

# ABS发行逆势增长，潜力仍可期

——2017年ABS回顾及2018年展望

- **ABS发行和存量规模均保持增长趋势。**交易所ABS发行规模占比最大，信贷ABS发行增速受制于息差、私募ABS影响而趋缓，ABN发行规模有明显提升。
- **信贷ABS：车贷、消费贷发行比重明显提升，企业贷款发行萎缩。发行票息和信用利差中枢上移；交易所ABS：消费贷款发行比重最大，互联网金融、地产和银行为主导的产品比重提升。ABS发行票息仍具较高吸引力，但是信用利差收窄。**
- 债市调整和金融监管升级的背景下，市场偏好降低。**银行间ABS交易热度继续升温，车贷和住房贷款最受追捧；交易所ABS交易量回落。**
- **信贷ABS关注早偿风险，车贷早偿比例较高；交易所ABS关注资金账户风险，今年评级下调产品均为交易所ABS。**
- 未来PPP项目证券化、地产企业ABS的发展潜力和资产体量巨大。政策重点呵护下，PPP项目证券化和租赁类REITs将迎来高速发展期。
- **信贷ABS：短期无信用违约风险，可适当配置中低等级债项或主体的品种，城农商行发行的ABS、车贷和消费贷的次优档息票更具吸引力；交易所ABS：PPP项目证券化、类REITs、住房租赁企业ABS享受政策红利，短期无实质性违约风险。银行参与发行的票据类、地产企业应收帐ABS的信用风险同样低。需关注计划管理人资质和现金归集、**

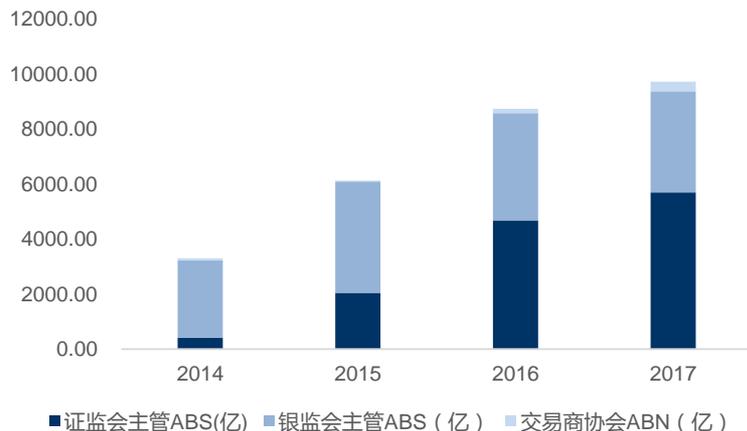
# 主要内容

1. 资产证券化市场回顾
2. 银行间市场交易热度持续升温
3. 关注早偿和资金账户风险
4. 政策护航，PPP、地产ABS或为未来热点
5. 结论&展望

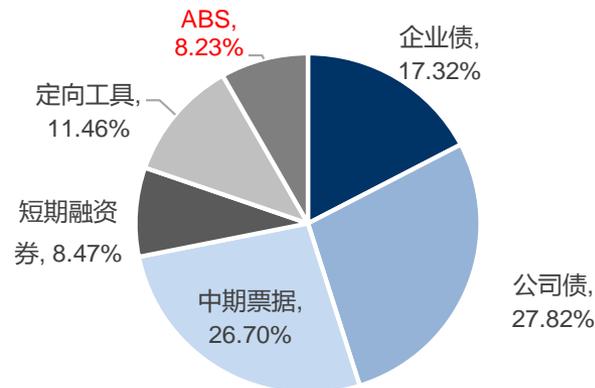
# 1 ABS发行规模同比增速较快

- 截至10月31日，存量ABS占信用债比重小幅提升2%
- 交易所ABS发行规模大幅增加，银行间ABS发行规模基本稳定
- 受政策影响，ABN在17年发行大规模增长，但占比仍较小

### ABS发行规模增速较快



### ABS存量规模占比小幅提升



# 1.1 信贷ABS：企业贷款规模萎缩、消费贷款增长最快



## ■ 企业贷款规模比重明显萎缩，贷款息差收窄、出表资产限制所致

- 企业贷款缩量也导致城农商行的发行规模比重明显下降

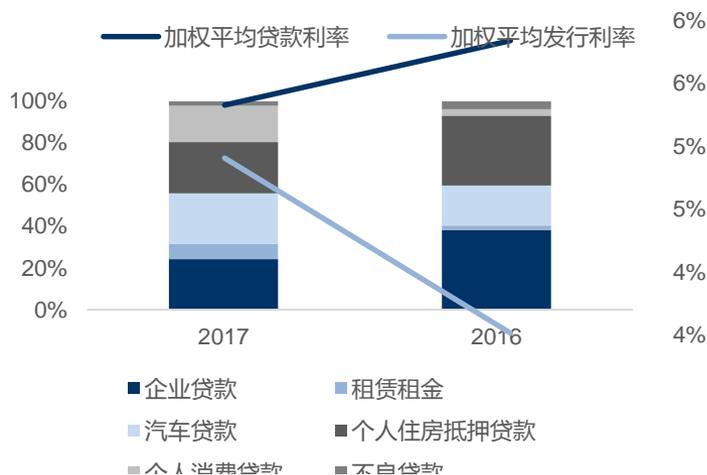
## ■ 消费贷款发行规模比重提升幅度最大，股份制银行参与度提高

- 股份制银行对消费贷款发行参与度提高，因此整体发行规模比重高于其他机构

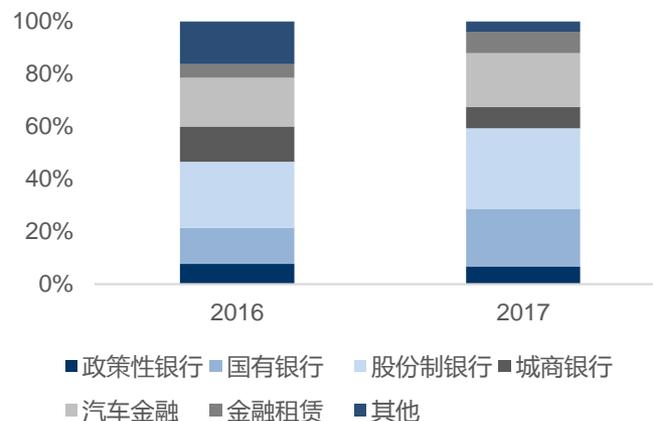
## ■ 不良ABS发行速度仍较为平缓，基础资产多以不良消费贷款为主

- 国有银行发行为主，而股份制银行的不良ABS发行规模增长

### 企业贷款ABS规模比重萎缩



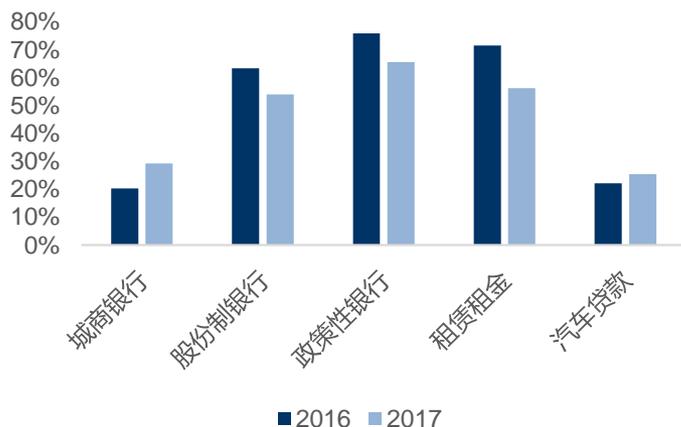
### 股份制银行发行规模比重上升



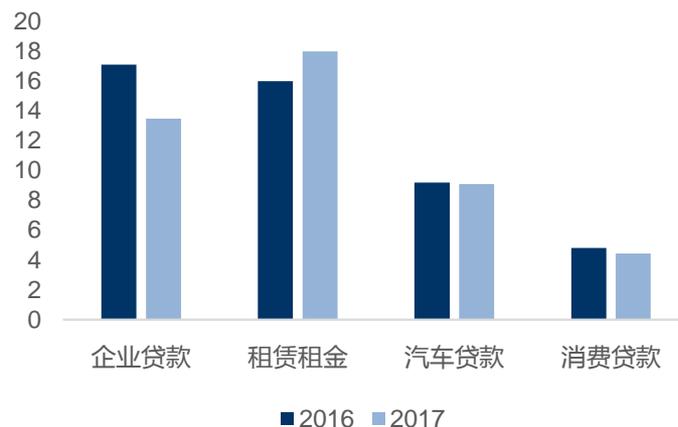
# 1.1 信贷ABS：基础资产信用资质下沉、帐龄缩短

- **大部分信贷ABS的基础资产池中入池贷款的平均评级较去年下沉**
  - 仅汽车贷款和城农商行所发企业贷款的资产平均评级小幅提升
- **除租赁租金外，其他基础资产入池贷款的在帐时期缩短**
  - 企业贷款帐龄缩短幅度较明显

### 入池贷款AA及其以上比重



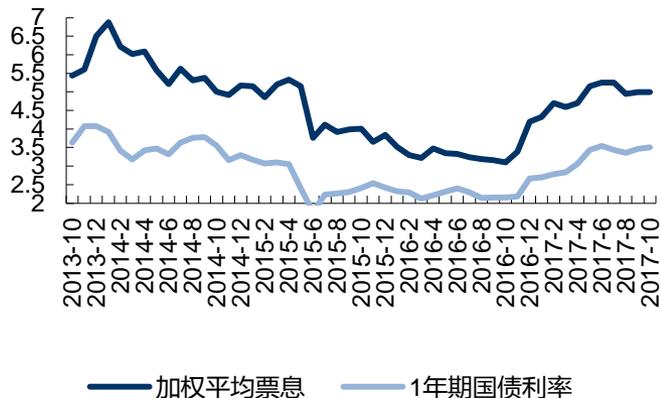
### 入池贷款平均账期缩短（月）



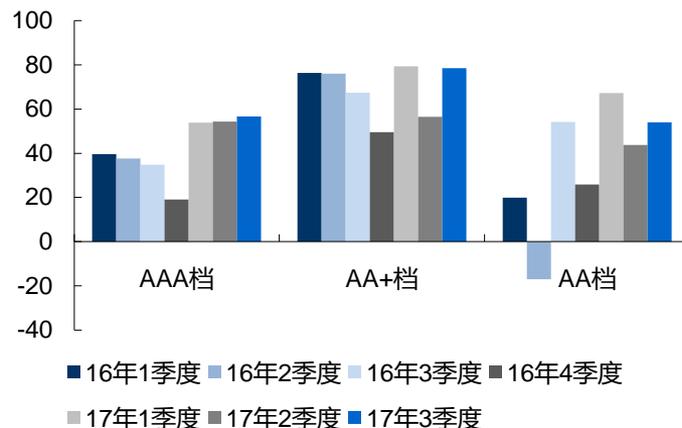
# 1.1 信贷ABS：发行票息中枢和息差均上移

- 信贷资产证券化发行票息中枢上移，与国债间的信用利差略有扩大
- 企业贷款、车贷和消费贷款的发行期限在1年半以内，租赁租金类期限近2年
- 与短融之间的息差较去年扩大：
  - AA+等级优先或次优档的票息更具吸引力

信贷ABS发行票息中枢较去年抬升（%）



与1年期短融间票息息差扩大（bp）

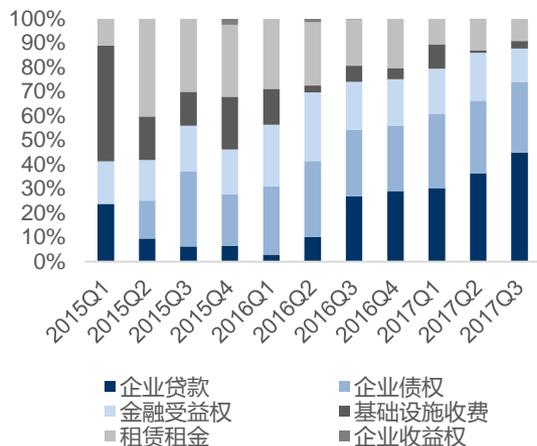


# 1.2 交易所ABS：消费贷款一枝独秀、创新产品不断



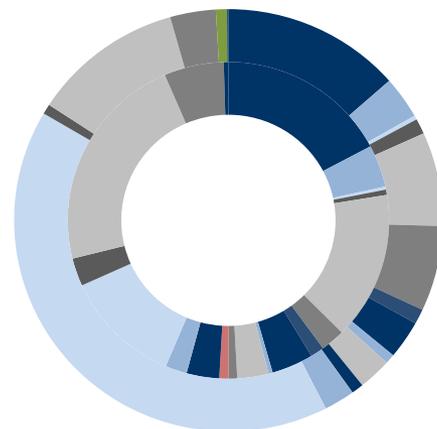
- 贷款类发行规模占比最大，消费贷款为主要贡献
- 其他债权类发行规模比重小幅提升，保理和白条推动
- 创新产品层出不穷，供应链金融保理、PPP项目、长租REITs等落地

企业贷款ABS规模比重萎缩



消费贷款、保理、PPP规模比重提升

- 信托受益权
- 股票质押权
- 应收账款
- 票据
- 水电煤等合同债权
- 土地出让金债权
- 票务债权
- 委托贷款
- 消费贷款
- 租赁租金
- PPP项目
- REITs受益权
- 两融受益权
- 保理
- 物业费
- 基建回购合同
- 购房尾款
- 个人住房公积金贷款
- 小额贷款
- 商业地产按揭贷款
- 基础设施收费
- 企业收益权

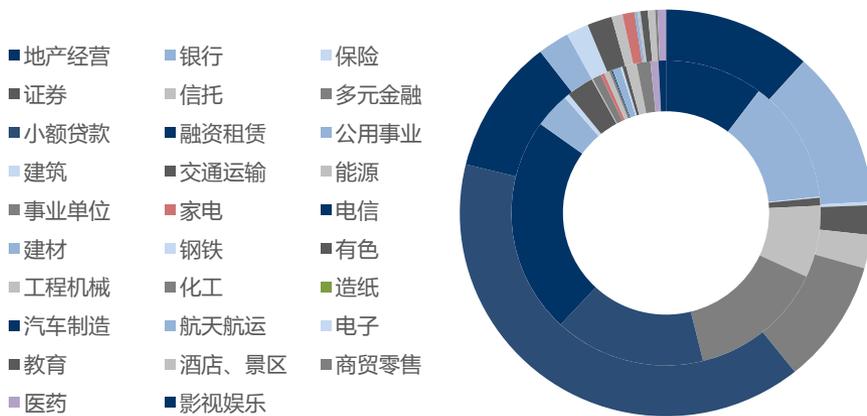


资料来源：WIND，申万宏源研究

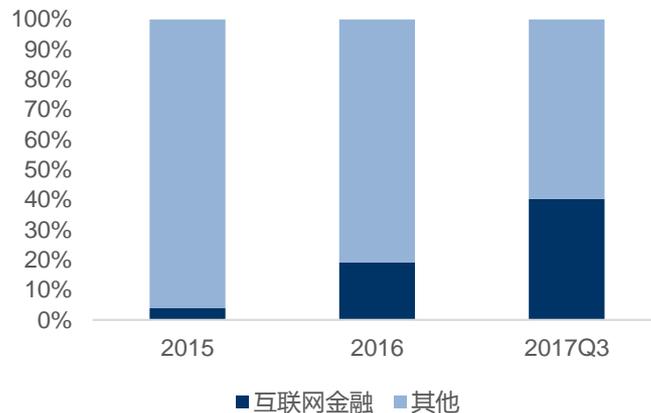
# 1.2 交易所ABS：互联网、地产企业发行规模比重提升

- **互联网金融发行规模占比较大，消费金融为主，供应链金融比重提升**
  - 消费金融多以个人贷款、白条为基础资产，阿里和京东为主要发行机构
  - 供应链金融今年以保理为主要基础资产，万科为主要发行机构
- **地产企业发债渠道一度收紧，而其ABS发行规模比重逆势上升**
  - 购房尾款短期受阻，但保理、CMBS、REITs等资产形式众多，3季度款发行规模增幅较大
- **银行为主导的ABS发行比重继续增长，保险今年首次参与交易所ABS发行**

### 小贷、地产企业和银行等金融机构发行比重增长



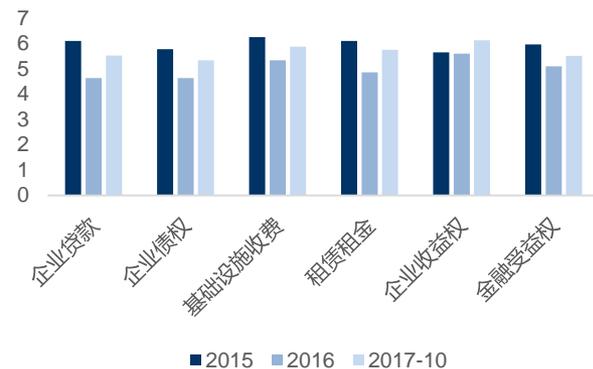
### 互联网金融发行规模比重明显提升



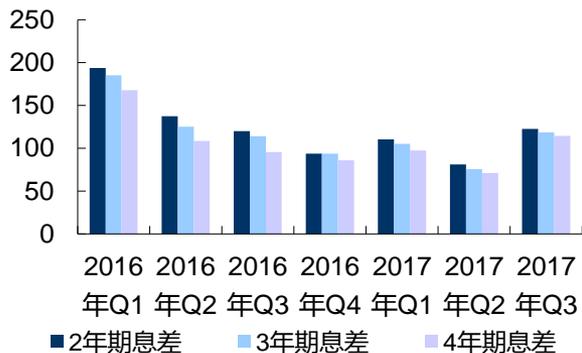
# 1.2 交易所ABS：息差收窄

- 企业收益权和基础设施收费类发行票息高，贷款和租赁类发行票息涨幅较大
- 票息仍具有较大吸引力，但与中票间的息差明显收窄
  - 交易所ABS供给大幅上升弱化发行票息

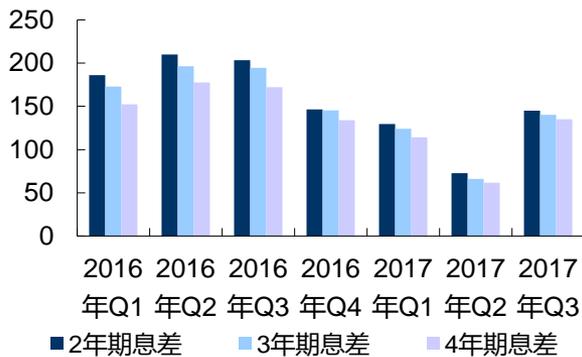
各资产发行票息 (%)



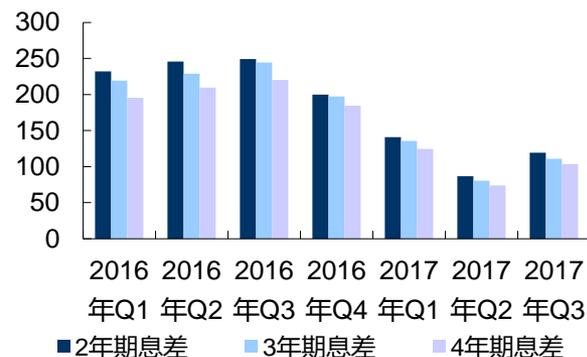
AAA等级与中票间息差 (bp)



AA+等级与中票间息差 (bp)



AA等级与中票间息差 (bp)



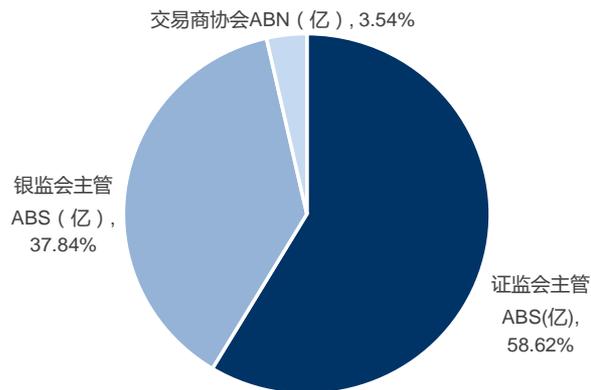
# 1.3 ABN：发行规模大幅增长，但体量仍极小

## ■ 交易商协会新规推动ABN发行量大幅增长，同比增长106.81%

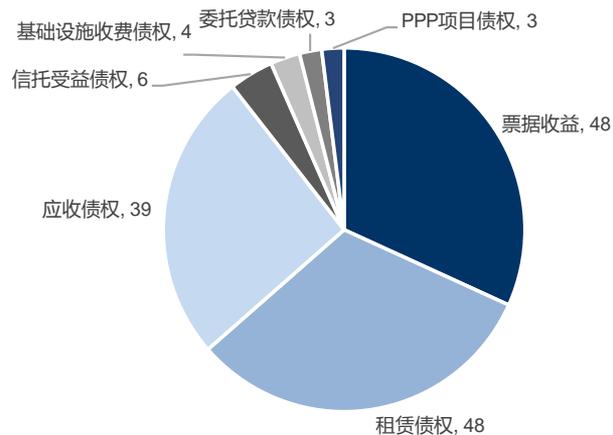
- 去年双12，交易商协会发布《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》，明确ABN产品可实现真实出售、资产出表
- ABN发行和存量规模比重仍极低，市场体量小

## ■ 交易商协会ABN基础资产类型以票据收益、租赁债券和应收债券为主

交易商协会ABN发行占比小



ABN基础资产类型分布



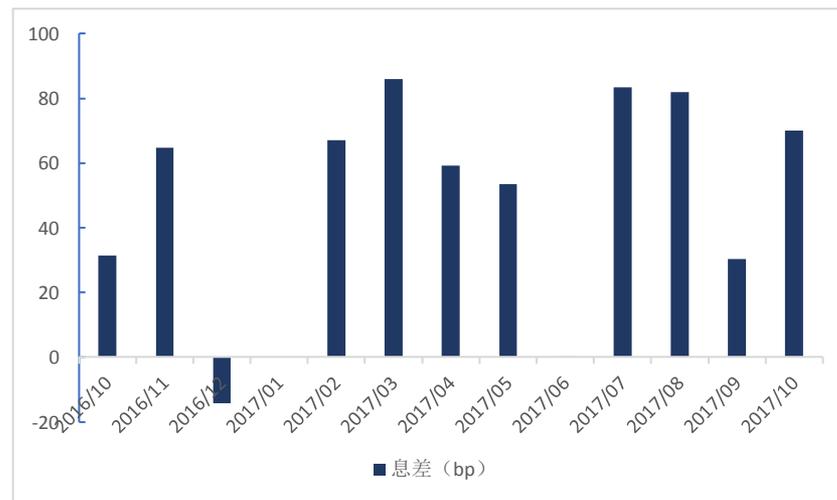
# 1.3 ABN: 息差高于信贷ABS

- ABN产品平均期限差异度较大，基础资产多样性所致
- ABN发行期限近期明显拉长，因发行3单地产相关REITs和信托受益权所致
- ABN发行票息与同期限AAA中票的息差中枢在60bp左右
  - 票息对投资者有一定的吸引力

ABN发行期限 (年)



ABN票息具吸引力



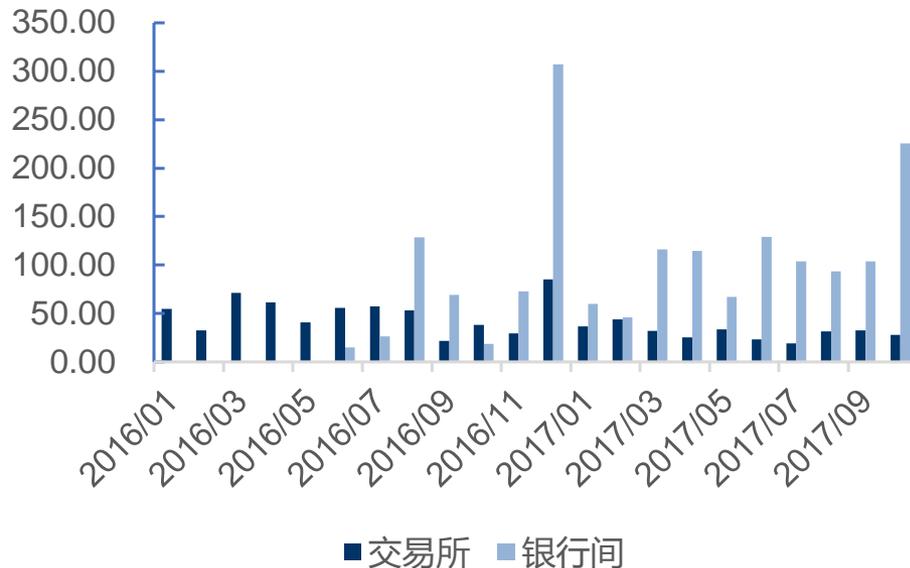
# 主要内容

1. 资产证券化市场回顾
2. 银行间市场交易热度持续升温
3. 关注早偿和资金账户风险
4. 政策护航，PPP、地产ABS或为未来热点
5. 结论&展望

## 2 银行间和交易所成交量冰火两重天

- 银行间ABS成交量稳步增长，交易热度持续升温
- 交易所ABS产品成交量则较去年回落
  - 16年10月份之后，债市调整幅度较大，市场波动性增强
  - 悲观情绪下，投资者提升了对主体、债项评级较高的信贷ABS的配置偏好

银行间成交量上升，交易所成交量下降

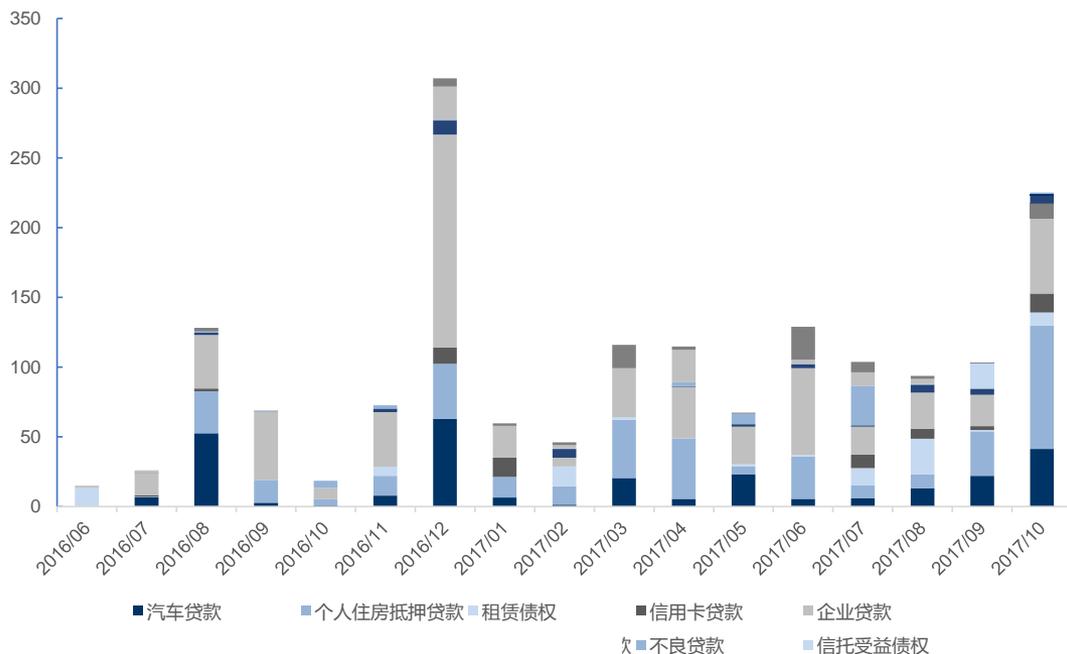


## 2.1 信贷ABS：成交量稳步提升

### ■ 从基础资产类型来看，个人住房抵押贷款、汽车贷款交易量提升幅度较大

- 一是两类ABS存量持续增长
- 二是两类ABS资产分散度高、入池资产优质，信用风险小

#### 个人住房抵押贷款、车贷ABS成交量增幅大



#### 银行间活跃ABS一览

银行间活跃abs			
债券简称	成交次数 (年)	成交总量 (亿)	债券余额 (亿)
16工元4A2	22	59.37	27.52
17上和1A1	11	12.38	7.73
17开元1A	6	27.71	3.53
17众赢1C	5	25.33	2.10
17光盈2A	5	14.04	41.31
17华驭6A	5	11.98	27.10

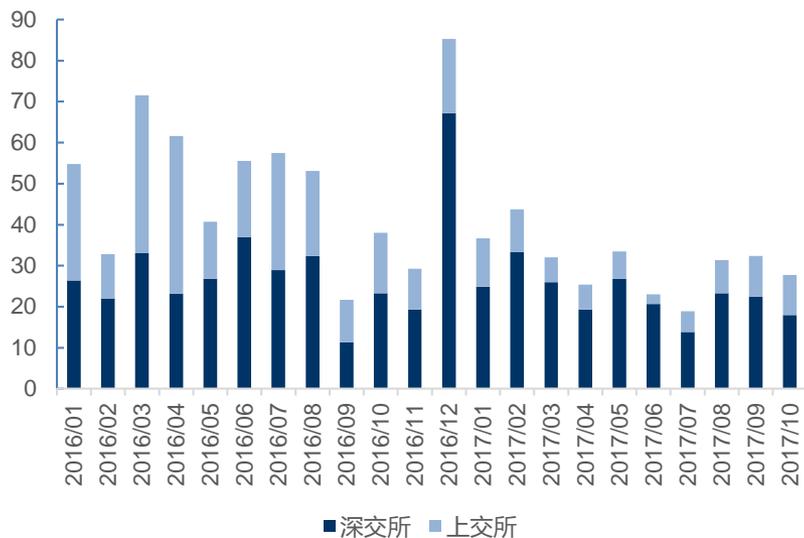
资料来源：WIND，申万宏源研究

## 2.2 交易所ABS：成交量大幅下降

### ■ 成交量下滑主要受2016年10月份以来市场因素影响

- 债市深度调整，资金利率中枢较去年上移，流动性紧平衡
- “去杠杆”背景下，金融监管升级，交易所ABS交易趋谨慎

#### 交易所ABS成交量回落



#### 交易所ABS活跃产品一览

深交所活跃abs			
名称	成交次数 (年)	成交金额 (亿)	债券余额 (亿)
星美05	44	11.93	3.5
万科4A1	24	6.56	12.58
16巴拉A3	19	7.17	2.4
大地优03	16	5.20	4.8
三电优07	13	5.44	1.95
邹电优03	11	9.01	3.5
美兰09	10	6.42	1.44

上交所活跃abs			
债券简称	成交次数 (年)	成交总量 (亿)	债券余额 (亿)
首航04	41	17.34	8.00
首航03	39	6.60	8.50
PR4C	21	4.12	1.93
海航104	19	5.31	5.00
14吉城05	8	4.33	6.00

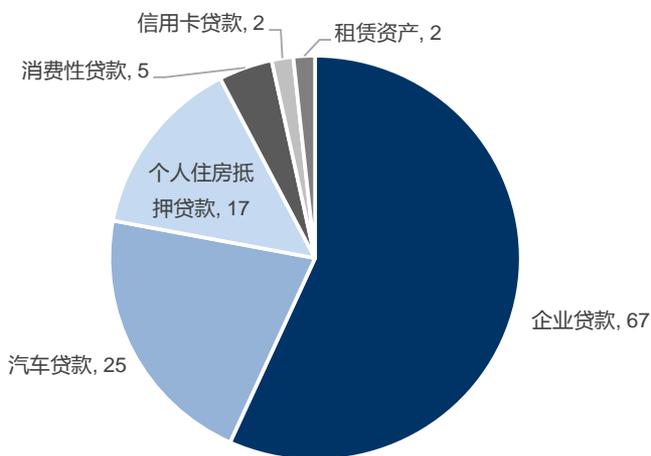
# 主要内容

1. 资产证券化市场回顾
2. 银行间市场交易热度持续升温
3. 关注早偿和资金账户风险
4. 政策护航，PPP、地产ABS或为未来热点
5. 结论&展望

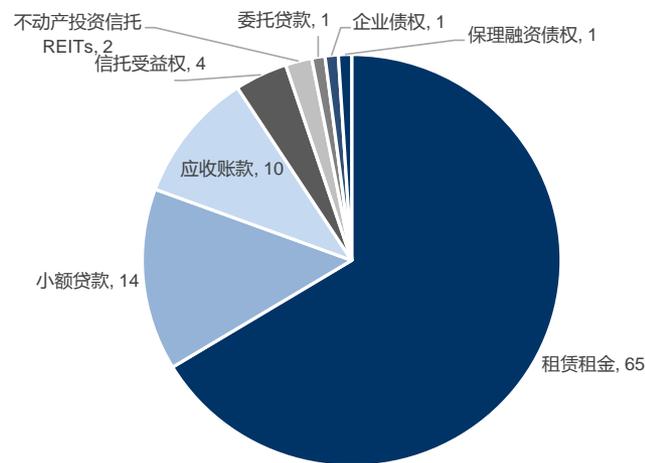
### 3 ABS债项评级调整仍以调高为主

- 截至10月底，共有218只ABS债项评级调高，6只ABS债项评级调低
  - 评级调低均为交易所ABS
- 调高评级债券数量较16年大幅增加
  - 随着优先级息正常兑付，劣后支持比重不断提升，因此优先、次优债项资质提升

银行间ABS上调评级资产分布



交易所ABS上调评级资产分布



## 3.1 交易所ABS：账户监管暴露风险

- 去年违约和评级下调的原因主要为**基础资产实际产生的现金流低于此前测算**
  - 入池资产关联度高
  - 原始权益人收入单一，行业景气度恶化
- 今年交易所ABS评级下调原因主要为**现金流归集等资金账户监管风险**
  - 一单为租赁租金类产品，已到期偿还
  - 剩余两单产品均为公用事业债权类，原始权益人均具有城投背景，后期违约风险不高

### 2017年评级下调一览

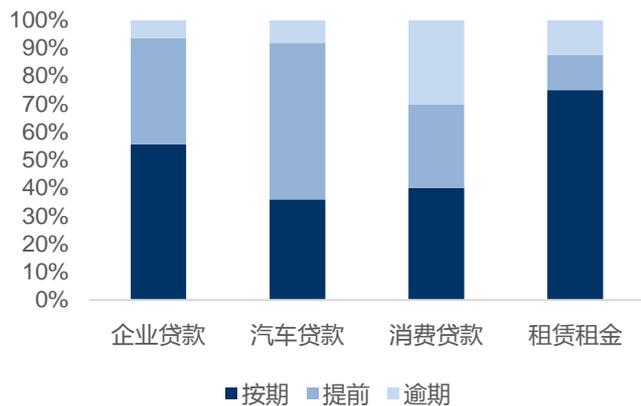
原始权益人	债券简称	上次债项评级	最新债项评级	调整原因
营口经济技术开发区华源热力供暖有限公司	华热02	AA+	AA	1) 专项计划账户余额不足以偿付当期本息，于去年年底启动差额支付；2) 未按时归集现金；3) 基础资产涉及的供热管网及设备被抵押担保；4) 资金混同风险；5) 经开区政府债务压力大；6) 公司对外担保比重高，经营亏损
	华热04	AA+	AA	
	华热03	AA+	AA	
宝信国际融资租赁有限公司	PR2B	AAA	AA-	资金监管风险，原始权益人与计划管理人多次擅自自动用监管账户资金
吉林市水务集团有限公司	吉水务04	AA+	AA	资金监管风险，原始权益人与计划管理人多次擅自自动用监管账户资金
	PR水务03	AA+	AA	

资料来源：WIND，申万宏源研究

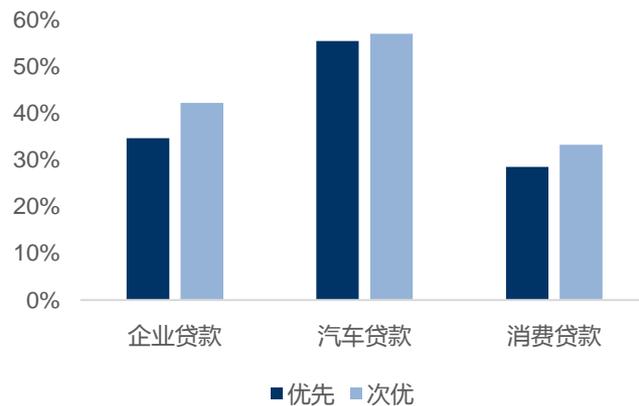
## 3.2 信贷ABS：车贷提前偿还比重高

- 截至10月，大部分信贷ABS按期偿还本息
  - 逾期也仅1-2天
- 汽车贷款类ABS提前偿还现象略多，一般提前偿还1-3月
  - 企业贷款一般提前偿还3-6月

2017年大部分信贷ABS按期偿还，车贷提前偿还比重略高



2017年各档提前偿还占比



资料来源：WIND，申万宏源研究

# 主要内容

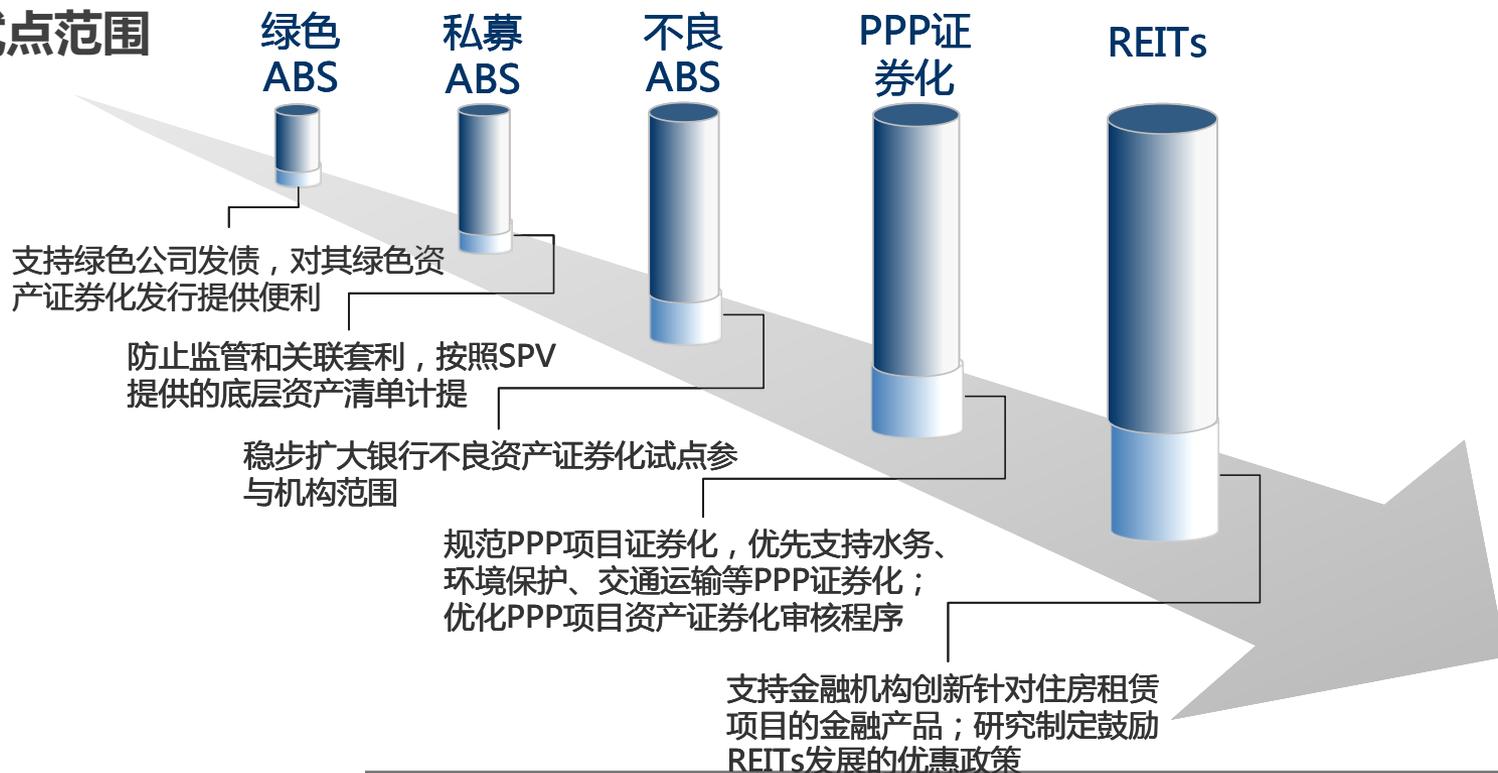
1. 资产证券化市场回顾
2. 银行间市场交易热度持续升温
3. 关注早偿和资金账户风险
4. 政策护航，PPP、地产ABS或为未来热点
5. 结论&展望

## 4 “去杠杆”背景下，ABS仍享政策呵护

### ■ 银监会46号、6号文均明确在风险可控前提下，支持银行业金融机构开展资产证券化

- 私募ABS的崛起阻碍信贷资产证券化的发展，导致银行发行标准化ABS动力不足
- 近期监管和整顿主要针对线下或私募报价服务系统中发行的ABS，对后期银行间信贷资产证券化发展利好

### ■ 规范和优化PPP项目证券化、支持租赁市场利用REITs融资、扩大不良ABS试点范围



## 4.1 蓝海之PPP项目

- **地方政府债务限额管理、城投平台逐步转型，PPP项目将弥补未来地方政府基建投资资金缺口**
- **PPP项目入库数量保持增长，落地率较去年有所提升**
  - 全国三批示范类项目总投资规模1.8万亿，基本将在明后年全部落地；第四批示范项目将公布
  - 管理库PPP项目数量和投资规模占比大、落地率偏低，但是今年以来落地率有明显提升
- **目前具备PPP项目证券化的资产基本是处于执行阶段，存量规模约5.9万亿，未来资产规模将继续提升**

管理库PPP项目规模（亿元）和落地率



符合PPP项目证券化的要求和资产

原始权益人	资质	基础资产
项目公司	已落实融资方案，前期融资实际到账	现金流的收益权、合同债权
项目公司股东	项目成功运营2年以上，原始权益人信用稳健	股权转让质押
项目其他相关主体	项目成功运营2年以上，原始权益人信用稳健	项目收益权、合同债权

## 4.1 蓝海之PPP项目

### ■ 政策推动PPP资产证券化项目落地

- 2017年3月3日，深交所发布了《深圳证券交易所资产证券化业务问答》，对于PPP项目资产证券化的挂牌条件确认流程进行详细解答

### ■ 六单落地PPP项目包括污水处理，城镇化，供热收费收益权，隧道建设

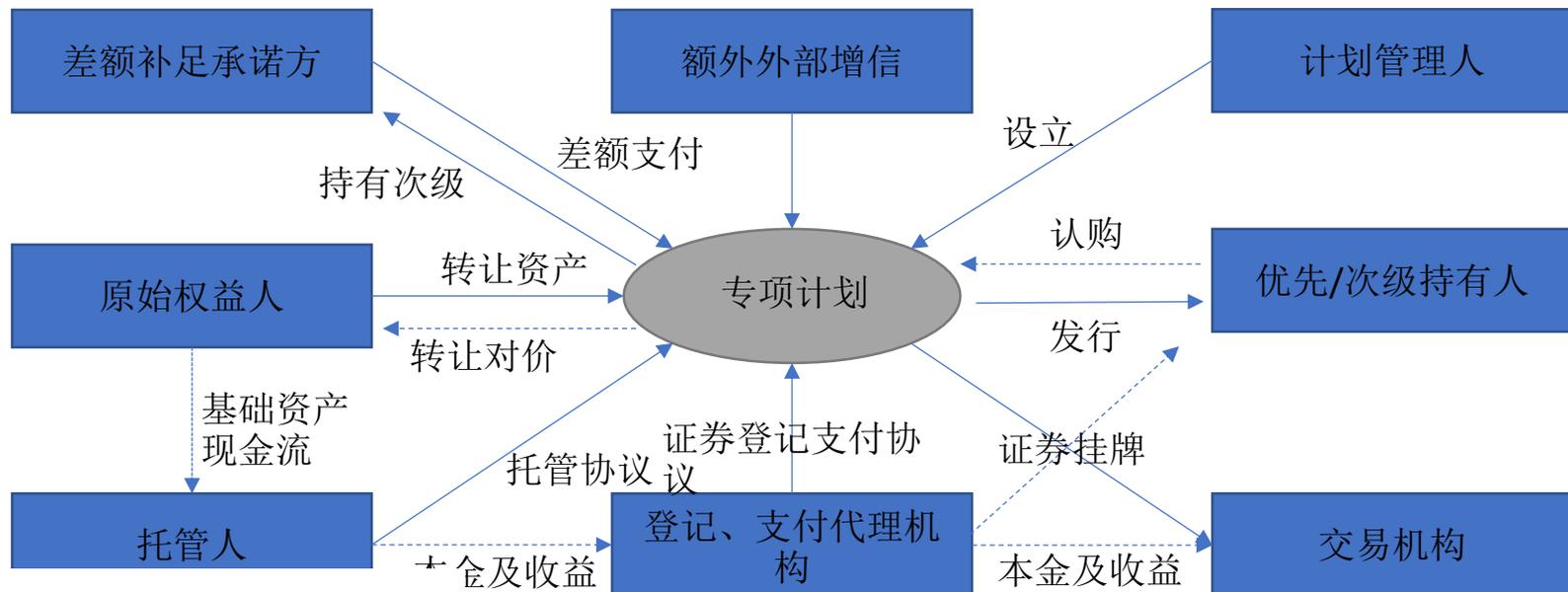
#### 近期发行的PPP项目证券化产品明细

原始权益人	债项评级	优先:次级或者优先:次优:次级	发行金额 (亿)	每年付息次数	当期票息 (%)	期限 (年)
广晟东江环保虎门绿源PPP项目资产支持专项计划						
东莞市虎门绿源水务有限公司	AAA	93.75:6.25	3.20	2次	4.15	10.37
浦发银行PPP项目资产支持专项计划						
上海浦东发展银行股份有限公司	AA+	69.12:30.88	15.25	—	4.45	10.60
华夏幸福固安新型城镇化PPP项目市政物业服务2017年度第一期资产支持票据						
幸福基业物业服务有限公司	—	95.00:5.00	2.00	1次	4.80	1.50
华夏幸福固安工业园区新型城镇化PPP项目供热收费收益权资产支持专项计划						
固安九通基业公用事业有限公司	AAA	94.90:5.10	7.06	1次	5.06	4.25
网新建投庆春路隧道PPP项目资产支持证券						
杭州庆春路过江隧道有限公司	AAA、AAA	60.45:34.54:5.01	11.58	2次	4.09	14.01
首创股份污水处理PPP项目收费收益权资产支持专项计划						
临沂首创博瑞水务有限公司	AAA	94.34:5.66	5.30	4次	4.55	11.32

## 4.1 蓝海之PPP项目

- **PPP资产证券化项目采取单一SPV模式**
  - 通过专项计划承接基础资产
- **外部增信多采取差额补充承诺和连带担保**
  - 外部增信方多为原始权益人或其关联方
  - 增信效果需结合原始权益人主营情况而定

### 交易结构



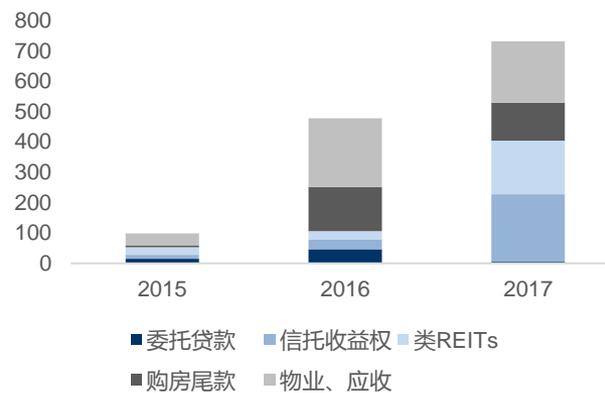
## 4.2 蓝海之地产企业ABS

- **地产行业经营模式将转变，存量资产或为潜在ABS基础资产**
  - 单一销售转销售与持有运营并重、轻资产
  - 政府鼓励国有房企转型住房租赁，支持住房租赁企业发行ABS、加速推动REITs发展
- **地产企业融资途径持续收紧，偿债压力集中于明后年，盘活资产势在必行**
  - 购房尾款类发行量在去年下半年受调控政策影响，但发行量在3季度反弹
  - 整体地产企业ABS发行规模仍保持增长，信托受益权和类REITs模式为主

今年地产企业发债规模下滑，偿债压力集中在明后年



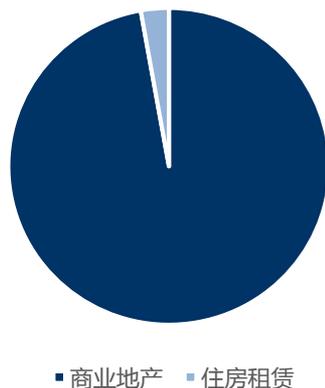
地产企业ABS发行模式分布



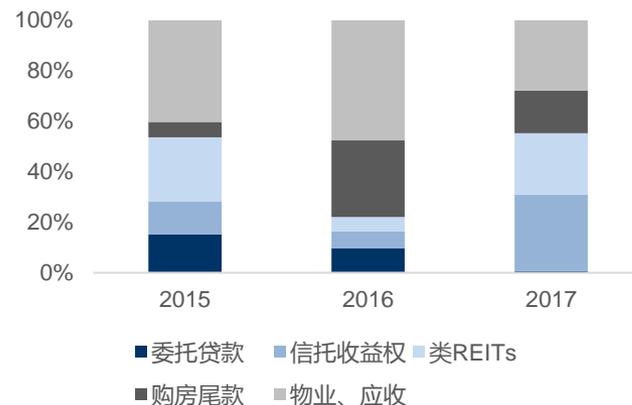
## 4.2 蓝海之地产企业ABS

- 商业地产ABS发行较多，信托收益权、类REITs为主
- 住房企业ABS则多为应收和购房尾款类
- 年初首单住房租赁信托受益权落地；10月首单住房租赁企业类REITs推出

类REITs主要由商业地产企业发行



信托收益权和类REITs发行比重提升

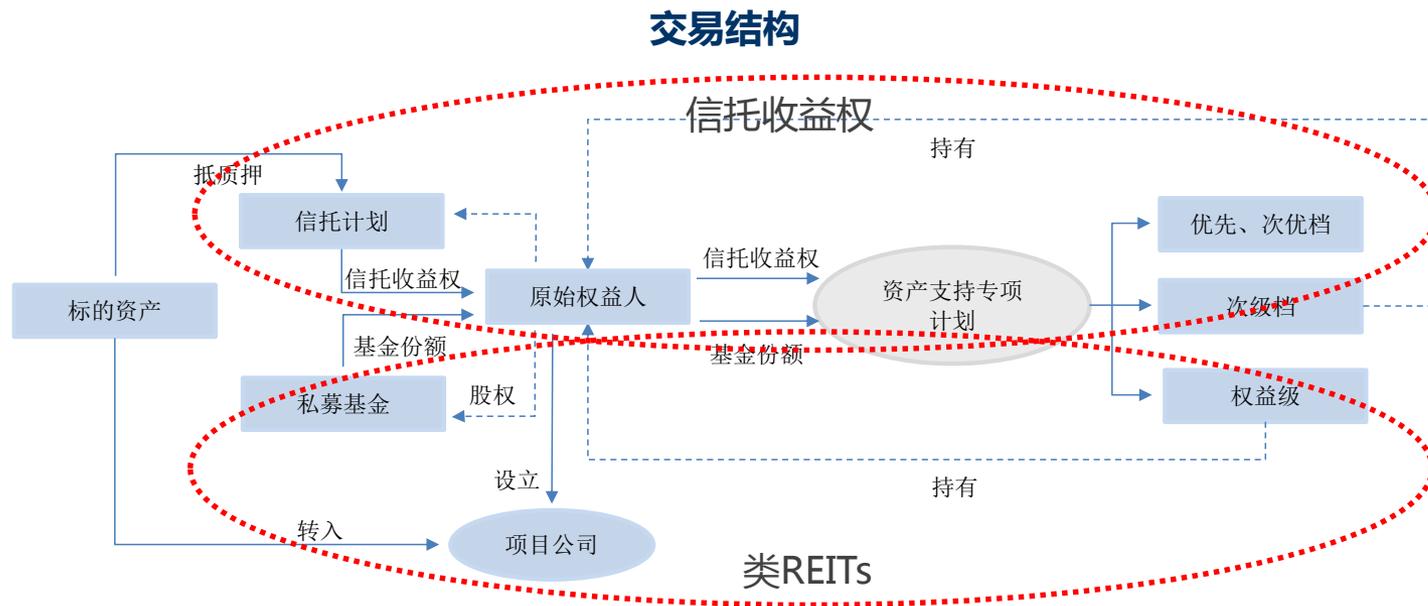


资料来源：WIND，申万宏源研究

## 4.2 蓝海之地产企业ABS

### ■ 商业地产ABS大部分采取双SPV模式

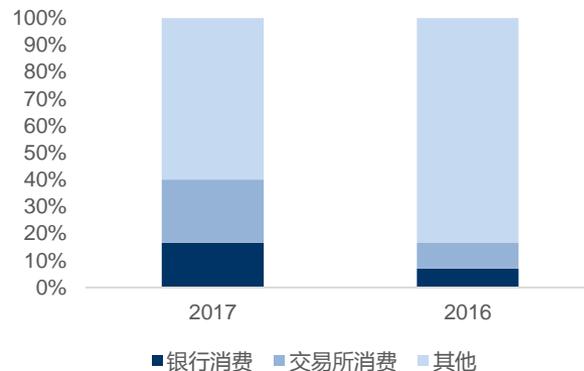
- 信托计划/基金+资产支持专项计划
- 为改变标的法律性质、归集和重组现金流，将不确定性的收益权转为确定性的
- 合理避税
- 为后期公募REITs的推出提前做准备



## 4.3 消费金融ABS成我国证券化特色

- **欧美证券化市场是以MBS和CDO为主、日本证券化市场是以RMBS为主，消费贷款占整个证券化市场的比重小**
  - 欧美消费贷证券化发行比重不到10%，日本消费贷证券化发行比重约20%
- **国内消费增长快，使得银行间和交易所的消费贷、白条的发行比重显著提升**
- **银行间消费贷款类发起机构主要为银行、汽车金融和持牌消费金融公司**
  - 基础资产为车贷、消费贷和信用卡债
- **交易所消费贷款、应收账款发起机构主要为阿里、京东等互联网平台大佬**
  - 基础资产为花呗、借呗、分期、白条、金条，个别消费贷通过信托受益权包装

**国内消费金融ABS发行比重占40%**



# 主要内容

1. 资产证券化市场回顾
2. 银行间市场交易热度持续升温
3. 关注早偿和资金账户风险
4. 政策护航，PPP、地产ABS或为未来热点
5. 结论&展望

## 5. 信贷ABS：配置中低债项或主体评级，关注早偿风险



- **金融监管趋严环境下，信贷ABS市场发展规范化，发行规模仍将保持增长**
  - 车贷和消费贷将逐步取代企业贷为信贷ABS主流资产
- **信贷ABS中短期无信用违约风险**
  - 银行为发起机构的ABS信用风险低，一是违约成本高、二是入池资产较为优质
  - 车贷、住房贷和消费贷款ABS资产分散度高，降低信用风险
- **车贷早偿风险略高，动态资产池降低消费贷早偿风险**
  - 车贷优先和次优的早偿风险比重相近，次优的投资性价比更高
- **与同等级中票间仍有一定息差，可适当配置中低等级债项或主体的品种**
  - 城农商行发行的ABS、车贷和消费贷的次优档息票更具吸引力
  - 不良贷款ABS的票息优势不显

## 5. 交易所ABS：票息高、择优配置，关注资金账户风险



### ■ 交易所ABS体量将继续高速增长，资产呈百花齐放态势

- 消费金融和地产企业或为将来主要发起人

### ■ 交易所ABS票息吸引力大，选资产分散性好、交易结构和增信安排完善品种

- 债权类产品资产池集中度和关联性低、单一资产原始权益人自身经营业务较为丰富
- 关注计划管理人资质和现金归集
- 关注差额补充承诺人及担保人的资信情况和关联性

### ■ 处于政策呵护期，交易所ABS短期无实质性违约风险

- PPP项目证券化、类REITs、住房租赁企业ABS享受政策红利，产品短期信用风险低
- 银行参与发行的票据类产品信用风险较低，因主体和资产资质优质
- 购房尾款、地产企业应收帐ABS的未来现金流相对稳定，信用风险低
- 虽然消费金融后期政策不确定性大，但有成熟平台数据的大型企业的产品信用风险相对可控

## 信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

## 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxw@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯方式使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。



# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

钟嘉妮  
[zhongjn@swsresearch.com](mailto:zhongjn@swsresearch.com)