

固定收益专题

方兴未艾、渐趋成熟的资产证券化市场

资产证券化在国内发展迅速，机构参与意愿较高。银行和非金融企业希望利用资产证券化盘活资产存量，提升资本回报率，实现资产提前变现。目前国内 3.94 万亿的资产证券化产品中，信贷资产支持证券 1.36 万亿，企业资产支持证券 2.00 万亿，交易商 ABN 为 0.58 万亿。

银行利用资产证券化盘活存量，提升资本回报率。近年来商业银行存贷息差下行，资本充足率和流动性监管也限制了商业银行继续加杠杆。信贷资产证券化通过将信贷资产打包出售给 SPV 实现了信贷资产的出表，缩小了银行的资产端，有利于银行释放贷款额度、客观上提升了资产周转率。

对于非金融企业来说，资产支持证券打破 40% 限制且资金用途限制少，信用评级更高，有利于降低融资成本。一方面，企业资产证券化通过风险隔离使基础资产与原始权益人分离，因此评级不再受制于原始权益人信用；进一步通过各种类型的内/外部信用增级措施大幅提升产品信用评级。另一方面，资产证券化不受 40% 净资产的限制，融资获得资金用途基本没有监管与限制，较其它债券产品融资更加灵活。

信贷 ABS 发行利率市场化程度高，整体上略高于中短期票据，企业 ABS 发行利率差明显，个体差异较大。信贷资产支持证券基础资产为各类债权，现金流稳定、可预测性强，发行定价市场化程度较高，优先级发行利率与同等级相似期限的中短期票据到期收益率高度一致，整体上略高于中短期票据到期收益率。企业资产支持证券基础资产分散、不同行业间差异导致企业 ABS 发行利率差异较大。

红利期已过，但流动性匮乏导致二级利差仍在。资产支持证券利率走势与同评级、同期限的中短期票据利率走势高度一致，整体上看，资产支持证券二级定价市场化程度较高。利差方面，资产支持证券与中短期票据利差不断收窄，目前 1 年期资产支持证券与中短期票据利差在 10bp 左右。但资产支持证券流动性远不及其他类型债券。

银行是资产支持证券的主要需求方，公募基金、保险参与度不高。较低的风险计提比例是银行配置资产支持证券的主要原因，商业银行表内投资 AA- 评级以上资产证券化产品风险权重仅为 20%，低于对一般企业债权的 100% 和对个人住房抵押贷款的 50%。公募基金更看重资产流动性，参与度不高，2020 年中公募基金共持有资产支持证券 1238.3 亿元，仅占市场规模的 3%。由于国内 ABS 普遍期限较短，因而对保险公司吸引力有限。

资产证券化分析的起点是判断原始权益人是否对基础资产是否实现了“真实出售”，即原始权益人是否真实的剥离了基础资产。分析资产支持证券首先需要判断产品负债端的支撑主体，若负债端由基础资产池支撑，则核心风险是基础资产池的组合风险和产品结构设计；若负债端由原始权益人信用支撑，产品更像担保融资，应采用信用债分析逻辑。

判断原始权益人是否真实的剥离了基础资产没有明确的量化的标准，而更依赖投资者的经验和主观判断，我们在此给出几种常用的思路。第一，判断原始权益人意图，原始权益人意图对基础资产是否实现“真实出售”影响极大。第二，资产支持证券如果设有原始权益人为发起者的回购或赎回条款，则往往不会被认定为真实出售，因为此时原始权益人仍保有对基础资产的控制权。第三，如果原始权益人对基础资产有剩余利润的索取权，则也没有实现真实出售。第四，特殊目的载体如果有用于弥补信用风险的追索权则也不能认为实现真实出售，SPV 只应当在基础资产有瑕疵且原始权益人未履行告知义务的前提下有追索权。

风险提示：监管政策变化，宏观经济下行超预期。

作者

分析师 杨业伟

执业证书编号：S0680520050001

邮箱：yangyewei@gszq.com

研究助理 李顺帆

邮箱：lishunfan@gszq.com

相关研究

- 1、《固定收益专题：区域债务负担重，天津城投怎么看？》2020-10-27
- 2、《固定收益点评：清华控股：不破不立，校企改革的出路》2020-10-26
- 3、《固定收益定期：如何看待近期同业存单利率上升及对债市影响》2020-10-25
- 4、《固定收益点评：监管出手止乱，价值终将回归——近期转债市场点评》2020-10-24
- 5、《固定收益点评：专注汽车灯具的独立供应商，建议积极申购——星宇转债投资价值分析》2020-10-21

内容目录

1 资产证券化结构与参与主体.....	5
1.1 原始权益人：通过资产证券化实现出售资产融资的机构，具有多重身份.....	5
1.2 计划管理人：连接各参与方的桥梁.....	6
1.3 特殊目的载体（SPV）：资产证券化业务的中枢，风险隔离的载体.....	7
1.4 信用增级机构：多方位提升资产支持证券信用等级.....	8
2. 为什么发行资产支持证券？.....	10
2.1 银行为何发行资产支持证券.....	10
2.2 非金融企业为何发行资产支持证券.....	11
3. 我国资产证券化发行情况.....	12
3.1 我国资产证券化市场概况.....	12
3.1 信贷资产证券化方兴未艾，产品结构标准、发行定价市场化程度高.....	14
3.2 企业资产证券化后来居上，基础资产差异造成发行定价差异较大.....	15
4. 二级市场表现如何？.....	18
4.1 二级定价市场化程度高，利差收窄.....	18
4.2 流动性持续改善但依旧偏弱.....	19
5. 谁在买 ABS？.....	20
6. 判断原始权益人是否真实剥离了基础资产是资产证券化分析的现实起点.....	22
7. 典型产品案例分析.....	24
7.1 个人抵押住房贷款资产证券化——信贷 ABS.....	24
7.2 企业贷款资产证券化——信贷 ABS.....	25
7.3 汽车贷款资产证券化——信贷 ABS.....	26
7.4 收益权类资产证券化——企业 ABS.....	26
风险提示.....	27

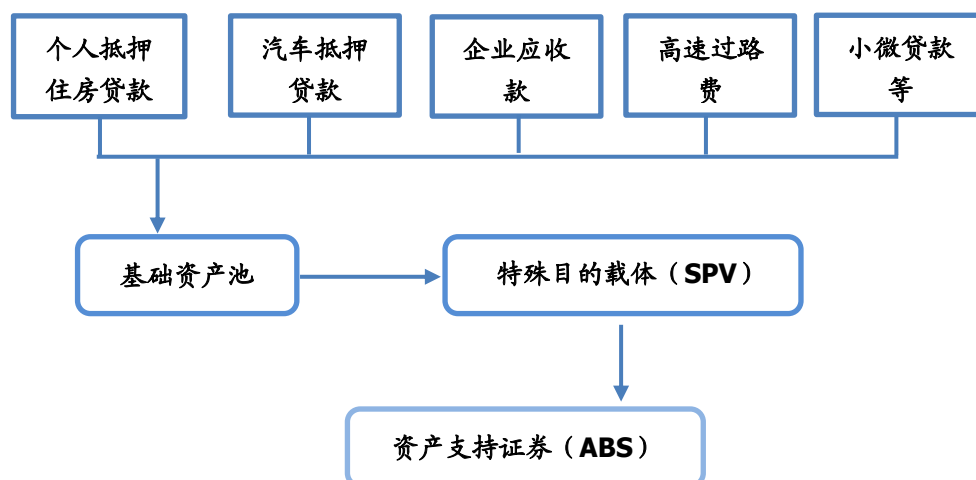
图表目录

图表 1：资产证券化示意图.....	4
图表 2：美国资产支持证券存量规模.....	4
图表 3：资产证券化基本交易结构.....	5
图表 4：2015 年以来信贷资产证券化发起机构类型分布（按数量）.....	6
图表 5：2015 年以来企业资产证券化发起机构类型分布（按数量）.....	6
图表 6：资产证券化计划管理人市场份额（2015 年以来）.....	7
图表 7：双层 SPV 结构.....	8
图表 8：资产证券化现金流偿付模型.....	9
图表 9：资产证券化是资产负债表左边的融资.....	10
图表 10：我国商业银行净息差与资本利润率走势.....	11
图表 11：LPR 利率走势.....	11
图表 12：我国商业银行资本充足率与杠杆率.....	11
图表 13：企业资产支持证券发行人主体评级分布（2015 年以来）.....	12
图表 14：企业资产支持证券评级分布（2015 年以来）.....	12
图表 15：历年来我国资产支持证券发行规模（截至 2020 年 10 月 12 日）.....	13
图表 16：我国不同模式资产证券化对比.....	13
图表 17：我国信贷资产证券化发行规模与数量.....	14

图表 18: 已发行信贷资产支持证券基础资产类别 (按数量)	14
图表 19: 已发行信贷资产支持证券基础资产类别 (按规模)	14
图表 20: 信贷 ABS 优先级发行利率 (小于 1 年) 与中短期票据到期收益率 (1 年)	15
图表 21: 信贷 ABS 优先级发行利率 (1-2 年) 与中短期票据到期收益率 (2 年)	15
图表 22: 我国企业资产证券化发行规模与数量	16
图表 23: 已发行企业资产支持证券基础资产类别 (按数量)	16
图表 24: 已发行企业资产支持证券基础资产类别 (按规模)	17
图表 25: 企业 ABS 优先级发行利率 (小于 1 年) 与企业债到期收益率 (1 年)	17
图表 26: 企业 ABS 优先级发行利率 (1-2 年) 与企业债到期收益率 (2 年)	18
图表 27: 中债资产支持证券到期收益率与中短期票据到期收益率 (1 年, AAA)	18
图表 28: 中债资产支持证券到期收益率与中短期票据到期收益率 (3 年, AAA)	19
图表 29: 银行间 ABS 余额与换手率	19
图表 30: 交易所 ABS 余额与换手率	20
图表 31: 银行间 ABS 持有者结构 (2020 年 9 月)	20
图表 32: 商业银行持有银行间 ABS 结构 (2020 年 9 月)	20
图表 33: 上交所 ABS 持有者结构 (2020 年 9 月)	21
图表 34: 深交所 ABS 持有者结构 (2020 年 9 月)	21
图表 35: 公募基金持有资产支持证券规模	22
图表 36: 我国资产支持证券发行期限分布 (2015 年以来)	22
图表 37: 判断是否实现资产终止确认流程	23
图表 38: 建元 2020 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券交易结构	24
图表 39: 工元 2015 年第一期信贷资产证券化交易结构	25
图表 40: 上和 2020 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券交易结构	26
图表 41: 华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划交易结构	27

资产证券化是指以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。其本质就是出售流动性较差的基础资产的未来现金流进行融资。

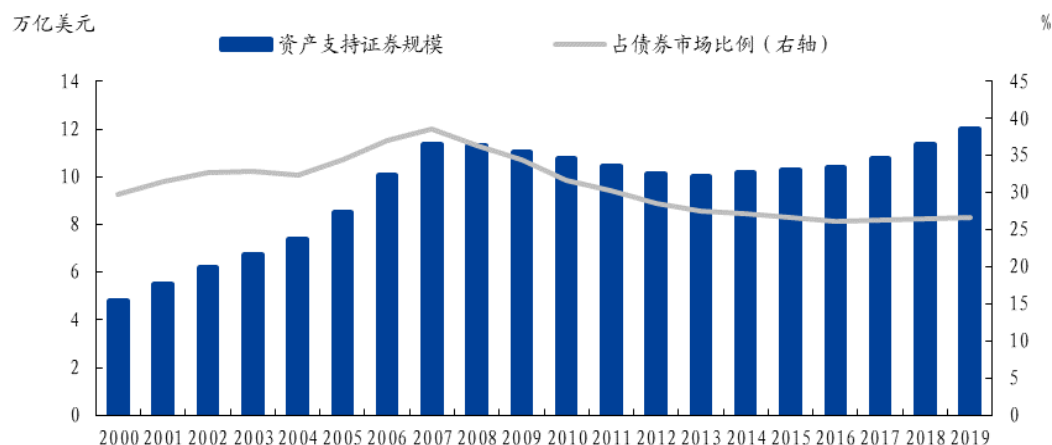
图表 1: 资产证券化示意图



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

资产证券化起源于上世纪 60 年代末的美国住房抵押贷款市场，至今已有 50 余年的历史。次贷危机爆发之前，资产支持证券发展达到顶峰，美国资产支持证券占债券市场比例达到 40% 附近。而后次贷危机爆发，作为主要问题资产的 ABS 和 MBS 显著缩水。但到目前证券支持资产依然是美国债券市场的重要组成部分，截至 2019 年底美国存量资产支持证券规模达 12 万亿美元，占债券市场比例高达 27.7%。

图表 2: 美国资产支持证券存量规模

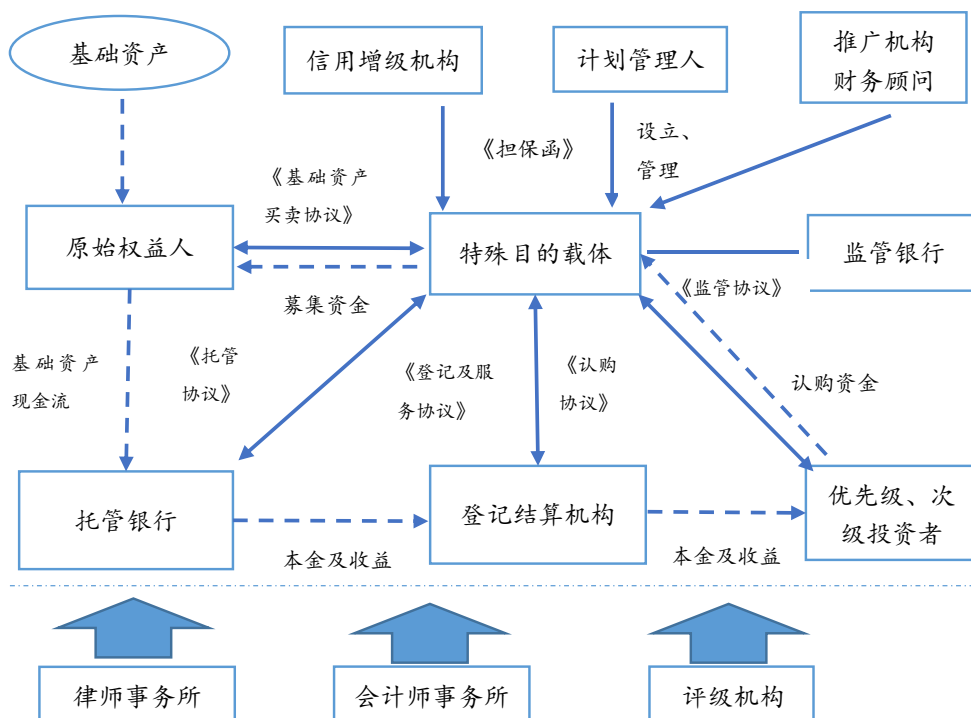


资料来源：Wind，国盛证券研究所

1 资产证券化结构与参与主体

资产证券化交易结构复杂，参与主体较多。简单来说，资产证券化包括如下流程：1.原始权益人将以可以产生稳定、可预测现金流的资产打包形成基础资产池；2.设立特殊目的载体（SPV）并由特殊目的载体向投资者发行资产支持证券；3.特殊目的载体现金收购基础资产池；4.完成现金流归集并将本息兑付给投资者。在上述流程中，主要参与者包括：1.原始权益人（发起人）、2.计划管理人、3.特殊目的载体（SPV）、4.信用增级机构、5.中介机构：包括律师事务所、会计事务所和信用评级机构等

图表 3：资产证券化基本交易结构



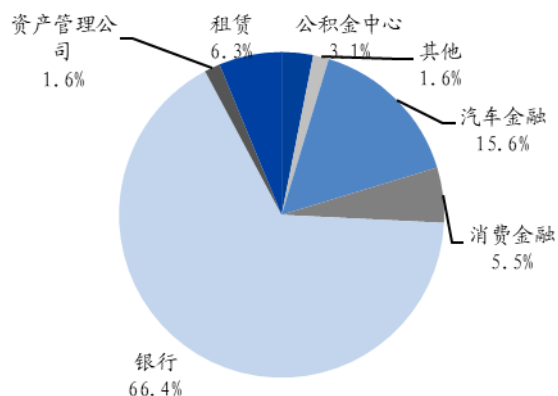
资料来源：《中国资产证券化产品投资手册》，国盛证券研究所

1.1 原始权益人：通过资产证券化实现出售资产融资的机构，具有多重身份

原始权益人是资产的初始所有者，是资产证券化业务的开端。原始权益人又称发起机构，是资产的所有者，也是资产证券化业务的融资方，在资产证券化业务流程中原始权益人通过将能够产生稳定、可预测现金流的资产转让给特殊目的载体（SPV）以获得融资。

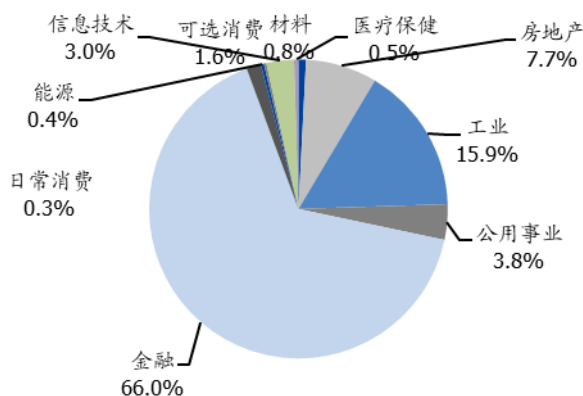
信贷资产证券化发起机构以银行为主，企业资产证券化发起机构行业相对分散但仍以金融业为主。信贷资产证券化原始权益人均为金融机构，其中银行是最主要的发起机构，其次是汽车金融、消费金融、租赁、公积金中心和资产管理公司。企业资产证券化原始权益人行业分布相对分散，但金融行业依旧是最主要的发起机构，金融业企业资产证券化的基础资产与信贷资产证券化差异较大。信贷资产证券化基础资产为企业贷款、住房抵押贷款、汽车抵押贷款等信贷资产，而金融业企业资产证券化基础资产以应收账款、小额贷款债权、信托受益权等为主。

图表 4: 2015 年以来信贷资产证券化发起机构类型分布 (按数量)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2015 年以来企业资产证券化发起机构类型分布 (按数量)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

原始权益人还是资产支持证券的投资者，一般也是资产服务机构。《关于规范信贷资产证券化发起机构风险自留比例的文件》要求信贷资产证券化发起机构应持有由其发起资产证券化产品的一定比例,这一比例不得低于该单证券化产品全部发行规模的 5%，而发起机构持有最低档次资产支持证券的比例不得低于该档次资产支持证券发行规模的 5%。企业资产支持证券业有优先级/次级分档设计，一般次级由发行人全额自持且不可转让，要求发起机构自持是为了防范道德风险，因此发起机构也是投资者。

资产服务机构负责基础资产的管理与资金归集、转付，职责包括但不限于回收基础资产现金流、对预期资产进行催收与处置、定期向管理人和投资者披露基础资产情况等。不难发现，资产服务机构需要对基础资产有充分了解，原始权益人具有天然优势，因此在资产证券化项目中，原始权益人常常被聘请为资产服务机构。

1.2 计划管理人：连接各参与方的桥梁

计划管理人负责从产品设计、销售发行到存续期管理等一系列工作，是连接资产支持证券各参与方的桥梁。信贷资产支持证券的计划管理人为信托公司，企业资产支持证券的计划管理人为券商或基金子公司，计划管理人在资产证券化业务中负责方案设计、组织尽职调查、提供市场信息、联络投资人、安排证券发行安排、登记挂牌、存续期管理等工作，计划管理人的工作贯穿资产证券化项目全过程，是连接资产支持证券各参与方的桥梁。目前市场上共有 36 家管理人发行过信贷资产支持证券，其中建信信托、上海国际信托和华润深国投信托排名前三；共有 146 家管理人发行过企业资产支持证券，其中德邦证券、中信证券和华泰证券（上海）资产管理公司排名前三；共有 47 家管理人发行过交易商 ABN，其中华能贵诚信托、天津信托和建信信托排名前三。

图表 6: 资产证券化计划管理人市场份额 (2015 年以来)

信贷资产证券化			企业资产证券化		
	项目总数	总额(亿元)		项目总数	总额(亿元)
建信信托	114	8381.64	德邦证券	223	4567.73
华润深国投信托	88	4466.66	中信证券	362	3911.93
中信信托	69	3927.94	华泰证券(上海)资产管理	240	2940.78
交银国际信托	57	3556.52	平安证券	332	2940.00
上海国际信托	105	3355.49	中国国际金融	173	2669.89
华能贵诚信托	43	2092.10	信达证券股份有限公司	32	2098.20
中海信托	32	1688.01	上海国泰君安证券资产管理	102	1656.31
中国对外经济贸易信托	50	1629.04	中信建投证券	122	1538.91
中粮信托	25	1275.31	招商证券资产管理	106	1223.03
兴业国际信托	26	1258.54	天风证券	110	1143.88

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 特殊目的载体 (SPV): 资产证券化业务的中枢, 风险隔离的载体

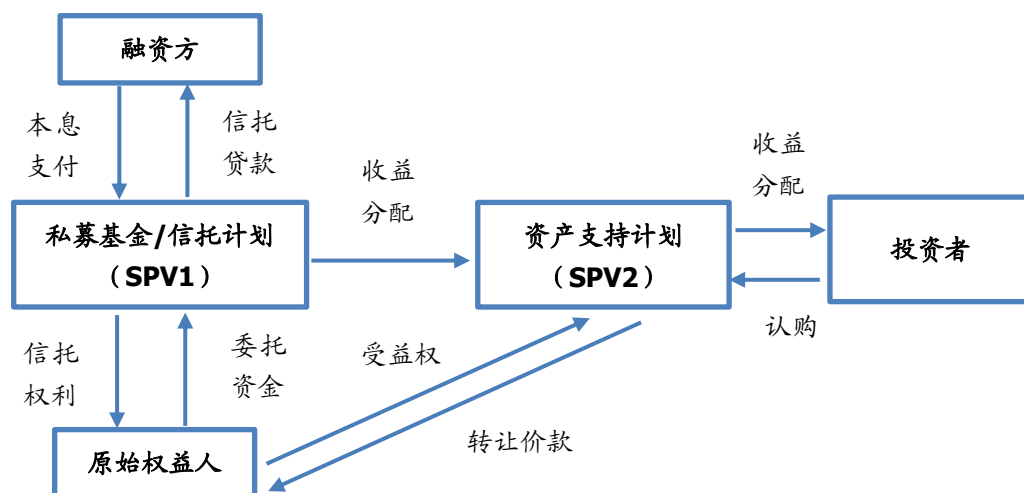
特殊目的载体具有发行证券筹集资金和实现破产隔离两大功能。特殊目的载体 (SPV) 是资产证券化业务的核心环节, 在资产支持证券发行过程中发起人通过将基础资产“真实出售”给 SPV 实现融资, SPV 获得基础资产后则作为发行人发行和出售资产支持证券。一方面, SPV 作为资产支持证券的中介机构需要对基础资产进行整合、打包, 然后设计并出售资产支持证券, 产品销售完成后 SPV 将款项支付给原始权益人, 因此 SPV 在资产支持证券的发行过程中发挥着重要作用。另一方面, SPV 的设计实现了破产隔离, 实现破产隔离有以下两层含义: 第一, SPV 与原始权益人实现破产隔离, 指基础资产已经实现真实出售, 资产支持证券现金流与原始权益人经营状况无关; 第二, SPV 与其他参与者也是破产隔离的, SPV 一般由计划管理人设立, 但 SPV 经营状况与计划管理人自身经营无关, 根据《资产证券化试点管理办法》规定, 受托机构、贷款服务机构、资金保管机构、证券登记托管机构及其他为证券化交易提供服务的机构因依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产等原因进行清算的, 信托财产不属于其清算财产。

特殊目的载体组织形式主要包括特殊目的信托 (SPT)、特殊目的公司 (SPC) 和其他类型特殊目的载体 (SPE)。目前我国资产证券化尚处于发展阶段, 特殊目的公司 (SPC) 尚缺乏相应的法律支持, 而特殊目的信托 (SPT) 和其他类型特殊目的载体 (SPE) 的选择更多取决于监管要求, 整体上看两者差异不大。信贷资产证券化主要使用 SPT, 而企业资产证券化和保险资产证券计划多采用 SPC 形式。

为了解决现金流难以特定化的问题还出现了双 SPV 结构。根据《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》, 基础资产是指符合法律法规规定, 权属明确, 可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的财产权利或者财产, 基础资产可以是企业应收款、租赁债权、信贷资产、信托受益权等财产权利, 基础设施、商业物业等不动产财产或不动产收益权, 以及中国证监会认可的其他财产或财产权利。门票收入、学位等未来收费权益不确定性较高, 不符合基础资产要求, 因此需要设立双层 SPV 结构, 通过第一层 SPV (私募基金或信托) 将收益权转化为债权, 从而实现现金流的可预测与可特定化。

以阳光学院一期资产支持专项计划为例，该计划原始权益人为阳光集团，通过五矿信托受托管理的单一资金信托计划向其子公司阳光学院发放信托贷款，还款来源为阳光学院收到的学费、住宿费等。接着阳光集团以信托收益权为基础资产，由东兴证券设立并管理资产支持专项计划。在此交易过程中资产支持专项计划和信托共同扮演 **SPV** 的角色，实现了阳光学院未来现金流的法律界定和基础资产的转让。

图表 7：双层 SPV 结构



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

1.4 信用增级机构：多方位提升资产支持证券信用等级

信用增级是资产证券化的基本原理之一。信用增级是保障资产证券化产品顺利发行的重要制度保障。从融资方角度看，通过各种信用增级方式提升资产支持证券的信用等级有利于降低融资成本；从投资者角度来看，信用增级措施为投资者提供了更多保障，降低了信用风险，提升了资产支持证券现金流的稳定性。

信用增级可以分为内部增级和外部增级，内部增级通过资产证券化交易结构设计实现，外部增级则以外部增信机构提供的信用担保为主。

内部信用增级主要包括优先级/次级结构设计、超额机制设计、储备金账户和信用触发机制（包括违约和加速偿付）。

1. 优先级/次级结构设计

资产支持证券按照本金偿付顺序分为优先级、夹层级和次级多个挡位，在实务中各挡位还可以进一步细分。本息偿付顺序优先级>夹层级>次级，因此优先级证券受到夹层级和次级的保护，往往具有较高的信用评级。

2. 超额机制设计

常见的超额机制包括超额利差、超额覆盖和超额抵押，超额利差指基础资产池的现金流大于资产支持证券支付给投资者的利息和各种税费的总和，常用于利率稳定的信贷 ABS 和债权类 ABS。超额利差需要设立超额利差账户，作为未来可能发生损失补偿的现金准备。超额覆盖是超额利差的另一种表现形式，指的是基础资产未来产生的现金流大于资产支持证券支付给投资者的利息和各种税费的总和，超额覆盖主要应用于收益权类的资产支持证券。超额抵押指基础资产总值大于资产支持证券的发行额，对资产支持证券的投资者提供了一定的安全垫。

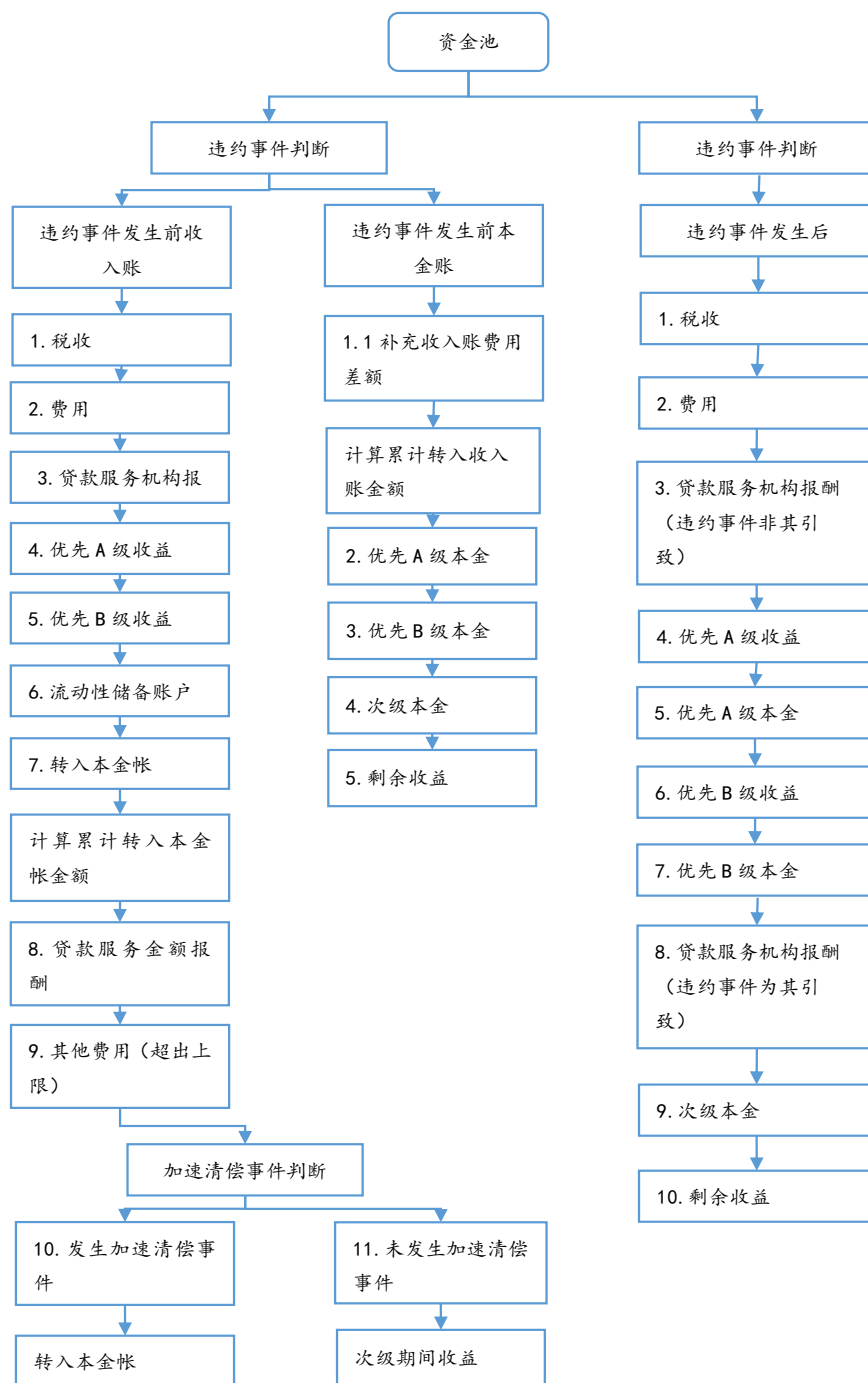
3. 储备金账户

储备金类似于银行准备金，账户初始资金来源为特殊目的载体，特殊目的载体从资产支持证券筹集资金中提取一部分现金进入储备金账户。在产品存续期内，若因流动性需求动用了储备金则后续需要通过现金流分配进行补充。

4. 信用触发机制

在资产支持证券存续期间若出现了特定的风险事件，如发起人信用资质下降、基础资产违约率超过一定比例或超额利差下降至一定水平时会触发信用风险机制，**常见的信用触发机制包括违约事件和加速清偿事件**。违约事件触发后将不再区分收入帐与本金帐，基础资产所有现金流将依次用于支付税费、服务费用及各档收益与本金；加速清偿事件触发后收入帐不再支付次级档利息，支付完税费、服务费用、优先级利息、储备金账户和其他费用后，剩余金额转入本金帐。

图表 8: 资产证券化现金流偿付模型



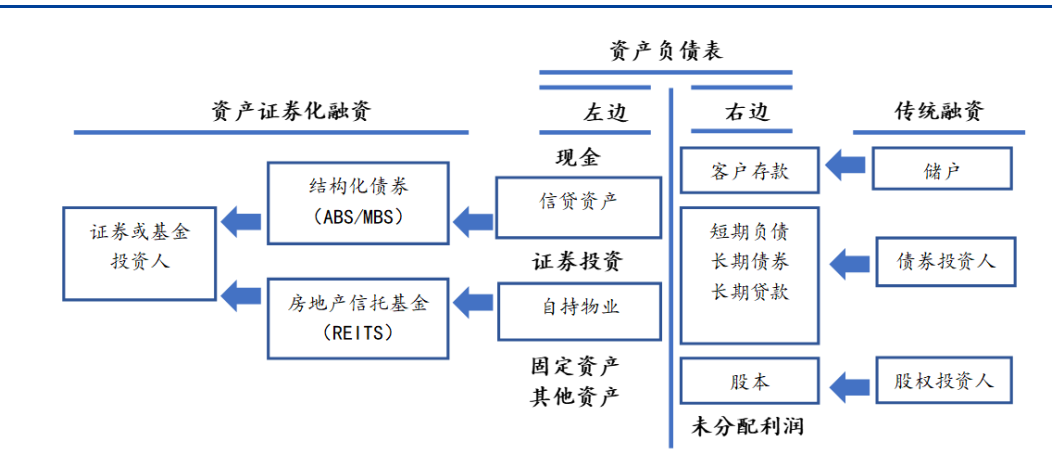
资料来源:《中国资产证券化产品投资手册》，国盛证券研究所

外部信用增级主要包括第三方担保、差额支付承诺、回购承诺、流动性支持等。第三方担保广泛应用于债权融资领域，资产支持证券中的第三方担保与传统的担保模式一样，由第三方机构对 SPV 发行的资产支持证券进行担保，从而实现信用增级，担保的优点是增信效果明显且易观察，缺点是会增加额外的成本。差额支付承诺指承诺人对基础资产现金流无法偿付的优先级利息及本金予以差额补足；回购承诺指当特定事件触发时，承诺人需要按约定回购部分或全部资产支持证券，回购是承诺人的义务，而资产支持证券投资者拥有选择是否参与回购的权力；流动性支持指当基础资产现金流与资产支持证券本息支付出现错配时，承诺人将提供流动性支持，但所投入资金为垫付款，未来需要回收。差额支付承诺、回购承诺和流动性支持既可以由外部机构提供，也可以由原始权益人提供，当它们由原始权益人提供时也可以被看做内部信用增级。

2.为什么发行资产支持证券？

资产证券化是资产负债表左边的融资，本质是存量资产的提前变现。企业的证券化重点在资产负债表的左边，以债券、股票、贷款等形式搭建企业的资产机构，并假设企业永续经营。资产证券化的重点在资产负债表的右边，本质是将缺乏流动性的资产提前变现，实现优化资产负债结构的目标。

图表 9：资产证券化是资产负债表左边的融资



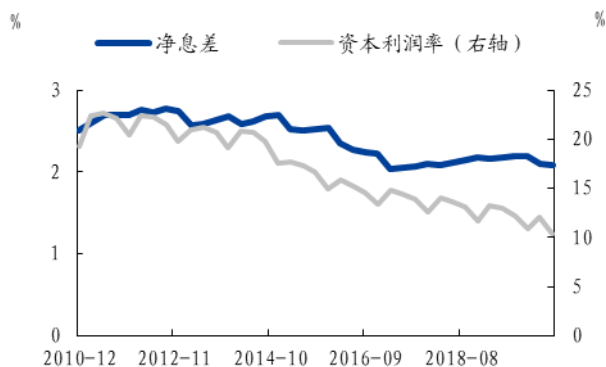
资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

2.1 银行为何发行资产支持证券

商业银行资本回报率=存贷息差*杠杆率*周转率。近年来商业银行存贷息差下行压力明显，资本充足率和流动性监管也限制了商业银行继续加杠杆，资产周转率成为提升资本回报率的关键，但银行资产周转率具有内生性，单独提升周转率难度较大。信贷资产证券化通过将信贷资产打包出售给 SPV 实现了信贷资产的出表，缩小了银行的资产端，有利于银行释放贷款额度、提升资产周转率。

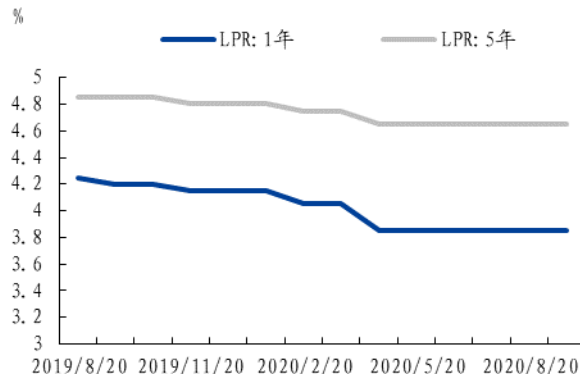
利率市场化持续推进，让利实体背景下存贷息差存在下行压力。一方面，银行作为高度顺周期行业，在经济下行压力加大时期盈利持续承压，2020 年上半年，我国商业银行资本回报率为 10.35%，较去年同期下行 2.7 个百分点，受企业融资需求趋弱影响净息差也进入下行区间，2020 年 6 月，我国商业银行净息差为 2.09%，较年初下行 11bp。另一方面，疫情对实体经济部门造成巨大冲击，金融让利实体基调下银行净息差难以走阔，LPR 利率稳步下行也在引导银行逐步降低贷款利率。

图表 10: 我国商业银行净息差与资本利润率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

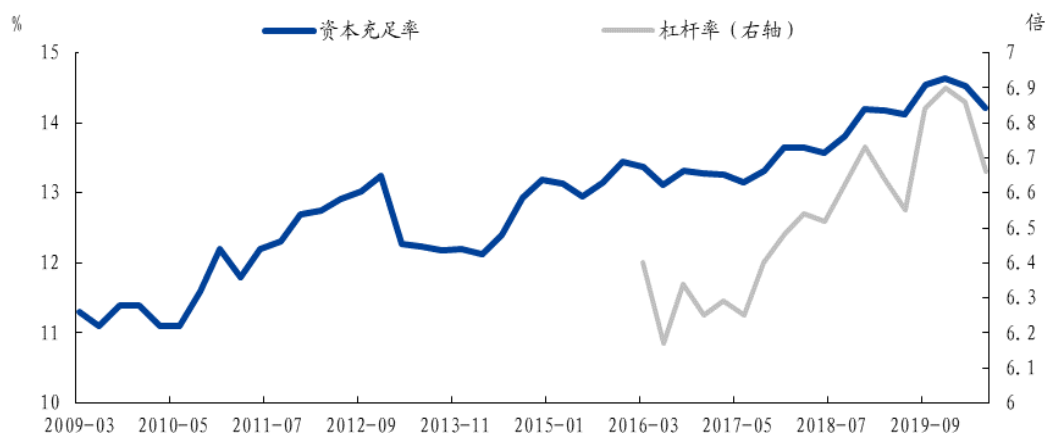
图表 11: LPR 利率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

疫情冲击银行经营，资本充足率监管限制银行继续加杠杆。2008 年金融危机后，各国央行对银行业监管趋严，资本充足率监管要求越来越高。根据 2012 年 6 月发布的《商业银行资本管理办法（试行）》规定，2018 年底及以后，系统重要性银行核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率需要达到 8.5%、9.5%和 11.5%，其他银行核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率需要达到 7.5%、8.5%和 10.5%。截至 2020 年 6 月，我国商业银行核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为 10.5%、11.6%和 14.2%，虽然仍远高于监管要求，但疫情冲击下银行为应对资产质量恶化加大拨备计提力度，资本金增速下滑，资本充足率下行压力较大。因此资本充足率监管将限制银行资产端扩张规模，导致银行难以继续提升杠杆率。

图表 12: 我国商业银行资本充足率与杠杆率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

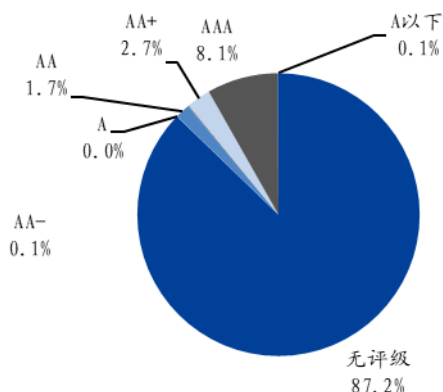
利用资产证券化盘活存量，提升资本回报率依赖加快周转率。综上所述，银行要提升资本回报率只能通过加快周转率来实现。信贷资产证券化帮助银行实现信贷资产的出表，缩小了资产端规模，有利于银行释放贷款额度，加速周转。此外发行信贷资产支持证券还有利于银行调节资产负债的期限错配和实现信贷资产的风险转移。

2.2 非金融企业为何发行资产支持证券

资产支持证券信用评级更高，有利于降低融资成本。企业资产支持化通过风险隔离实现基础资产与原始权益人的分离，因此评级不再受制于原始权益人信用；进一步通过各种类型的内/外部信用增级措施大幅提升产品信用评级。2015 年以来发行的资产

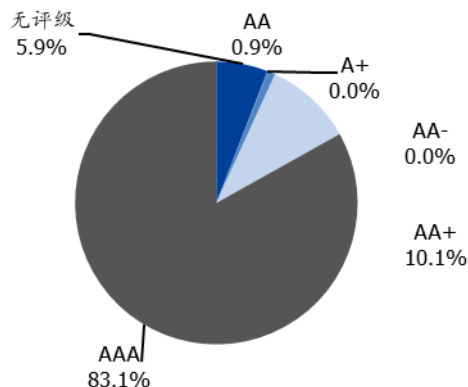
支持证券主体无评级占比 87.2%，AAA 评级占比为 8.1%，而资产支持证券 AAA 评级占比为 83.1%，无评级仅为 5.9%，债项评级明显高于主体评级，资产证券化信用增级效果明显，更高的信用等级有利于降低企业的融资成本。

图表 13: 企业资产支持证券发行人主体评级分布 (2015 年以来)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 企业资产支持证券评级分布 (2015 年以来)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

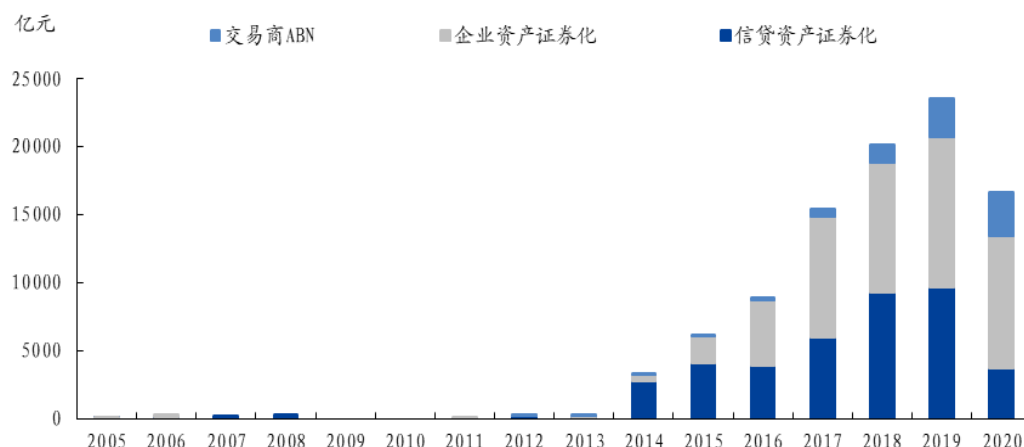
打破 40% 限制且资金用途限制少。债券融资会提升公司的杠杆率，但资产证券化如果实现了真实出表反而能够降低公司的资产负债率，有利于公司优化财务报表，实施资产负债表管理。此外公司债、企业债累计余额不得超过净资产的 40%，而资产证券化则不受 40% 净资产的限制。最后资产证券化融资获得资金用途基本没有监管与限制，较企业债、公司债、中期票据等债权融资更加灵活。

3. 我国资产证券化发行情况

3.1 我国资产证券化市场概况

我国资产证券化起步较晚，但近年来发展迅速。自 2005 年开启资产证券化试点，我国资产证券化业务已有 10 余年的历史，虽然 2008 年金融危机后国内资产证券化业务一度停滞，但随着 2011 年 9 月证监会重启对企业资产证券化的审批和 2012 年 5 月央行、银监会和保监会联合发布《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，我国资产证券化业务步入常态化发展阶段。2014 年年底，伴随着一系列改革方案落地，审批制向备案制转型，法律法规、信息披露愈发完善，我国资产证券化市场迎来快速发展期。根据 Wind 统计，截至 2020 年 10 月 12 日，我国资产支持证券存量规模为 3.94 万亿，其中信贷资产支持证券 1.36 万亿，企业资产支持证券 2.00 万亿，交易商 ABN 0.58 万亿。

图表 15: 历年来我国资产支持证券发行规模 (截至 2020 年 10 月 12 日)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

根据监管主体划分,我国资产证券化产品主要包括信贷资产证券化(又叫银行 CLO)、企业资产证券化、交易商资产支持票据(ABN)和保险资产证券计划。信贷资产证券化监管机构为央行和银保监会,基础资产为银行业金融机构的信贷资产,以特殊目的信托作为 SPV 载体,此前发行审核采用央行注册+银保监会备案登记,2020 年 9 月 30 日,银保监会发布《关于银行业金融机构信贷资产证券化信息登记有关事项的通知》,自当年 11 月 13 日起,银保监会不再对信贷资产证券化产品备案登记,实施信贷资产证券化信息登记。企业资产证券化监管机构为证监会,发行审核采用事后注册制,基础资产为企业拥有的收益权或债券类资产,以券商/基金子公司专项资管计划作为 SPV 载体;交易商 ABN 由交易商协会监管,发行审核采用事前注册制,基础资产与企业资产证券化相似,以特殊目的信托作为 SPV 载体;保险资产证券计划是由保险资产管理公司作为受托机构,以基础资产现金流为偿付支持,向保险机构等合格投资者发行受益凭证,监管机构为银保监会,发行审核采用初次申报核准、同类产品事后报告的模式,需要说明的是,保险资产证券计划的基础资产不需要与保险有关(有负面清单)。

图表 16: 我国不同模式资产证券化对比

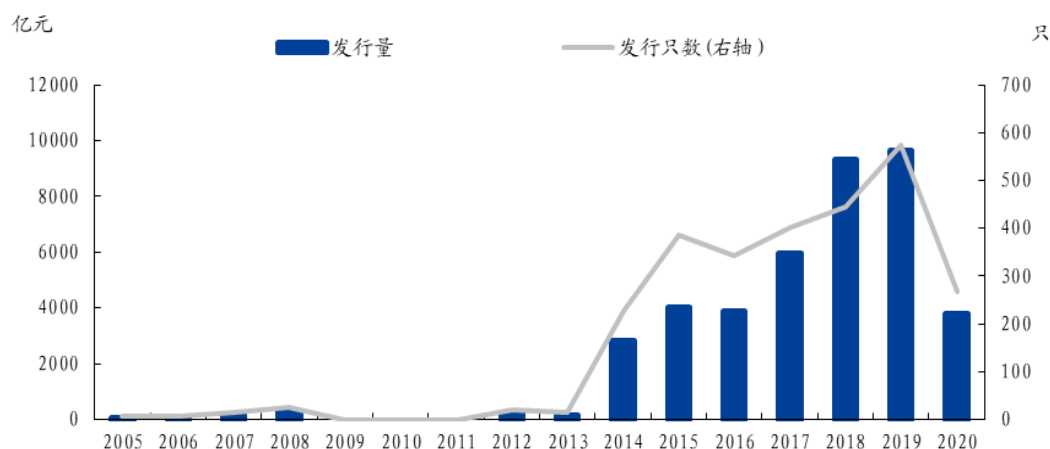
	信贷资产证券化	企业资产证券化	交易商 ABN	保险资产证券计划
发行/交易场所	银行间	交易所机构间私募产品报价与服务系统等	银行间	上海保险资产登记交易平台
发行方式	公募/私募	私募	公募/私募	私募
原始权益人(发行人)	银行业金融机构	企业(一般为非金融机构)	企业(一般为非金融机构)	企业(一般为非金融机构)
监管机构	央行、银保监会	证监会	交易商协会	银保监会
审核制度	央行注册+银保监会信息登记	证监会无异议函+基金业协会事后备案	协会事前注册	初次申报核准,同类产品事后报告
SPV	特殊目的信托	券商专项资管计划或基金子公司专项资管计划	特殊目的信托	保险专项资管计划
评级要求	双评级	初始评级+跟踪评级	双评级	初始评级+跟踪评级

资料来源: 央行, 银保监会, 证监会, 国盛证券研究所

3.1 信贷资产证券化方兴未艾，产品结构标准、发行定价市场化程度高

2005 年是我国资产证券化元年，当年央行和银监会先后发布了《信贷资产证券化试点管理办法》、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》，明确了信贷资产证券化的定义并制定了详细的业务规则与准入机制。2005 年 12 月 19 日，我国首支信贷资产支持证券“建元 2005-1 个人住房贷款抵押支持证券”成功发行，规模为 30.17 亿元，但此后受 2008 年金融危机冲击，我国信贷资产证券化发行一度停滞，直到 2012 年才逐步重启。2012 年 5 月，央行、银监会、财政部联合发布了《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，信贷资产证券化进入常态化发展阶段。2014 年，信贷资产证券化审核放宽，采用央行注册+银保监备案登记，2020 年 9 月 30 日，监管进一步放宽要求，自 2020 年 11 月 13 日起，银保监会不再对信贷资产证券化产品备案登记，实施信贷资产证券化信息登记。近年来我国信贷资产支持化快速发展，2016 年以来发行规模持续提升。但受新冠疫情影响，今年信贷资产支持证券化发行速度有所放缓，截至 10 月 26 日，2020 年我国新发行信贷资产证券化 4494.7 亿元，较去年同期减少 2436.6 亿元，同比下滑 35.2%。

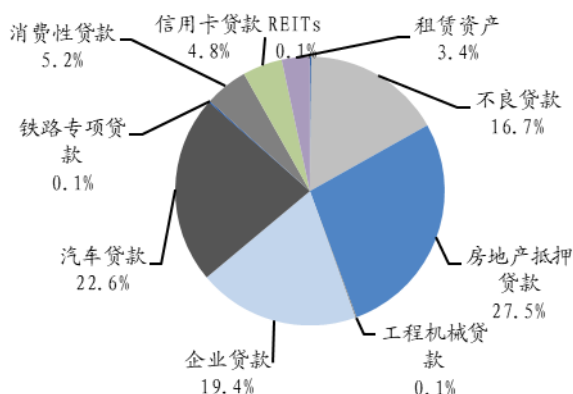
图表 17: 我国信贷资产证券化发行规模与数量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

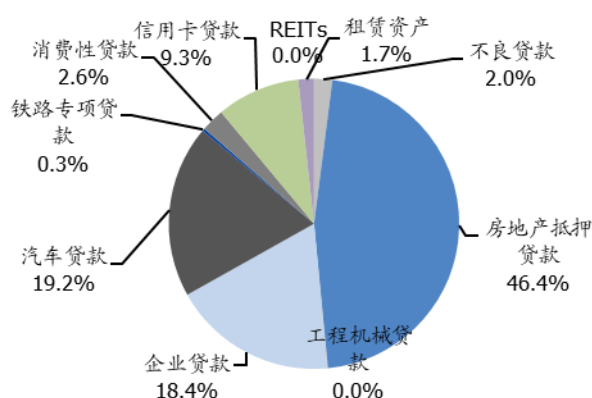
房地产抵押贷款占据信贷证券化基础资产半壁江山。截至 2020 年 10 月，我国共发行信贷资产支持证券 874 只，总规模达 4.05 万亿元。基础资产方面，房地产抵押贷款产品占比最高，发行规模达 1.62 万亿元，汽车贷款、企业贷款和信用卡贷款规模占比分别排名第二至第四，累计发行规模分别为 6706.69 亿元、6405.91 亿元和 3247.37 亿元。

图表 18: 已发行信贷资产支持证券基础资产类别 (按数量)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

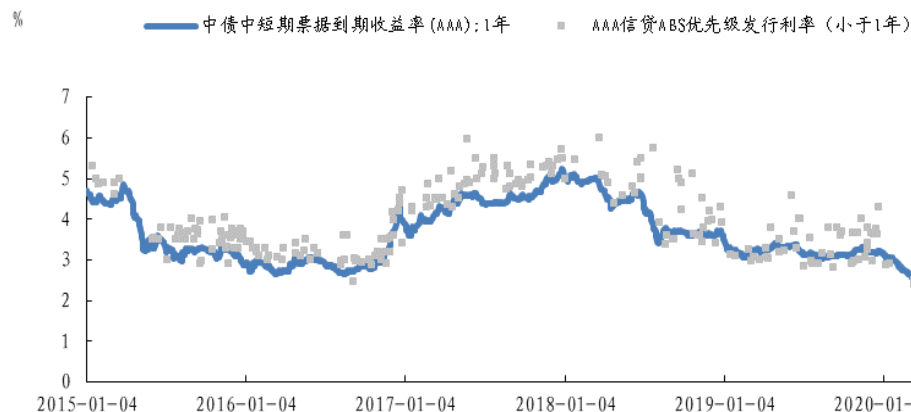
图表 19: 已发行信贷资产支持证券基础资产类别 (按规模)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

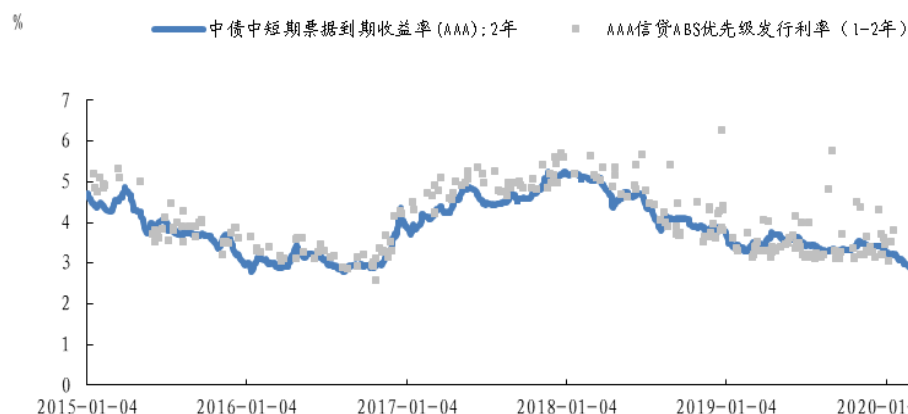
发行利率市场化程度高，整体上略高于中短期票据。信贷资产支持证券基础资产为各类债权，现金流稳定、可预测性强，并且通过特殊目的载体往往能够实现“真实出表”，发行定价市场化程度较高，优先级发行利率与同等级相似期限的中短期票据到期收益率高度一致。但由于信贷资产支持证券流动性较差，发行利率整体上略高于中短期票据到期收益率。

图表 20: 信贷 ABS 优先级发行利率 (小于 1 年) 与中短期票据到期收益率 (1 年)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 信贷 ABS 优先级发行利率 (1-2 年) 与中短期票据到期收益率 (2 年)

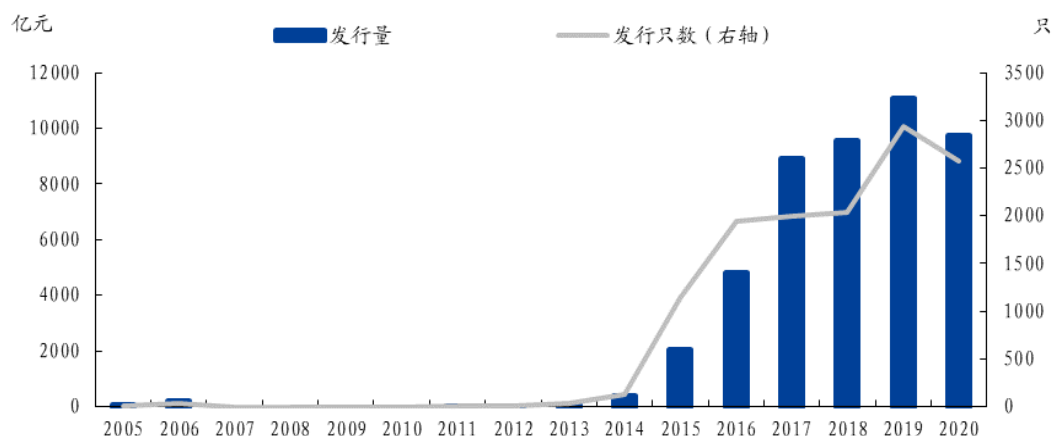


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 企业资产证券化后来居上，基础资产差异造成发行定价差异较大

2004 年 10 月，证监会发布《关于证券公司开展资产证券化业务试点有关问题的通知》，企业资产证券化进入试点阶段。2005 年 8 月 26 日，中国联通成功发行首单企业 ABS“中国联通 CDMA 网络租赁费收益计划”，规模为 95 亿元。2008 年金融危机后企业资产证券化也陷入停滞，2007 年-2010 年期间虽无新产品发行，但证监会依旧发布了多项文件力图继续推动企业 ABS 发展。2013 年 3 月，《证券公司资产证券化业务管理规定》的发布标志着企业 ABS 由试点转为常态业务。2014 年 12 月，证监会发布《资产支持专项计划备案管理办法》，推动企业 ABS 发行转向备案制，同时进一步扩大了基础资产范围，此后企业资产证券化迎来高速发展期。2020 年前 10 个月，我国企业 ABS 共发行 9772.72 亿元，发行量远超信贷 ABS。

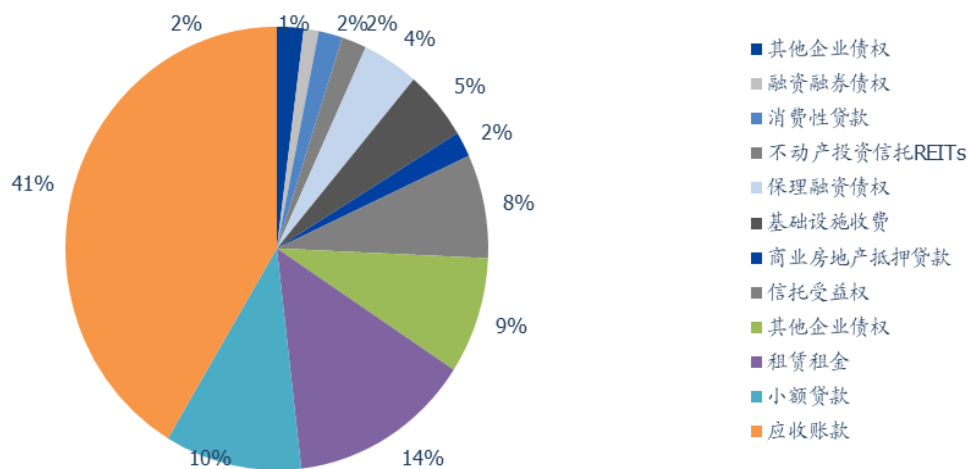
图表 22: 我国企业资产证券化发行规模与数量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

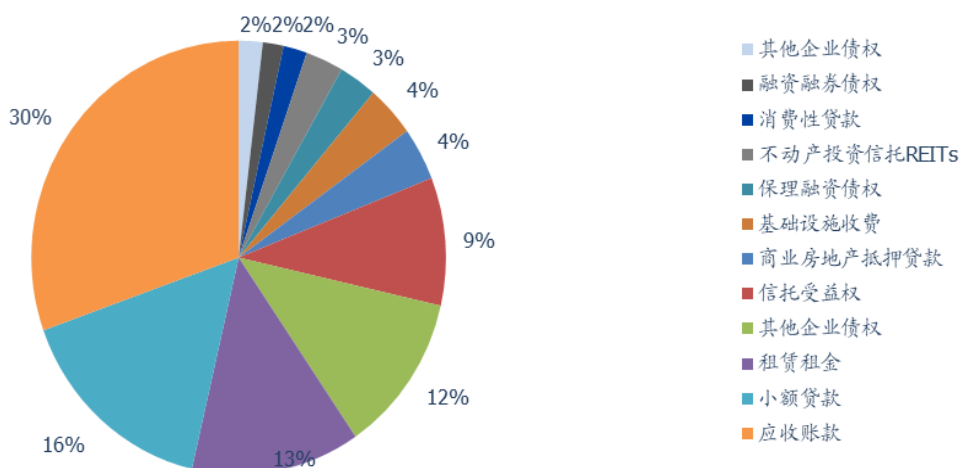
基础资产种类更加丰富, 应收账款、小额贷款和租赁租金规模占比排名前三。企业资产证券化基础资产体现多样化特征, 大致可以分为债权类、收益权类和不动产三大类。其中债权类最为主流, 应收账款、小额贷款和租赁租金均为债权类基础资产, 目前应收账款、小额贷款和租赁租金累计发行规模分别为 13648.5 亿元、7142.2 亿元和 5901.6 亿元, 占比分别为 30%、16%和 13%。

图表 23: 已发行企业资产支持证券基础资产类别 (按数量)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

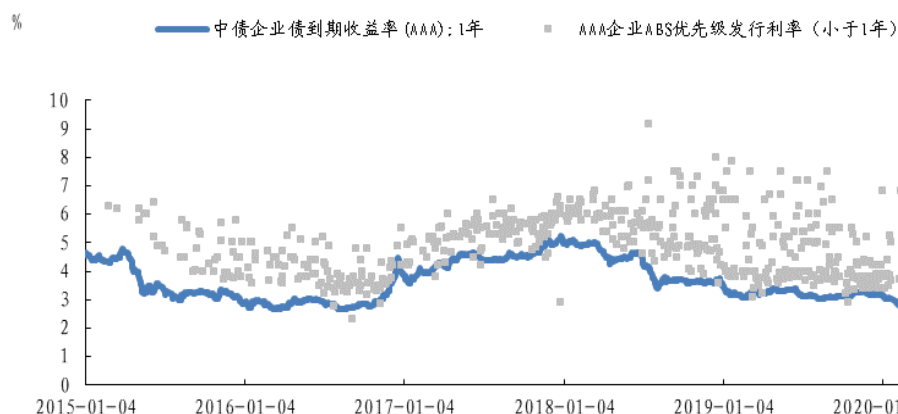
图表 24: 已发行企业资产支持证券基础资产类别 (按规模)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

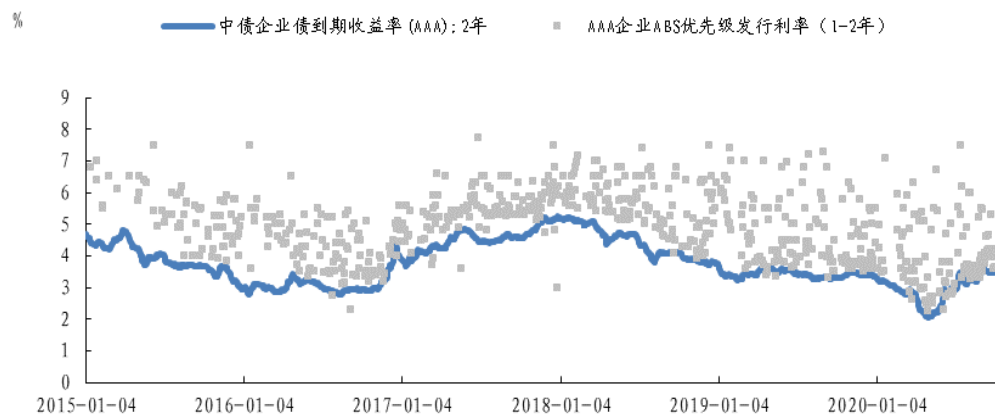
企业 ABS 发行利差明显, 个体差异较大。企业资产支持证券优先级发行利率与同等级相似期限的企业债到期收益率走势一致。但发行利率明显高于企业债, 期限小于 1 年和 1-2 年的 AAA 企业 ABS 发行利率比同等级相似期限的企业债到期收益率平均高 119bp 和 116bp。基础资产分散、不同行业间差异导致企业 ABS 发行利率差异较大, 但可以观察到企业 ABS 发行利差近年来有所收窄, 随着市场对资产证券化产品接受度越来越高, 市场有望更加成熟, 定价将形成更加统一的标准。

图表 25: 企业 ABS 优先级发行利率 (小于 1 年) 与企业债到期收益率 (1 年)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 企业 ABS 优先级发行利率 (1-2 年) 与企业债到期收益率 (2 年)



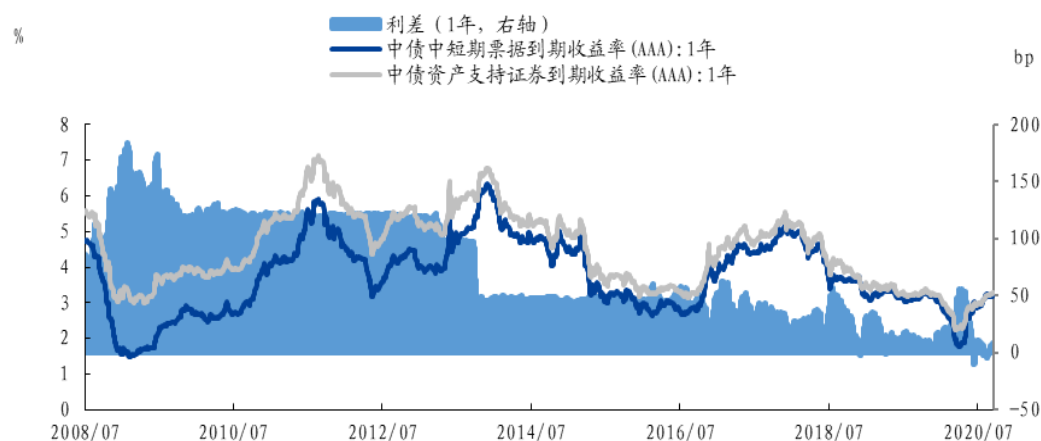
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 二级市场表现如何?

4.1 二级定价市场化程度高, 利差收窄

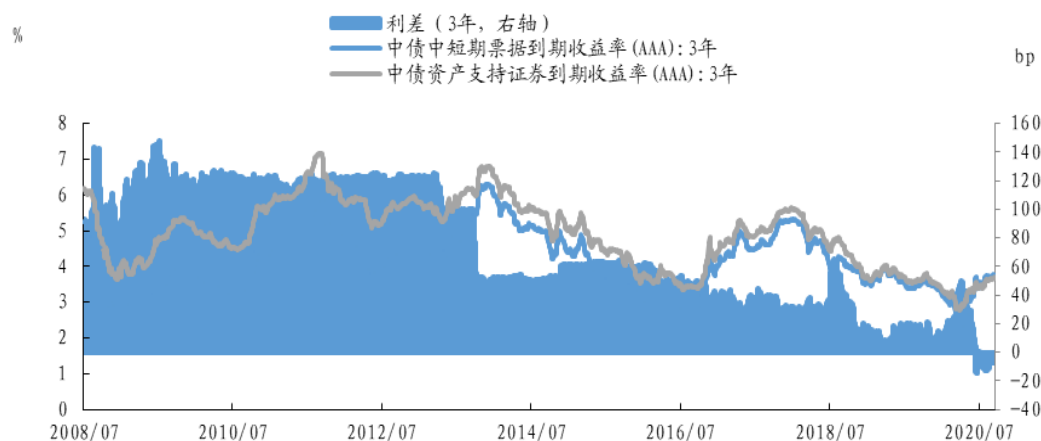
红利期已过, 利差不断收窄。资产支持证券利率走势与同评级、同期限的中短期票据利率走势高度一致, 整体上看, 资产支持证券二级定价市场化程度较高。利差方面, 资产支持证券与中短期票据利差不断收窄, 目前 1 年期资产支持证券与中短期票据利差在 10bp 左右, 3 年期资产支持证券与中短期票据利差自 2020 年 7 月以来则持续为负。一方面, 近期信用债利率持续抬升, 另一方面我国资产支持证券发行期限普遍较短且期限较长的资产支持证券流动性较差, 二级交易价格可能有偏, 因此 3 年期资产支持证券与中短期票据的负利差参考价值有限。整体上看, 资产支持证券较同等级中票依旧具有一定吸引力, 但新产品红利期已过, 利差正在不断收窄, 现阶段利差更多体现的是产品的流动性差异。

图表 27: 中债资产支持证券到期收益率与中短期票据到期收益率 (1 年, AAA)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 中债资产支持证券到期收益率与中短期票据到期收益率 (3 年, AAA)



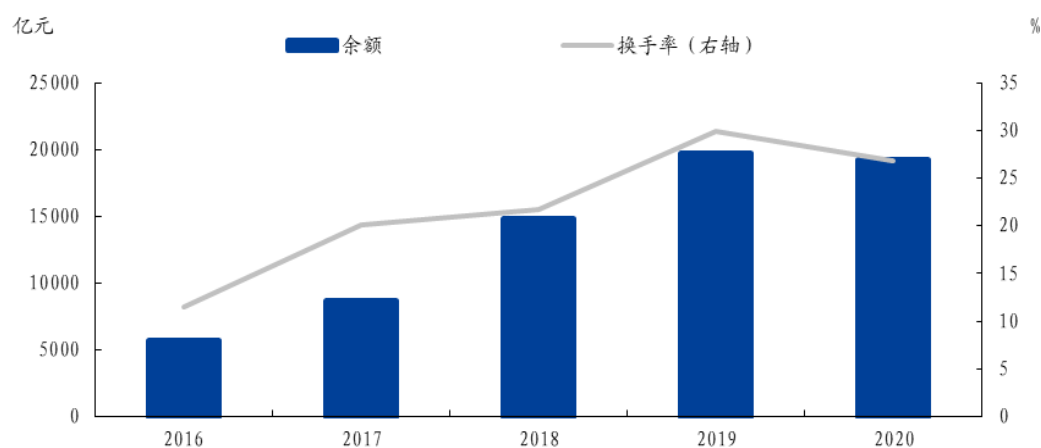
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 流动性持续改善但依旧偏弱

2016 年之前, 资产支持证券二级市场几乎没有成交, 二级市场自 2016 年开始成交规模逐步提升。2016 年-2019 年, 银行间 ABS 成交额分别为 633 亿元、1452 亿元、2558 亿元和 5171 亿元, 换手率分别为 11.5%、20.1%、21.8%和 30.0%; 交易所 ABS 成交额分别为 610 亿元、1322 亿元、2022 亿元和 2603 亿元, 换手率分别为 14.7%、14.7%、15.5%和 16.4%。在资产支持证券发展初期交易所 ABS 凭借参与群体更加广泛的优势流动性更好, 但交易所发行的企业 ABS 基础资产质量参差不齐且发行采用私募方式, 流动性逐渐被基础资产标准化程度更高的银行间 ABS 超越。

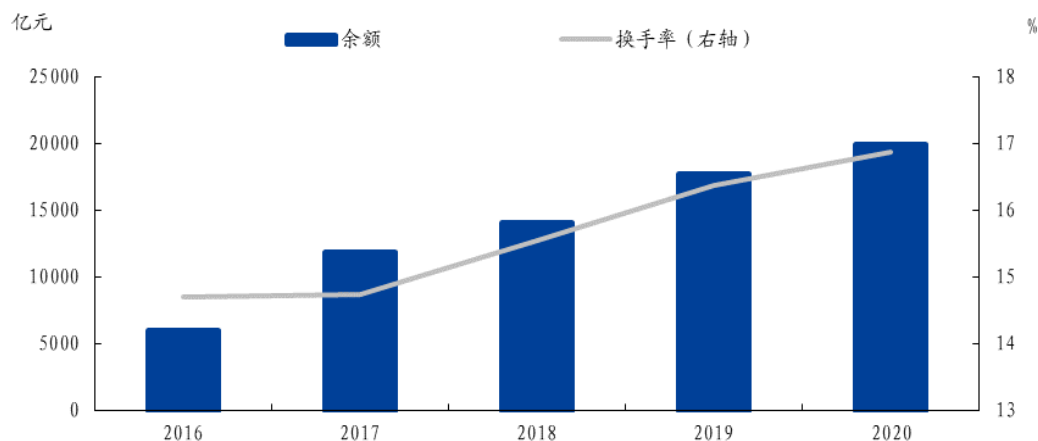
从趋势上看我国资产支持证券流动性持续改善, 但与其他类型债券相比依旧较弱。2016 年以来, 我国银行间和交易所 ABS 成交量逐年提升, 换手率也呈上行趋势, 流动性持续改善, 但整体换手率依旧较低, 与其他类型债券相比流动性依旧较差。

图表 29: 银行间 ABS 余额与换手率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (2020 年换手率为年化折算指)

图表 30: 交易所 ABS 余额与换手率



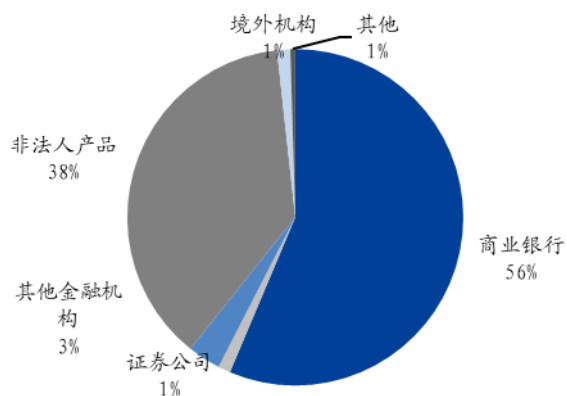
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (2020 年换手率为年化折算指)

5. 谁在买 ABS?

银行一直是资产支持证券的主要需求方。截至 2020 年 9 月，银行间市场 ABS 总规模为 1.93 万亿，交易所市场 ABS 存量规模为 1.99 万亿，与 110 万亿的债券市场相比资产证券化占比虽然不高但已经成为债市中不可忽视的重要组成部分。

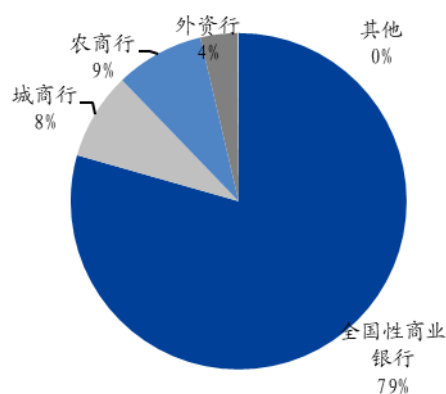
信贷 ABS 主要在中债托管，企业 ABS 主要在上交所、深交所托管，依据中债和交易所披露的投资者结构数据我们发现银行始终是资产支持证券的主要持有者。截至 2020 年 9 月，商业银行持有银行间市场资产支持证券 1.1 万亿，占比 56%，非法人产品中有 0.17 万亿由银行理财持有，因此银行自营和理财合计持有信贷资产支持证券 1.27 万亿，占比 65%。交易所未公布银行持有企业 ABS 具体金额，但从中基协发布的备案企业 ABS 认购资金来源来看，2018 年，银行自营和银行理财合计占比达 36.4%，而且这还不包括资管计划中来自银行的资金，这意味着银行自营和理财持有的企业 ABS 规模还将更高。

图表 31: 银行间 ABS 持有者结构 (2020 年 9 月)



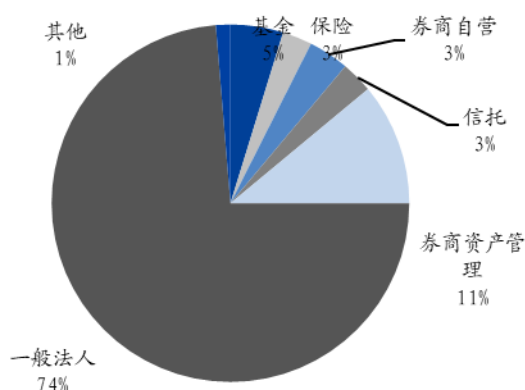
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 商业银行持有银行间 ABS 结构 (2020 年 9 月)



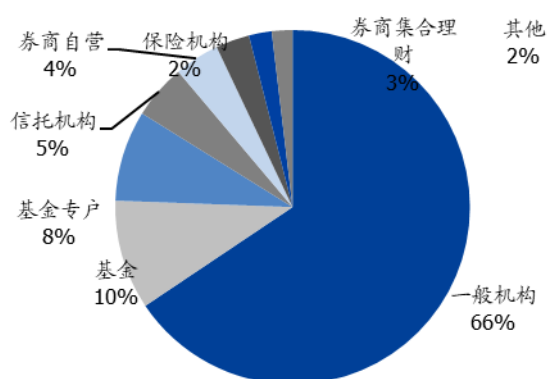
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 上交所 ABS 持有者结构 (2020 年 9 月)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 深交所 ABS 持有者结构 (2020 年 9 月)



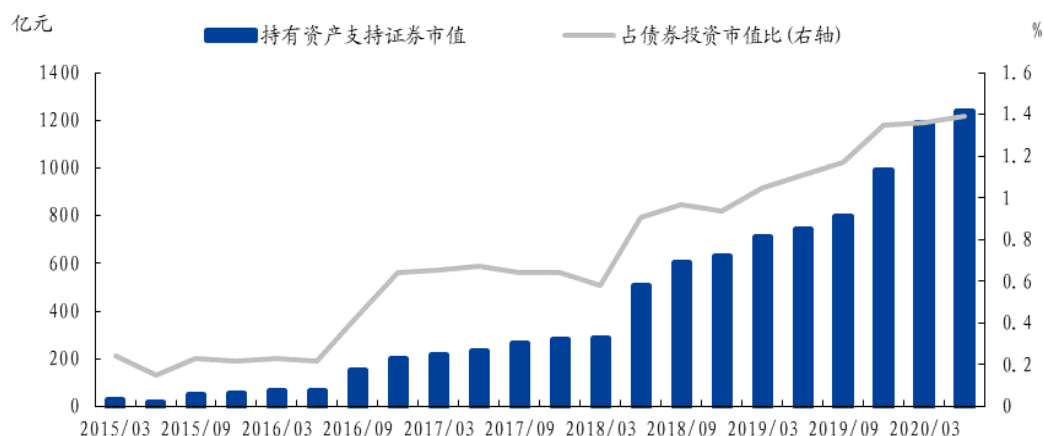
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

较低的风险计提比例是银行配置资产支持证券的主要原因。从监管视角来看, 银行投资资产支持证券动力较足, 根据 2012 年发布的《商业银行资本管理办法 (试行)》, 商业银行表内投资 AA-评级以上资产证券化产品风险权重仅为 20%, 低于对一般企业债权的 100%和对个人住房抵押贷款的 50%, 资产证券化产品资本金占用更低且较同评级中票、企业债利率更高, 对于对流动性要求不高、配置型为主的银行来说, 高评级的资产支持证券吸引力较强。

明确资产支持证券为标准化债权, 银行理财配置资产证券化动力增强。2013 年 3 月, 银监会发布《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》, 要求理财资金投资非标准化债权资产不得超过理财产品余额的 35%, 同时不得超过商业银行上一年度总资产的 4%, 非标投资受限后收益率较高的资产支持证券受到银行理财的青睐。2020 年 7 月, 央行、银保监会、外汇管理局联合发布《标准化债权资产认定规则》, 明确认定资产支持证券为标准化债权资产。根据 2018 年 9 月发布的《商业银行理财业务监督管理办法》, 目前银行理财可投资的资产支持证券包括银行间信贷 ABS 和交易所企业 ABS, 但不得直接或间接投资于本行信贷资产受 (收) 益权, 面向非机构投资者发行的理财产品不得直接或间接投资于不良资产受 (收) 益权。投资比例方面并无特殊限制, 公募理财产品持有单只证券或单只公募证券投资基金的市值不得超过该理财产品净资产的 10%, 持有单只证券或单只公募证券投资基金的市值, 不得超过该证券市值或该公募证券投资基金市值的 30%。

公募基金更看重资产流动性, 参与度不高。公募基金投资资产支持证券限制较银行理财更多, 第一, 开放式基金投资于流动性受限资产不得超过基金净资产的 15%, 货币基金不得超过净资产的 10%, 而资产支持证券属于流动性受限资产; 第二, 单只基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例不得超过基金资产净值的 10%; 第三, 单只基金持有的全部资产支持证券, 其市值不得超过基金资产净值的 20%, 且持有的同一 (指同一信用级别) 资产支持证券的比例不得超过该资产支持证券 (指同一信用级别) 规模的 10%; 第四, 基金管理人管理的全部基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券, 不得超过其各类资产支持证券合计规模的 10%。根据 2020 年中报, 公募基金共持有资产支持证券 1238.3 亿元, 占 ABS 总市场规模的 3%, 占比较低。公募基金对资产流动性要求较高, 随着资产支持证券市场越来越成熟, 产品流动性越来越高, 公募基金配置比例有望逐步提升。

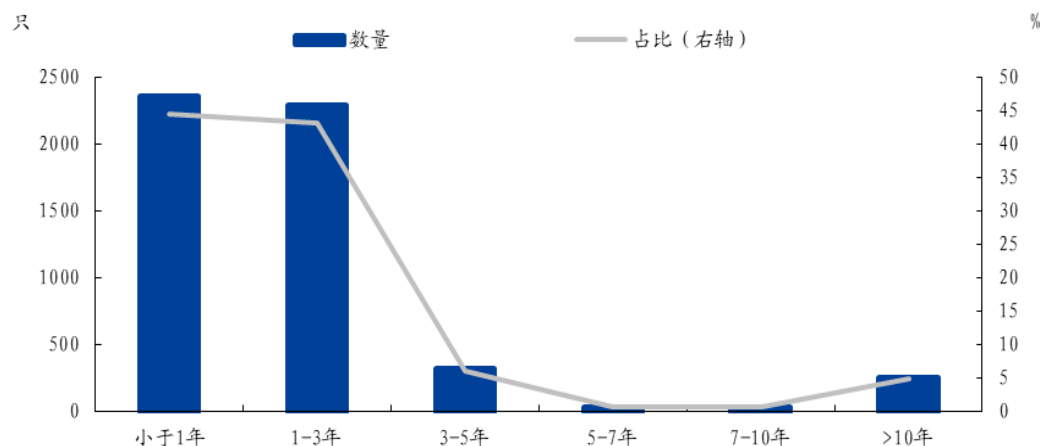
图表 35: 公募基金持有资产支持证券规模



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我国资产支持证券发行期限普遍较短,对保险公司吸引力有限。2020年3月,银保监会发布《保险资产管理产品管理暂行办法》,保险资管产品可以投资范围扩大至银行间债券市场或者证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场发行的证券化产品。但截至2020年9月,保险公司投资于银行间和交易所市场的资产支持证券规模仅为490.9亿元。保险机构负债端久期长且稳定,偏好高评级、长期限的资产,而我国资产支持证券发行期限普遍较短,发行期限在两年以下的产品数量占比为87.6%,对保险公司吸引力有限。

图表 36: 我国资产支持证券发行期限分布 (2015 年以来)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

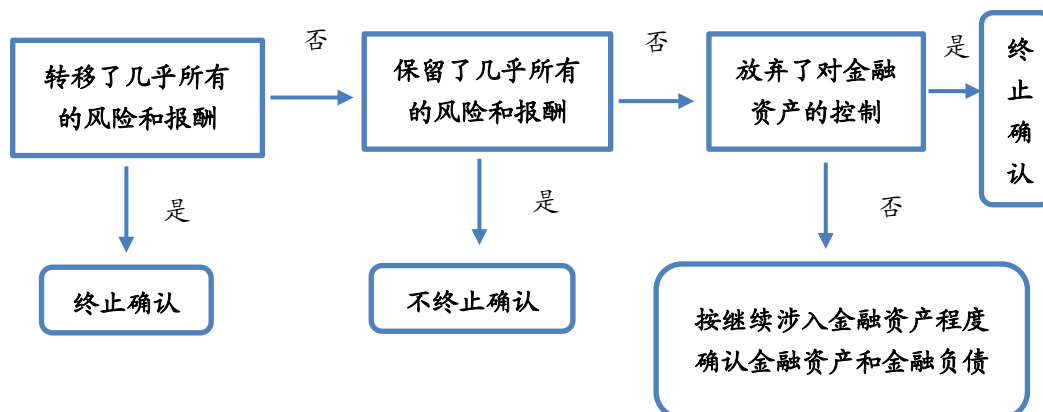
6. 判断原始权益人是否真实剥离了基础资产是资产证券化分析的现实起点

信用债与资产支持证券同属固定收益类产品,目前国内资产支持证券市场尚处于起步阶段,而信用债市场发展时间较长,基础设施和投资者的投研体系也更加完善,因此实务中许多投资者将信用债投资分析流程套用于资产支持证券。这种方法有一定的合理性,但资产证券化负债端由基础资产池支撑,资产支持证券的核心风险是基础资产池的组合风险,而不是原始权益人的信用风险。需要说明的是如果原始权益人依旧与基础资产有着千丝万缕的联系,则信用债的分析框架是适用的。因此,当前资产证券化分析的起点

一般是判断原始权益人是否对基础资产是否实现了“真实出售”，即原始权益人是否真实的剥离了基础资产。

“真实出售”的第一层含义是是否实现了资产的终止确认。资产的终止确认从“是否转移了几乎所有的风险和报酬”与“是否保留对基础资产的控制”两个角度进行判断。根据《企业会计准则（第 23 号）》，需要通过比较资产转移前后企业承担的该金融资产未来现金流及时间分布是否发生显著变化来判断是否转移了几乎所有的风险和报酬。若资产转移前后企业承担的进入资产未来现金流为发生显著变化则说明企业仍保留了几乎所有的风险与收益。“是否保留了对基础资产的控制”则根据资产转入方是否有出售被转移进入资产的实际能力确定。

图表 37: 判断是否实现资产终止确认流程



资料来源：《中国资产证券化产品投资手册》，国盛证券研究所

对于信贷资产证券化，发行人（银行为主）“出表意愿较强，但监管要求发行人需要自持部分次级证券，因此难以满足“转移了几乎所有的风险和报酬”的要求，进而进入对资产控制的判断。信贷资产支持证券产品设计中 SPV 通常无权单独出售基础资产，因此基础资产需要按继续涉入金融资产程度确认金融资产和金融负债，实务中常按照持有次级证券比例确定继续涉入程度，而原始权益人大多按照监管底线持有资产支持证券，即各档次资产支持证券发行规模的 5%，因此信贷资产支持证券的基础资产大多按继续涉入金融资产程度确认金融资产和金融负债，但原始权益人自持比例低，实现了大部分信贷资产的出表。

企业资产证券化的终止确认判断更加复杂。第一，如果基础资产为未来债权、未来收益权，则这些资产尚未计入原始权益人资产负债表，也就不存在终止确认的问题。第二，监管机构对企业资产支持证券自持比例没有明确要求，但次级部分大多由原始权益人自持，因此不满足“转移了几乎所有的风险和报酬”。第三，企业资产证券化中的特殊目的载体无权单独出售基础资产，因此也需要按继续涉入金融资产程度确认金融资产和金融负债。第四，企业资产证券化基础资产差异较大，原始权益人为降低融资成本和维持自身声誉可能会提供回购等其他刚性兑付措施，因此继续涉入程度不能仅参考自持次级比例。

会计上的终止确认只是一方面，还需要结合具体情况分析原始权益人是否实现了资产的真实出售。判断原始权益人是否真实的剥离了基础资产并不像判断是否终止确认一样有明确的量化的标准，而更依赖投资者的经验和主观判断，我们在此给出几种常用的思路。第一，判断原始权益人意图，原始权益人意图对基础资产是否实现“真实出售”影响极大，原始权益人是希望通过资产证券化实现低成本的担保融资还是希望将资产变现决定了资产证券化产品结构，但原始权益人意图往往较难直接获取，需要具体情况具体分析。第二，资产支持证券如果设有原始权益人为发起者的回购或赎回条款，则往

往不会被认定为真实出售，因为此时原始权益人仍保有对基础资产的控制权。第三，如果原始权益人对基础资产有剩余利润的索取权，则也没有实现真实出售。第四，特殊目的载体如果有助于弥补信用风险的追索权则也不能认为实现真实出售，SPV 只应当在基础资产有瑕疵且原始权益人未履行告知义务的前提下有追索权。

7. 典型产品案例分析

若原始权益人实现了基础资产的真实出售后，我们便可以从基础资产和交易结构两个角度对资产支持证券进行分析，本节将结合具体案例分析几种典型的 ABS 产品结构与信用分析的关注点。

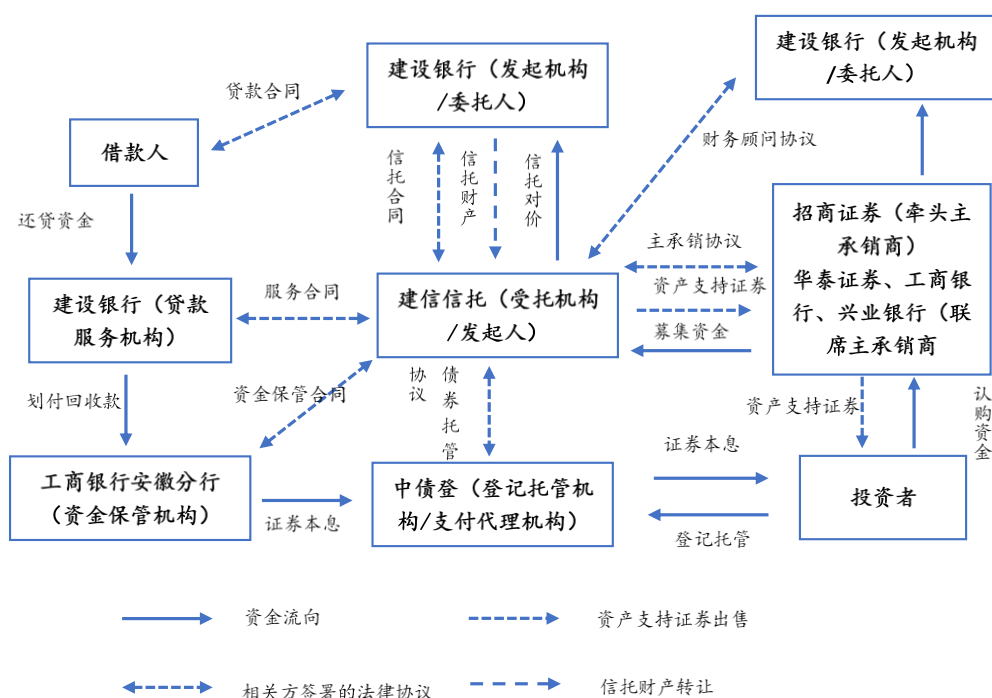
7.1 个人抵押住房贷款资产证券化——信贷 ABS

个人抵押住房贷款（RMBS）是信贷 ABS 最常见的基础资产，通常以商业银行和地方公积金中心为原始权益人，以个人住房抵押贷款业务产生的现金流作为本息偿付的来源，对于银行来说，发行 RMBS 可以将流动性较差的贷款资产变现，提升资本充足率，释放贷款额度，我国首支信贷资产支持证券“建元 2005-1 个人住房贷款抵押支持证券”便是以个人抵押住房贷款作为基础资产。

案例分析：建元 2020 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券

建元 2020 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券以建设银行发放并持有的个人住房抵押贷款及其附属担保权益为基础资产。总规模 95.1 亿元，优先级分三档，规模分别为 10 亿元、40 亿元和 36.5 亿元，占比分别为 10.5%、42.1%和 38.4%，评级 AAA；次级档规模 8.6 亿元，占比 9.0%，无评级。偿还方式上优先 I 和优先 II 计划摊还，优先 III 和次级档证券采用过手摊还。利率为浮动利率，采用基准利率+基本利差，其中基准利率为 5 年期 LPR 利率，利差根据簿记建档结果确定。

图表 38：建元 2020 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券交易结构



资料来源：发行说明书，国盛证券研究所

基础资产期限长、同质化程度高，主要关注相关风险。住房抵押贷款期限是信贷资产中最长的并且产品收益率挂钩 LPR，因而需要关注利率风险，外部环境需要关注经济周期和货币政策，产品本身需要关注加权平均贷款剩余期限、加权平均贷款账龄等基础资产期限/利率指标。分散度方面，住房抵押贷款天然具有分散度高的特征，建元 2020 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券入池资产共 37275 笔，但个人住房抵押贷款也存在同质化程度高、区域集中度高的问题，因此需要关注区域经济发展状况、居民收入水平、人口增长等情况。资产质量方面，个人住房抵押贷款属于银行的优质资产，建元 2020 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券入池资产历史不良率为 0.24%，表现良好，但信用风险依旧不能忽视，此外还需要关注早偿风险，具体指标包括：违约率、损失率、早偿率等。

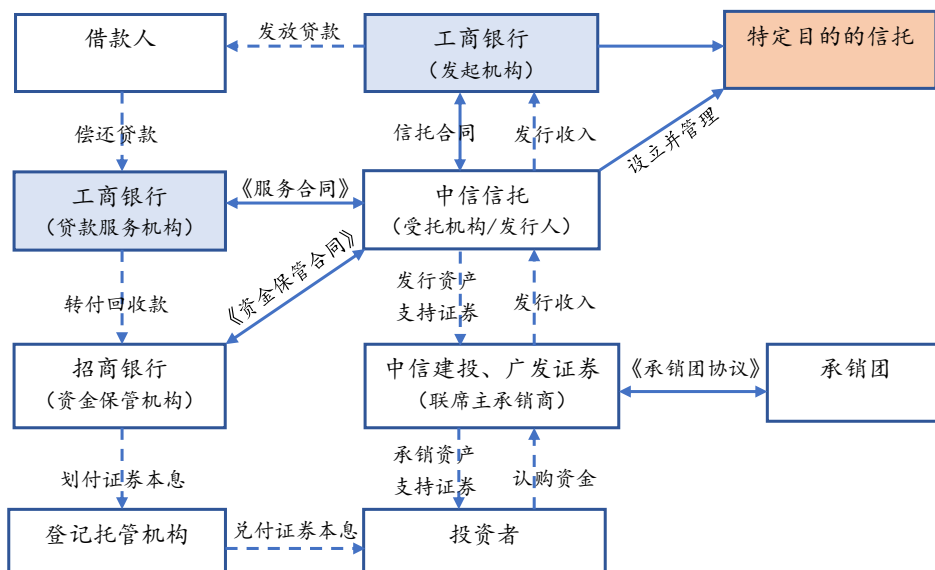
7.2 企业贷款资产证券化——信贷 ABS

企业贷款支持证券是以银行的企业贷款债权组合产生的现金流作为偿付基础的资产支持证券，交易结构上多采用传统的信贷 ABS 架构，并无创新，因此风险集中在基础资产层面。

案例分析：工元 2015 年第一期信贷资产证券化

工元 2015 年第一期信贷资产证券化以工商银行发放并持有的企业贷款及其附属担保权益为基础资产。总规模 113.5 亿元，优先级分两档，规模分别为 80 亿元和 25.1 亿元，占比分别为 70.5%和 22.1%，评级 AAA；次级档规模 8.4 亿元，占比 7.4%，无评级。利率为浮动利率，采用基准利率+基本利差，其中基准利率为 5 年期贷款基准利率，利差根据簿记建档结果确定。

图表 39：工元 2015 年第一期信贷资产证券化交易结构



资料来源：发行说明书，国盛证券研究所

重点关注基础资产信用风险与集中度。企业贷款 ABS 基础资产数量较多，贷款信息披露不完整，因此投资者对基础资产的信用分析依赖于发行说明书和评级机构，需要着重关注借款人信用评级分布、累计违约率、损失率、早偿率等。集中度则从贷款数量集中度、行业分布集中度和地域分布集中度三个维度度量，以工元 2015 年第一期信贷资产证券化为例，基础资产来自 17 个借款人的 95 笔借款，贷款数量分散度尚可；区域分布上，基础贷款分布于全国 12 个省市和自治区，占比前三的地区为：北京 70.47%、江苏 6.61%、内蒙古 6.52%，地区集中度偏高；行业方面均为铁路运输业，行业集中度高，需要重点关注相关行业经营情况。

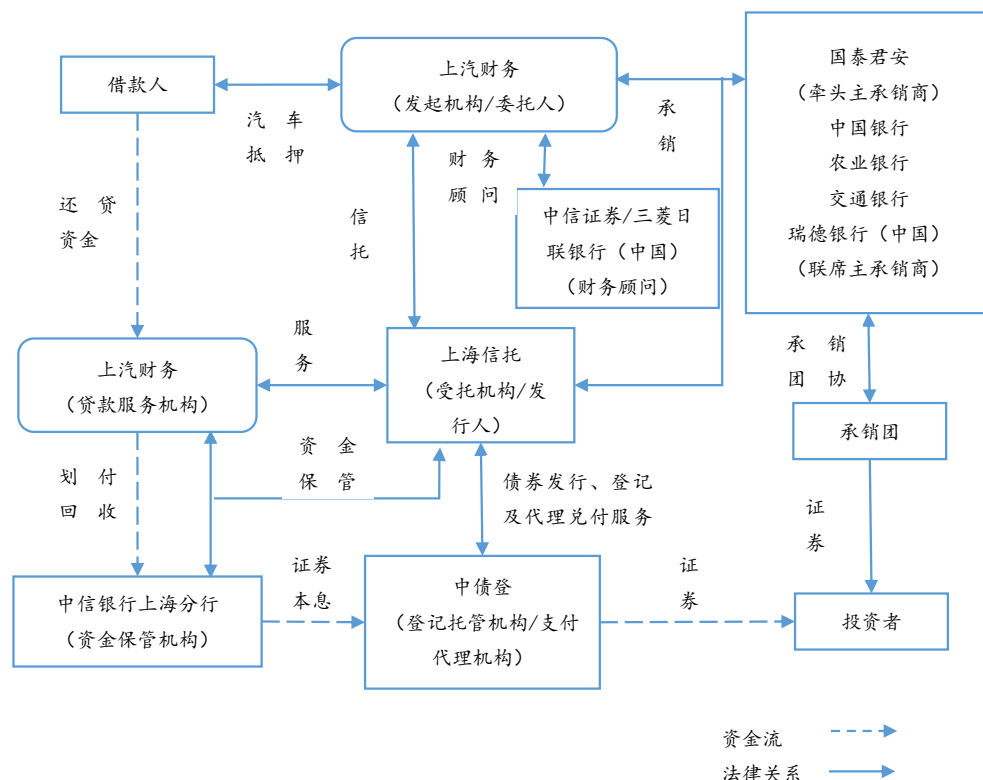
7.3 汽车贷款资产证券化——信贷 ABS

汽车贷款资产证券化多由汽车金融公司以汽车抵押贷款作为基础资产发行，目前汽车金融公司主要融资方式为银行贷款，融资方式相对单一，汽车贷款 ABS 为汽车金融公司提供了新的融资途径，有利于其业务进一步发展。

案例分析：上和 2020 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券

上和 2020 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券以上汽财务集团发放的汽车抵押贷款为基础资产。总规模 100 亿元，优先级分两档，规模分别为 55 亿元和 35.5 亿元，占比分别为 54.7%和 34.6%，评级 AAA；次级档规模 9.5 亿元，占比 9.3%，无评级。利率为固定利率，初始超额抵押 2.5 亿元。

图表 40：上和 2020 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券交易结构



资料来源：发行说明书，国盛证券研究所

基础资产重点关注早偿风险和违约风险。汽车抵押贷款 ABS 基础资产单笔规模小，入池资产笔数多，以上和 2020 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券为例，该产品资产池共计 22.6 万笔资产，单笔最高未偿余额 33.9 万元，占比小于 0.01%，因此整体上风险可控，因而需要重点关注早偿风险，第一，可以关注汽车抵押贷款合同是否约定提前偿还条件是将原周期内利息付清，第二，可以关注产品是否进行了早偿敏感性测试，从而设计了更合理的本息偿付安排。违约风险方面，主要关注贷款价值比和回收率两个指标。

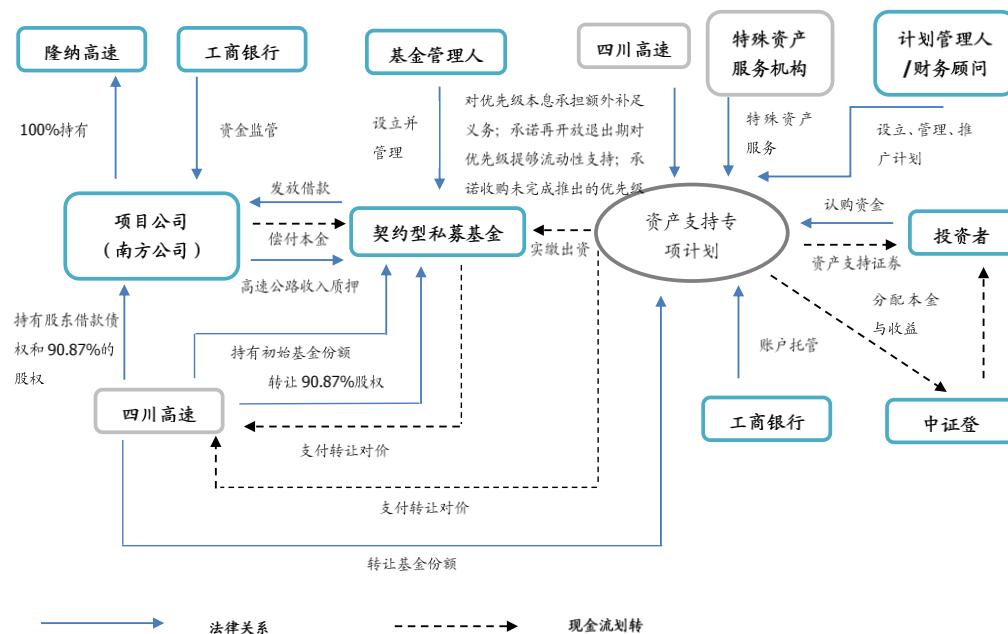
7.4 收益权类资产证券化——企业 ABS

收益权类资产证券化以资产未来收入作为资产支持证券偿付来源，基础资产以基础设施收益权为主，包括：物业收入、航空票权、收费路桥等。

案例分析：华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划

华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划以隆纳高速(隆昌-纳溪)高速公路资产、车辆通行费收费权及附属权益为底层资产。华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划规模为19.77亿元,其中优先级A档16.44亿元,AAA评级,发行利率3.68%;次级3.33亿元,占比6.84%,无评级。发行结构上,项目采用国内类REITs产品主流的“私募+资产管理专项计划”形式。交易结构上,首先,原始权益人设立项目公司,由项目公司受让基础资产,完成风险隔离;接着,基金管理人设立契约型私募基金,由原始权益人认购基金初始份额;最后,计划管理人设立资产支持专项计划,吸收投资者认购资金,并向原始权益人购买其持有的全部私募基金份额,而投资者则通过持有资产计划份额间接控制了基础资产。

图表 41: 华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划交易结构



资料来源: 发行说明书, 国盛证券研究所

收益权类资产证券化现金流来源清晰, 重点关注资产运营情况。收益权类资产支持证券一般以单一资产的未来收益作为现金流偿付来源, 与债权相比不确定性大, 可预测性差, 经营情况受宏观经济、区域发展、行业发展、企业经营等因素影响较大, 基础资产分析难度更大。但另一方面收益权类资产证券化对应单一基础资产也让投资者不再依赖于发行说明书和信评机构材料, 详细的信用分析成为可能。

收益权不符合资产证券化基础资产要求, 为了满足监管要求交易结构更复杂, 需要更加关注交易结构风险。收益权类基础资产实际上难以与原始权益人完全分割, 尤其是原始权益人充当资产服务机构时, 未来收益与其运营直接相关, 实务中为了防范道德风险, 次级档往往由原始权益人全部自持, 此外还需要着重关注现金流归集过程, 避免资金混同风险。整体上看, 基础资产与原始权益人难以隔离, 各种结构设计效果有限, 因此往往需要第三方以担保等形式提供外部信用增级。

风险提示

监管政策变化, 宏观经济下行超预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com