

资产支持证券市场月报

Monthly Report on the Asset-Backed Security Market

2019年7月

首单 PPP 储架式 ABS 获批，发行利差走势分化

- ◆ 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¹

1. 全国首单 PPP 储架式资产证券化项目获批

近日，“国金-川投航信停车场 PPP 项目 1-10 号资产支持专项计划”在深交所获批，是全国首单 PPP 储架式资产证券化项目。该项目储架获批额度 30 亿元，首期发行规模 5.3 亿元，开启了 PPP 项目资产证券化的新篇章。该项目由川投航信发起并担任资产服务机构，原始权益人为各 PPP 项目公司，基础资产为项目公司持有的停车场 PPP 项目下的经营权及收益权。该项目首次搭建了 PPP+Pre-ABS（资产证券化前端的融资业务）+储架式 ABS（储架式资产证券化）模式，破解了 PPP 项目面临的最大难点——资金的进入和退出，打通了基础设施领域的募、投、管、运、退全流程，形成“盘活存量-投资增量-再次盘活”的良性循环。

联合认为，首单 PPP 储架式资产证券化项目获批有以下两方面意义：一是储架发行模式在 PPP 资产证券化的应用将有效提高 PPP 资产证券化发行的效率和灵活性；二是将吸引更多 PPP 项目通过 PPP 储架资产证券化方式来提高 PPP 项目的流动性，进而吸引更多社会资本参与 PPP 项目，形成 PPP 项目和资产证券化市场发展相互促进的良性循环。未来，类似的 PPP 资产证券化项目有望迎来快速发展。

2. 全国地方 AMC（资产管理）行业首单债务重组资产支持票据落地河南

7月11日，全国地方 AMC（资产管理）行业首单债务重组资产支持票据（ABN）落地河南。该单资产支持票据由中原资产管理公司发行，规模 27 亿元，优先级 25 亿元，获 AAA_{sf} 评级，次级 2 亿元。目前，金融机构认购规模达 56.1 亿元，认购倍数 2.24 倍，发行利率 4.23%。该资产支持票据的基础资产全部为公司收购的非金融企业债务重组类资产，入池的基础资产共有 15 笔，债务人所在地涉及 4 个省份，其中河南省的本金余额占比最大，为 76.79%；入池的基础资产剩余期限均在 5 年以内，主要以 1~2 年（含）为主，其剩余本金余额占比为 68.18%；该项目中单个债务人最大单一重组合同的未偿本金余额占入池基础资产的未偿本金余额比例为 17.61%，单个债务人最低入池本金余额约为 2160 万元，占有基础资产本金余额的比例为 0.78%。据悉，该资产支持票据是全国地方 AMC（资产管理）行业中首单以非金融企业债务重组类资产为基础资产发行的资产支持票据，也是行业发行规模最大的资产支持票据。

¹ 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。

联合认为，地方资产管理行业债务重组资产支持证券的成功发行有助于盘活AMC的存量资产、优化其资产负债结构，增加AMC所持资产流动性并提高其经营效率，进而更好发挥地方资产管理公司在防范和化解金融风险、服务实体经济发展“稳定器”的功能作用。在地方不良资产规模不断增加，地方AMC持有资产流转需求日益增加的背景下，首单地方资产管理行业债务重组资产支持证券的成功发行为地方AMC资产流转提供了很好的示范效应，将促使更多地方AMC通过发行债务重组资产支持证券的方式满足其所持资产的流转需求。

3. 资产支持票据（ABN）首张罚单产生

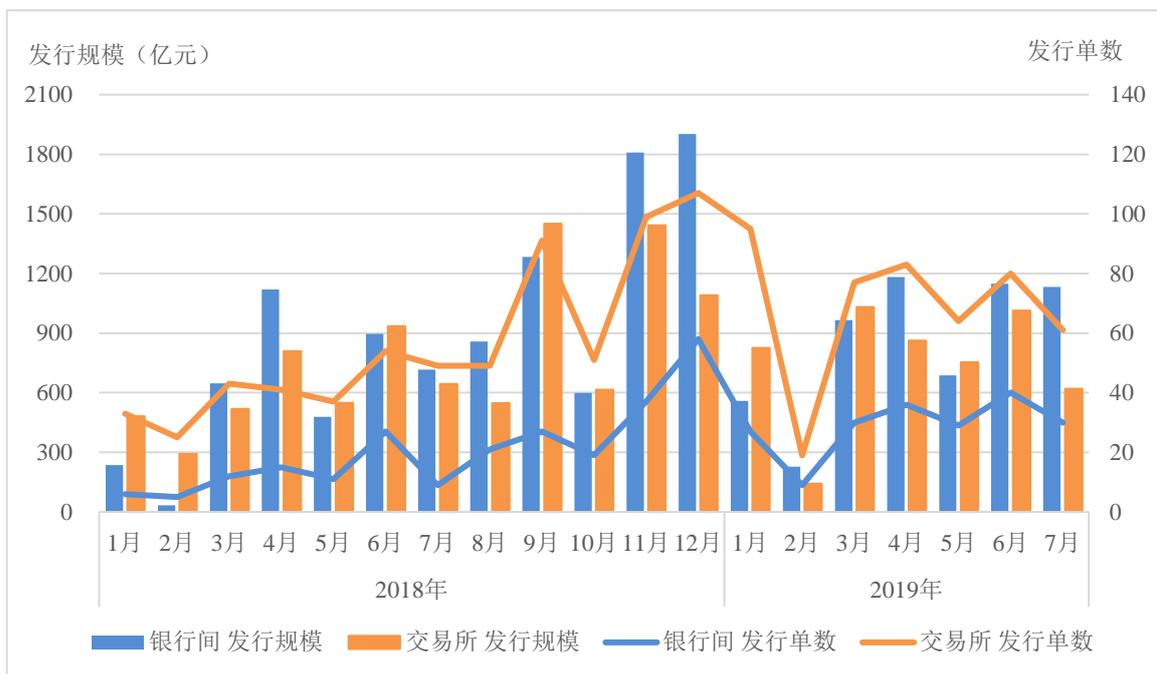
7月17日，中国银行间市场交易商协会公告了2条自律处分，中信建投证券股份有限公司（简称“中信建投”）和前海结算商业保理（深圳）有限公司（以下简称“前海结算”）因在五矿地产ABN相关产品上存在未备案即发行、披露财报信息不准确等问题被给予通报批评。

联合认为，在资产证券化市场信用风险持续暴露的背景下，监管部门对资产支持证券市场各参与方的监管力度将持续加大，加强资产支持证券化市场的监管有利于引导市场主体位尽责，有效维护投资者权益。

二、发行概况

2019年7月，资产支持证券发行单数和规模均较上月有所减少²。具体来看，2019年7月，我国债券市场共发行91单265只资产支持证券，环比减少29单77只，同比增加33单86只；发行规模为1752.38亿元，环比减少408.38亿元，同比增加393.66亿元。发行单数、规模环比均有所减少，尤其是基础资产为应收账款的资产支持证券发行单数、规模均明显减少，可能是因为受诺亚财富暴雷事件影响，市场对应收账款ABS中确权风险的担忧明显增加；发行单数、规模同比有所增加，其中，基础资产为汽车抵押贷款、保理合同债权和应收租赁款的资产支持证券发行单数和规模同比均明显增加，投资者近年来对资产支持证券认可度提高，以及2018年“资管新规”的出台促使金融机构投资者对标准化证券产品需求增加等因素，均有力推动资产支持证券市场扩容。

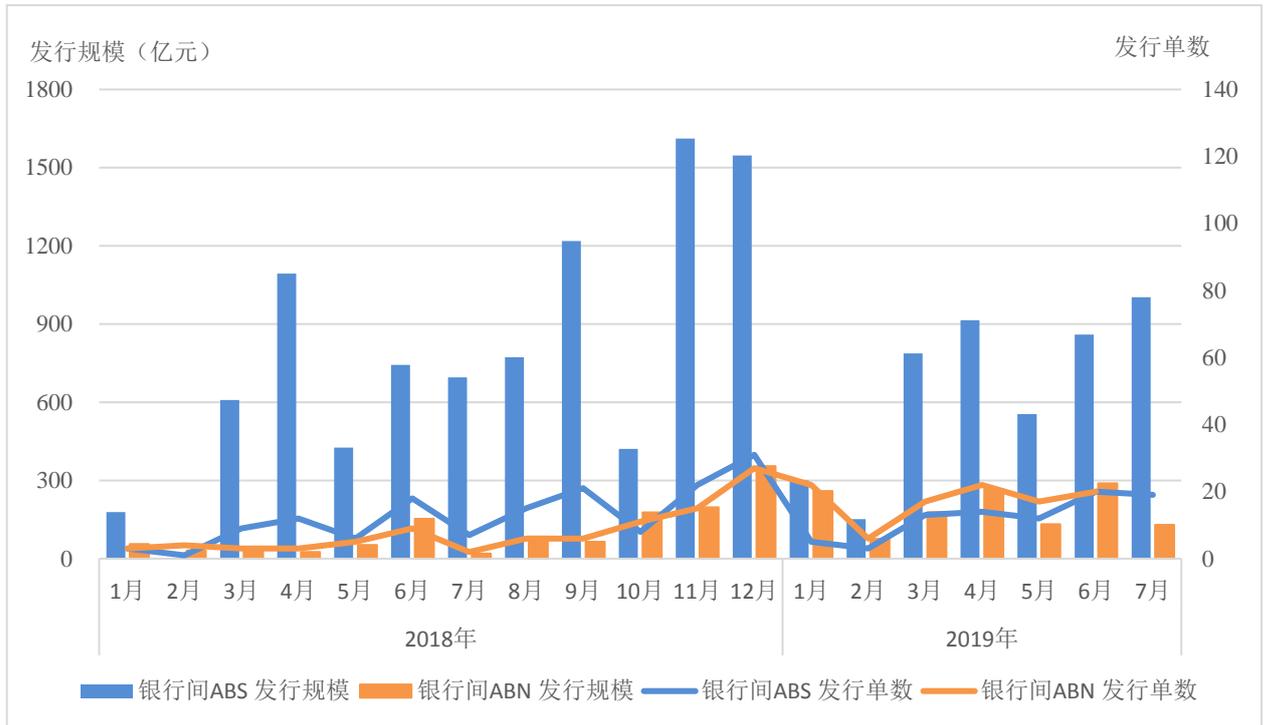
² 统计期以债券发行日为准，统计范围包括银行间市场、上交所和深交所市场公募和私募发行的资产支持证券，不包括机构间私募产品报价与服务系统和其他市场发行的资产支持证券。



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图1 2018年1月-2019年7月资产支持证券发行规模及单数走势图

具体而言，2019年7月银行间市场共发行30单96只资产支持证券，环比减少10单35只，同比增加21单64只；发行规模为1131.95亿元，环比略有减少，同比明显增加。其中，银行间资产支持证券（以下简称“银行间ABS”）共发行19单64只，环比减少1单、增加2只，同比增加12单38只，发行规模为1002.48亿元，环比、同比均不同程度增加；银行间资产支持票据（以下简称“银行间ABN”）共发行11单32只，环比减少9单37只，同比增加9单23只，发行规模为129.47亿元，环比有所减少，但同比大幅增加（见图2）。交易所市场共发行61单169只资产支持证券，环比减少19单42只，同比增加12单22只；发行规模为620.43亿元，环比明显减少，同比有小幅下降。



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图2 2018年1月-2019年7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7月	30	61	96	169	1131.95	620.43
2019年6月	40	80	131	211	1148.06	1012.70
2018年7月	9	49	32	147	715.51	643.22

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7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298.57亿元；平安证券股份有限公司承销的单数最多，为15单。

表2 2019年7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	298.57	13	276.62	10	21.95	3
中信证券股份有限公司	196.22	14	153.12	8	43.10	6
中信建投证券股份有限公司	142.44	9	97.30	6	45.14	3

平安证券股份有限公司	113.89	15	0.00	0	113.89	15
中国银行股份有限公司	110.49	6	110.49	6	0.00	0
中国国际金融股份有限公司	98.60	8	84.69	6	13.91	2
国泰君安证券股份有限公司	94.25	9	59.27	4	34.98	5
华泰证券股份有限公司	47.60	5	20.72	1	26.88	4
汇丰银行(中国)有限公司	47.10	3	47.10	3	0.00	0
中国建设银行股份有限公司	36.23	4	36.23	4	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7月, 在发行规模方面, 个人住房抵押贷款资产支持证券(RMBS)发行规模(368.49亿元)最多, 其次为汽车抵押贷款资产支持证券, 发行规模为277.89亿元; 从发行单数来看, 应收账款资产支持证券和保理合同债权资产支持证券发行单数排名前两位, 分别为28单和13单。

表3 2019年7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	8	26	368.49
汽车抵押贷款	6	21	277.89
应收账款	28	59	217.02
信用卡贷款	2	8	199.73
企业信贷资产	3	9	156.37
其他债权	7	31	148.00
应收租赁款	8	30	97.17
保理合同债权	13	23	93.57
应收票据	7	22	87.45
信托受益权	4	10	54.63
基础设施收费	4	25	33.07
商业房地产抵押贷款	1	1	19.00
总计	91	265	1752.38

注: 基础资产为其他债权的ABS项目包括基础资产为企业债权(6单)和基础资产为应收债权(1单)的ABS项目

数据来源: Wind, 联合资信、联合评级整理

截至2019年7月底, 债券市场上共有2070单资产支持证券存续, 本金存量规模为29886.65亿元, 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7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	145	8680.40	29.04
应收账款	553	4942.94	16.54
应收租赁款	343	2314.98	7.75
其他债权	107	2250.03	7.53
信托受益权	141	1717.98	5.75
小额贷款	100	1502.80	5.03
汽车抵押贷款	64	1332.69	4.46
商业房地产抵押贷款	51	1257.88	4.21
基础设施收费	146	900.60	3.01
应收票据	70	881.93	2.95
房地产信托投资基金	47	860.01	2.88
保理合同债权	120	804.14	2.69
企业信贷资产	52	727.23	2.43
信用卡贷款	13	663.59	2.22
融资融券债权	28	463.30	1.55
消费性贷款	21	269.52	0.90
不良贷款	44	117.94	0.39
PPP项目	12	100.26	0.34
其他收益权	13	98.42	0.33
总计	2070	29886.65	100.00

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（65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7月，新发行的265只资产支持证券中，有168只具有信用评级，且均为A⁺_{sf}级及以上，其中AAA_{sf}级的资产支持证券的发行只数和发行规模占比分别为43.77%和80.59%，比例最高。

表5 2019年7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 _{sf}	116	43.77	1412.26	80.59

AA ⁺ _{sf}	38	14.34	82.39	4.70
AA _{sf}	11	4.15	3.02	0.17
A ⁺ _{sf}	3	1.13	8.15	0.47
无评级	97	36.60	246.56	14.07
总计	265	100.00	1752.38	100.00

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

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

四、信用事件

2019年7月，债券市场上无资产支持证券债项级别发生下调。7月8日，诺亚财富发布公告称，旗下上海歌斐资产管理公司（简称“歌斐资产”）的一只规模为34亿元的私募基金面临“暴雷”风险，诺亚财富进一步指出该基金投资标的为承兴国际控股（简称“承兴国际”）与北京京东世纪贸易有限公司（简称“京东”）之间的应收账款债权。歌斐资产称，承兴国际相关方为京东供应商，双方存在大量长期交易，歌斐资产已经就该供应链融资对承兴国际和京东提起司法诉讼，但京东则否认该应收债权的真实性，指承兴国际在京东毫不知情的情况下，涉嫌伪造与京东等公司的合同进行诈骗。据悉，承兴国际实际控制人兼董事长罗静女士目前因涉嫌欺诈活动被上海警方刑事拘留。诺亚财富的踩雷事件引起了市场对应收账款ABS中确权风险的担忧，预计对以应收账款为基础资产的资产支持证券化产品发展带来一定负面影响³。

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⁴。

2019年7月，AAA_{sf}级资产支持证券的发行利差均值环比下降37BP，AA⁺_{sf}和AA_{sf}级资产支持证券的发行利差均值环比分别上升10BP和16BP，AAA_{sf}、AA⁺_{sf}、AA_{sf}级资产支持证券的发行利差均值同比分别下降105BP、62BP和222BP。7月份，资金面整体较上年同期宽松，故各级别资产支持证券发行利差均值同比均有所下降，但受信用风险进一步暴

³ 资料来源：《34亿基金爆雷！诺亚财富踩雷承兴国际事件全梳理》（腾讯财经，2019.07.09）；《诺亚财富“讨债”34亿融资逾期谁负责？》（北青网，2019.07.10）。

⁴ 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。

露的影响，投资者对 AAA_{sf} 级资产支持证券需求进一步增加，叠加对 AA⁺_{sf} 和 AA_{sf} 级资产支持证券的风险溢价提高，进一步导致 AAA_{sf} 级和 AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级发行利差环比走势分化。AAA_{sf} 级和 AA⁺_{sf} 级之间的级差为 131BP，环比、同比分别上升 47BP 和 43BP，而 AA⁺_{sf} 级和 AA_{sf} 级之间的级差为-11BP，同比下降 160BP。AAA_{sf} 级资产支持证券的利差变异系数较高，反映投资者对 AAA_{sf} 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，发行利差均值整体呈随级别降低而增加的趋势，AA_{sf} 级发行利差均值较 AA⁺_{sf} 级低，主要因为有 6 只样本⁵为绿色扶贫资产支持证券，具有绿色和扶贫双属性，故发行利率明显偏低。

表 7 2019 年 7 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) ⁶	发行利差变 异系数(倍)
AAA _{sf}	102	2.13	4.25	26~459	153	-	0.69
AA ⁺ _{sf}	36	2.07	5.58	76~491	284	131	0.43
AA _{sf}	10	3.67	5.60	157~566	273	-11	0.43

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 7 月，AAA_{sf} 和 AA⁺_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值环比分别下降 17BP 和 106BP，同比分别下降 79BP 和 145BP。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 7 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 _{sf}	46	2.94	3.77	26~362	100	-	0.73
AA ⁺ _{sf}	10	1.51	3.90	76~175	122	22	0.27
AA _{sf}	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

在交易所市场，AAA_{sf}、AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值分别为 196BP、346BP 和 273BP，AAA_{sf}、AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值环比分别下降 31BP 和 10BP，而 AA⁺_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值环比上升 43BP；AAA_{sf}、AA⁺_{sf} 和 AA_{sf}

⁵ 6 只样本均属于“华创-安顺汽运客运费收益权绿色扶贫资产支持专项计划”，基础资产类型为汽运客运费收益权，原始权益人为贵州省安顺汽车运输公司。

⁶ 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_{sf} 和 AA⁺_{sf} 之间的级差为 AA⁺_{sf} 的发行利差均值减去 AAA_{sf} 的发行利差均值，以此类推。

级资产支持证券的发行利差均值同比分下降 81BP，12BP 和 222BP。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。

表 9 2019 年 7 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 _{sf}	56	1.48	4.64	69~459	196	-	0.54
AA ⁺ _{sf}	26	2.28	6.22	191~491	346	150	0.23
AA _{sf}	10	3.67	5.60	157~566	273	-73	0.43

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理