

内部资料免费交流  
京内资准字1318-L0120号

# 东方信用

中国东方资产管理股份有限公司旗下信用服务机构 东方金诚国际信用评估有限公司

VOL.23

2019年 第一期

## 东方金诚与中央结算公司联合发布

东方金诚参加亚洲信用评级协会日本年会并发表演讲  
东方金诚荣获 2018 房地产证券化 “年度最佳评级机构”  
东方金诚成功入选国家发改委首批综合信用服务机构  
东方金诚助力上交所首批纾困专项债发行



# 锐意创新 极致服务

持续革新评级技术和研究服务体系，  
以“追求极致”的精神提供服务

## 践行中国评级梦

提升中国评级标准体系的竞争力

## 东方金诚国际信用评级有限公司

东方金诚国际信用评级有限公司（“东方金诚”）是中国主要的信用评级机构之一，获得了中国人民银行、中国证监会、国家发改委、中国银保监会、交易商协会等债券市场全部监管部门和自律机构的认可，可为境内外发行人在中国债券市场发行的所有债券品类开展评级，为境内外投资人参与中国债券市场提供服务。

东方金诚成立于2005年，注册资本为1.25亿元人民币，控股股东为中国东方资产管理股份有限公司。总部位于北京，在全国范围内建立了以21个分公司为载体的信用服务网络，还面向境外发行人与投资人建立了国际服务团队。

东方金诚秉承“锐意创新、极致服务”的新锐理念，紧跟债券市场创新步伐，响应投资人和发行人新需求，捕捉信用风险新变化，持续革新评级技术和研究服务体系，为投资人和发行人提供专业、独立的信用服务。

东方金诚以践行“中国评级梦”为己任，搭乘人民币和债券市场国际化、“一带一路”国际合作的东风，开发适用于全球发行人的评级技术体系，开展面向全球投资者的交流服务，推动“一带一路”、金砖国家和亚洲信用评级合作，提升中国评级标准体系的国际竞争力。

# CONTENTS

VOL.23  
2019年 第一期

## P06 | 公司动态

- 东方金诚参加亚洲信用评级协会日本年会
- 东方金诚获 2018 年四川省债券市场信用评级报告质量第一名
- 东方金诚荣获 2018 房地产证券化 “年度最佳评级机构”
- 东方金诚和俄罗斯信用评级机构 ACRA 开展联合研究
- 东方金诚参加中央结算公司 2018 年三季度债市研判六人谈研讨会
- 东方金诚与中央结算公司联合发布资产证券化研究报告
- 东方金诚承担上交所专项债券发行实务培训班讲师工作
- 东方金诚成功入选国家发改委首批综合信用服务机构
- 东方金诚受邀在中俄资本市场论坛发言
- 东方金诚助力上交所首批纾困专项债发行
- 东方金诚受邀参加 “ABS 重构金融与实体经济新连接” 重庆站论坛

## P08 | 受访时刻

- 东方金诚就美元主权债话题接受中央电视台财经频道采访
- 约 90% 专项债将投向基建 8 月地方债发行规模创年内新高
- 消息称公募 REITS 年内出炉业内人士指出仍存挑战
- 17 兵团六师 SCP001 未能足额划付资金 城投债违约第一例?

## P10 | 资产证券化荣誉及成功案例

- 东方金诚荣获中国资产证券化年会 “最佳研究机构奖”
- 首单北金所物业费收入 ABS 产品
- 全国首单 A+H 股上市发电公司电费应收账款资产支持专项计划
- 全国双料首单中铁建 ABN

- 京东供应链金融 ABS 产品
- 国君中铁十六局应收账款资产支持专项计划
- 中盈万家 2018 年第二期住房抵押贷款证券化信托
- 工银瑞投 - 云南交投嵩功高速车辆通行费收费收益权资产支持专项计划
- 平安证券 - 中铁建资产 2 号应收账款资产支持专项计划
- 天富能源三期资产支持专项计划
- 天风 - 北辰长沙洲际酒店资产支持专项计划
- 中铁建商业保理 2018 年度第二期银信供应链资产支持票据
- 云能租赁 2018 年一期资产支持专项计划

## P20 | 资产证券化发展报告

- 2018 年资产证券化发展报告
- 附件：2018 年大类产品信用风险特征分析

## P43 | 团队风采

- 结构融资部部门简介

## P06 | Corporate News

- Golden Credit Attended the Annual Meeting of ACRAA in Japan
- Golden Credit Ranked the First on Quality of Bond Market Rating Reports of Sichuan Province
- Golden Credit Was Awarded “the Best Rating Agency of 2018” in Real Estate Securitization.
- Golden Credit and ACRA Collaborate in Joint Research
- Golden Credit Attended the Six-People Forum held by CCDC on the Study and Prediction of Bond Market for the Third Quarter of 2018
- Golden Credit and CCDC Jointly Published a Research Report on Asset Securitization
- Analyst of Golden Credit Served as a Lecturer for the Training Class of Special Bond Issuance Practices in Shanghai Stock Exchange
- Golden Credit Has Been Selected as One of the First Comprehensive Credit Service Agencies by NDRC

- Golden Credit Was Invited to Speak in China-Russia Capital Market Forum

- Golden Credit Assisted in the Issuance of the First Batch of Special Bonds for Bailout in Shanghai Stock Exchange

- Golden Credit Was Invited to Attend the “ABS Reconstructs a New Connection between Finance and Real Economy” Forum in Chongqing

#### P08 | 受访时刻 Moments of Media Interview

- Golden Credit Was Interviewed on the Topic of USD Sovereign Bond by CCTV Financial Channel

- About 90% of Special Bond Will Be Invested in Infrastructure Construction and Issuance Volume of Special Bond in August Hit Record High of the Year

- It Is Said That Public Offering REITs Will Come out within This Year, But Insiders Indicate There Are Still Challenges

- The Sixth Division of SPCC Failed to Pay Back the Bond “SCP001” in Full on Time, Is This The First Case of LGFV Bond Default?

- Golden Credit Was Awarded as “the Best Research Agency” in China Asset Securitization Annual Meeting

#### P10 | Issuance Case of ABS Products

- Golden Credit Was Awarded as “the Best Research Agency” in China Asset Securitization Annual Meeting

- The First Property Fee ABS Product in Beijing Financial Assets Exchange

- CRCC ABN Which Created Two First in China

- Jingdong Supply Chain ABS Product

- CRCC 16th Bureau Receivables ABS Special Plan Underwritten by GTJA Securities

- 2018 Second MBS Trust of ZhongYingWanJia

- YCIC Songgong Highway Tolls Usufruct ABS Special Plan Underwritten by ICBCCS Investment

- CRCC Second Asset Receivables ABS Special Plan Underwritten by PingAn Securities

- Third ABS Special Plan of Tianfu Energy

- Changsha Intercontinental Hotel of Beijing North Star ABS Special Plan Underwritten by ChangFeng Securities

- 2018 Second Yinxin Supply Chain ABN of CRCC Commercial Factoring

- 2018 First ABS Special Plan of YE Leasingc

#### P20 | Asset Securitization Development Report

- Asset Securitization Development Report of 2018

- Appendix: Analysis on Credit Risk Features of Major Categories of Products in 2018



编印单位  
东方金诚国际信用评级有限公司

总编  
金永授

主编  
俞春江

编辑  
李真、何星

美编  
何星

内刊编辑部联系方式  
010-83435967

发送对象  
上级主管部门、内部员工

印刷单位  
北京市庆全新光印刷有限公司

印刷日期  
2019年1月24日

印数  
700册

# 公司动态

## COMPANY RECENT DEVELOPMENTS



### 东方金诚参加亚洲信用评级协会日本年会

2018年12月7日，亚洲信用评级协会 Association of Credit Rating Agencies in Asia (ACRAA) (以下简称“亚评协”)年会在日本首都东京举行。董事长罗光代表东方金诚参加会议，并以亚评协理事兼培训委员会副主席的身份对亚评协培训工作计划进行了汇报，获得了协会成员的一致认可。

### 东方金诚获2018年四川省债券市场信用评级报告质量第一名

2018年11月2日，中国人民银行成都分行发布关于2018年四川省信贷市场和银行间债券市场信用评级报告质量评审情况的通报，东方金诚在此次两类市场评选中均排名第一。



### 东方金诚荣获 2018房地产证券化 “年度最佳评级机构”

2018年12月13日，第三届中国商业地产资产证券化合作发展峰会暨2018房地产证券化“前沿奖”颁奖礼圆满在沪举办。东方金诚受邀参会并凭借在资产证券化领域的杰出贡献荣获2018房地产证券化前沿奖“年度最佳评级机构”，公司承做项目中信证券-阳光城长租公寓1号资产支持专项计划荣获2018房地产证券化前沿奖“年度最佳类REITs奖”。



### 东方金诚和俄罗斯信用评级机构 ACRA开展联合研究

2018年下半年，公司与俄罗斯评级机构 Analytical Credit Rating Agency (以下简称“ACRA”) 共同开展中俄债券市场金融压力指数研究、主权评级方法、银行业评级方法、房地产业评级方法比较分析研究，互派分析师交换学习。ACRA是在俄罗斯中央银行注册的信用评级机构，拥有在俄罗斯境内从事全部评级业务的资质。11月，ACRA分析师 Dmitry Kulikov 和 Alexander Gushchin 参加了东方金诚主办的“新变化 新机遇 新策略——信用投融资专场巡回研讨会(天津站)”。



### 东方金诚参加中央结算公司 2018年三季度债市研判 六人谈研讨会

10月16日，中央结算公司在京举办“2018年三季度债市研判六人谈研讨会”。东方金诚首席宏观分析师王青博士受邀出席，与国家信息中心、中国建设银行、渤海证券、中债估值中心等机构专家就宏观经济形势、监管动向及货币政策趋势、市场流动性及四季度债券市场投资策略等主题进行深度研讨和交流。



## 东方金诚与中央结算公司联合发布资产证券化研究报告

由中央结算公司主办，东方金诚战略支持的“金融街十号论坛——探析证券化与结构化融资”11月8日在深圳举办。来自相关主管部门，以及银行、证券、信托、评级、律所等机构的百余位市场各方代表出席了论坛。会议期间，东方金诚和中央结算公司联合发布了“2018年前三季度资产证券化研究报告”，受到市场广泛关注。

## 东方金诚承担上交所专项债券发行实务培训班讲师工作

2018年10月11-12日，由上海证券交易所主办的“地方政府专项债券发行实务培训班（第三期）”在青岛举行，来自山东各级财政债券发行与管理相关部门领导和直接从事与项目收益专项债有关工作的共计200余名学员参加培训。东方金诚公用事业部负责人高路受邀出席并承担培训讲师工作，为参会学员详细讲解了地方政府专项债政策与发行、评级必要性、评级案例等专项债信用评级的相关内容。

## 东方金诚成功入选国家发改委首批综合信用服务机构

2018年10月31日，国家发改委在官网发布《关于推动开展综合信用服务机构试点工作的通知》，并公布了首批26家参与综合信用服务机构试点工作的机构名单，参选机构经过了自愿申报、综合审查、并通过“信用中国”网站公示等程序，最终东方金诚成功入选国家发改委首批综合信用服务机构26家之一。



## 东方金诚受邀在中俄资本市场论坛发言

2018年9月10日，由上海证券交易所和莫斯科交易所联合主办的中俄资本市场论坛在莫斯科举行，东方金诚首席债券分析师苏莉博士应邀参会并担任圆桌会议嘉宾。本次会议旨在为中俄两国资本市场参与者提供面对面直接交流的机会，增进了解，共商合作。会议吸引了数百位来自中俄两国的监管机构、金融机构和非金融企业代表参加，与会嘉宾围绕中俄两国宏观经济走势、资本市场发展与合作情况展开讨论，共同探讨两国资本市场合作面临的机遇和障碍，重点就如何落实“一带一路”倡议、推进熊猫债市场和科技创新、推动双方合作献计献策。

## 东方金诚助力上交所首批纾困专项债发行

据上交所消息，上交所首批纾困专项债10月26日成功发行，发行人为北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司，发行规模8亿元，募集资金主要用于支持优质民营科技上市公司发展，纾解上市公司股权质押风险。该纾困专项债由东方金诚提供评级服务，主承销商为方正证券全资子公司中国民族证券，联席主承销商为东兴证券。未来，东方金诚将进一步加大对纾困债、民营企业债务融资工具的支持力度，开辟绿色通道，又快又好助力金融稳定与创新。

## 东方金诚受邀参加“ABS重构金融与实体经济新连接”重庆站论坛

2018年11月1日，东方金诚首席金融分析师徐承远受邀参加“新形势下，以ABS重构金融与实体经济新连接——国金ABS云携手资产证券化专业机构联盟链百城万企行（重庆站）”。在论坛圆桌讨论环节，徐承远就“资产证券化助力中小企业融资发展话题”从评级的角度阐述了观点。徐承远首先指出，近年来资产证券化市场快速发展，尤其是企业资产证券化2015年以来发展迅猛，很多企业从原先的不熟悉ABS，到现在希望发ABS，热情高涨。

# 受访时刻

MOMENTS OF MEDIA INTERVIEW



评级副总监俞春江博士就美元主权债话题接受中央电视台财经频道采访



首席宏观分析师王青博士就地方债及专项债话题接受第一财经电视采访



首席金融分析师徐承远就公募REIT话题接受第一财经电视采访



首席债券分析师苏莉博士就17兵团六师债券违约接受第一财经电视采访



资产证券化荣誉及成功案例

## 东方金诚荣获中国资产证券化年会“最佳研究机构奖”

2019年1月16日，2018年度中国资产证券化合规、创新与投资年会在上海举办，第三届中国资产证券化行业评选“汇菁奖”获奖名单当晚揭晓。

东方金诚凭借2018年在资产证券化领域的杰出表现，荣获年度“最佳研究机构奖”，东方金诚结构融资部总经理郭永刚蝉联年度个人“最具影响力奖”。



结构融资部总经理郭永刚代表公司领奖

东方金诚结构融资部高级分析师余珊代表公司在“资产价值与商业地产证券化创新”圆桌讨论中发表演讲，结合海外资产证券化市场，与嘉宾们讨论了国内市场未来资产证券化的创新方向，并从商业地产资产价值的评估与评级两个方面进行了细致的分享。



结构融资部高级分析师余珊参加

## 首单北金所物业费收入 ABS 产品

2018年2月，由东方金诚评级的“中原-绿都物业2018年度第一期应收账款债权融资计划”（以下简称“本债权融资计划”）在北金所成功发行，这也是北金所首单物业费收入ABS产品。

物业管理费作为物业公司的未来债权，其现金流具有稳定、可持续、属性同一、便于管理等特点，是房地产企业进行资产证券化活动可以选择的非常合适的一种基础资产。以物业管理费作为基础资产发行ABS产品也是近几年房地产企业扩宽企业融资渠道的一种。

同时，随着房地产行业不断洗牌，很多大型房地产企业选择将物业管理公司独立发展以作为整个发展战略的重要方向，此举为以物业管理费作为基础资产的ABS产品的发行、管理提供了更好的发展空间及有利帮助。

本期“中原-绿都物业2018年度第一期应收账款债权融资计划”，基础资产就是绿都地产全资子公司绿都物业的物业管理费。资料显示，绿都地产集团又为宇通集团关联企业，属于中国房地产百强企业之一。

据东方金诚结构融资部负责人介绍，本债权融资计划总规模2.2亿元，产品期限3+3年。其中，优先级份额规模2.00亿元，分为优先-1级~优先-6级共六档，次级份额规模0.20亿元，优先级份额均获得AA+sf评级。

由于物业公司现金流较稳定，物业合同期限相对较长，物业公司通过发行ABS可获得较大规模、期限较长的融资。

在“中原-绿都物业2018年度第一期应收账款债权融资计划”中，绿都物业担任本债权融资计划的委托人，以其所享有的22个物业项目未来6年的物业服务应收账款及相关的其他附属权利信托给西部信托，并以西部信托设立的财产权信托为载体，备案发行本债权融资计划。

在物业费收入ABS产品设计模式中，加强增信措施是普遍的选择。在本单产品中，增信措施设计为：由郑州绿都地产集团股份有限公司（以下简称“绿都地产”）和绿都物业为优先级份额提供差额支付承诺，同时，绿都地产为本债权融资计划提供保证担保，以及为绿都物业正常持续经营提供流动性支持，中原银行股份有限公司担任本债权融资计划的保管银行和监管银行。

此外，该产品通常会设置投资人回售安排。在本单产品中，该债权融资计划设置了不合格基础资产和到期基础资产的置换和赎回机制，有利于保障基础资产的信用质量。

## 全国首单 A+H 股上市发电公司电费应收账款 资产支持专项计划

2018 年 11 月 20 日，由东方金诚评级的首单 A+H 股上市发电公司电费应收账款资产证券化产品“英大证券—华电国际电费应收账款资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”）获得上交所挂牌转让无异议函。本专项计划由 A+H 股上市企业华电国际电力股份有限公司（以下简称“华电国际”）作为原始权益人，采用储架模式分期发行，发行规模 30 亿元。

2018 年 12 月 19 日，英大证券—华电国际电费应收账款 1 号资产支持专项计划（以下简称“本期专项计划”）成功发行，票面利率为 4.65%。

本期专项计划总规模 10.25 亿元，采用优先 / 次级结构化设计，其中优先级资产支持证券募集规模为 9.74 亿元，次级资产支持证券规模为 0.51 亿元；预期存续期限 34 个月，循环购买期约为 31 个月，摊还期约为 3 个月；优先级资产支持证券在循环购买期和摊还期内均按季度计息、按年付息，循环购买期内不予分配本金，优先级本金于本期专项计划到期后一次性兑付。本期专项计划到期后，次级资产支持证券的期间收益在优先级资产支持证券利息和本金偿付完毕后以剩余资金一次性获得分配。

本期专项计划以原始权益人华电国际下属发电企业 / 发电厂对电网公司享有的标杆上网电费应收账款债权作为基础资产，华电国际同时作为资产服务机构提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务。华电国际控股股东中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”）是国务院国资委直属的五大综合性发电集团之一，资产规模雄厚，发电装机规模大，在全国电力市场具有重要地位。一直以来，华电集团利用其自身优势，把华电国际定位为整合常规能源发电业务的主要平台和发展电力业务的核心企业。华电国际在华电集团的大力支持下，具有极强的业务竞争和抗风险能力。

本期专项计划设置了超额覆盖、折价循环购买机制、不合格资产赎回和灭失基础资产回转机制、信用触发机制等多项内部增信措施。通过对本期专项计划的交易结构、基础资产和各参与方履约能力等因素进行综合分析，并在现金流测算及压力测试的基础上，东方金诚评定本期专项计划优先级资产支持证券信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

东方金诚认为，(1) 本专项计划具有双高主体信用等级。原始权益人 / 资产服务机构华电国际和实际重要债务人国家电网有限公司均具有 AAA 主体信用等级，高信用等级有利于保障基础资产的足额、按时回款，降低资金混同风险，同时保证初始和后续循环购买基础资产的充足性；(2) 基础资产质量很高。入池资产为标杆上网电费应收账款，现金流回款及时、稳定；(3) 本专项计划的顺利获批及 1 期专项计划的成功发行是资产证券化业务与大型国有企业资产负债管理工作相结合的有利成果，对于优化华电国际的资产负债表结构和财务指标、盘活存量资产、拓宽融资渠道、整合资本市场资源、实现金融创新具有重要意义，符合国家降杠杆、减负债、实现两金压降目标的产业政策，对于推动更多国有上市企业积极参与资产证券化具有很强的示范效应。

## 全国双料首单中铁建 ABN

2018年6月15日，由东方金诚评级的“中铁建商业保理2018年度第一期银信供应链资产支持票据”（以下简称“本资产支持票据”）成功发行，票面利率为5.4%。

本资产支持票据为首单循环购买型反向保理资产证券化产品，也是首单央企供应链资产支持票据。

本资产支持票据以中铁建商业保理有限公司（以下简称“中铁建保理”）享有的应收账款债权作为基础资产，应收账款债务人均为中国铁建股份有限公司（以下简称“中铁建股份”）的下属成员单位。中铁建保理作为资产服务机构提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务；中铁建股份对信托账户内可供分配资金不足以支付资产支持票据本息、费用的差额部分承担补足义务；上海国际信托有限公司作为受托人履行受托管理义务；中国银行股份有限公司广东省分行为本资产支持票据提供资金保管服务。本资产支持票据设置了超额覆盖、不合格资产赎回机制、动态折价率调整、共同债务人付款确认等多项增信措施。

本资产支持票据总规模15.00亿元，预期期限2年，循环期1.5年，摊还期0.5年；循环期内按季分配利息、不摊还本金，摊还期末一次性还本付息；为平层结构，不区分优先/次级。

东方金诚通过对本资产支持票据的交易结构、基础资产和各参与方履约能力等因素进行综合分析，并在现金流测算及压力测试的基础上，评定本资产支持票据信用等级为AAA<sub>sf</sub>。

## 京东供应链金融 ABS 产品

2018年5月，由东方金诚评级的“京东邦汇供应链金融1号2018年度第一期应收账款债权融资计划”（以下简称“本债权融资计划”）在北金所成功发行。本债权融资计划总规模16.00亿元，其中优先级份额规模15.00亿元，次级份额规模1.00亿元，优先级份额均获得我司AAA<sub>sf</sub>评级。产品期限预计12个月，其中前9个月为循环期，后3个月为分配期。

本债权融资计划以上海邦汇商业保理有限公司（以下简称“邦汇保理”）合法受让的保理合同项下北京京东世纪贸易有限公司（以下简称“京东世贸”）供应商的应收账款债权作为基础资产。在增信措施方面，本债权融资计划采用优先/次级结构安排，优先级份额能够获得次级份额6.25%的信用支持。同时，本债权融资计划设置了差额支付机制，即触发差额支付启动事件时，邦汇保理履行差额补足义务。此外，若存在不合格信托财产或违约信托财产，邦汇保理应对不合格信托财产及违约信托财产进行置换，有利于保障基础资产的信用质量。

东方金诚认为单一债务人京东世贸业务发展较快，整体经营状况良好，偿债能力很强；邦汇保理实现了入池应收账款项下商品与资金的封闭式流转，有利于控制应收账款回款风险，且不合格信托财产及/或违约信托财产置换及赎回机制有助于保障基础资产的质量；邦汇保理为本财产权信托提供的差额支付承诺，能够在一定程度上缓解产品的流动性风险。

## 国君中铁十六局应收账款资产支持专项计划

2018年10月24日,由东方金诚评级的“国君中铁十六局应收账款资产支持专项计划”(以下简称“本专项计划”)成功发行,票面利率为4.6%。

本专项计划总规模9.65亿元,采用优先/次级结构化设计,其中优先级资产支持证券募集规模为9.17亿元;次级资产支持证券规模为0.48亿元;预期期限3年,循环期约为19.5个月,摊还期约为16.5个月;循环期内按半年分配利息、不摊还本金,摊还期内按季度支付利息,按季度摊还本金。

本专项计划以中铁十六局集团有限公司(以下简称“中铁十六局”)享有的应收账款债权作为基础资产,中铁十六局作为资产服务机构提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务;股东中国铁建股份有限公司(以下简称“中国铁建”)作为流动性差额支付承诺人,对专项计划账户资金不足以支付税费及优先级资产支持证券预期收益和应付本金之间的差额部分承担补足义务。中国铁建为拥有对外经营权的国有特大型建筑企业集团之一,也是我国最大的两家铁路施工企业集团之一;中铁十六局为中国铁建下属全资企业,是中国铁建在铁路、公路和城市轨道建设业务领域的主要建设实体。

本专项计划设置了超额覆盖、循环期动态折价率调整、不合格资产赎回机制、流动性差额支付承诺等多项增信措施。

通过对本专项计划的交易结构、基础资产和各参与方履约能力等因素进行综合分析,并在现金流测算及压力测试的基础上,东方金诚评定本专项计划优先级资产支持证券信用等级为AAA<sub>sf</sub>。

## 中盈万家 2018 年第二期住房抵押贷款证券化信托

中盈万家 2018 年第二期个人住房抵押贷款证券化信托(以下简称“18 中盈万家 2”)在全国银行间债券市场成功发行,并于 2018 年 12 月 19 日起正式计息。该产品由东方金诚提供信用评级服务,优先档资产支持证券获得 AAA<sub>sf</sub> 的信用等级。

资产支持证券	发行规模(亿元)	规模占比(%)	票面利率(%)	信用等级	预期期限 <sup>1</sup>
优先 A-1 档	10.50	10.80	3.65	AAA <sub>sf</sub>	2021/3/26
优先 A-2 档	32.50	33.44	3.95	AAA <sub>sf</sub>	2023/3/26
优先 A-3 档	37.90	38.99	4.35	AAA <sub>sf</sub>	2025/8/26
次级档	16.30	16.77	-	NR	2046/12/26
<b>合计</b>	<b>97.20</b>	<b>100.00</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

“18 中盈万家 2”基础资产为发起机构中国银行向 28343 户借款人发放的 28377 笔正常类个人住房抵押贷款,整体分散度很高。入池资产加权平均初始贷款价值比为 52.24%,资产质量较好。产品采用优先/次级结构化设计,优先档资产支持证券能够获得次级档资产支持证券 16.77% 的信用支持,增信作用明显。贷款服务机构中国银行的个人住房抵押贷款业务流程、风控体系较为完备,信贷资产证券化业务经验较

<sup>1</sup> 此处各档资产支持证券预期到期日考虑了基础资产的早偿率,早偿率假设为 10%。在基础资产零早偿、零违约假设下,优先 A1 档、优先 A2 档、次级档资产支持证券的预期到期日分别为 2021 年 3 月 26 日、2023 年 12 月 26 日和 2028 年 7 月 26 日。

为丰富，能够为产品提供合格的贷款服务。

东方金诚通过对“18中盈万家2”交易结构、基础资产信用质量和各参与方履约能力等因素进行综合分析，并在现金流测算及压力测试的基础上评定产品优先级资产支持证券信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

截至初始起算日基础资产概况

资产池初始合同金额（人民币万元）	1207098.65
资产池未偿本金余额（人民币万元）	971988.23
贷款笔数（笔）	28377
借款人户数（户）	28343
借款人加权平均年龄（岁）	41.23
借款人加权平均收入债务比（%）	39.53
单户贷款平均未偿本金余额（人民币万元）	34.29
入池贷款加权平均现行利率（%）	4.90
入池贷款加权平均账龄（年）	2.86
入池贷款加权平均剩余期限（年）	11.51
单笔贷款最短剩余期限（年）	0.67
单笔贷款最长剩余期限（年）	28.67
加权平均初始贷款价值比（%）	52.24
资产池抵押房产来自一二线城市 OPB 占比（%）	29.18

## 工银瑞投 - 云南交投嵩功高速车辆通行费收费收益权 资产支持专项计划

2018年12月19日，由东方金诚评级的“工银瑞投-云南交投嵩功高速车辆通行费收费收益权资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”）成功发行，票面利率为5.2%。

本专项计划总规模31.60亿元，采用优先/次级结构化设计，其中优先级资产支持证券规模为30.00亿元；次级资产支持证券规模为1.60亿元；预期期限5+5+5年；优先级资产支持证券按季付息，按年还本。

本专项计划以原始权益人云南省交通投资建设集团有限公司（以下简称“云南交投”）依法经营的嵩功高速自2018年5月1日起至2033年8月31日（含2018年5月1日和2033年8月31日）期间的车辆通行费收费收益权为基础资产，嵩功高速系指嵩待高速公路嵩明至功山段，收费里程51.196公里。云南交投作为资产服务机构提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务，同时作为差额支付承诺人不可撤销及无条件地向计划管理人（代表资产支持证券）承诺对专项计划托管账户内的资金余额不足以支付资产支持证券预期支付额的差额部分承担支付义务。云南交投作为云南省政府下属最重要的公路投资、建设与运营管理主体，区域行业地位突出，近年来发展迅速，所辖高速公路里程稳步增长。

本专项计划设置了优先/次级安排和超额覆盖、质押担保、差额支付承诺和回购承诺等多项增信措施。

通过对本专项计划的交易结构、基础资产和各参与方履约能力等因素进行综合分析，并在现金流测算及压力测试的基础上，东方金诚评定本专项计划优先级资产支持证券信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

## 平安证券 - 中铁建资产 2 号应收账款资产支持专项计划

2018 年 11 月 13 日,由东方金诚评级的“平安证券 - 中铁建资产 2 号应收账款资产支持专项计划”(以下简称“本专项计划”)成功发行,票面利率为 4.25%。

本专项计划总规模 33.00 亿元,采用优先/次级结构化设计,其中优先级资产支持证券募集规模为 31.35 亿元;次级资产支持证券规模为 1.65 亿元;预期期限 2 年,循环期为 21 个月,分配期为 3 个月;循环期内按季度分配利息、不摊还本金,分配期末一次性摊还本金。

本专项计划以中铁建资产管理有限公司(以下简称“中铁建资产”)从原始债权人(即中国铁建股份有限公司的下属子公司)处受让的应收账款债权作为基础资产,中铁建资产作为资产服务机构提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务;股东中国铁建股份有限公司(以下简称“中国铁建”)作为流动性差额支付承诺人,对专项计划账户资金不足以支付税费及优先级资产支持证券预期收益和应付本金之间的差额部分承担补足义务。中国铁建为拥有对外经营权的国有特大型建筑企业集团之一,也是我国最大的两家铁路施工企业集团之一;中铁建资产作为中国铁建实现“产融一体化”发展战略的资本运营主体,主要业务范围包括供应链金融、资产管理与处置、私募股权投资以新兴产业投资等。

本专项计划设置了优先/次级安排和超额覆盖、不合格资产赎回机制、流动性差额支付承诺等多项增信措施。

通过对本专项计划的交易结构、基础资产和各参与方履约能力等因素进行综合分析,并在现金流测算及压力测试的基础上,东方金诚评定本专项计划优先级资产支持证券信用等级为 AAAsf。

## 天富能源三期资产支持专项计划

2018 年 5 月 30 日,由东方金诚评级的“天富能源三期资产支持专项计划”(以下简称“本专项计划”)在上海证券交易所成功发行。

在本专项计划中,原始权益人新疆天富能源股份有限公司(以下简称“天富能源”)将其拥有的依据特定高压供用电协议,对 31 户特定购电客户享有的收取特定月份(2017 年 12 月至 2018 年 9 月期间内)电费的合同债权及其从权利作为基础资产委托给管理人前海开源资产管理有限公司设立本专项计划。

本专项计划原始权益人天富能源是新疆第八师石河子地区唯一的电力供应商,实际控制人为新疆生产建设兵团第八师国资委。增信措施方面,本专项计划由天富能源提供差额补足承诺,天富能源控股股东新疆天富集团有限责任公司提供保证担保及票据现金流支持,具有较强的增信效力。同时,本专项计划设置了基础资产池调整机制及保持每个兑付日 1.2 倍的现金流超额覆盖水平,有利于保障本专项计划优先级本息的正常兑付。

根据东方金诚结构融资部负责人介绍,本专项计划总规模 7.10 亿元,产品期限 0.92 年。其中,优先 I 级份额规模 6.32 亿元,获得我司 AA+sf 评级,优先 II 级份额规模 0.50 亿元,获得我司 AAsf 评级,次级份额规模 0.34 亿元。

目前,供电合同债权资产证券化可以帮助企业进一步拓宽融资渠道,盘活企业资产,提高资金的使用效率;同时,通过结构化设计满足电力企业应收账款出表等诉求。

## 天风 - 北辰长沙洲际酒店资产支持专项计划

2018年12月21日,由东方金诚评级的“天风-北辰长沙洲际酒店资产支持专项计划”(以下简称“本专项计划”)成功发行,优先A类资产支持证券票面利率为5.20%,优先B类资产支持证券票面利率为6.20%,本专项计划为今年以来继“湘财平安-卓越四季酒店资产支持专项计划”和“金融街威斯汀酒店资产支持专项计划”之后,又一成功发行的酒店类CMBS,丰富了不动产类资产证券化标的物业类型,充分体现了市场对优质酒店物业投资价值的认可。

本专项计划总规模10.50亿元,采用结构化设计。其中,优先A类资产支持证券规模为5.27亿元,优先B类资产支持证券规模为4.73亿元,C类资产支持证券规模为0.50亿元;期限均为3+3+3+3+3+3年。

本专项计划采用双SPV结构,原始权益人为北京北辰地产集团有限公司(以下简称“北辰地产”),标的物业为长沙北辰洲际酒店,位于长沙市开福区、湘江与浏阳河交汇处,毗邻开福寺等诸多旅游景点以及北辰三角洲等地标建筑。长沙北辰洲际酒店作为首家超五星奢华外资酒店进驻长沙,给长沙市场带来新的活力,现已成为洲际品牌中国区域城市商务酒店旗舰店。

长沙北辰作为资产服务机构,提供与目标资产运营净收入归集有关的管理服务。北辰地产为本专项计划提供差额补足义务等增信措施;担保人北京北辰实业股份有限公司(以下简称“北辰实业”)对北辰地产的差额支付补足等义务提供连带保证责任。北辰实业为北京市属控股上市公司,主营业务包括发展物业、投资物业(含酒店)。北辰实业秉承“创造物业价值,筑就百年基业”的历史使命,不断致力于打造全国一流的复合地产品牌企业和全国最具影响力的会展品牌企业。

通过对本专项计划的交易结构、基础资产和各参与方履约能力等因素进行综合分析,并在现金流测算及压力测试的基础上,东方金诚评定本专项计划优先A类资产支持证券信用等级为AAAsf,优先B类资产支持证券信用等级为AA+sf,C类资产支持证券信用等级为AA+sf。

## 中铁建商业保理 2018 年度第二期银信供应链 资产支持票据

2018年12月5日,由东方金诚评级的“中铁建商业保理2018年度第二期银信供应链资产支持票据”(以下简称“铁建保理ABN二期”)成功发行,票面利率为4.8%。铁建保理ABN一期于2018年6月15日发行,为首单循环购买型反向保理资产证券化产品,也是首单央企供应链资产支持票据。

铁建保理ABN二期交易结构与一期相同,仍以中铁建商业保理有限公司(以下简称“中铁建保理”)享有的应收账款债权作为基础资产,应收账款债务人均为中国铁建股份有限公司(以下简称“中铁建股份”)的下属成员单位。中铁建保理作为资产服务机构提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务;中铁建股份对信托账户内可供分配资金不足以支付资产支持票据本息、费用的差额部分承担补足义务;上海国际信托有限公司作为受托人履行受托管理义务。铁建保理ABN二期设置了超额覆盖、循环期折价购买、不合格资产赎回机制、共同债务人付款确认等多项增信措施。

铁建保理 ABN 二期总规模 15.00 亿元，预期期限 3 年，循环期 2.5 年，摊还期 0.5 年；循环期内按季分配利息、不摊还本金，摊还期末一次性还本付息；为平层结构，不区分优先 / 次级。

通过对铁建保理 ABN 二期的交易结构、基础资产和各参与方履约能力等因素进行综合分析，并在现金流测算及压力测试的基础上，东方金诚评定信用等级为 AAAsf。

## 云能租赁 2018 年一期资产支持专项计划

2019 年 1 月 9 日，由东方金诚评级的“云能租赁 2018 年一期资产支持专项计划”（以下简称“云租 ABS”）成功发行。

“云租 ABS”原始权益人为云能融资租赁（上海）有限公司（以下简称“云能租赁”），产品总发行规

云租 ABS 资产支持证券信息

资产支持证券	发行规模（万元）	票面利率（%）	信用等级	预期到期日
云租 01	7300.00	5.50	AAA <sub>sf</sub>	2019-04-08
云租 02	7800.00	5.70	AAA <sub>sf</sub>	2019-10-10
云租 03	9000.00	6.10	AAA <sub>sf</sub>	2020-04-07
云租 04	3800.00	6.30	AAA <sub>sf</sub>	2020-10-12
云租 05	3600.00	6.50	AAA <sub>sf</sub>	2021-04-06
云租 06	200.00	6.70	AAA <sub>sf</sub>	2021-10-11
次级	6019.33	-	NR	2022-01-06
<b>合计</b>	<b>37719.33</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

模 3.77 亿元，预期期限 2.99 年。其中，优先级资产支持证券总规模 3.17 亿元，分为云租 01 ~ 云租 06 六档，票面利率 5.50% ~ 6.70%。原始权益人云能租赁为云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云南能投集团”）为实现金融板块纵深布局，产融深度融合，提升集团金融化发展策略而设立的融资租赁公司。本次融资租赁资产证券化产品的成功发行是云能租赁实现资本市场直接融资的有益尝试。

从交易结构看，“云租 ABS”由云能租赁作为资产服务机构提供租赁资产回收有关的管理服务，云南能投集团提供差额支付承诺，申万宏源证券有限公司作为计划管理人履行产品管理职责。“云租 ABS”设置优先 / 次级、超额利差、差额支付、准备金机制等多项增信措施，为产品提供良好保障。

东方金诚通过对“云租 ABS”交易结构、基础资产信用质量、产品增信措施和各参与方履约能力等因素进行综合分析，并在现金流测算及压力测试的基础上评定产品优先级资产支持证券信用等级为 AAAsf。



# 2018年资产证券化发展报告

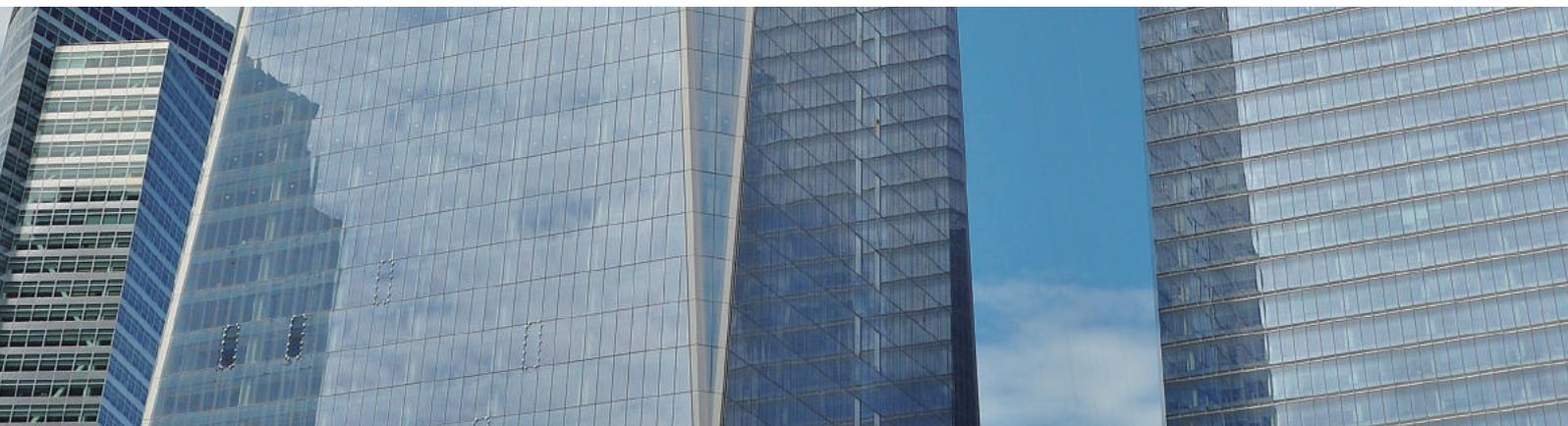
东方金诚 & 中央结算公司 联合发布



中央国债登记结算有限责任公司  
CHINA CENTRAL DEPOSITORY & CLEARING CO., LTD.



东方金诚国际信用评级有限公司  
GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL Co., Ltd.



# 2018 年资产证券化发展报告

## (2019 年 1 月)

2018 年,我国资产证券化市场延续快速增长势头,全年发行规模突破 2 万亿元,年末存量突破 3 万亿元。受供需和政策推动,个人住房抵押贷款证券化迅猛扩容,住房租赁证券化方兴未艾,供应链 ABS 显著提速,多只“首单”类创新产品成功落地,在盘活存量资产、化解不良风险、助力普惠金融方面发挥了重要作用。下一步,建议监管部门和市场主体协同发力,完善法律体系,促进机制优化,坚持合规运作,加强风险防控,推动资产证券化市场高质量、规范化、标准化发展,进一步提升资产证券化服务实体经济的能力和水平。

### 一、监管动态

#### (一) 住房租赁资产证券化获支持

2018 年 4 月,证监会、住建部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》,明确了开展住房租赁资产证券化的基本条件、优先和重点支持领域,以及住房租赁资产证券化的工作程序,并明确提出加强住房租赁资产证券化的监督管理。受政策利好推动,住房租赁资产证券化将加速推进和规范运行,有助于盘活住房租赁存量资产,提高资金使用效率,促进住房租赁市场发展。

#### (二) 以资产证券化盘活信贷资产

2018 年 8 月,中国银保监会发布《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》(银保监办发〔2018〕76 号),提出积极运用资产证券化、信贷资产转让等方式,盘活存量资产,提高资金配置和使用效率。这有助于提升信贷资产证券化市场参与主体的积极性,推动信贷资产证券化市场持续快速发展。

#### (三) “资管 / 理财新规” 利好资产证券化

2018 年 4 月,央行、银保监会、证监会、外管局四部委联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称“资管新规”),其中对资产证券化产品在期限错配、净值化、多层嵌套等方面作出豁免,利好资产证券化投资,对类资产证券化和非标产品的限制也使得资产证券化成为非标转标的有效途径。

2018 年 9 月,银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》(简称“理财新规”),明确在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券属于理财产品的投资范围,有利于提升企业和金融机构发行资产支持证券的积极性,促进资产证券化的发展。

#### (四) 支持金融机构发行小微企业贷款 ABS

2018 年 10 月,交易商协会发布新版《小微企业贷款资产支持证券信息披露指引》(2018 版),大力支持银行业金融机构发行小微企业贷款资产支持证券,进一步降低小微企业融资成本,改进小微企业等实体经济金融服务。新版指引将原有“单笔入池贷款合同金额不超过 100 万”的标准提升为“借款人单户授信不超过 500 万”,体现了对小微企业金融扶持力度。

#### (五) 交易所完善制度规则

一是强化信息披露和信用风险管理。2018 年 5 月,上交所和深交所双双发布《资产支持证券存续期信用风险管理指引(试行)》和《资产支持证券定期报告内容与格式指引》,建立了覆盖资产支持证券存

续期全过程和市场参与各方的持续性、常态化信用风险管理机制，明确了资产支持证券信息披露的原则和要求，有助于提升资产支持证券信息披露质量，保护投资者合法权益，进一步完善了资产证券化市场规则体系。

二是优化两类资产支持证券业务规则。2018年上半年沪深交易所和报价系统分别对各自市场参与人发布了《融资租赁债权资产支持证券挂牌条件确认指南》《融资租赁债权资产支持证券信息披露指南》《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》和《基础设施类资产支持证券信息披露指南》。四份指南的发布，对融资租赁债权ABS和基础设施类ABS的挂牌和信息披露进行了规定，有利于两类资产证券化业务的规范开展和风险管控。

#### （六）资产支持计划获准参与长租市场

2018年6月，银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》，明确了保险资产管理机构通过发起设立债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划、保险私募基金等方式间接参与长租市场。这一方面有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革；另一方面为资产支持计划的发行注入了新的动力，保交所资产证券化有望借助长租市场的风口迎来发展良机。

## 二、市场运行情况

### （一）市场规模快速增长

2018年我国资产证券化市场规模继续保持快速增长态势，全年共发行资产证券化产品2.01万亿元，同比增长36%；年末市场存量为3.09万亿元，同比增长47%。

总量扩张的同时，产品的份额结构出现一定变化。企业资产支持证券（以下简称“企业ABS”）仍然是发行规模最大的品种，但增速较2017年明显下降；信贷资产支持证券（以下简称“信贷ABS”）显著升温，发行量占比接近企业ABS，托管量重回市场首位；资产支持票据（以下简称“ABN”）发行量继续大幅增长，不过增速较2017年有所回落。

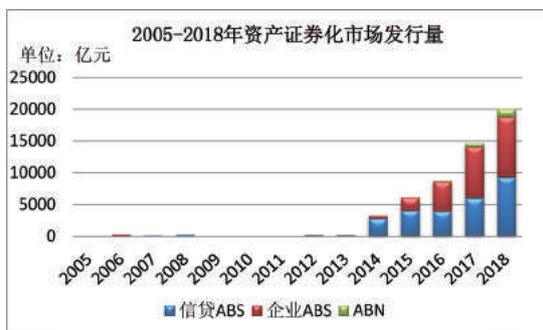
具体来看，信贷ABS发行9318.35亿元，同比增长56%，占发行总量的47%；存量为15208.11亿元，同比增长67%，占市场总量的49%。企业ABS发行9480.70亿元，同比增长15%，占发行总量的47%；存量为13877.87亿元，同比增长24%，占市场总量的45%。ABN发行1261.25亿元，同比增长119%，占发行总量的6%；存量为1852.05亿元，同比增长155%，占市场总量的6%。



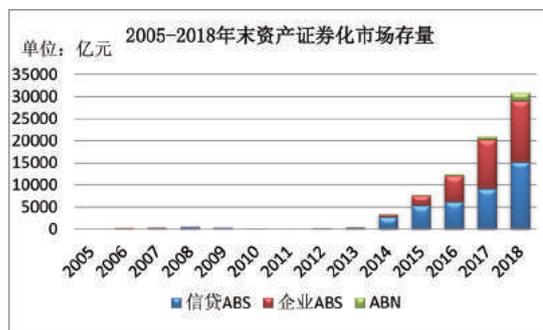
数据来源：中央结算公司，Wind，上清所



数据来源：中央结算公司，Wind，上清所



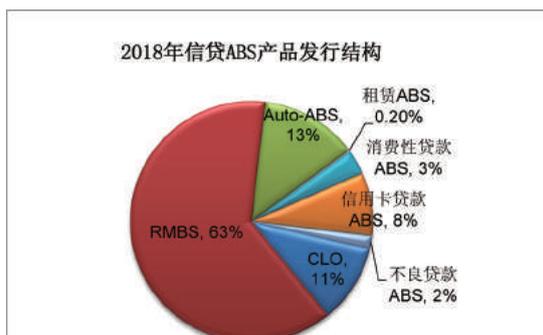
数据来源：中央结算公司，Wind，上清所



数据来源：中央结算公司，Wind，上清所

信贷 ABS 中，2018 年个人住房抵押贷款支持证券（RMBS）出现爆发式增长，发行 5842.63 亿元，同比增长 242%，占信贷 ABS 发行量的 63%；个人汽车抵押贷款支持证券（Auto-ABS）发行 1216.06 亿元，同比增长 11%，占信贷 ABS 发行量的 13%；公司信贷类资产支持证券（CLO）和信用卡贷款 ABS 分别发行 980.56 亿元和 787.85 亿元，同比下降 19% 和 40%，占比分别为 11% 和 8%；消费性贷款 ABS 和不良贷款 ABS 分别发行 313.93 亿元和 158.8 亿元，同比分别增长 75% 和 23%，占比分别为 3% 和 2%；租赁 ABS 发行 18.51 亿元，同比下降 95%，占 0.2%。

企业 ABS 产品中，应收账款、小额贷款、企业债权和租赁租金类 ABS 产品的发行规模较大，分别为 3078.18 亿元、1723.12 亿元、1272.03 亿元和 1187.94 亿元，占企业 ABS 发行量的 32%、18%、13% 和 13%。信托受益权 ABS、保理融资债权 ABS、CMBS（商业地产抵押贷款支持证券）、融资融券债权 ABS 和 REITs 分别发行 585.18 亿元、452.68 亿元、380.11 亿元、371 亿元和 241.44 亿元，占企业 ABS 发行量的 6%、5%、4%、4% 和 3%，其中保理融资债权、融资融券债权和应收账款 ABS 的发行量同比分别大增 269%、185% 和 108%。此外，由基础设施收费、门票收入、委托贷款和 PPP 项目 ABS 组成的其他类产品<sup>1</sup> 合计发行 189.01 亿元，占 2%。



数据来源：中央结算公司，Wind



数据来源：中央结算公司，Wind

## （二）发行利率总体下行

2018 年，ABS 产品的发行利率总体呈现震荡下行走势，其中信贷 ABS 发行利率下行幅度较大，反映配置需求旺盛。

其中，信贷 ABS 优先 A 档证券最高发行利率为 6.5%，最低发行利率为 3.39%，年平均发行利率为 4.49%，全年累计下行 125 个 bp；优先 B 档证券最高发行利率为 7.19%，最低发行利率为 3.80%，年平均发行利率为 4.84%，全年累计下行 118 个 bp。

企业 ABS 优先 A 档证券最高发行利率为 9.15%，最低发行利率为 3.55%，平均发行利率为 5.49%，全

<sup>1</sup> 其中，基础设施收费 ABS 发行 141.74 亿元，门票收入 ABS 发行 25.4 亿元，委托贷款 ABS 发行 11.06 亿元，PPP 项目 ABS 发行 10.81 亿元。

年累计下行 82 个 bp；优先 B 档证券最高发行利率为 10%，最低发行利率为 4.2%，平均发行利率为 6.84%，全年累计下行 49 个 bp。

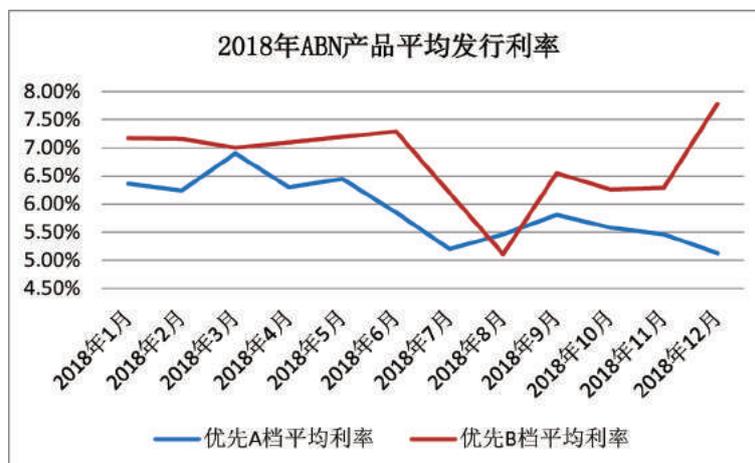
ABN 产品优先 A 档最高发行利率为 8.8%，最低发行利率为 4.0%，年平均发行利率为 5.67%，全年累计下行 123 个 bp；优先 B 档最高发行利率为 8.8%，最低发行利率为 4.59%，年平均发行利率为 6.55%，全年累计上行 61 个 bp。



数据来源：中央结算公司，Wind



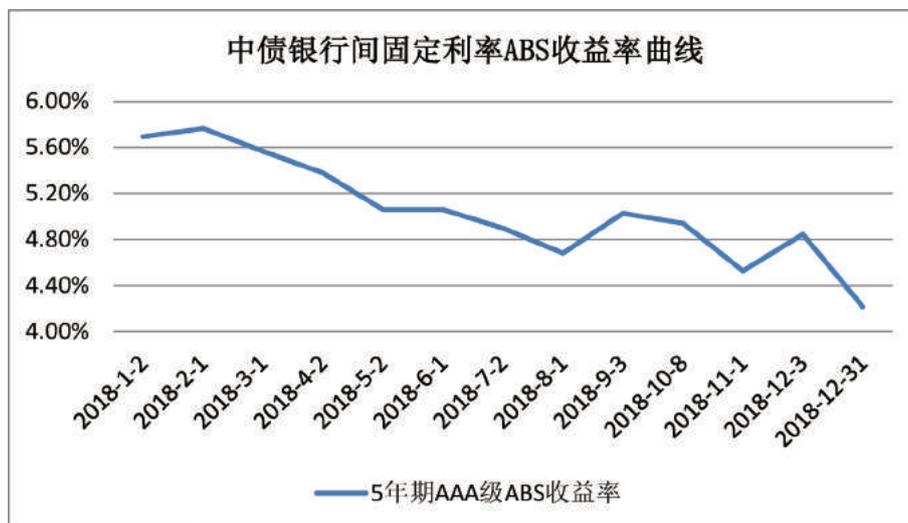
数据来源：中央结算公司，Wind



数据来源：中央结算公司，Wind

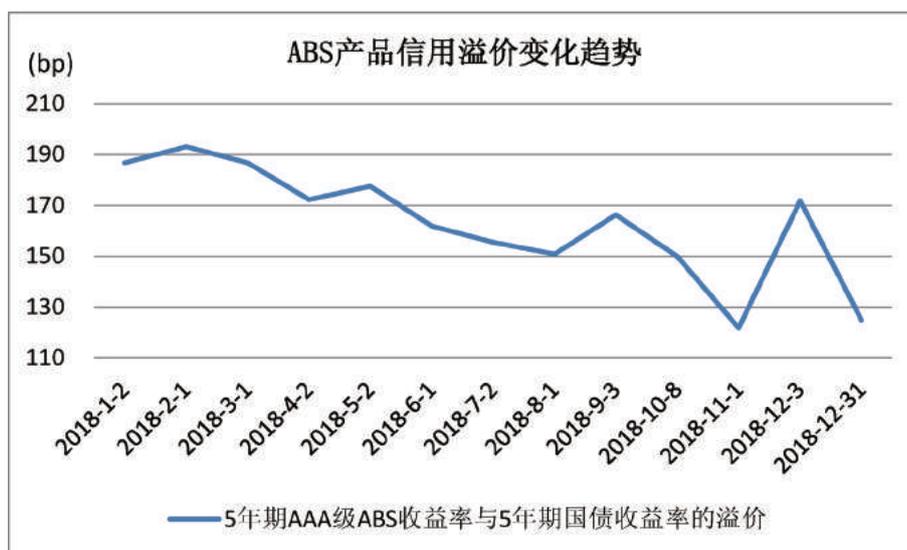
### (三) 收益率曲线下行，利差小幅缩窄

2018年宏观环境复杂，违约事件增多，债券市场走势分化加剧。在此背景下，高等级ABS产品的市场吸引力显著提升。以5年期AAA级固定利率ABS为例，收益率全年累计下行148个bp。



数据来源：中央结算公司

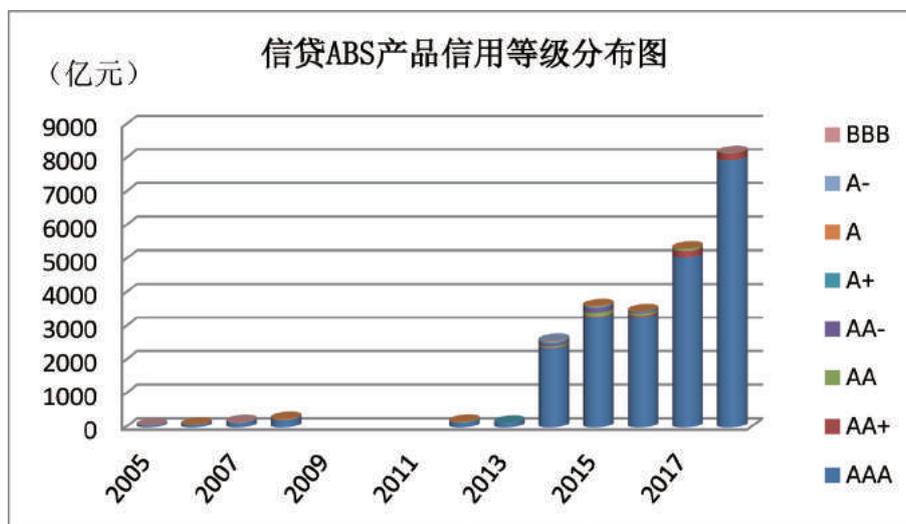
同期限ABS产品与国债的信用溢价在年初小幅走高，之后震荡下行。以5年期AAA固定利率ABS为例，其与5年期固定利率国债利差全年累计缩小62个bp。



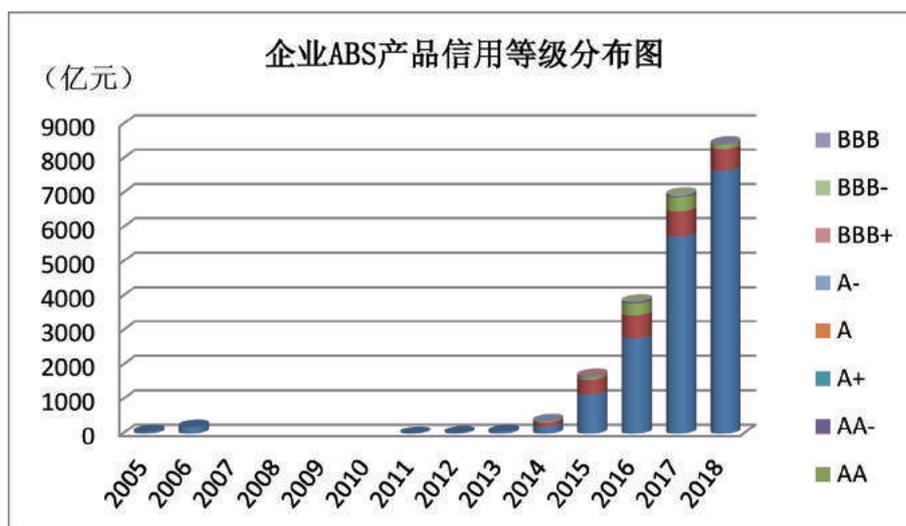
数据来源：中央结算公司

### (四) 发行产品以高信用等级产品为主

2018年资产证券化产品的基础资产类型和信用层次更加多样，但仍以AAA级和AA+级的高信用等级产品为主。信贷ABS产品中，信用评级为AA及以上的高等级产品发行额为8171.59亿元，占信贷ABS发行总量的88%；其中AAA级产品发行7961.71亿元，占85%。企业ABS产品中，信用评级为AA及以上的高等级产品发行额为8419.16亿元，占企业ABS发行总量的89%；其中AAA级产品发行7652.55亿元，占81%。



数据来源：中央结算公司，Wind



数据来源：中央结算公司，Wind

### (五) 流动性同比提升

2018年资产证券化二级市场流动性同比有所上升,交易活跃度增强。以中央国债登记结算有限公司(以下简称“中央结算公司”)托管的信贷ABS为例,全年现券结算量为2487.87亿元,同比增长79%;换手率为16.81%,较2017年提升近1个百分点。不过,相较中央结算公司托管全部债券135.26%的整体换手率而言,资产证券化产品的流动性水平依然偏低,制约了市场发展深度,亟待解决和突破。

## 三、市场亮点和创新情况

### (一) RMBS发行保持快速增长势头

继2017年取代CLO成为发行量最大的信贷ABS品种后,2018年RMBS进一步加速扩容,发行规模相当于2017年的三倍。

RMBS产品供需两旺是主要原因。在供给端,个人住房贷款需求持续高企,叠加银行贷款额度紧缺以

及资本金压力，推升了银行发行 RMBS 的意愿。在需求端，市场风险偏好整体偏低的背景下，RMBS 产品凭借违约风险小、高度分散、安全稳定、标准化程度高等特征，受到投资者的肯定和关注。

### （二）商业地产 ABS 取得突破

受政策利好支持，2018 年商业地产 ABS 迎来大发展，住房租赁类 REITs、CMBS 业务创新提速。

租赁 REITs 方面，2018 年 2 月，“中联前海开源-碧桂园租赁住房一号资产支持专项计划”获深交所审议通过，产品规模 100 亿元，采取储架发行机制，是国内首单达到百亿级规模的 REITs 产品；3 月，“保利地产-中联前海开源租赁住房一号第一期资产支持专项计划”发行，以保利地产自持租赁住房为底层资产，是国内首单房企租赁住房 REITs；4 月，“华泰佳越-中南寓见资产支持专项计划”获深交所评审通过，成为国内首单由专业化机构托管的长租公寓类 REITs 产品；6 月，“华泰佳越-苏宁云新一期资产支持专项计划”发行，为首单承续发行类 REITs，无缝承接了早期苏宁云创二期项目的相关权益，实现了产品间的闭环运作，对“续发”这一退出方式作了有效探索；12 月，首单类永续物流地产储架类 REITs“华泰佳越-顺丰产业园一期资产支持专项计划”设立。

CMBS/CMBN（商业地产抵押贷款支持票据）方面，2018 年 2 月，国内首单长租公寓抵押贷款资产证券化产品“招商创融-招商蛇口长租公寓资产支持专项计划”完成首期产品发行；8 月，“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”发行，成为首单不依赖主体信用的 CMBN 项目，期限长达 10 年且无回售安排，同时引入第三方专业增信机构和特殊资产服务机构，具有较强的创新意义及示范效应。

### （三）供应链金融 ABS 发展提速

2018 年，供应链金融 ABS 成为企业盘活资产和融资的新渠道，市场规模快速增长，原始权益人逐步扩围至互联网、新能源等新经济领域。

其中，德邦蚂蚁供应链金融应收账款 ABS20 亿元储架发行获批，成为全国首单互联网电商供应链金融 ABS，首期产品于 2018 年 4 月在上交所发行，规模 1.2 亿元。小米公司供应链应付账款 ABS100 亿元储架发行获批，成为国内首单支持新经济企业供应链金融的 ABS，首期产品于 2018 年 8 月在上交所发行，规模 3 亿元。此外，滴滴新型供应链金融 ABS 取得上海证券交易所无异议函，获批储架发行额度为 100 亿元，首期拟发行规模 3 亿元。

### （四）产品类型进一步丰富

2018 年，ABS 产品的基础资产类型继续扩大，市场参与主体更加多元化，多只“首单”产品成功落地，并精准对接经济转型的重点领域。

在银行间市场，“兴元 2018 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”和“海通恒信国际租赁股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”分别成为首单通过债券通机制引入境外投资者的 RMBS 和 ABN 产品；“交盈 2018 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”是市场首单基于区块链技术的信贷 ABS 产品，通过交通银行自主研发的业内首个投行全流程区块链资产证券化平台“聚财链”，实现了资产证券化项目信息与资产信息的双上链；《微小企业贷款资产支持证券信息披露指引》发布后，业内首单微小企业贷款资产支持证券“永惠 2018 年第一期微小企业贷款资产支持证券”也成功发行。

在交易所市场，首单“一带一路”ABS“国金-金光一带一路资产支持专项计划”，首单专项用于乡村振兴、支持脱贫攻坚的 ABS“中金-贵诚惠农微贷资产支持专项计划”，首单高等院校 PPP-ABS“国君资管山东财经大学莱芜校区 PPP 项目资产支持专项计划”，央企首单供给侧改革概念 ABS“开源-中铝租赁供给侧

改革1号资产支持专项计划”，首单以公租房租金收入为底层资产的ABS“长江资管-武汉地产公租房资产支持专项计划”，首单生活服务电商平台ABS、募集资金用于为小微商户提供低成本贷款资金的“中金-美团生意贷第一期资产支持专项计划”等产品相继设立或发行。此外，上交所受理了首单以信托公司为计划管理人的企业ABS项目“华能信托-世茂住房租赁信托受益权资产支持证券”，信托作为企业ABS管理人参与项目，将丰富发行主体类型，有利于企业ABS市场的健康发展。

#### 四、大类产品信用风险特征

##### (一) RMBS 运行平稳，资产池累计违约率较低

由于资产池高度分散和充分的抵押担保等主要特征，RMBS产品信用风险总体上很低。同时，居民房贷偿付压力上升、房价下行、超额利差有限、早偿率波动等因素对信用风险的影响也应予以关注。

截至2018年末，RMBS产品资产池累计违约率绝大多数不超过1%，处于很低水平。不过，近年来我国房价增速远高于居民可支配收入增长，居民部门杠杆率上升较快，RMBS入池借款人收入债务比整体有所下降，更高的房贷偿付压力导致入池资产违约风险有所上升。

从违约回收率角度看，区域房地产市场分化叠加本轮房地产政策调控背景下，部分库存较多、人口净流出的区域房屋跌价风险较大，对违约贷款回收有一定不利影响。

2018年，受制于较低的住房抵押贷款利率，RMBS产品超额利差较小甚至存在利率倒挂，对优先级资产支持证券的信用支持有限。

RMBS资产池普遍存在早偿现象，2018年以来，资产池整体早偿率进一步有所下降。RMBS产品通过按月过手摊还的设计，缓释早偿的不利影响。

RMBS 产品主要信用风险特征指标表

RMBS	指标	2018年	2017年	2016年	2015年
发行情 况	规模	5842.63	1707.57	1439.82	363.88
	单数	54	19	24	17
基础资 产	借款人加权平均收入债务比 <sup>1</sup> (%)	46.71	46.81	63.57	44.99
	贷款已偿付比例 (%)	25.55	26.00	32.74	29.66
	加权平均贷款账龄 (年)	3.86	3.19	3.79	3.33
	加权平均贷款剩余期限 (年)	13.13	10.67	11.59	9.60
	加权平均初始 LTV (%)	49.47	51.28	48.92	50.06
	抵押房产城市个数 (个)	99	80	40	21
	一二线城市占比 (%)	43.62	44.30	55.58	73.08
交易结 构	年化早偿率 (%)	9.24	10.68	12.80	12.45
AAA <sub>sf</sub> 档证券占比 (%)		87.64	88.33	88.68	86.99
	次级档证券占比 (%)	12.36	10.91	10.17	8.73

数据来源：各产品计划说明书、评级报告

##### (二) 消费金融 ABS 资产池违约率有所分化，整体较低

消费金融ABS基础资产违约率大多高于RMBS，但受益于较好的超额利差保护和较短的风险暴露时长，

<sup>2</sup> 借款人加权平均收入债务比 = 借款人年收入 / 初始起算日贷款未偿本金余额。

信用风险总体上仍然较低。

截至 2018 年末，银行间存续的消费金融 ABS 产品累计违约率处于 0.00%-3.58%。其中，商业银行信用卡分期资产违约率最低，现金分期资产违约率最高。

交易所市场内，2018 年，除蚂蚁金服、京东金融外，百度、唯品会、小米、携程、去哪儿相继试水消费金融 ABS。相比商业银行和消费金融公司，上述机构为基于互联网消费金融行业新兴机构，其客户定位和大数据风控能力为基础资产质量的决定因素。交易所内发行的消费金融 ABS 资产信用质量易呈较高的分化程度，但通过结构化设计，优先档均得到较好的信用支持。

花呗、白条、小米系列消费金融 ABS 产品逾期率、不良率情况表

产品系列	逾期率、不良率情况
花呗	2018 年 6 月末，账单分期资产逾期率 3.23%、不良率 2.35%；交易分期资产逾期率 1.21%、不良率 0.84%
白条	2017 年 6 月末，逾期率为 1.04%，不良率为 0.52%；逾期小于 30 天的回收率在 65%以上，逾期率大于 90 天的回收率不足 10%
小米	2017 年 9 月末，小米小贷信贷资产逾期率 1.94%，不良率为 0.97%

数据来源：产品计划说明书、评级报告

2017 年及 2018 年花呗、白条、小米系列产品分层和级别情况表

产品系列	优先 A 占比	优先 A 级别	优先 B 占比	优先 B 级别	单位：%	
					次级占比	
2018 年	花呗	88.50-90.00	AAA	3.00-4.00	AA+	7.00-8.50
	白条	80.70-84.00	AAA	5.00-5.50	AA	7.00-9.50
	小米	80.00	AAA	8.00	AA	8.00
2017 年	花呗	80.70-89.00	AAA	3.00-7.00	AA-~AA+	6.80-12.30
	白条	70.00-80.70	AAA	5.00-10.00	AA-~AA	8.50-25.00
	小米	40.00-71.00	AAA	13.00-38.00	AA	16.00-22.00

数据来源：产品计划说明书、评级报告

### (三) 应收账款 ABS 和供应链金融 ABS 行业集中度风险较高

应收账款 ABS 基础资产通常产生于原始权益人 / 发起机构特定业务活动，行业集中度风险较高，部分强周期行业易出现的经营风险或将影响 ABS 现金流的稳定性。

受交易标的的质量问题、下游客户返点、发行主体对下游控制力较弱等因素影响，普通贸易类应收账款 ABS 可能面临的资产灭失或贬损风险亦导致回款存在一定不确定性。而贸易融资类应收账款 ABS 基础资产一般均有银行提供信用支持，因而资产信用质量很高。

工程施工类应收账款 ABS 债务人大多属于房地产、基础设施建设等周期性波动较大的行业，基础资产回款不确定性较高，因此通常需采用较强的外部增信措施提高偿债保障程度。

受放贷机构政策变动、审批流程等因素影响，购房尾款类应收账款 ABS 基础资产回款时间和金额的不确定性较大。

供应链金融 ABS 基础资产回款来自于单一的核心债务人，存在很高的债务人集中度风险。2018 年发行的供应链金融 ABS 金融核心债务人主要是信用等级较高的房企。已获批或发行产品的核心债务人为万科、碧桂园、新城控股等房地产龙头企业，目前经营财务实力很强，已发行 ABS 产品信用质量很高。同时，房地产政策收紧背景下，核心债务人的外部经营环境和自身经营的变动情况应予以重点关注。

#### （四）融资租赁 ABS 基础资产分散性较弱，部分产品信用风险开始显现

融资租赁 ABS 发行人资质逐步分化，基础资产借款人、行业和区域集中度较高，产品信用风险已有所暴露。

2018 年以来，市场经营环境恶化，企业经营困难，债券市场违约金额和首次违约主体数量均创历史新高。租赁行业与实体企业之间在业务经营上的紧密性以及违约的传染效应对租赁行业影响较大，租赁资产质量承压，融资租赁机构的偿债能力有所弱化，部分融资租赁 ABS 信用风险有所暴露。

从基础资产看，除汽车租赁资产以外，融资租赁资产单笔金额较大，资产集中度较高。此外，租赁公司大多为区域化运营，资产存在较高地区集中度，并且同质化竞争较为严重，业务多扎堆于少数行业，资产行业集中度较高，基础资产主要涉及公用事业类行业、医疗行业、教育业、制造业、建筑业、采矿业等。2018 年以来，受“严监管、紧信用、宽货币”影响，部分承租人融资渠道收窄，再融资压力较大，信用风险有所暴露。

从交易结构看，多数融资租赁 ABS 采用原始权益人自身差额支付或股东 / 关联方担保对产品进行外部增信。租赁资产违约和较高的资产集中度易对综合实力较弱的原始权益人自身主体信用状况造成不利影响，部分融资租赁 ABS 产品实质外部增信效力有所减弱。

2018 年 5 月 14 日，商务部将融资租赁公司监管职责划给银保监会，租赁公司监管权限的统一有助于规范租赁公司业务、提升租赁资产质量、降低行业风险，同时前期业务“不规范”的租赁公司会面临一定冲击。

#### （五）CMBS/CMBN 和类 REITs 标的物业成熟度较高，产品保障程度较好，但产品存续期较长，部分附有回售权的产品融资人面临一定集中兑付压力

CMBS/CMBN 和类 REITs 产品标的物业成熟度较高，标的物业现金流和抵押率、优先 / 次级安排等对优先级资产支持证券的保障程度较好。

截至 2018 年末，存续的 CMBS/CMBN 和类 REITs 产品标的物业区位优势明显，标的物业多集聚于京津冀、长三角和珠三角核心一线城市或二线城市核心地段，周边配套较为成熟，物业跌价风险相对较低。存续产品标的物业多为运营年限较久的成熟性物业，且出租率（除业态类型为酒店的入住率较低外）绝大多数均在 90% 以上，标的物业依托物业品牌知名度较高、运营管理模式较成熟，现金流稳定性较好。

2018 年全年发行的 CMBS/CMBN 及类 REITs 产品标的物业产生的现金流对优先 A 档本息保障程度较高，各期覆盖倍数（DSCR）平均值分别为 1.36 倍和 1.28 倍。同时标的物业价值相对 CMBS/CMBN 及类 REITs 产品优先 A 档本金规模抵押率（LTV）分别为 44.12% 和 72.00%，相对而言，CMBS/CMBN 对证券偿付形成的安全垫更高。

优先 B 档（非增级档）证券的本息偿付主要依靠标的物业，但亦部分依赖于主体的权利维持费或其他形式的资金。类 REITs 产品中抵押物价值对包含优先 B 档（非增级档）证券在内的全部优先档证券抵押率平均为 87.15%，具有一定保障程度。此外，部分产品权益档（次级档）证券比例较高的设置对优先档证券信用支持作用较为显著。

截至 2018 年末 CMBS/CMBN 增级档 DSCR 和 LTV 情况表

单位：倍、%

产品类别	信用等级	增级档 DSCR			增级档 LTV		
		最大值	最小值	平均值	最大值	最小值	平均值
CMBS/CMBN	AA+/AAA	1.66	1.02	1.36	64.19	26.40	44.12
类 REITs	AAA	1.43	1.12	1.28	93.60	51.68	72.00
产品类别	信用等级	非增级档 DSCR			优先档 LTV		
		最大值	最小值	平均值	最大值	最小值	平均值
类 REITs	AA+	-	-	-	97.12	70.73	87.15

数据来源：产品计划说明书、评级报告

CMBS/CMBN 和类 REITs 产品存续期较长，其平均存续期限为 17.17 年<sup>3</sup>，通过设置开放程序，为融资人和投资人提供赎回和回售的权利，产品结构设计更为灵活，但需关注资产变现能力及部分融资人在极端回售情形下的集中兑付风险。

## 五、我国资产证券化市场发展建议

我国资产证券化市场在快速发展的同时也存在一些问题，包括法律制度有待完善，市场联通需要加强，风险事件有所露头，信息披露不够充分，流动性有待提升等。下一步，监管部门和市场主体应协同发力，推动资产证券化市场高质量、标准化、规范化发展。

### （一）政府部门：夯实法律基础，完善制度设计

与国外成熟市场相比，我国资产证券化市场法律体系和制度建设不够健全，应从便利、合规、标准、透明等维度多管齐下，推动立法修法和制度优化。

**1、健全法律制度，体现税收中性。**一是构建资产证券化顶层法律框架。建议将资产支持证券纳入《证券法》，确立资产证券化的法律基础和监管依据，进一步可专门规范资产证券化业务开展，夯实市场发展根基。二是严格破产隔离。针对专项计划破产隔离法律效力低的问题，建议体现破产隔离要求，增强专项计划资产独立性，强化专项计划破产隔离的法律保障效果。三是明确税收政策。财税 2006 年 5 号文（《财政部、国家税务总局关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》）规范了信贷资产证券化的征税办法，但随着资产证券化的多元化发展以及“营改增”的实施，部分证券化交易环节增值税纳税主体与开票主体间的刚性矛盾、资产证券化产品增值税属性判定、多环节潜在重复征税等问题也在显现。建议进一步完善资产证券化的相关税收政策，努力解决重复征税问题，体现税收中性原则，为资产证券化业务的高效开展和交易模式创新提供更多便利。

**2、促进信息披露的一致性。**一是推动信息披露系统建设。我国信息披露的基础设施和数据库建设尚不完善，信息披露方式比较多样，建议统筹协调现有资源，推动信息披露系统建设以及表格模板电子化工作。二是升级信息披露要求。建议参照国际成熟市场资产证券化信息披露原则，对大类基础资产采取“逐笔披露”方式，对创新类基础资产细化信息披露要求，提高信息披露的透明度。同时，要求发行人披露的数据信息标准化，机器可读，并在发行和存续期间给予投资人及第三方估值机构查询基础资产中每笔资产明细信息的权利，从而推动信息对称，为投资者及其他市场参与者提供充分及时有效的决策支持。

**3、推动监管改革，促进规范发展。**一是加强对市场主体的监管。随着资产证券化市场步入爆发式增长，

<sup>3</sup> 类 Reits 产品存续期缺失，未计算类 reits 存续期。

基础资产类型愈加多样，原始权益人资质下沉，管理人水平分化。监管部门应监督发起机构、发行机构、中介机构等市场参与者尽职履责，确保基础资产合规，业务操作规范，交易结构合理，评级机构独立，评级方法科学，评级结果公允，并对违规行为严肃查处。**二是推动监管标准趋于统一。**当前各类场所和品种之间在准入标准、信息披露、风险计量等方面存在一定不同，容易扭曲定价，滋生监管套利。建议逐步统一监管要求，消除监管差异，减少监管套利；增强跨市场融合方面的积极探索，协调监管，打通壁垒，推动资产证券化产品在银行间和交易所市场的流动，减弱市场分割带来的弊端。**三是对信贷类产品统一登记。**目前银行信贷 ABS 产品在银行间市场发行交易，在中央结算公司登记结算，而基础资产同属信贷范畴的委托贷款、小额贷款 ABS 产品在交易所发行交易，在中证登登记结算，不利于市场监测和风险管控，建议统一集中登记，统一信披要求。

**4. 加快制度创新，推动 RMBS 标准化。**适应 RMBS 市场的快速发展，建议借鉴国际经验，完善制度安排。一是成立类似“住房抵押银行”的政府支持机构。以政策性机构收购重组住房抵押贷款，进行担保和信用加强后以标准化证券的形式出售，并统一登记托管结算，不仅可以降低信用风险，减少发行交易成本，推动 RMBS 统一、标准化发展，还能加快商业银行信贷空间腾挪，稳定住房贷款利率，是银行节约资本的有效手段、住房金融改革的重要工具和房地产长效机制的有力抓手。**二是推动完善 RMBS 估值体系。**经过多年的发展，RMBS 历史数据有了一定积累，投资需求显著提升，估值体系建设的可行性和必要性大大增强。由于 RMBS 产品基础资产笔数多，期限长，自带早偿属性，基础资产利率随基准利率变化而变化，因此估值难度较高。目前市场机构关于违约率、早偿率、回收率等指标的计算方法和模型各异，数据可比性差。建议由中立的 RMBS 登记机构开发估值工具，对 RMBS 现金流进行准确刻画和预测，为投资者提供专业权威的估值判断。**三是建立债权集中抵押登记机制。**在资产证券化业务中，抵押权频繁变更和重新登记容易引发法律风险，影响操作效率。建议借鉴美国抵押贷款电子登记系统（Mortgage Electronic Registration System, MERS）的经验，结合中国实际，由国家金融基础设施建立集中的债权抵押登记机制，对抵押权归属及转让进行登记，从而真正实现证券化中的抵押权变更，降低法律风险，简化操作程序。

**5. 促进信贷资产流转与信贷资产证券化互补发展。**国际经验表明，信贷资产流转是与证券化互为补充的信贷资产盘活渠道，信贷资产流转适合单笔金额大、个性化程度高的对公贷款，资产证券化主要以单笔规模小、同质性强的零售贷款和住房抵押贷款为底层资产。因此，同步发展信贷资产流转和证券化有助于充分发挥两类业务的比较优势，形成合理分工，提高信贷资产盘活效率，对于促进资产证券化向规模化、市场化、专业化方向迈进具有积极意义。

## （二）市场主体：规范开展业务，加强风险防控

资产证券化业务涉及多类市场主体，应明确职责，规范运作，兼顾合规与创新、效率与安全，拓展市场深度，严守风险底线。

**1. 坚持合规、简单、透明的发展原则。**在积极推动业务创新的同时，资产证券化发起机构应严格明确基础资产边界，避免因“泛证券化”而背离实体经济，引发市场风险。交易结构设计也应尽量简洁，确保能够穿透底层资产，保证市场健康发展和风险可控。业务操作中，银行、证券公司、基金管理公司子公司等市场机构应严格按照法律法规要求，规范开展资产证券化业务，建立健全内控机制，切实履行管理人职责，独立进行尽职调查和存续期管理，向评级机构提供准确真实的基础资产数据。

**2. 加强项目全流程风险防控。**资产证券化业务操作流程复杂，涉及多家机构参与，应在各个环节加强风险识别防控，包括审慎把控基础资产源头风险，健全内外部增信机制，加强项目信息披露和跟踪管理，

落实投资者保障条款等。投资者应提高风险意识和风险防范水平，合理运用风险对冲工具。

**3、关注资产质量，严格风险隔离。**资产证券化参与机构和投资者应突破主体信用依赖的惯性，回归“资产”本源，更多关注基础资产质量和经营能力，促进“信用融资”到“资产融资”的转变。对于风险隔离难度较大的收费收益权类 ABS 产品，应严格搭建以资产“真实销售”为基础的“破产隔离”交易结构，并采取引入第三方独立资产服务机构等外部增信措施，以弱化企业和基础资产的关联，降低主体评级波动对资产证券化产品的负面影响。

**4、充分发挥评级作用，完善风险定价机制。**海外经验以及金融危机教训表明，良好的信用评级是资产证券化市场健康发展的关键。信用评级机构一定要保持公信力和评级技术上的先进性，根据基础资产实际风险大小评定信用等级，提供可靠的信用评级结果，向市场充分揭示风险，减少证券化中的信息不对称与道德风险，有效保护投资者权益。另外，部分发起人和投资人对信用评级的作用认识并不充分，将信用评级仅作为满足监管要求或内部风控的需要。建议在产品发行前，信用评级机构和发起人、承销商共同参与路演活动，介绍信用评级的过程及主要结论，或与投资人通过召开电话会议等形式进行评级说明；同时，信用评级机构对定期或不定期发布的资产证券化研究报告和投资人之间进行专项沟通，降低发起人、计划管理人和投资人之间的信息不对称性，辅助投资人进行风险定价与估值。

**5、完善二级市场建设，提高流动性。**一是**推广做市商机制**。建议引导出台资产支持证券做市商业务的具体法规和工作指引，提高交易效率，盘活二级市场。二是**丰富交易方式**。比如在银行间三方回购中促进信贷 ABS 成为一般回购担保品的便利性，以提高资产证券化产品的吸引力和流动性。三是**优化投资者结构**。鼓励保险公司、资产管理公司、各类基金、交易型金融机构以及境外投资者参与我国资产证券化市场投资，实现投资者类型多元化，激发市场活力。

报告附件：

## 2018 年大类产品信用风险特征分析

2018 年，RMBS、个人消费贷款 ABS、应收账款 ABS、融资租赁 ABS、保理融资债权 ABS、CLO、AUTO-ABS、CMBS 和类 REITs 发行规模合计占比达 80.87%，基础资产类型呈现一定集中趋势。

### 一、RMBS 信用风险特征分析

由于资产池高度分散和充分的抵押担保等主要特征，RMBS 产品信用风险总体上很低。同时，居民房贷偿付压力上升、房价下行、超额利差有限、早偿率波动等因素对信用风险的影响也应予以关注。

表 1：RMBS 产品主要信用风险特征指标

RMBS	指标	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
发行情况	规模	5842.63	1707.57	1439.82	363.88
	单数	54	19	24	17
基础资产	借款人加权平均收入债务比 (%)	46.71	46.81	63.57	44.99
	贷款已偿付比例 (%)	25.55	26.00	32.74	29.66
	加权平均贷款账龄 (年)	3.86	3.19	3.79	3.33
	加权平均贷款剩余期限 (年)	13.13	10.67	11.59	9.60
	加权平均初始 LTV (%)	49.47	51.28	48.92	50.06
	抵押房产城市个数 (个)	99	80	40	21
	一二线城市占比 (%)	43.62	44.30	55.58	73.08
交易结构	年化早偿率 (%)	9.24	10.68	12.80	12.45
	AAA <sub>sf</sub> 档证券占比 (%)	87.64	88.33	88.68	86.99
	次级档证券占比 (%)	12.36	10.91	10.17	8.73

#### 基础资产累计违约率保持在较低水平，远低于 RMBS 次级档水平

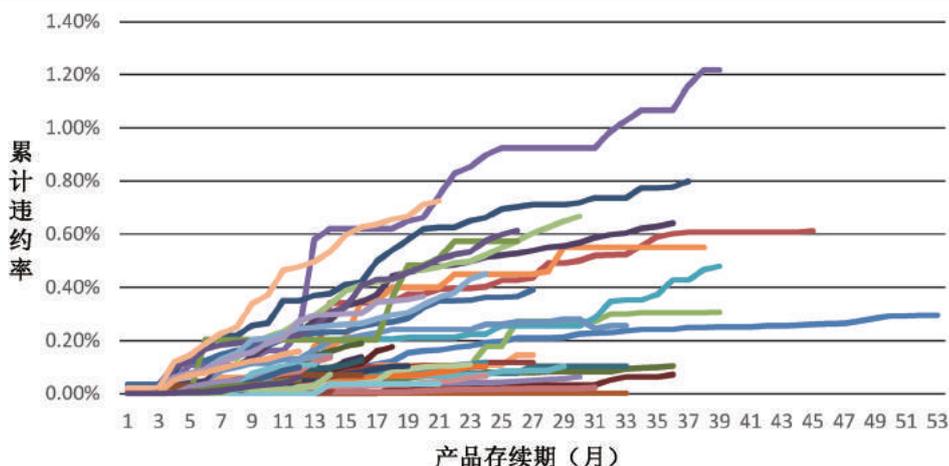
截至 2018 年末，存续 RMBS 产品资产累计违约率水平绝大多数不超过 1%；同时，随着违约贷款抵押房产的处置，RMBS 基础资产违约回收率趋于上升。整体来看，考虑违约回收率后，市场存续 RMBS 产品资产损失率不超过 1%，远低于 RMBS 次级档水平。

同时需要关注到，自 2015 年以来我国房价持续增长，房价增速远高于居民可支配收入增长，居民部门杠杆率上升较快。从已发行 RMBS 产品来看，2016 年-2018 年，入池资产借款人加权平均收入债务比分别为 63.57%、46.81% 和 46.71%，逐年下降，更高的房贷偿付压力下违约风险有所上升。

我国房地产市场整体下行背景下，部分库存较大、人口净流出的地区房价跌价风险较大，对违约贷款回收产生一定不利影响

房贷的违约回收率取决于抵押物变现价值对违约后未偿本息的覆盖程度，抵押物变现价值与各区域房地产市场波动、流动性、司法环境等因素关系密切，受区域房地产市场影响较大。存续 RMBS 产品资产池加权平均初始 LTV 维持在较低水平 (50%)，且随着贷款逐步摊还使得加权平均 LTV 进一步下降，有

图 1：截至 2018 年末存续 RMBS 累计违约率情况



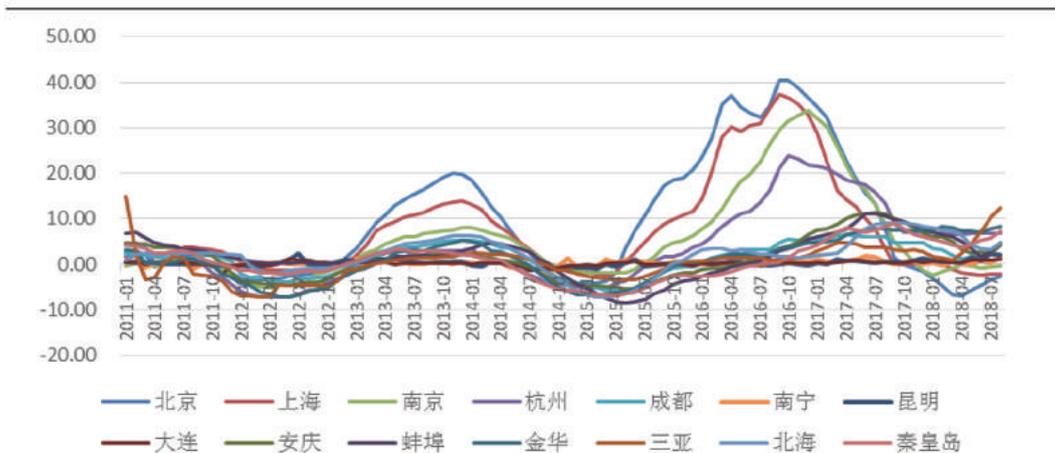
数据来源：各产品受托报告

利于提高贷款的违约回收率。

值得注意的是，受本轮房地产政策调控影响，自 2016 年 9 月以来我国住宅价格指数同比增长有所放缓，部分受调控影响的一二线城市房价已有所下跌。同时，受三线城市个人住房贷款市场快速增长影响，近年来 RMBS 来自三线城市的资产 OPB 占比持续上升。图 2 显示近年来各城市房地产市场走势分化较明显，部分二三线城市房价走势受区域经济增速、产业结构、人口流动因素影响抗跌能力较弱。

图 2：部分城市二手住宅价格指数走势

单位：%



数据来源：Wind

区域房地产市场分化叠加本轮房地产政策调控背景下，部分受益于棚改政策房价增长较快但人口持续净流出的区域房屋跌价风险较大，或对违约贷款回收有一定不利影响。

受制于较低的住房抵押贷款利率，RMBS 产品超额利差较小甚至存在利率倒挂，对优先级资产支持证券的信用支持有限

2018 年以来，受房贷政策收缩影响，房贷利率水平有所上行，但仍处于较低水平。2018 年新发行

RMBS 基础资产加权平均利率为 4.84%，较 2017 年（4.71%）上升 13 个百分点。

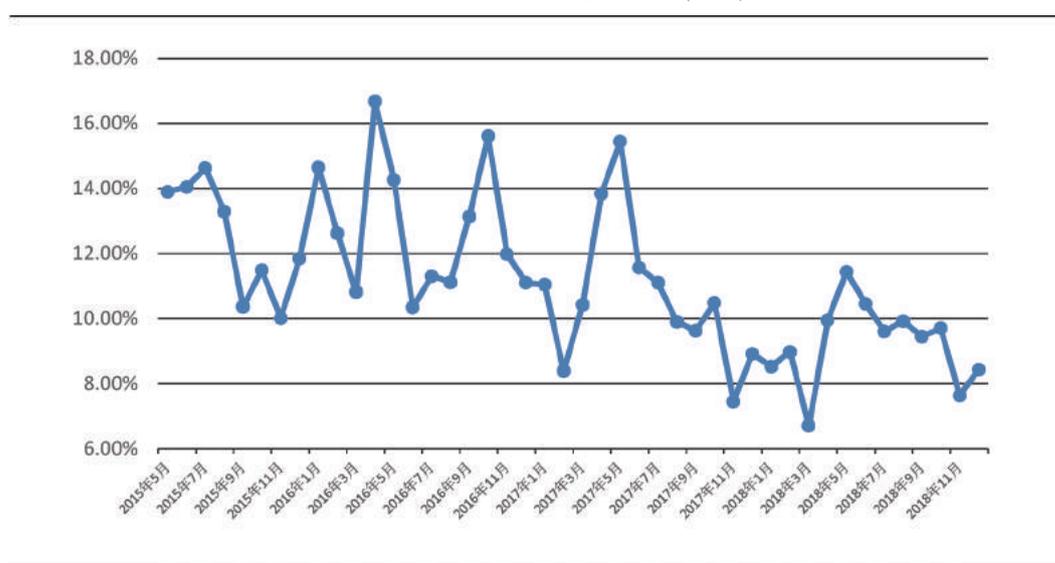
受 RMBS 产品较低的风险水平和基础资产早偿预期共同作用的影响，RMBS 证券发行利率亦处于较低水平。2018 年下半年，宽松的货币政策带动债券市场发行利率下行，RMBS 产品发行利率进一步下降。2018 年新发行 RMBS 产品优先档全部为 AAA 信用等级，发行利率平均值为 4.16%。

但考虑产品税费后，RMBS 产品超额利差仍较小甚至存在利率倒挂，对优先级资产支持证券的信用支持有限。

**受房贷政策紧缩影响，2018 年以来 RMBS 资产池早偿率进一步下降，RMBS 通过按月过手摊还的设计，缓释早偿不利影响**

受利率环境、房贷政策变化影响，房贷资产普遍存在早偿现象。房贷的早偿可分为部分早偿和全部早偿。其中，部分早偿季节性波动明显，与借款人获取闲余资金的时间有关；全部早偿与房贷政策环境下借款人房屋出售 / 周转相关。整体来看，RMBS 资产池早偿率呈现较大的波动性。

图 3：RMBS 平均年化早偿率（CPR）



数据来源：各产品受托报告

2018 年以来，我国房贷政策收缩带动房贷早偿率进一步有所下行。RMBS 产品证券本金支付以过手摊还为主，部分产品的优先档证券引入目标余额<sup>4</sup> 满足投资人对证券固定摊还的偏好，基础资产提前还款对 RMBS 产品兑付的影响较小。

## 二、消费金融 ABS 信用风险特征分析

消费金融 ABS 基础资产违约率大多高于 RMBS，但受益于较好的超额利差保护和较短的风险暴露时长，信用风险总体仍然较低。

**银行间消费信贷 ABS 累计违约率有所分化，信用卡分期资产最低，现金分期资产最高**

2018 年新发行银行间消费信贷 ABS 保持很高的分散性，基础资产加权平均利率 / 手续费率较 2017 年

<sup>4</sup> 指每期基础资产现金流用于支付优先档资产支持证券本金直至达到该档证券的目标余额。优先档资产支持证券实质为有上限的过手摊还结构。

略有下降；剩余期限较 2017 年有所上升。

从分层结果来看，AAA 档证券分层比例均值为 81.55%，较 2017 年有所下降；次级档证券分层比例均值为 11.56%，较 2017 年有所增长。除四单消费金融公司发起的产品 AAA 档证券分层比例较低、次级档分层比例较高外，其余新发行产品 AAA 档证券和次级档分层比例较为接近。

表 2：2018 年银行间个人消费信贷 ABS 产品发行情况

产品简称	发起机构	资产类型	资产剩余 期限(月)	加权平均利率 /手续费率(%)	AAA <sub>sf</sub> 档 比例(%)	次级档 比例(%)
18 幸福 2	杭州银行	个人消费贷	6.62	6.33	87.00	9.33
18 和享 2	招商银行	信用卡分期	14.45	10.78	82.98	9.99
18 安信 1	平安银行	信用卡分期	19.32	10.06	81.74	13.88
18 兴晴 1	兴业消费金融	个人消费贷	17.29	20.49	81.86	12.69
18 捷赢 4	捷信消费金融	个人消费贷	10.15	18.50	66.97	21.03
18 幸福 1	杭州银行	个人消费贷	9.51	6.08	87.00	9.50
18 交元 3	交通银行	信用卡分期	16.63	8.76	85.33	6.27
18 捷赢 3	捷信消费金融	个人消费贷	9.97	18.41	65.02	22.10
18 永动 2	宁波银行	个人消费贷	7.92	7.05	85.42	10.00
18 惠益 1	中信银行	信用卡分期	23.35	8.16	84.02	9.92
18 交元 2	交通银行	信用卡分期	9.69	7.97	85.33	6.33
18 阳光 1	光大银行	信用卡分期	8.30	8.77	85.78	9.73
18 捷赢 2	捷信消费金融	个人消费贷	10.02	20.01	67.14	21.78
18 和享 1	招商银行	信用卡分期	18.25	8.90	86.68	8.44
18 永动 1	宁波银行	个人消费贷	6.44	6.91	88.00	8.93
18 臻元 1	广发银行	信用卡分期	8.87	6.36	86.23	7.17
18 交元 1	交通银行	信用卡分期	12.10	5.80	84.37	6.19
18 捷赢 1	捷信消费金融	个人消费贷	11.86	20.87	76.96	14.81

数据来源：各单产品评级报告

截至 2018 年末，存续银行间产品累计违约率处于 0.00%-3.58% 之间。其中，商业银行信用卡分期资产违约率最低，现金分期资产违约率最高。

**受原始权益人客户定位和大数据风控能力影响，交易所消费金融 ABS 资产质量易呈较高的分化程度，但通过结构化设计，优先档均得到较好的信用支持**

2018 年以来，除蚂蚁金服、京东金融外，百度、唯品会、小米、携程、去哪儿等互联网金融公司相继试水消费金融 ABS。相对于银行间产品，交易所产品资产池对应借款人趋于年轻化（一般在 20-30 岁之间），借款人亦能接受更高的融资成本，因而资产池加权平均利率相对更高。

表 3：花呗、白条、小米系列消费金融 ABS 产品逾期率、不良率情况

产品系列	逾期率、不良率情况
花呗	2018 年 6 月末账单分期资产逾期率 3.23%、不良率 2.35%；交易分期资产逾期率 1.21%、不良率 0.84%
白条	2017 年 6 月末，逾期率为 1.04%，不良率为 0.52%；逾期小于 30 天的回收率在 65% 以上，逾期率大于 90 天的回收率不足 10%
小米	2017 年 9 月末，小米小贷信贷资产逾期率 1.94%，不良率为 0.97%

数据来源：产品计划说明书、评级报告

相比商业银行和消费金融公司，互联网消费金融公司的客户定位和大数据风控能力为基础资产质量的关键决定因素。交易所消费金融 ABS 原始权益人趋于多元，资产信用质量易呈现较高的分化程度。

交易所消费金融 ABS 通常采用优先 / 次级结构化设计、超额利差、折价发行等内部增信安排获得较好分层。2018 年，新发行花呗、白条、小米系列消费金融产品优先档级别均达到 AAA，AAA 档证券分层比例较 2017 年有所提升，次级档证券分层比例有所下降。大型互联网消费金融公司发起的产品逐步与银行间产品趋同。

**以动态池设立的消费金融 ABS 对资产服务机构履约能力要求较高，面临一定的循环购买风险**

表 4：2017 年及 2018 年花呗、白条、小米系列产品分层和级别情况

		单位：%				
	产品系列	优先 A 占比	优先 A 级别	优先 B 占比	优先 B 级别	次级占比
2018 年	花呗	88.50-90.00	AAA	3.00-4.00	AA+	7.00-8.50
	白条	80.70-84.00	AAA	5.00-5.50	AA	7.00-9.50
	小米	80.00	AAA	8.00	AA	8.00
2017 年	花呗	80.70-89.00	AAA	3.00-7.00	AA~AA+	6.80-12.30
	白条	70.00-80.70	AAA	5.00-10.00	AA~AA	8.50-25.00
	小米	40.00-71.00	AAA	13.00-38.00	AA	16.00-22.00

数据来源：各产品计划说明书、评级报告

消费金融 ABS 多以动态池构建。循环购买结构产品易面临循环购买资产信用质量下降或资产不足的风险，对资产服务机构的履职能力要求较高。

为缓释上述风险，产品通常对后续可购买的合格基础资产中单个借款人贷款规模、贷款信用评级、贷款加权平均利率等有较明确的约定。除关注资产服务机构履约能力和资产池累计不良率外，产品通常设置加速清偿机制对专项计划账户现金余额占比和未持续购买基础资产时长做出限制，以保障资产池信用质量恶化或循环期内资金利用效率过低时能够提前终止循环购买。

### 三、应收账款和供应链金融 ABS 信用风险特征分析

#### (一) 应收账款 ABS 信用风险特征分析

受外部政策鼓励<sup>5</sup>、企业自身盘活存量资产需求等因素推动，近年来应收账款 ABS 发展较为迅速。应收账款 ABS 基础资产通常产生于原始权益人 / 发起机构特定业务活动，行业集中度风险较高，部分强周期行业易出现的经营风险或将影响 ABS 现金流的稳定性。

**受制于发行主体自身主营业务特性，普通贸易类应收账款 ABS 产品基础资产债务人行业集中度风险较高**

普通贸易类应收账款 ABS 产品的基础资产债务人分布于医院、制造业（电子产品、电器设备、建筑

<sup>5</sup> 8月8日，国家发展改革委、人民银行、财政部、银保监会、国资委等五部委联合印发《2018年降低企业杠杆率工作要点》，明确了国有企业降低资产负债率的目标和时限。

材料制造等)、建筑、基础设施建设、批发和零售业等行业。例如,国药器械应收账款一期资产支持专项计划的债务人全部为医院、华泰资管-际大实业应收账款债权资产支持专项计划的债务人全部属于建筑业。

在“金融去杠杆”和融资收紧的大背景下,建筑、基础设施建设等现金流波动较大的行业和企业易出现经营风险,应收账款ABS基础资产现金流的稳定性较弱。

**受交易标的的质量问题、下游客户返点、发行主体对下游控制力较弱等因素影响,普通贸易类应收账款ABS产品面临资产灭失或贬损风险,加大了回款不确定性**

除行业风险外,由于产品质量问题导致退货、下游客户要求返点等因素,普通贸易类应收账款的实际回款金额可能低于初始入池金额,导致基础资产存在灭失或贬损风险。

部分行业发行主体在产业链中处于弱势地位,对下游客户回款周期的控制力度较弱,导致应收账款ABS存在现金流分布不规则、流动性风险高的特征。

交易结构设置上,普通贸易类应收账款ABS一般设计与资产服务机构主体级别关联的回收款转付机制、不合格/灭失资产赎回、原始权益人/关联方差额支付、关联方担保等内外部增信机制缓释上述风险。部分产品因原始权益人出表需求未设置外部增信措施,证券本息能否如期足额偿付较大程度依赖于基础资产信用质量。

**工程施工类应收账款ABS基础资产债务人所属行业周期性波动较大,基础资产回款不确定性强,通常采用较强的外部增信措施**

工程施工类应收账款ABS基础资产债务人大多属于房地产、基础设施建设等行业。例如中建三局应收账款资产支持专项计划债务人大多属于房地产业(占比87.81%),国君-中铁建一期应收账款资产支持专项计划债务人前三大行业为建筑业、交通运输业和房地产业(前三大行业占比为91.79%)。

受下游行业周期性波动较大、发行主体相对下游客户较弱势等因素影响,工程类应收账款回款不确定性较强。市场已发行产品的原始权益人全部为央企下属建筑工程企业,大多由母公司等关联方提供差额支付等外部增信,能够为产品提供很强增信。

**贸易融资类应收账款ABS基础资产均有银行信用支持,资产信用质量很高**

贸易融资类应收账款ABS是以信用证、保理、保函方式增信的应收账款或票据收益权为基础资产的资产证券化产品,例如民生银行安驰N号资产支持专项计划、民生银行瑞通N号资产支持专项计划等。

贸易融资类应收账款ABS基础资产期限较短,且均有银行信用支持。例如,银行承兑汇票类产品通过银行承兑增信,商业承兑汇票类产品通过出票人在银行开立保证金账户并存放保证金、银行保贴、银行为承兑人的到期还款义务提供连带责任保证等方式增信,信用证、保函、保理类产品也均通过银行在贸易融资工具下相应介入的信用增信。已发行产品均无次级档,大部分产品信用级别为AAA,资产信用质量很高。

**购房尾款类ABS基础资产回款时间和金额的不确定性较大,产品信用质量较大程度依赖于房企自身信用资质**

购房尾款类ABS以房地产公司的销售项目尾款作为基础资产,现金流来源为公积金管理中心或商业银行的审批贷款。由于各区域房地产行业政策、放贷机构审批时间不确定及资金充足性等原因,购房尾款ABS入池资产回款时间存在不确定性,基础资产区域集中度高且区域限贷政策严厉的产品信用风险较高。

购房尾款ABS大多由房地产公司提供外部增信,在融资全面收紧的环境下,房地产公司自身的负债水平、现金流充足性等应予以关注。

## （二）供应链金融 ABS 信用风险特征分析

2018 年，供应链金融 ABS 发行单数和规模大幅增长。发起机构以房地产企业为主，并逐步扩围至建筑施工、互联网、新能源等领域。

表 5：2018 年发行供应链金融 ABS 核心债务人分类

单位：笔、%、亿元

核心债务人行业	笔数	笔数占比	金额	金额占比
房地产业	160	75.83	1111.81	73.74
其他金融业	6	2.84	71.50	4.74
造纸和纸制品业	1	0.47	55	3.65
建筑业	5	2.37	44.35	2.94
煤炭开采和洗选业	4	1.90	17.63	1.17
基础设施建设	1	0.47	5.00	0.33
批发业	1	0.47	4.70	0.31
软件和信息技术服务业	1	0.47	4.70	0.31
计算机、通信和其他电子设备制造业	1	0.47	3.00	0.20
电信、广播电视和卫星传输服务	1	0.47	2.73	0.18
有色金属冶炼和压延加工业	1	0.47	2.60	0.17
零售业	1	0.47	1.41	0.09
其他	28	13.27	183.34	12.16

数据来源：CNABS、Wind

### 供应链金融 ABS 产品基础资产回款大多来自于单一的核心债务人，债务人集中度风险很高

供应链金融 ABS 基础资产回款来自于单一的核心债务人，存在很高的债务人集中度风险。已获批或发行产品的核心债务人为万科、碧桂园、新城控股等龙头房地产企业，大多获 AAA 评级，目前经营财务实力很强，但核心债务人的外部经营环境和自身经营情况的变动情况应予以关注。

交易结构设置方面，供应链金融 ABS 的现金流归集安排通常为债务人直接将资金划付至专项计划账户，一定程度上缓释资金混同风险。

## 四、融资租赁 ABS 信用风险特征分析

2018 年以来，市场经营环境恶化，企业经营困难，债券市场违约金额和首次违约主体数量均创历史新高。租赁行业与实体企业之间在业务经营上的紧密性以及违约的传染效应使得租赁行业受波及影响较大，租赁资产质量承压，融资租赁机构的偿债能力有所弱化，部分融资租赁 ABS 信用风险有所暴露。

### 融资租赁 ABS 基础资产集中度较高

受限于融资租赁公司经营时间较短、经营范围及获客来源较为狭窄，除汽车租赁资产外，融资租赁资产单笔金额较大，多扎堆于少数行业，导致融资租赁 ABS 基础资产集中度较高，风险分散性较弱。

除汽车租赁 ABS 外，多数融资租赁 ABS 基础资产涉及承租人数量低于 50 户，前五户承租人集中度未偿本金余额占比在 20% 以上；涉及地区数量低于 10 个，前三大地区未偿本金余额占比高于 50%；涉及行业数量低于 10 个，并且存在多单仅涉及单一行业的产品，多数产品前三大行业未偿本金余额占比在 40%

以上。

**部分行业信用风险上升增大了融资租赁 ABS 的信用风险**

融资租赁 ABS 基础资产主要涉及公用事业类行业、医疗行业、教育业、制造业、建筑业、采矿业等。

2018 年以来，受“严监管、紧信用、宽货币”影响，部分工商企业融资渠道收窄，再融资压力较大，企业经营困难，信用风险暴露有所提速。

部分融资租赁资产实质为政府城投公司借道融资贷款。随着地方政府债务管理规范化，部分信用等级较低、边缘化的城投企业再融资难度有所加大，信用风险有所上升。

**融资租赁 ABS 原始权益人差额支付或第三方担保的增信实质效力较弱**

多数融资租赁 ABS 采用原始权益人自身差额支付或融资租赁公司股东 / 关联方担保对产品进行外部增信。

受租赁行业风险影响，融资租赁 ABS 产品基础资产质量与融资租赁公司或其股东 / 关联方自身信用质量相关性较大。尤其对于综合实力较弱的融资租赁公司而言，租赁资产违约叠加较高的资产集中度易对原始权益人自身主体信用状况造成不利影响，部分融资租赁 ABS 产品实质外部增信效力有所减弱。

**租赁公司监管权限统一有助于规范租赁公司业务，提升租赁资产质量**

在不同监管体系下，商务部管理下融资租赁公司业务操作相较于金融租赁公司相对灵活，受监管限制较少。

2018 年 5 月 14 日，商务部官网发布通知，商务部已将制定融资租赁公司业务经营和监管规则职责划给银保监会，自 4 月 20 日起，相关职责由银保监会履行。

租赁公司监管权限的统一有助于规范租赁公司业务、提升租赁资产质量、降低行业风险，同时前期业务“不规范”的租赁公司会面临一定冲击。

**五、CMBS/CMBN 和类 REITs 信用风险特征分析**

受政策支持和房地产融资内生需求等影响，我国 CMBS/CMBN 和类 REITs 产品取得较快发展。截至 2018 年末，CMBS/CMBN 共发行 59 单，规模合计 1542.50 亿元；类 REITs 共发行 51 单，规模合计 1137.47 亿元。标的物业类型以零售和写字楼为主，并逐步扩容至酒店、物流基地、图书城和长租公寓等。

存续 CMBS/CMBN 和类 REITs 产品标的物业成熟度较高，标的物业现金流和抵押率、优先 / 次级安排等对优先级资产支持证券的保障程度较好。

表 6：截至 2018 年末我国商业地产资产证券化产品发行情况

发行年份	CMBS/CMBN		类 REITs	
	单数 (单)	规模 (亿元)	单数 (单)	规模 (亿元)
2014 年及以前	0	0.00	2	96.05
2015 年	0	0.00	4	130.85
2016 年	4	206.51	8	131.25
2017 年	20	617.30	16	340.94
2018 年	43	718.69	20	438.3819
<b>合计</b>	<b>59</b>	<b>1542.50</b>	<b>50</b>	<b>1137.47</b>

数据来源：CNABS、Wind

存续产品标的物业多集聚一线城市或二线城市核心地段，跌价风险相对较低，物业运营时间较长，空置率较低、现金流可预测性较好

截至目前，已发行 CMBS/CMBN 和类 REITs 产品的标的物业多集聚在发达一、二线城市的核心地段，整体空置率较低、出租率较高，现金流可预测性和稳定性较好。

具体来看，标的物业多位于京津冀、长三角和珠三角为核心的一线、二线城市，并适当拓展至中西部区域。且多数物业位于上述城市的核心商圈、人口聚集效应较好、周边配套成熟、交通便利，未来保值或增值空间较好。

图 4：商业地产资产证券化产品底层物业区域分布的不完全统计<sup>6</sup>



数据来源：公开信息

一线城市、二线城市核心区域的物业空置率较低。其中，一线城市<sup>7</sup>的优质写字楼和零售物业空置率自 2010 年以来逐年走低且维持在较低水平。截至 2018 年末，除深圳和上海优质写字楼空置率略高于 10% 外，北京、广州的优质写字楼空置率和所有一线城市的零售物业空置率均在 3%-10% 之间。二线城市<sup>8</sup>的商业地产空置率水平因城市区域位置和业态类型而有差异。

存续产品标的物业多为运营年限较长的成熟性物业（通常在 3 年以上），且出租率（除业态类型为酒店的入住率较低外）绝大多数均在 90% 以上，现金流可预测性和稳定性较好。同时，标的物业依托物业品牌知名度较高、运营管理模式较成熟，有助于进一步提升标的物业经营效益和价值。

存续产品优先 A 档信用等级以 AAA 级为主，标的物业产生的现金流对本息保障程度较高，较低的抵押率（LTV）对本金具有较强的保障作用

2014 年 -2018 年累计发行的 109 单产品中，77 单产品优先 A 档信用等级为 AAA 级。根据公开资料，CMBS/CMBN 产品中，标的物业产生的现金流对优先 A 档本息 / 利息覆盖倍数 (DSCR) 平均值约为 1.35 倍左右；类 REITs 产品中，标的物业产生的现金流对优先 A 档本息 / 利息覆盖倍数 (DSCR) 平均值约为 1.25 倍以上。

2014 年 -2018 年，随着标的物业类型和区域不断扩容，优先 A 档证券平均抵押率略有上升，整体仍保持在较低水平。其中，CMBS/CMBN 产品优先 A 档证券平均抵押率在 50% 以下，类 REITs 产品优先 A 档证券抵押率平均在 54.30% 左右，未来面临物业价值跌价风险较低。

<sup>6</sup> 限于市场数据可得性限制，只统计部分存续期且由公开详细资料的商业地产资产证券化产品的底层物业分布，以发行单数作为衡量依据简要描述其产品分布。

<sup>7</sup> 按照国家统计局的城市分类标准，一线城市为北京、上海、广州和深圳，下同。

<sup>8</sup> 按照国家统计局的城市分类标准，现有类 REITs 产品的标的物业所在的二线城市为昆明、重庆、南京、武汉、福州和石家庄，其中仅重庆、南京和武汉的空置率数据可得。

表 7：截至 2018 年末 CMBS/CMBN 增级档 DSCR 和 LTV 情况

单位：倍、%

CMBS/CMBN 时间	信用等级	增级档 DSCR			增级档 LTV		
		最大值	最小值	平均值	最大值	最小值	平均值
2014 年	-	-	-	-	-	-	-
2015 年	-	-	-	-	-	-	-
2016 年	AA/AA+/AAA	1.79	1.08	1.37	41.87	31.01	38.14
2017 年	AA+/AAA	2.44	1.00	1.43	67.14	20.93	45.11
2018 年末	AA+/AAA	1.66	1.02	1.28	64.19	26.40	46.68

数据来源：CNABS、Wind

表 8：截至 2018 年末类 REITs 增级档 DSCR 和 LTV 情况

单位：倍、%

类 REITs 时间	信用等级	增级档 DSCR			增级档 LTV		
		最大值	最小值	平均值	最大值	最小值	平均值
2014 年	AAA	1.26	1.18	1.22	63.69	47.12	55.41
2015 年	AAA	1.44	1.22	1.32	65.46	13.78	47.47
2016 年	AAA	1.94	1.28	1.53	65.25	19.34	46.40
2017 年	AA+/AAA	6.82	1.06	1.94	100.00	19.27	50.13
2018 年	AAA	1.43	1.12	1.28	93.60	51.68	72.00

数据来源：CNABS、Wind

已发行类 REITs 产品标的物业估值可足额覆盖优先档证券<sup>9</sup> 本金；权益档（次级档）证券比例较高的设置对优先档证券信用支持作用较为显著

已发行类 REITs 产品中，优先档证券抵押率（LTV）平均值约为 83.25%，标的物业估值能够足额覆盖优先档证券本金，但未来标的物业价值的波动或对全部优先档证券（尤其是中间档证券）本金兑付带来一定的不确定性。为缓释该风险，类 REITs 产品次级档（权益档）比例设置得相对较高，对其信用支持作用较为显著。

表 9：截至 2018 年末类 REITs 非增级档 DSCR 和 LTV 情况

单位：倍、%

类 REITs 时间	信用等级	非增级档 DSCR			优先级 LTV		
		最大值	最小值	平均值	最大值	最小值	平均值
2014 年	AA+	1.27	1.27	1.27	99.32	63.69	81.51
2015 年	AA+	1.33	1.00	1.17	103.78	65.46	91.93
2016 年	AA/AA+	3.50	3.50	3.50	62.97	100.60	76.30
2017 年	AA/AA+	3.09	0.05	0.59	100.42	41.27	78.98
2018 年	AA+	-	-	-	97.12	70.73	87.15

数据来源：CNABS、Wind

存续 CMBS/CMBN 和类 REITs 产品通过引入赋权机制更好匹配产品期限与投资久期，但融资人面临一定集中兑付风险

受国内债券市场投资人期限偏好影响，CMBS/CMBN 和类 REITs 产品一般会设计每三年定期开放程序，为融资人和投资人提供赎回和回售的权利，产品设计更为灵活。但需关注部分融资人在极端回售情形下的集中兑付风险。

<sup>9</sup> 优先档证券，包括优先 A 档证券和中间档证券。

## 结构融资部门简介



### 团队介绍

东方金城国际信用评估有限公司结构融资部自设立以来，先后承接了成功发行的交银2014-1、14广农元、15晋元、15普盈、15海信、开元2016-3、中盈2016-3、中誉2016-2、中盈2017-3、中盈万家2018-2、中盈万家2019-1等各类信贷资产证券化项目，中铁建2017-1、中铁2018-1、工银云交2018-1、北辰2018-1、华电国际2018-1、中交一期2018-1、中铁建资2018-2、国君中铁2018-2、中阳2018-1等资产支持专项计划项目，以及中铁建ABN2018-1、中铁建ABN2018-2、中铁二2018-1等资产支持票据项目，评级项目种类基本涵盖市场上所出现的各类资产证券化产品。近年来，公司凭借在资产证券化领域的基础表现，承接项目及公司先后获得多项荣誉。

同时部门先后完成了CLO、RMBS、NPLS等各类产品评级方法建立和完善，完成《我国REITs市场渐入佳境》、《2018年上半年信用风险回顾与展望》及《2018年前三季度资产证券化发展报告》等多个专题研究。结构融资部团队成员具有丰富的信用评级或金融从业经验，整体人员素质较高，均具有经济金融硕士研究生学历，具备金融、数量经济以及法律等专业知识，拥有多名CFA和FRM候选人。

### 主要成员介绍

#### 郭永刚

现任东方金城结构融资部总经理，拥有证券从业资格、8年资产证券化信用评级经验。曾负责数百单信贷ABS项目、企业ABS项目，其中包括8个国内首单项目。个人荣获中国资产证券化年度论坛2017“汇菁奖——最具影响力奖”；2018年度，个人蝉联“第三届中国资产证券化行业评选汇菁奖个人最具影响力奖”。

郭永刚先后完成《东方金城CLO信用评级方法》《东方金城RMBS信用评级方法》《东方金城NPLs信用评级方法》《东方金城个人消费贷款ABS信用评级方法》《东方金城资产支持专项计划信用评级方法》等多项资产证券化信用评级技术和评级模型研究工作，具有丰富的资产证券化信用评级与评级建模经验。

#### 张佳丽

现任东方金城结构融资部副总经理、评级技术委员会委员，中国社科院经济学硕士，拥有证券从业资格、8年以上信用评级从业经验。主持完成数百单债券产品评级工作，主持并参与多个行业和多项产品的信用风险研究课题，曾负责工银瑞投-云南交投高高速公路车辆通行费收费收益权资产支持专项计划、英大证券-华电国际电费应收账款资产支持专项计划、兴业-中交一公局集团应收账款资产支持专项计划等数十单ABS项目，具有丰富的信用评级行业经验。

#### 余珊

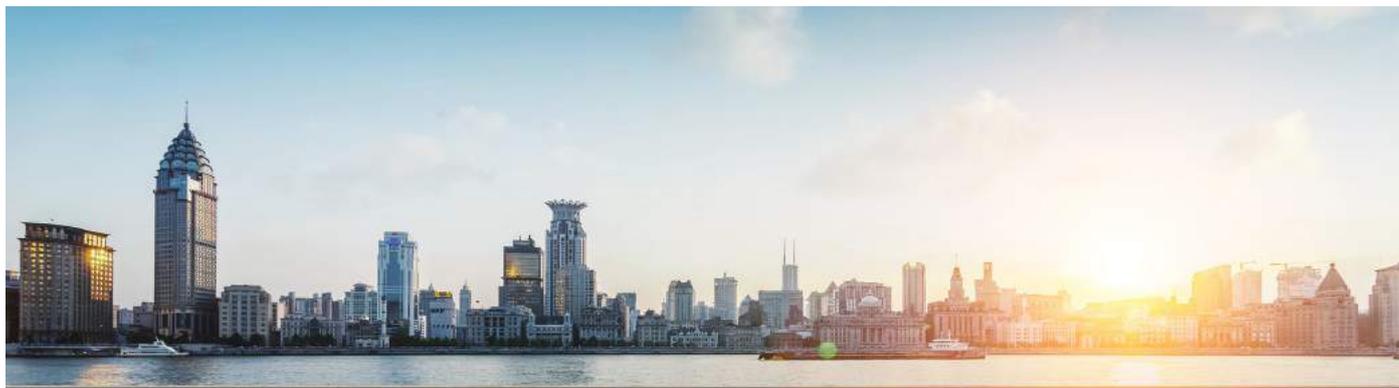
现任结构融资部高级分析师，北京大学金融学硕士，拥有5年金融业及债券信用研究经验，拥有证券从业资格和CPA专业阶段合格证。主笔中国银行、国开行、农业银行等发起的多期信贷资产证券化产品，作为中铁建应收账款ABS、阳光城长租公寓REITs等企业资产证券化评级项目的项目负责人，参与北辰长沙洲际酒店CMBS等项目的评级工作，参与完成东方金城CMBS、REITs等产品评级方法和专题研究工作，具有较丰富的资产证券化信用评级与评级建模经验。

#### 李燕

非信贷ABS组行业组长。现任结构融资部分析师。中央财经大学国际金融硕士，拥有证券从业人员资格。曾主笔或参与三十余个资产证券化项目，并主笔若干研究课题，具有丰富的评级经验。

#### 熊晓梦依

信贷ABS组行业组长。现任结构融资部分析师。美国理海大学分析金融硕士，拥有FRM和证券从业资格，通过CFA3级。曾主笔“16中盈3”、“17中盈3”、“华南城2017-1”、“沔西PPP2017-1”、“阳光城公寓2018-1”、“云租2019-1”等资产证券化项目，并主笔RMBS、消费金融等方面的研究课题，具有较为丰富的资产证券化评级经验。



锐意创新 极致服务 践行中国评级梦



—公司官方微信—

Add : 北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C

Tel. : 86-10-62299800 ( 总机 )

Fax. : 86-10-62299803

E-mail : [dfjc@coamc.com.cn](mailto:dfjc@coamc.com.cn)

[WWW.DFRATINGS.COM](http://WWW.DFRATINGS.COM)