

# 资产支持证券市场月报

Monthly Report on the Asset-Backed Security Market

2019年9月

## 首单挂钩 LPR 浮动利率信贷 ABS 获批，ABN 发行量持续增长

- ◆ 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. 首单挂钩 LPR 浮动利率信贷 ABS 成功获批

“兴银 2019 年第四期信贷资产支持证券”成为市场首单挂钩 LPR 为基准定价的浮动利率信贷资产证券化产品,发起机构为兴业银行,发行规模 55.18 亿元,基础资产为兴业银行对公企业贷款,基础资产合计 37 笔,涉及 30 户借款人。该单信贷资产证券化产品的证券端和资产端均采用以 LPR 为基准定价的浮动利率:证券端的优先 A 档和 B 档发行利率以 8 月 20 日发布的一年期 LPR (4.25%) 为基准分别下调 100BP 和 50BP,采用浮动利率并按月调息;资产端的资产池中占比 92.21% 贷款采用浮动利率,加权平均贷款年利率为 4.79%,基准利率为贷款发放日发布的一年期 LPR,按季调息。该项目以“ABS+LPR-Swap (掉期)”组合投资模式为投资人提供利率互换服务来对冲存续期间的利率波动风险。

联合认为,为深化利率市场化改革,提高利率传导效率,推动降低实体经济融资成本,央行决定改革和完善贷款市场报价利率(LPR)形成机制。挂钩 LPR 浮动利率的信贷资产证券化产品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传导机制。

### 2. 首单基础设施类 REITs 产品成功发行

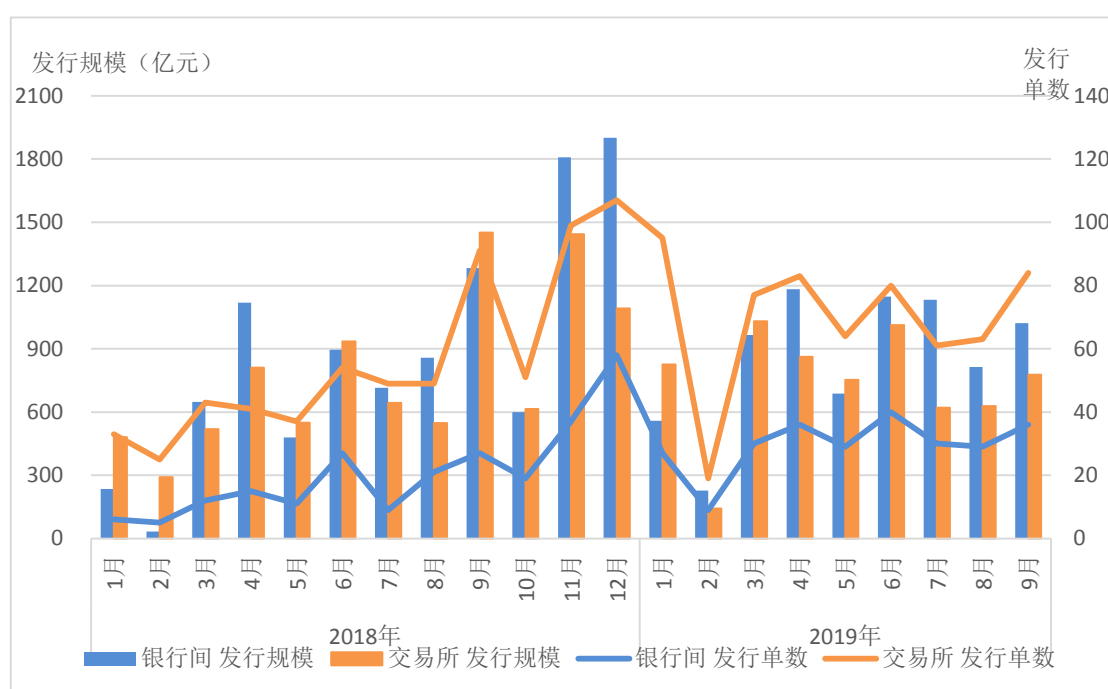
2019 年 9 月 24 日,“中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划”在上交所挂牌交易,原始权益人为浙江沪杭甬高速股份有限公司,发行规模 20.13 亿元,发行利率为 3.7%,以沪杭甬公司旗下的徽杭高速公路(安徽段)为底层资产。上述产品是我国首单基础设施类 REITs 产品。

联合认为,基础设施建设投资规模大,运营周期长,投资回收期长,优质的基础设施在运营期内具有较为稳定的现金流,基础设施 REITs 产品适合偏好长期稳定投资回报的机构投资者。类 REITs 的资产端通过组合持有的形式由专业管理人运营和管理,可以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。

<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。

## 二、发行概况

2019年9月，资产支持证券发行单数较上月显著增加，发行规模较上月大幅上升<sup>2</sup>。具体来看，2019年9月，我国债券市场共发行120单368只资产支持证券，发行单数和只数环比分别增加28单和103只，同比分别增加2单和34只；发行规模为1798.71亿元，环比增加356.66亿元，同比减少935.62亿元。2019年1~9月，我国债券市场共发行916单2711只资产支持证券，发行单数和只数同比分别增加361单和1084只；发行规模为14629.84亿元，同比增加2136.47亿元。



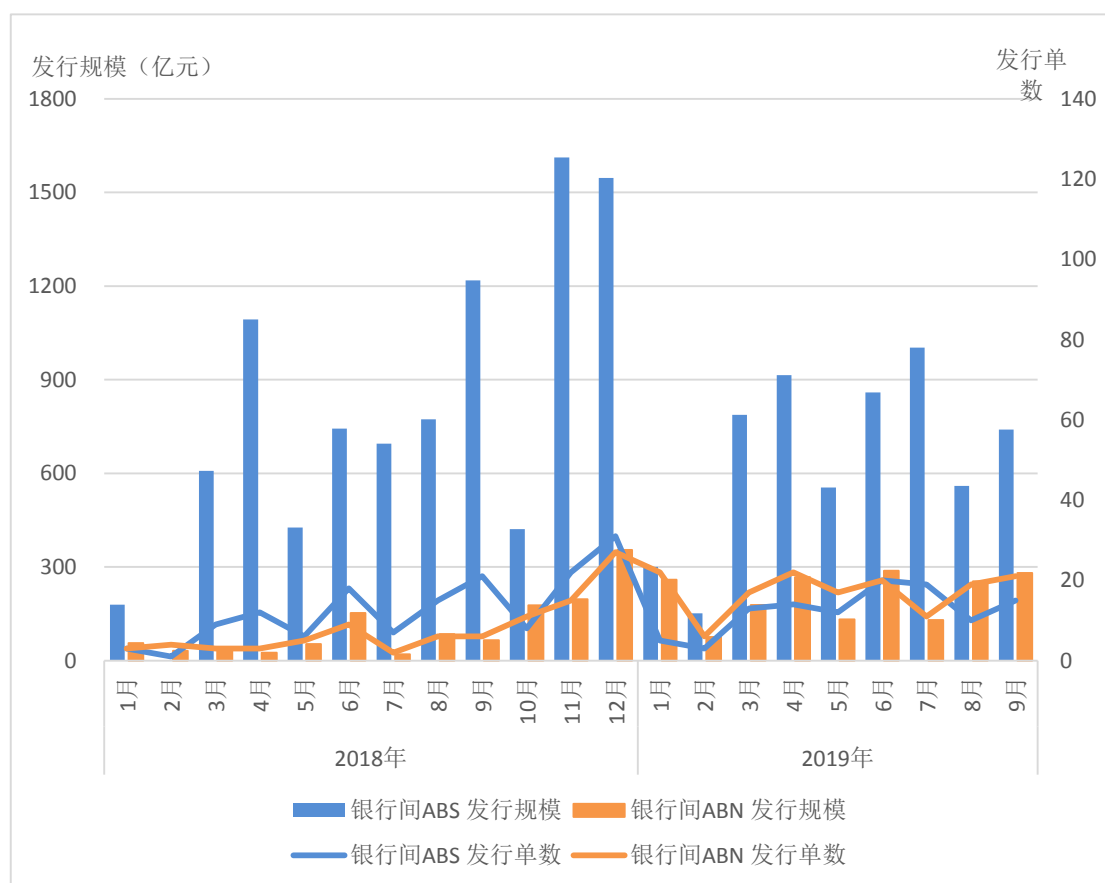
数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图1 2018年1月-2019年9月资产支持证券发行规模及单数走势图

分市场看，2019年9月银行间市场共发行36单107只资产支持证券，环比增加7单18只，同比增加9单33只；发行规模为1021.18亿元，环比上升207.36亿元、同比下降262.23亿元。其中，信贷资产支持证券（以下简称“银行间ABS”）共发行15单45只，环比增加5单13只，同比减少6单13只，发行规模为740.50亿元，环比增加180.71亿元、同比减少478.00亿元；银行间资产支持票据（以下简称“银行间ABN”）共发行21单62只，环

<sup>2</sup> 统计期以债券发行日为准，统计范围包括银行间市场、上交所、深交所市场公募和私募发行的资产支持证券。根据中国人民银行2019年10月12日发布的《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》，机构间私募产品报价与服务系统市场发行的产品将被划分为非标产品，因此不再计入统计范围之内。

比增加 2 单 5 只，同比增加 15 单 46 只，发行规模为 280.68 亿元，环比增加 26.65 亿元，同比大增 215.77 亿元（见图 2）。交易所市场共发行 84 单 261 只资产支持证券，环比增加 21 单 85 只，同比减少 7 单，增加 1 只；发行规模为 777.53 亿元，环比增加 149.30 亿元，同比减少 673.39 亿元。2019 年 1~9 月银行间市场共发行 269 单 820 只资产支持证券，同比增加 136 单 448 只；发行规模为 7735.58 亿元，同比上升 1469.56 亿元。其中，银行间 ABS 共发行 113 单 354 只，同比增加 21 单 88 只，发行规模为 5870.58 亿元，同比增加 132.25 亿元；银行间 ABN 共发行 156 单 466 只，同比大增 115 单 360 只，发行规模为 1865 亿元，同比大增 1337.31 亿元（见图 2）。交易所市场共发行 647 单 1891 只资产支持证券，同比增加 225 单 636 只；发行规模为 6894.25 亿元，同比增加 666.91 亿元。



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图 2 2018 年 1 月-2019 年 9 月银行间 ABS 及 ABN 发行规模及单数走势图

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9月	36	84	107	261	1021.18	777.53
2019年8月	29	63	89	176	813.82	628.23
2018年9月	27	91	74	260	1283.41	1450.92

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9月，中信建投证券股份有限公司承销的资产支持证券金额最高，为264.86亿元，单数最多，为17单。

表2 2019年9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
中信建投证券股份有限公司	264.86	17	219.52	12	45.34	5
中信证券股份有限公司	137.78	10	83.58	3	54.20	7
海通证券股份有限公司	116.51	6	93.70	2	22.81	4
华泰证券股份有限公司	109.20	12	48.36	3	60.84	9
中国银行股份有限公司	108.84	8	108.84	8	0.00	0
国泰君安证券股份有限公司	84.21	8	18.61	4	65.60	4
招商证券股份有限公司	78.70	10	70.38	7	8.32	3
中国国际金融股份有限公司	69.05	9	42.39	6	26.66	3
交通银行股份有限公司	66.13	3	66.13	3	0.00	0
光大证券股份有限公司	61.78	3	5.25	1	56.53	2

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9月，在发行规模方面，个人住房抵押贷款资产支持证券发行规模（438.57亿元）最高，其次为应收账款资产支持证券，发行规模为242.87亿元；从发行单数来看，应收账款资产支持证券发行单数（32单）最多，其次为应收租赁款，为18单，保理合同债权和应收票据资产支持证券发行单数也较多，均为14单。2019年1~9月，个人住房抵押贷款资产支持证券发行规模（3023.17亿元）最高，其次为应收账款资产支持证券，发行规模为2477.80亿元；从发行单数来看，应收账款资产支持证券发行单数（318单）最多，其次为应收租赁款，为124单，保理合同债权资产支持证券发行单数也较多，为93单。

表3 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)	
	2019年9月	2019年1~9月	2019年9月	2019年1~9月	2019年9月	2019年1~9月
个人住房抵押贷款	5	42	19	145	438.57	3023.17

应收账款	32	318	82	675	242.87	2477.80
应收租赁款	18	124	66	455	201.55	1478.60
汽车抵押贷款	1	27	4	87	66.00	1257.52
应收票据	14	57	45	195	196.00	827.99
信用卡贷款	-	9	-	29	-	672.65
企业信贷资产	3	13	9	39	157.16	633.08
保理合同债权	14	93	29	182	62.14	589.21
小额贷款	5	37	15	106	90.00	565.34
信托受益权	3	35	16	146	30.00	467.99
消费性贷款	2	26	6	84	50.88	385.37
商业房地产抵押贷款	1	18	3	43	9.00	288.07
基础设施收费	3	24	15	173	45.15	280.53
房地产信托投资基金	3	13	7	35	64.10	224.84
融资融券债权	1	6	2	12	10.00	165.00
不良贷款	5	14	10	28	57.89	89.71
PPP项目	-	3	-	29	-	43.62
其他收益权	-	1	-	11	-	8.00
其他债权	10	56	40	237	77.40	1151.34
<b>总计</b>	<b>120</b>	<b>916</b>	<b>368</b>	<b>2711</b>	<b>1798.71</b>	<b>14629.84</b>

注：1. 2019年9月份中基础资产为其他债权的ABS项目包括基础资产为企业债权（9单）和应收债权（1单）的ABS项目；2. 2019年1-9月份中基础资产为其他债权的ABS项目包括基础资产为企业债权（129单）和应收债权（39单）的ABS项目；基础资产为其他收益权的ABS项目为1单门票收入的ABS项目

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

截至2019年9月底，债券市场上共有2172单6258只资产支持证券存续，本金存量规模为30928.51亿元，其中基础资产为个人住房抵押贷款、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4 2019年9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	154	9029.08	29.19
应收账款	581	5014.79	16.21
应收租赁款	366	2413.42	7.80
信托受益权	143	1710.80	5.53
小额贷款	101	1406.52	4.55
商业房地产抵押贷款	53	1279.78	4.14
汽车抵押贷款	60	1249.45	4.04

应收票据	80	1059.32	3.43
基础设施收费	148	941.09	3.04
房地产信托投资基金	50	916.21	2.96
企业信贷资产	53	769.72	2.49
保理合同债权	121	752.04	2.43
信用卡贷款	11	715.51	2.31
消费性贷款	41	549.03	1.78
融资融券债权	26	400.77	1.30
不良贷款	45	166.75	0.54
PPP项目	13	121.06	0.39
其他收益权	13	90.98	0.29
其他债权	113	2342.19	7.57
<b>总计</b>	<b>2172</b>	<b>30928.51</b>	<b>100.00</b>

注：1. 基础资产为其他债权的ABS项目包括基础资产为企业债权（71单）、应收债权（26单）、委托贷款（14单）、保单贷款（1单）和BT回购款（1单）的ABS项目；2. 基础资产为其他收益权的ABS项目包括基础资产为航空票（4单）、门票收入（8单）和棚改/保障房（1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9月，新发行的资产支持证券中，有225只具有信用评级，其中AAA<sub>sf</sub>级的资产支持证券的发行只数和发行规模在新发行资产支持证券中占比分别为45.92%和73.58%，比例最高；无评级的资产支持证券的发行只数和发行规模在新发行资产支持证券中占比分别为38.86%和22.16%。

表5 2019年9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>	169	45.92	1323.51	73.58
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	48	13.04	72.86	4.05
AA <sub>sf</sub>	5	1.36	2.60	0.14
BBB <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	2	0.54	1.00	0.06
BBB <sub>sf</sub>	1	0.27	0.12	0.01
无评级	143	38.86	398.62	22.16
<b>总计</b>	<b>368</b>	<b>100.00</b>	<b>1798.71</b>	<b>100.00</b>

注：该统计以发行人付费评级机构的评级结果为准，对于具有多个发行人付费评级机构出具的评级结果，以较低的信用等级为准，均不考虑未在国内注册的评级机构的评级结果，下同

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

截至2019年9月底，存量资产支持证券中，有3806只具有信用评级，其中AAA<sub>sf</sub>级的资产支持证券的存量只数和存量规模在存量资产支持证券中占比分别为42.89%和71.44%，比例最高；无评级的资产支持证券的发行只数和发行规模在在存量资产支持证券中占比分别为39.18%和20.76%。

表6 2019年9月底存续资产支持证券信用等级统计表

级别	存量只数	存量只数占比(%)	存量规模(亿元)	存量规模占比(%)
AAA <sub>sf</sub>	2684	42.89	22094.18	71.44
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	863	13.79	1833.61	5.93
AA <sub>sf</sub>	188	3.00	458.56	1.48
AA <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	11	0.18	20.13	0.07
A <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	18	0.29	26.81	0.09
A <sub>sf</sub>	6	0.10	16.24	0.05
A <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	5	0.08	4.78	0.02
BBB <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	4	0.06	6.81	0.02
BBB <sub>sf</sub>	3	0.05	1.20	0.00
BBB <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	13	0.21	7.33	0.02
BB <sub>sf</sub>	1	0.02	14.78	0.05
B <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	7	0.11	7.70	0.02
CC <sub>sf</sub>	1	0.02	9.72	0.03
C <sub>sf</sub>	2	0.03	6.82	0.02
无评级	2452	39.18	6419.84	20.76
总计	6258	100.00	30928.51	100.00

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

## 四、信用事件

2019年9月，债券市场上无资产支持证券发生违约事件和级别下调<sup>3</sup>。2019年1~9月，根据Wind资讯，债券市场上共有8只资产支持证券级别发生下调，共涉及7单资产证券化项目和6家发起机构（见表8）。其中，资产支持证券级别发生下调的只数同比减少23只，单数同比减少1单，发起机构同比减少3家。2019年4月3日，辽宁证监局对中诚信证券

<sup>3</sup> 评级下调事件仅根据Wind公布的数据



评估有限公司出具警示函，原因为：在“庆汇租赁一期资产支持专项计划”项目中，项目执业中未能勤勉尽责，对相关信用评级报告所依据文件资料的真实性、准确性、完整性进行核查和验证；未有效开展现场考察和访谈；评级方法不严谨。

表7 2019年1~9月资产支持证券级别调降统计表

债券简称	项目全称	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 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 <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	2019/6/21	AAA <sub>sf</sub>	2018/6/27
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 <sub>sf</sub>	2019/6/26	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	2018/6/22
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 <sub>sf</sub>	2019/6/26	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	2019/6/26	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	2018/6/21
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 <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	2019/6/21	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	2018/6/25
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 <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	2019/6/28	A <sub>sf</sub>	2017/9/29
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 <sub>sf</sub>	2019/4/15	A <sub>sf</sub>	2018/10/16
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	BB <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	2019/6/21	BBB <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	2019/1/30

注：1. “融信 L 优 B” 在上半年度共发生两次调降，1 月 30 日，联合评级将其债项评级由 AAA<sup>sf</sup> 级调降为 BBB<sub>sf</sub>，联合评级又于 6 月 21 日将其债项评级由 BBB<sub>sf</sub> 调降为 BB<sub>sf</sub>

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9月，信用评级对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。AAA<sub>sf</sub>和AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差均值环比分别上升26BP和73BP，AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差均值环比下降109BP。AAA<sub>sf</sub>级资产支持证券发行利差均值环比上升、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级资产支持证券发行利差均值环比下降，主要是因为9月份基础资产为收费收益权类且原始权益人为地方融资平台公司的AAA<sub>sf</sub>级资产支持证券发行量环比增加，但该基础资产类型的AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级资产支持证券发行量环比下降，收费收益权类资产支持证券原始权益人多为地方融资平台公司，信用资质较弱，发行成本较高，而受上月AA<sub>sf</sub>级资产支持证券样本数目（仅2只）限制，本月AA<sub>sf</sub>级资产支持证券发行利差均值环比指标不具普遍代表性；9月份资金面较上年同期宽裕，AAA<sub>sf</sub>、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>和AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差同比分别下降28BP、3BP和45BP。AAA<sub>sf</sub>级和AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级之间的级差为64BP，环比下降135BP，同比上升26BP，AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级和AA<sub>sf</sub>级之间的级差为64BP，环比上升182BP、同比下降18BP。各级别资产支持证券的发行利差变异系数环比、同比均不同程度上升，表明投资者对各级别资产支持证券的信用风险判断分歧有所加剧。

表8 2019年9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) 5	发行利差变异 系数(倍)
AAA <sub>sf</sub>	149	3.59	4.79	34~485	202	-	0.65
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	40	2.65	5.38	85~585	266	64	0.52
AA <sub>sf</sub>	5	1.80	5.96	234~526	330	64	0.36

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9月，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。AAA<sub>sf</sub>和AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差均值环比分别下降42BP和121BP，同比分别下降45BP和84BP。

<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。

<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。

AAA<sub>sf</sub>级资产支持证券的利差变异系数较高，反映投资者对银行间AAA<sub>sf</sub>级资产支持证券的信用风险判断存在较大分歧。

表9 2019年9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 <sub>sf</sub>	35	3.73	3.69	34~224	92	-	0.56
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	6	1.32	3.67	85~156	107	15	0.24

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

在交易所市场，信用评级对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，发行利差均值整体呈随级别降低而增加的趋势。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236BP、294BP和330BP，AAA<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差均值环比分别上升44BP和73BP，而AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差均值环比下降98BP；AAA<sub>sf</sub>和AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差均值同比分别下降22BP和48BP，而AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差均值同比上升3BP。

表10 2019年9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 <sub>sf</sub>	114	3.55	5.13	42~485	236	-	0.55
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	34	2.89	5.69	113~585	294	58	0.45
AA <sub>sf</sub>	5	1.80	5.96	234~526	330	36	0.36

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理