

作者：倪悦  
邮箱：fesf@fecr.com.cn

# ABS 行业发展趋势与信用风险简析

## 摘要

在经历前期的快速扩容之后，2018年我国资产证券化市场发行规模增速放缓回归常态。2018年，消费金融ABS、供应链金融ABS、CMBS和类REITs几类产品表现突出并具有良好的发展前景，而信托受益权类项目则遭遇“降温”。资产证券化市场在快速发展的同时也暴露出一些问题，如法律制度有待完善、市场联通有待加强、风险事件有所露头，信息披露不够充分，流动性有待提升等。上述问题在一定程度上限制了ABS市场的进一步发展，但未来随着参与机构数量的增多，相关监管指引的不断完善，ABS市场将朝着更规范、标准化程度更高的方向发展，成为企业常态化的融资工具。

### 相关研究报告：

1. 《房地产ABS研究—供应链金融ABS》，2018.12.27
2. 《房地产ABS研究—购房尾款ABS》，2018.12.28
3. 《房地产ABS研究—物业费ABS》，2018.12.29

### 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道。分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、资产证券化市场发展现状

### (一) 发行概况

自2014年末备案制实施以来，我国资产证券化业务发展呈爆发式增长，尤其是2016与2017年，其发行规模增速分别达49.63%和68.11%。在经历前期的快速扩容之后，2018年我国资产证券化市场发行规模增速放缓回归常态。据CNABS网站统计，截至2018年11月末我国资产证券化产品累计发行规模已达51363亿元，累计存量规模为26066亿元。其中，2018年1~11月资产证券化产品市场累计发行749单，规模为15826亿元，较上年全年发行额增长2.67%。从2018年1~11月信贷ABS、企业ABS和ABN三市场的发行规模来看，信贷类ABS发展平稳，ABN尽管总量仍然较小，但仍然保持较高增速。而企业ABS增速下行，一方面缘于监管加强、信用事件频发导致的配置力量收缩，另一方面，从供给端来看，基础资产亦被挖掘得较为充分，新的增长空间较小。

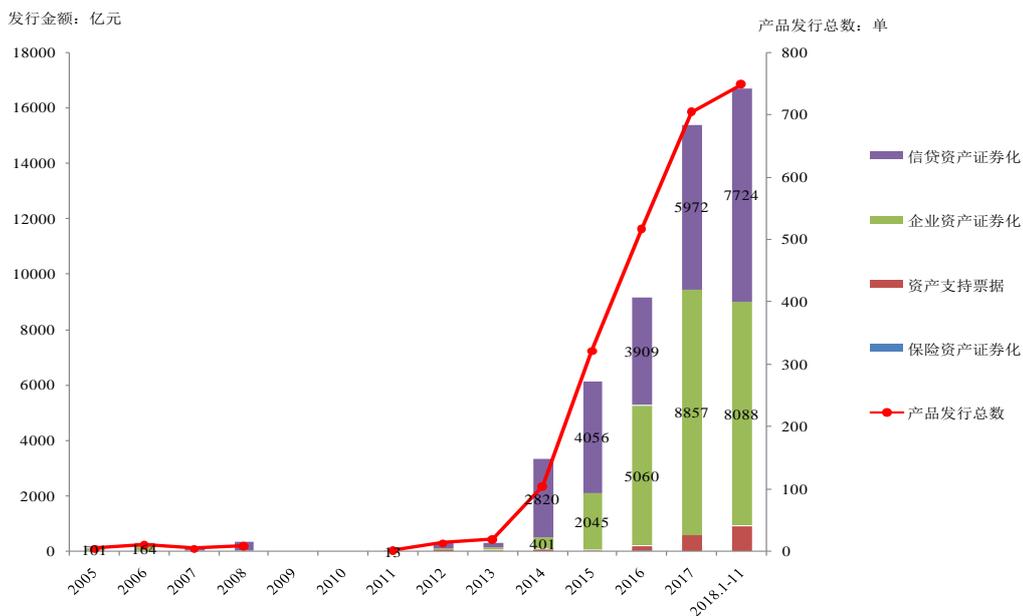


图1：2005~2018.11 资产证券化市场发行规模

资料来源：Cnabs，远东资信整理

### (二) 基础资产分布情况

信贷ABS和企业ABS系规模占比最大的两类资产证券化产品，近年来基础资产种类越来越丰富。

#### 1. 信贷类ABS

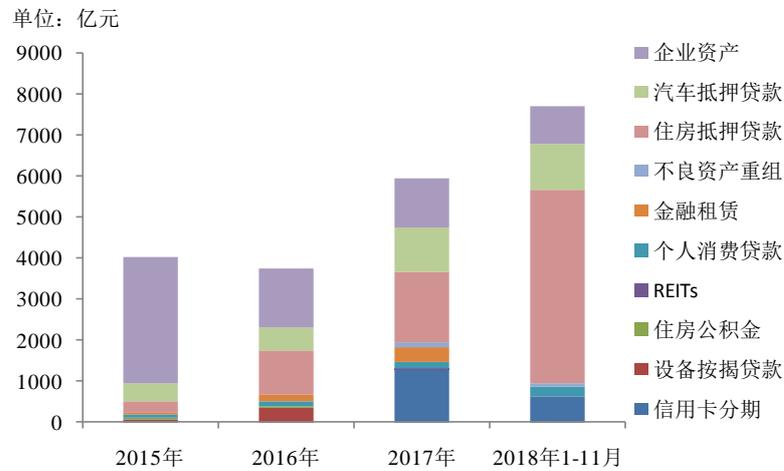


图 2: 2015~2018.11 信贷资产 ABS 基础资产分布

资料来源: Cnabs, 远东资信整理

信贷 ABS 基础资产中企业贷款曾经一支独秀, 但目前已形成企业贷款、汽车抵押贷款、住房抵押贷款和信用卡分期的“四强格局”。2018 年以来银行受 MPA 考核压力, 发行住房抵押贷款证券化产品的节奏明显加快, 2018 年 1~11 月住房抵押贷款类 ABS 发行规模达 4730.08 亿元, 占信贷类 ABS 发行规模比重高达 61.24%, 成为信贷类 ABS 的第一大规模产品。

## 2. 企业 ABS

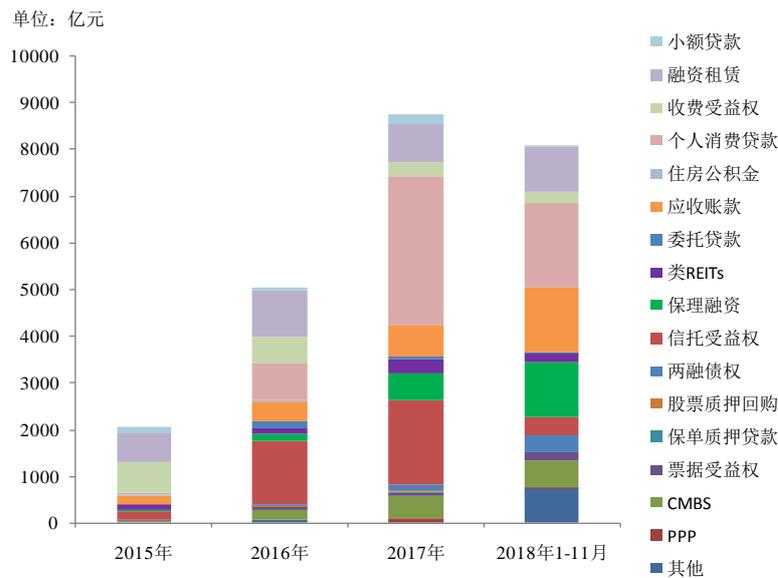


图 3: 2015~2018.11 企业 ABS 基础资产分布

资料来源: Cnabs, 远东资信整理

企业 ABS 基础资产相对信贷 ABS 种类更为丰富，且随着企业 ABS 不断成熟，基础资产类型趋于平衡和多元化，越来越多的“首单”出现，说明 ABS 发展之迅猛，已经渗透到各行各业。目前企业 ABS 基础资产中，融资租赁、个人消费贷款、应收账款、保理融资、住房公积金、信托受益权和 CMBS 几类占比较高。

### (1) “热点”产品

从市场热点产品来看，2018 年有三类产品表现突出并具有良好的发展前景：一是消费金融产品、二是保理类产品、三是 CMBS 和类 REITs 产品。

第一类是消费金融产品。近年来随着居民消费的不断升级，消费金融发展迅速。2017 年底网络小贷 ABS 融资被纳入表内，严格限制了消费金融 ABS 的扩张。这一监管规定执行后，有消费金融 ABS 项目一度停滞甚至中止，虽后期有所回升，2018 年的 ABS 发行量仍然远低于 2017 年，但消费金融 ABS 仍系 2018 年发行规模占比最大的企业 ABS 产品。2018 年 1-11 月，消费金融类 ABS 共发行 86 单，总发行规模为 1824.32 亿元，占企业 ABS 总发行额的 25.56%。从发行主体来看，非持牌机构依旧占据主流，其中阿里系共发行了 75 单消费金融 ABS 产品，总金额 1664 亿元，约占今年消费金融 ABS 总发行额的 90%。从未来发展来看，我国居民网购规模保持高速增长，必然带来非持牌机构消费贷款的同步增长，消费金融 ABS 的底层资产规模仍在迅速扩大，导致旺盛的发行需求。

第二类是保理类产品，其中主要的形式是供应链金融 ABS。作为近两年来的“网红产品”，供应链金融 ABS 热度不减，其为中小供应商企业提供了一条便捷、稳定的融资渠道，同时可增强核心企业的占款能力，节约财务费用。截至 2018 年 11 月末保理类 ABS 总发行规模为 1184.75 亿元，占企业 ABS 总发行额的 14.65%，其中供应链金融 ABS 总发行规模为 1089.88 亿元。从核心企业的发行规模来看，房地产行业占主导地位。截至 2018 年 11 月末，以房地产企业为核心企业发起的供应链金融 ABS 规模达 935.63 亿元，占供应链金融 ABS 发行总额的 85.85%，其中以万科和碧桂园为核心企业发起的规模合计占比超过 70%。目前，核心企业行业范围正逐步扩展至互联网、新能源等新经济领域。2018 年以来，以小米、蚂蚁金服、滴滴、比亚迪等新经济企业为核心企业发起的多单供应链金融 ABS 成功发行。目前，监管机构对供应链金融 ABS 持明确的鼓励态度，其具有良好的发展前景。

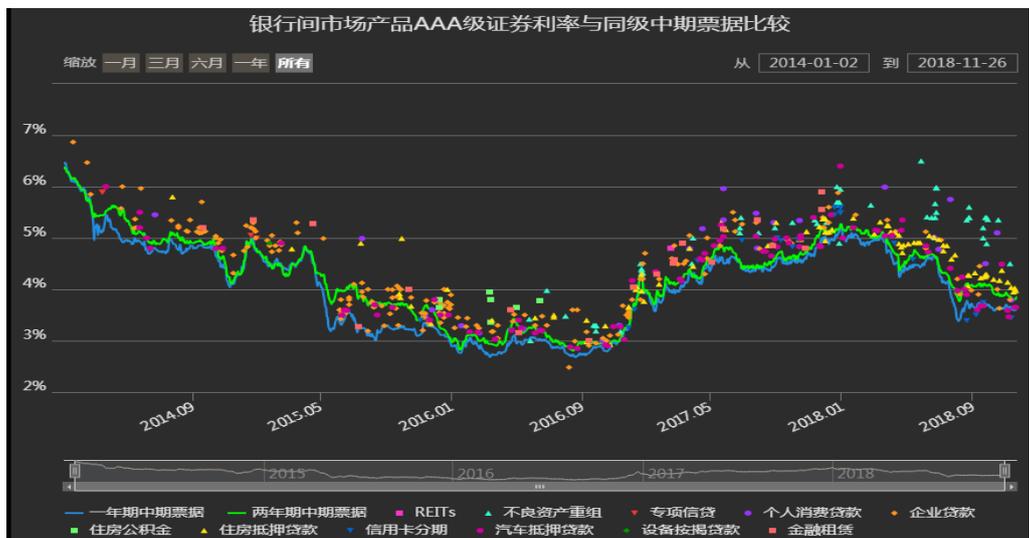
第三类是 CMBS 和类 REITs。2017 年以来 CMBS 和类 REITs 产品发行加快，2018 年 1-11 月，CMBS 和类 REITs 产品发行规模分别为 591.26 亿元、203.18 亿元，分别占企业 ABS 总发行规模的 7.31%、2.51%，虽然占比仍较小，但具有很大的发展空间。据相关数据统计显示，美国商业物业融资结构里商业贷款占比只有 40%，其他两类主要是 CMBS 和 REITs，前者对商业物业融资的渗透率达到了 40%。而在中国商业物业的融资结构里，经营性物业抵押贷款占据了 70% 份额。作为全球第二大经济体，中国目前可投资商业地产规模已经达到 3.4 万亿美元，仅次于美国，并有望在 2020 年进一步增长到 4.2 万亿美元。一、二线城市核心商圈已经进入存量时代，具有地段优势及密集人流量的办公及商业项目，未来的升值潜力将逐步显现，这将为 CMBS 和 REITs 提供巨大的发展空间。与此同时，伴随着中央“房住不炒”理念的提出，以住房租赁相关基础资产开展的资产证券化业务得到广泛关注，我国 REITs 政策利好不断，从提出研究出台公募 REITs 相关业务细则，到推进住房租赁资产证券化相关工作，都为以后 REITs 的发展提供了良好的政策环境。

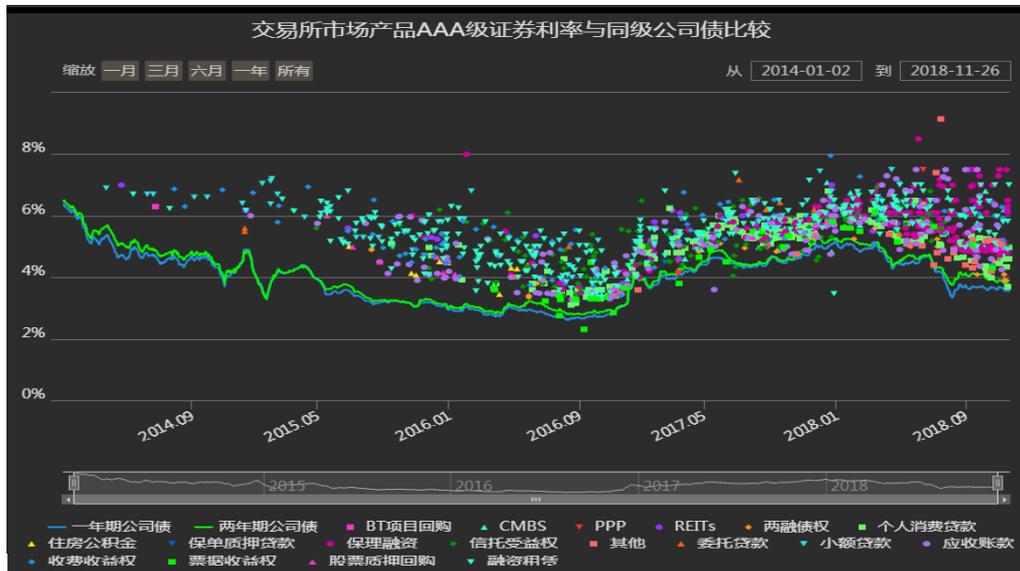
## (2) “降温”产品

另外，值得注意的是，信托受益权类项目在2018年遭遇“降温”。信托受益权类ABS通常是基于“双SPV”结构，对应的底层资产丰富，涵盖信托贷款、物业费收入、商业房地产抵押贷款、学费收入、租金收入、保障房销售收入和基础设施收费收入，其中以基础设施收费权为底层资产发行的产品规模最大。从基础设施收费类ABS产品资产项目来看，主要分为轨道交通类（包括高速公路收费类、公交客运收费类）和市政建设类（包括供水、供热、供电、供气和污水处理等）。基础设施收费类ABS由于存续期长，受区域经济或行业发展影响大，易导致实际现金流入与预期形成差异，信用风险略高。2018年以来出现了多起ABS评级下调和违约风险事件，大多为基础设施收费类ABS项目，监管对于融资人准入要求更加严格。主体资信较弱、资产资金期限难以匹配、资产端收益较低成了制约2018年此类项目发展的重要原因。

## (三) 发行利率情况

与信用债相比，资产证券化产品的发行利率相对较高，因其普遍存在一定的流动性溢价；另一方面，虽然ABS偿债来源来自于基础资产，但发行利率一定程度上仍然受到发行主体资质的影响，对于资质较弱的主体，发行利率相对要高。





资料来源：Cnabs

## 二、行业存在问题

资产证券化市场在快速发展的同时也暴露出一些问题，如法律制度有待完善、市场联通有待加强、风险事件有所露头，信息披露不够充分，流动性有待提升等。上述问题在一定程度上限制了ABS市场的进一步发展。以下重点分析资产证券化业务的信用风险问题和流动性不足问题。

### （一）信用风险

由于涉及环节较多，业务较新，资产证券化业务开展中出现了一些风险事件或违约情形。究其实质，资产证券化所能完成的仅仅是风险来源的转移、但却不能真正消灭风险，在交易结构的背后，基础资产现金流产生能力的变化、基础资产债务人的资信状况、管理人的基础资产尽职调查和现金流监管的履职情况等多种因素均会引起ABS违约，甚至在特定情况下，原始权益人的资信状况好坏亦将影响资产证券化产品。本文梳理了公开市场上已知的ABS风险事件，来总结归纳ABS的风险来源。

#### 1. 资产集中度过高及基础资产现金流恶化

表 1: ABS 风险案例 1

风险类型	案例	风险来源	现状
基础资产	庆汇租赁一期资产支持专项计划	债务实际控制人被警方控制，业务停产整顿，基础资产现金流减少；资产集中度高，仅单一债务人	实质性利息违约，2017年12月优先级别由AAA下调至B，2018年8月调降至C

风险类型	案例	风险来源	现状
	大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划	煤炭行业不景气导致基础资产现金流减少	首单实际违约
	永利热电电力上网收费权债权和供用热合同债权资产支持专项计划	基础资产用热客户集中度很高, 主要用热客户搬迁, 供热收入大幅下降	信用评级由 AA+ 下调至 AA
	渤钢租赁资产支持专项计划	基础资产集中度高, 仅 2 个承租人(天钢集团及天津铁厂), 且都属于天津地区及钢铁行业; 钢铁行业产能过剩, 行业景气度持续低迷; 承租人受渤钢集团影响, 经营受到严重影响, 流动资金受限, 后出现无法偿还租金由原始权益人代偿; 担保方发生债券重组, 经营受到严重影响	2016 年 9 月渤钢租 02 及渤钢租 03 级别由 AAA 下调至 A, 2016 年 11 月下调至 BB

资料来源: 公开信息, 远东资信整理

基础资产现金流恶化是导致资产支持专项计划出现违约风险的根本原因, 而导致现金流产生能力恶化的原因不同, 具体包括: (1) 因基础资产收入不及预期所引发的风险, 如大成西黄河大桥通行费收入主要依赖于当地煤炭运输, 煤炭行业整体景气度不佳和大成西煤矿运营状况不佳, 直接导致现金流预测产生较大的偏差。类似的, 永利热电在面临电价持续下滑, 主要用热客户搬迁后, 供热收入大幅下降。(2) 因基础资产债务人资信状况恶化产生的基础资产现金流风险。当单一债务人鸿元石化实际控制人被控制, 企业停产后, 庆汇租赁一期资产支持专项计划发生兑付风险; 受钢铁产能过剩, 行业景气度持续低迷影响, 渤钢租赁两个承租人天钢集团和天津铁厂经营均受到严重影响, 租金偿付困难。

从上述案例中还可以发现, 基础资产的分散独立性是决定资产支持证券风险大小的关键性因素。基础资产的分散独立程度取决于入池资产数量、单个资产现金流规模占基础资产池整体现金流规模比例大小及资产间相关性(行业、地域等)等方面。基础资产分散独立性越高, 单个基础资产现金流变动对资产池现金流造成的影响越小, 越能避免资产支持证券对单个主体或单个资产的过度依赖。

## 2. 原始权益人/资产服务机构/差额补足方/担保方资信水平下降所引发的风险

表 2: ABS 风险案例 2

风险类型	案例	风险来源	现状
原始权益人/差额补足方/担保	平安凯迪电力上网收费权资产支持专项计划(一期)	发电机组因燃料不足导致机组停机; 差额支付承诺人凯迪生态经营异常, 存在较大流动性风险, 差额支付能力恶化	评级有 AA+ 下调至 BBB-, 触发权利完善事件

风险类型	案例	风险来源	现状
方	平银凯迪电力上网收费权资产支持专项计划(二期)	基础资产现金流大幅下滑;差额支付承诺人凯迪生态经营异常,存在较大流动性风险,差额支付能力恶化	评级有AA+下调至C、触发提前终止事件、本金违约
	德邦-华信应收账款第一期资产支持专项计划	原始权益人控股股东华信能源董事局主席被调查,对原始权益人经营与环境产生重大影响,上海华信主体级别由AAA级下调至B级	优先级级别由AAA下调至B
	营口华源热力供热合同债权1号资产支持专项计划	2016年原始权益人未按时归集现金流,实际现金流较预测值少42.9%;原始权益人将相关设备抵押,基础资产未来产生现金流存在不确定性	无法按时足额完成当期本息支付,触发差额支付,信用评级由AA+下调至AA

资料来源:公开信息,远东资信整理

资产证券化希望通过对基础资产与原始权益人进行破产隔离,来实现风险转移,但在实践中原始权益人往往不但给专项计划提供增信措施,还会兼任资产服务机构,此外多数项目还会引入第三方担保,因此原始权益人等主体的资信状况成为影响专项计划正常兑付的重要因素。在凯迪电力ABS二期项目中,原始权益人之一赤壁凯迪绿色能源开发有限公司涉及诉讼导致部分基础资产电费收入无法及时回款至监管账户,导致专项计划现金流不足以完成优先级剩余本息兑付,需启动凯迪生态差额支付机制,但凯迪生态出现经营异常,差额支付能力恶化,最终导致专项计划本金违约。在营口华源热力ABS项目中,存在原始权益人未按时归集现金流,将相关设备抵押,以及涉及诉讼导致监管账户被执行转出金额的情况,导致专项计划无法按时足额完成当期本息支付。

### 3. 管理人等中介机构未尽职所引发的风险

表 3: ABS 风险案例 3

风险类型	案例	风险来源	现状
管理人等	邹平电力购售电合同债权资产支持专项计划	基础资产尽职调查不全面;计划说明书虚假记载;存续期间,未及时履行相关信息披露义务,未监督、检查邹平县电力集团有限公司持续经营情况和基础现金流情况	山东证监局对专项计划相关参与方出具警示函,涉及原始权益人及管理人、会计师事务所、评级机构、律师事务所等中介机构
	华泰美吉特灯都资产支持专项计划	未对美吉特ABS基础资产及原始权益人进行全面的尽职调查、在美吉特ABS存续期间未能有效监督检查基础资产现金流状况、出具的《华泰美吉特灯都资产支持专项计划说明书》内容与事实不符	江苏证监局对专项计划的原始权益人和管理人作出行政监管措施,对原始权益人出具警示函,并要求管理人限期改正
	吉林水务供水收费权资产支	资金监管不力,专项计划资金多次被转出监管账	宝信2B级别由AAA下调至AA-/吉

风险类型	案例	风险来源	现状
	持专项计划/宝信租赁二期 资产支持专项计划	户，管理人被监管部门处罚	水务03及吉水务04级别由AA+下调至AA-；中基协处罚管理人

资料来源：公开信息，远东资信整理

管理人等中介机构所引发的相关风险主要取决于其履职是否勤勉尽责。2018年4月，山东证监局开出首张ABS罚单，对邹平电力购售电合同债权资产支持专项计划相关参与方出具警示函，涉及原始权益人以及管理人、会计师事务所、评级机构、律师事务所等中介机构。至今，地方证监局共开出四张罚单，涉及多个中介机构参与方；中基协共对两家计划管理人进行处罚。中介机构未尽责勤勉履职主要体现在：项目尽职调查不充分，项目存续期管理不到位，未能有效监督检查基础资产现金流状况，以及未能及时履行相关信息披露义务等。这些问题的出现对ABS参与主体尽职尽责履行尽调义务、持续督导和产品设计能力都提出了更高要求。监管层也将关注重点从基础资产的推陈出新转向了ABS存续期信用风险、定期报告的内容规范，甚至原始权益人的合规检查。

## （二）市场流动性不足

目前ABS产品一级市场投资者通常采取持有至到期的策略，二级市场的交易比较清淡。没有二级市场流动性的产品，投资者必然要求更高的利率补偿，这对一级市场定价带来了一定的影响。而发行利率定价偏高，又反过来影响了融资人将资产进行证券化的动力。资产证券化产品基础资产种类繁多复杂，ABS标准化程度低、单支ABS产品规模小、持续性信息披露不足等是抑制二级市场流动性的主要原因。虽然监管层通过开放ABS协议回购和三方回购的形式试图提高ABS二级市场的流动性，但从目前市场来看效果还不显著。而提高ABS标准化程度、进行持续充分信息披露、多元化投资者包括投机者参与是解决二级市场流动性的关键。

## 三、总结与展望

作为我国资本市场上的朝阳领域，资产证券化已成为重要的金融工具。从融资角度看，与其他信用类融资工具相比，ABS具备盘活基础资产和破产隔离等优势，有利于发行人在获得融资的同时调节资产负债结构；能够帮助主体资质不高但是有稳定现金流的中小企业突破融资瓶颈，缓解资金压力，是促进经济结构调整、助力普惠金融的有效工具。从投资角度看，ABS满足了不同风险偏好投资者的多元化配置需求。

虽然目前，资产证券化部分问题仍未得到解决，但未来随着参与机构数量的增多，相关监管指引的不断完善，ABS市场将朝着更规范、标准化程度更高的方向发展，成为企业常态化的融资工具。

## 参考文献：

- 1.《ABS违约潮来临，教你如何不踩雷》，公众号“图解金融”，2018年7月5日。

### 【作者简介】

倪悦，上海海事大学会计学硕士，结构融资部高级分析师。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话：010-53945367 010-53945366

#### 上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室  
电话：021-61428088 021-61428115

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。