原始权益人自身信用风险上升或外部增信主体等级下调。“中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划”的原始权益人三胞集团自身债务已经发生违约，若出现底层资产现金流不足，则有可能导致该专项计划不能如期兑付；“北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据”的差额补足义务人和保证人均均为北大方正集团有限公司，由于北大方正集团有限公司的债券发生展期，其主体长期信用等级在 2019 年 12 月 2 日由 AAA 下调至 A，评级展望为负面，从而影响到该期资产支持票据；“融信租赁 2017 年一期资产支持专项计划”的发起人融信租赁有限公司由于逾期账款持续大幅增加，以及再融资受限导致业务发展被制约，经营产生重大亏损，在 2019 年 9 月 24 日召开董事会会议并通过《关于公司拟向法院申请破产清算》的议案，对该期资产支持专项计划造成负面影响。“巩义燃气供气合同债权资产支持专项计划”则是因为其担保人河南中孚实业股份有限公司的长期信用等级在 2019 年 6 月 21 日由 AA 调降至 AA⁻，从而对该专项计划的级别产生了影响。

表 9 2019 年资产支持证券债项级别调降统计表⁶

债券简称	项目全称	发起机构/原始权益人	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
融信 L 优 B	融信租赁 2017 年一期资产支持专项计划优先 B 级资产支持证券	融信租赁股份有限公司	联合评级	CCC _{sf}	2019/12/19	BB ⁻ _{sf}	2019/6/21

⁵ 评级下调 3 个子级及以上。

⁶ 统计范围包括公募和私募以及机构间私募产品报价与服务系统和证券公司柜台市场等发行的资产支持证券。

融信 L 优 A	融信租赁 2017 年一期资产支持专项计划优先 A 级资产支持证券	融信租赁股份有限公司	联合评级	BB _{sf}	2019/12/19	A ⁺ _{sf}	2019/6/21
18 北大科技 ABN001 优先级	北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据优先级	北京北大科技园建设开发有限公司	联合资信	A _{sf}	2019/12/4	AAA _{sf}	2019/7/30
巩燃 05	巩义燃气供气合同债权资产支持专项计划优先级资产支持证券 05	巩义市燃气有限公司	联合评级	BBB _{sf}	2019/10/10	AA ⁻ _{sf}	2019/6/24
巩燃 06	巩义燃气供气合同债权资产支持专项计划优先级资产支持证券 06	巩义市燃气有限公司	联合评级	BBB _{sf}	2019/10/10	AA ⁻ _{sf}	2019/6/24
17 汇融 C	中泰-汇融一期信托受益权资产支持专项计划优先 C 级资产支持证券	安徽国元信托有限责任公司	联合评级	BBB ⁺ _{sf}	2019/6/28	A _{sf}	2017/9/29
协电力 04	太仓港协鑫发电资产支持专项计划资产支持证券 04	太仓港协鑫发电有限公司	联合评级	AA _{sf}	2019/6/26	AA ⁺ _{sf}	2018/6/21
协电力 05	太仓港协鑫发电资产支持专项计划资产支持证券 05	太仓港协鑫发电有限公司	联合评级	AA _{sf}	2019/6/26	AA ⁺ _{sf}	2018/6/21
协鑫 05	太仓港协鑫发电资产支持专项计划优先级资产支持证券协鑫 05	太仓港协鑫发电有限公司	联合评级	AA _{sf}	2019/6/26	AA ⁺ _{sf}	2018/6/22
16 中融 1B	银河金汇-中融信托 2016 第一期信托受益权资产支持专项计划优先 B 级资产支持证券	中融国际信托有限公司	大公国际	AA ⁻ _{sf}	2019/6/21	AA ⁺ _{sf}	2018/6/25
15 庆热 07	银河大庆供热资产支持专项计划优先级资产支持证券 07	大庆市热力有限公司	大公国际	AA ⁺ _{sf}	2019/6/21	AAA _{sf}	2018/6/27
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 B 类资产支持证券	三胞集团有限公司	联合评级	BB _{sf}	2019/4/15	A _{sf}	2018/10/16

注：此表统计范围包括了机构间私募产品报价与服务系统等市场。“融信 L 优 B”在统计期间共发生三次调降，联合评级于 1 月 30 日将其债项评级由 AAA_{sf} 级调降为 BBB_{sf} 级，又于 6 月 21 日将其债项评级调降为 BB_{sf} 级，最后于 12 月 19 日将其债项评级调降为 CCC_{sf} 级。“融信 L 优 A”在统计期间共发生两次调降，联合评级于 6 月 21 日将其债项评级由 AAA_{sf} 级调降为 A⁺_{sf} 级，又于 12 月 19 日将其债项评级调降为 BB_{sf} 级

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

五、市场展望

1. 市场规模有望持续增长，但增速将有所放缓

自 2014 年 11 月我国资产证券化业务实施备案制以来，资产支持证券的发行迎来了高速增长和平稳增长两个阶段，其中：2015—2017 年为三年高速增长期，此期间证监会主管 ABS 和交易商协会 ABN 的发行规模均实现翻倍增长，银保监会主管 ABS 的发行规模也保持较高增速；自 2018 年开始，资产证券化业务进入平稳增长期，2018 年发行规模同比增长 32.98%，2019 年发行规模增速则进一步下降，同比仅增长 16.47%。截至 2019 年末，我国资产支持证券累计发行规模突破 7 万亿元，存量规模突破 3.5 万亿元，整体市场的广度和深度均显著提升。展望未来，资产证券化市场仍受到诸多因素支撑，一是我国经济保持平稳增长，实体经济具有较为强劲的融资需求，更多企业将通过资产证券化市场融资，特别是其他融资渠道受到一定限制的民营企业；二是资管新规施行后，非标融资和通道业务被持续压缩，推动资产证券化市场的增长；三是商业银行从自身资本和流动性管理需要出发，将更多借助资产证券化业务释放资本和回收资金，以满足监管需要或发起新的信贷业务。同时，资产证券化市场也面临一定压力，一是我国经济增速放缓，实体经济的融资需求增长减速，从而影响资产证券化市场的融资端；二是我国债市的违约逐步常态化，投资者风险偏好有所下降，资产证券化市场的投资端受到影响；三是房地产业处于持续调控中，以物业服务费和缺乏实质抵押品的商业物业租金为基础资产开展资产证券化受到限制，房地产行业的资产支持证券发行规模可能出现下滑。因此，预计资产证券化市场规模有望保持持续增长，但增速将进一步降低。

2. 市场机制加快完善，强化监管仍是主线

随着我国资产证券化市场的快速发展，相关的法律法规也逐步完善，覆盖了发行、投资、交易、信息披露、风险控制、违约处置等各个环节，相关参与主体的行为得到有效规范。从资产证券化市场的运行来看，各类主体日益丰富，博弈较为充分，定价基本市场化，整体平稳有序。新修订的《中华人民共和国证券法》于 2019 年 12 月发布，全面推行证券公开发行注册制，并首次将资产支持证券纳入监管范畴，授权国务院依照本法的原则规定其发行、交易的管理办法。因此，随着后续关于资产证券化的行政法规的陆续出台，资产证券化业务的立法层次提高，相关主体行为将受到更为严格的法律约束，信息披露和投资者保护将更为强化，市场机制也将进一步完善。在资产证券化业务的以往操作中，也暴露一些问题，例如，基础资产涉嫌造假、原始权益人出售给专项计划的资产本身涉嫌欺诈；存在违规抵质押、关联方增信失效；中介机构执业质量堪忧，未能充分尽职履责等。针对出现的问题，监管部门在 2019 年加大了执法力度，开出了 16 张罚单，约为资产证券化业务开展以来监管部门对不

同参与机构开出的三十多张罚单的一半。而且，上海富诚海富通资产管理有限公司作为 ABS 项目管理人，由于未对原始权益人和基础资产进行全面尽职调查，导致专项计划出现重大风险，受到监管部门的首次“双罚”，被责令整改 6 个月、期间暂停办理备案，也反映了监管部门对资产证券化业务强化监管的趋势。因此，预计强化监管仍是 2020 年资产证券化市场的主线，监管部门的执法手段会更趋多样化，对违法违规行为的处罚会加重，各市场参与方需要严守合规底线，充分尽职履责，切实维护投资者的合法权益。

3. 信用风险有所上升，风控能力亟待提升

在经济增速放缓，结构优化调整的大背景下，我国企业的信用基本面有所分化，部分信用资质相对较弱的企业，特别是民营企业的信用风险有所上升。据联合统计，2019 年共新增违约主体 46 家，有 202 只债券发生违约，违约金额为 1202.96 亿元，均处于历史高位，我国债市违约已经常态化。在资产证券化市场，也出现部分违约，如大城西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划、庆汇租赁一期资产支持专项计划、平安凯迪电力上网收费权资产支持专项计划、江西省小额贷款公司 2015 年小额贷款资产支持专项计划等。尽管目前资产支持证券的违约率很低，但未来可能进一步上升，风险不容小视，市场参与方亟需提高风控能力。2019 年，随着传统债券市场的风险显现，依靠单一信用主体作为增信的 ABS 产品也受到波及，预计 2020 年分散度高的基础资产类型将成为规避风险的投资目标。展望 2020 年，在资产证券化业务中，需重点关注的风险包括：（1）供应链金融 ABS 的确权和传导风险，由于供应链金融 ABS 涉及参与方众多，形成较长的债权债务链，给确权带来一定风险，2019 年就发生过“诺亚财富踩雷”事件，而且，供应链中任何一方违约，都可能波及到供应链的其他参与方，从而影响到供应链金融 ABS 的正常兑付；（2）租赁 ABS 的底层资产质量恶化的风险，部分租赁 ABS 的底层资产对应的是经营较差的承租人，一旦承租人倒闭、破产或违约，将波及租赁 ABS 的正常偿付，市场上已发生数单租赁 ABS 风险事件；（3）收益权类 ABS 的发行人或原始权益人经营恶化，底层资产现金流大幅下降的风险，此类收益权类 ABS 的基础资产单一，集中度高，受到行业不景气、客户流失或政策变动等影响，现金流显著低于预期，从而无法及时足额兑付到期 ABS；（4）房地产行业的政策风险，在持续调控之下，部分房地产企业融资困难，现金流较为紧张，导致其发行的 ABS 信用质量下降，一旦主体出现流动性危机，对应的 ABS 也可能出现违约。总的来看，在违约常态化的债市环境中，风控能力是资产证券化市场各参与方的核心竞争力之一，各参与方需强化风控体系建设，大力提升风控能力，以迎接未来的市场挑战。