

强于大市

信贷资产证券化专题

RMBS 占比最大利率浮动，有助减轻银行监管达标压力

2021 年 1 月以来银行 CLO 发行，特别是 RMBS 发行规模和项目数快速增长，我们认为一定程度上是受到了房地产集中度监管新规的影响。银行短期内通过 RMBS 发行可以调节两条红线的占比结构，达到会计出表的效果，加之监管政策总体柔性，过渡期较长，使得集中度监管新规对银行的影响进一步减小。在经济稳步复苏以及银行板块基本面持续改善背景下，我们看好银行板块 2021 年绝对收益表现。个股方面，建议关注特色优质个股（如招商银行、宁波银行、平安银行等），以及基本面改善个股（如兴业银行、邮储银行、长沙银行等）。尽管部分推荐个股 2020 年半年末指标超出集中度监管要求上限，但目前来看监管达标压力并不算大，且对其核心竞争优势并不构成影响，继续看好其投资价值。

支撑评级的要点

■ **我国 ABS 起步较晚体量较小，企业资产支持证券占比最大**

ABS（Asset Backed Securitization）即资产支持证券，是国际上一种常见的把缺乏流动性但未来具备稳定现金流的资产转变为证券化产品的一种直接融资方式。银行信贷资产支持证券 Collateralised Loan Obligation （简称 CLO）是以银行信贷作为底层资产的 ABS。据 WIND 最新数据统计，我国资产支持证券共计 4.58 万亿，其中信贷资产支持证券 2.27 万亿，与国内目前约 285 万亿的社融规模、172 万亿的人民币信贷规模相比，绝对值还很小。我国 CLO 的 SPV 往往为信托公司，投资者主要为银行自营资金、理财产品、券商资管和基金专户等。我国 CLO 业务发展历程短，主要分为信贷资产支持证券、企业资产支持证券和资产支持票据 3 大类，信贷资产支持证券由银保监和央行共同监管。结构上我国企业资产支持证券的占比最大且发展迅速。

■ **RMBS 在 CLO 中占比最大，票面利率挂钩 LPR**

信贷资产支持证券的分类中个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）是最主要构成，截止 2020 年末，RMBS 规模为 1.8 万亿，在总的 CLO 中占比达 66.1%。排名二、三的个人汽车贷款和企业贷款占比分别为 14.3%/6.08%。我国信贷资产支持证券的分层结构设计较为简单，以 RMBS 为例主要分为优先级和劣后级，劣后级一般都由发起人（银行）自己全部持有。信贷资产支持证券票面利率类型分为浮动利率和固定利率两类。RMBS 和企业贷款支持证券主要采取浮动利率，其他类 CLO 主要采用固定利率。从票面利率的绝对水平来看，浮动利率平均高于固定利率。不同的底层资产 CLO 中，过去两年融资租赁的票面利率最高。近 2 年 RMBS 的票面利率优先级 A 档平均利率为 3.64%，B 档平均利率为 5.37%。从 CLO 的发起机构来看，以按揭占比较高的大行和股份行为主。

■ **年末是 CLO 发行集中期，RMBS 受监管影响发行量提升**

我们对银行 CLO 发行情况进行跟踪可以发现，CLO 发行的高峰期往往在年底，主要是由于临近年底银行通常会加大对资产的核销处置力度，不良资产作为底层资产的 CLO 发行量明显上升。2020 年国内经济受到新冠疫情的影响增长承压，银行业资产质量面临较大压力，同时各家银行在监管引导下加大不良资产的清理处置，体现在以不良资产 CLO 的发行规模上，2020 年不良贷款 CLO 项目 28 个，较 19 年增加 18 个。房地产贷款集中度监管新规出台以来，部分银行存量规模占比存在超标的问题，而 ABS 的发行可以在短期内达到会计意义上出表调节的作用。进入 2021 年，银行 CLO 发行项目明显增长，1 月 RMBS 发行项目数和规模均较去年同期翻倍。通过资产证券化方式能够实现结构上的调整优化，但并不能改变监管统计口径上房地产贷款余额的总量，预计短期内 RMBS 发行量会有明显增长，但长期不可持续。

评级面临的主要风险

■ 经济下行导致资产质量恶化超预期。

相关研究报告

《1 月金融数据点评：融资需求旺盛信贷放量，与表外票据共促社融多增》20210210

《央行 4 季度货政报告点评：货币政策合理适度，看好行业息差改善》20210210

《银行业周报：银行间市场利率走高，多家银行快报预喜》20210131

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行

证券分析师：熊颖
(8621)20328596
ying.xiong@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090003

证券分析师：林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

目录

一、资产支持证券的含义：提升流动性的直接融资模式..... 4
二、国内 ABS 发展现状：起步较晚，企业资产证券化为主..... 6
三、信贷资产支持证券:RMBS 占比最大， 票面利率定价分化..... 9
四、CLO 最新发行情况跟踪..... 13
投资建议..... 16
风险提示..... 17

图表目录

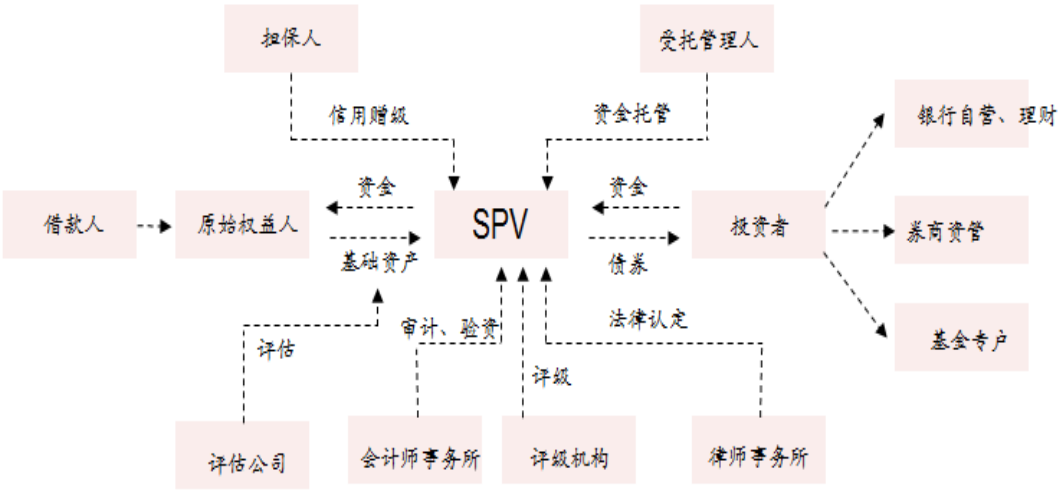
图表 1. 资产支持证券交易结构图 4
图表 2. 银行理财和自营资金是我国 ABS 的主要投资者 5
图表 3. 资产支持证券主要监管文件梳理 6
图表 4. 国内三种资产证券化方式对比 7
图表 5. 信贷资产支持证券在 ABS 中的占比为 27.9% 7
图表 6. 资产支持证券绝对规模还很小 7
图表 7. 2020 年信贷资产 ABS 单年发行量有所下降 8
图表 8. 以个人住房抵押贷款为底层资产的信贷资产支持证券占比为 66% 9
图表 9. RMBS 在信贷资产支持证券中的规模最大 9
图表 10. 江苏银行 2021 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券 10
图表 11. CLO 分浮动、固定两种利率模式，RMBS 以浮动利率为主 11
图表 12. 浮动利率高于固定利率，融资租赁票面利率最高 11
图表 13. 所有 CLO 中融资租赁的票面利率最高 11
图表 14. RMBS 优先级档票面利率平均为 3.64% 11
图表 15. 2020 年 CLO 发起规模排名前 3 的银行分别是建行、工行和招行 12
图表 16. 近两年银行 CLO 发行项目数情况跟踪：年末是 CLO 的发行密集期 13
图表 17. 2021 年 1 月 RMBS 发行规模快速增长 14
图表 18. 房地产贷款集中度测算及各家银行达标情况 15
附录图表 19. 报告中提及上市公司估值表 18

一、资产支持证券的含义：提升流动性的直接融资模式

ABS（Asset Backed Securitization）即资产支持证券，是国际上一种常见的资金融通方式，是把缺乏流动性但未来具备稳定现金流的资产转变为证券化产品的一种直接融资方式。更具体而言，ABS 是以项目所拥有的资产为基础，以项目资产可以带来的预期收益为保证，通过在资本市场发行债券来募集资金的一种项目融资方式。

以银行信贷资产支持证券 Collateralised Loan Obligation（简称 CLO）为例：银行向借款人提供信贷资金，借款人会按照约定定期向银行偿还本息，银行可将信贷产品作为底层资产信托给作为受托人的 Special Purpose Vehicle,（简称 spv）以达到出表隔离的目标。在国内对于 CLO 而言，SPV 往往为信托公司，信托公司将信贷产品作为底层资产发行债券，借款人定期偿还的本息则是债券收益的保证。SPV 根据风险等级的不同将债券进行优先、劣后等不同等级的划分，再向投资者募集资金，并基于入池资产的未来现金流向投资者支付各期本金和利息。

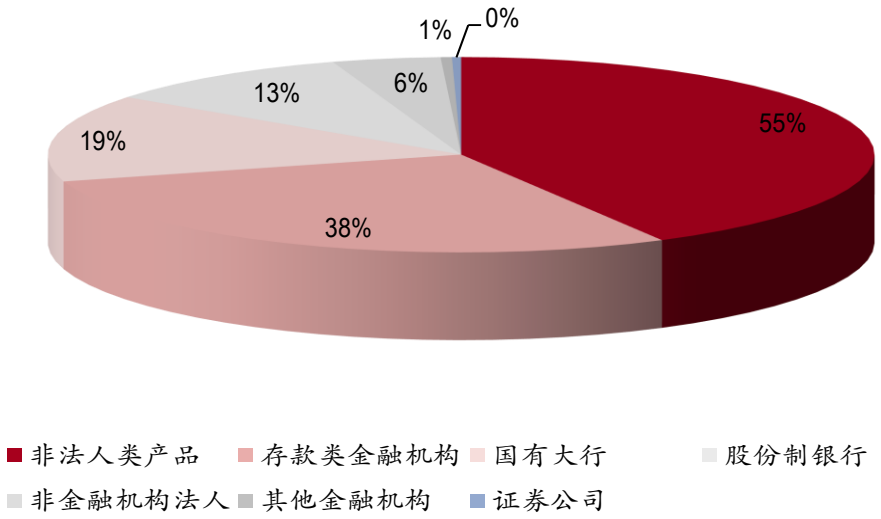
图表1.资产支持证券交易结构图



资料来源：中银证券

目前而言，国内 CLO 的投资者主要是银行自营资金、理财产品、券商资管和基金专户等，其中银行自营是 ABS 投资的主要资金方。根据上清所 2021 年 1 月披露资产支持证券投资者结构，非法人类产品（主要包含银行理财，信托产品、基金专户、资管计划等）占比 55%，存款类金融机构占比 38%，是国内 ABS 的主要投资者。

图表2.银行理财和自营资金是我国 ABS 的主要投资者



资料来源：上清所官网，中银证券

二、国内 ABS 发展现状：起步较晚，企业资产证券化为主

我国资产支持证券化业务起步晚，正式开始于 2005 年左右，但 2008 年受美国金融危机爆发蔓延全球的影响而暂停，至 2012 年开始再次重启。

图表3.资产支持证券主要监管文件梳理

时间	政策文件	主要内容	监管机构
2004.10.21	《关于证券公司开展资产证券化业务试点有关问题的通知》	对企业资产证券化业务的定义、基本要求、基础资产及其转让、产品结构、相关主体职责要求、申请审核、监督管理进行了明确	证监会
2006.06.30	《信贷资产证券化试点管理办法》	银行业金融机构可将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，提高信贷资产流动性，丰富证券品种	央行
2009.05.21	《证券公司企业资产证券化业务试点指引（试行）》	对企业资产真全话的基础资产、参与机构权利义务、专项计划的设立申请、信息披露等内容进行了明确规范	证监会
2012.05.17	《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重新启动，进入第二轮试点阶段，试点额度500亿。	央行
2012.08.03	《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》	对资产支持票据的发行主体、基础资产、还款来源、发行方式、信息披露、信用评级等内容进行了框架规范	交易商协会
2013.03.15	《证券公司资产证券化业务管理规定》	在前述规定基础上，对项计划、管理人及托管人、原始权益人、设立申请、信息披露、监督管理等内容进行细化明确	证监会
2013.04.22	《深圳证券交易所资产证券化业务指引》	对资产支持证券在深圳交易所挂牌、转让、终止、信息披露、自律监管和纪律处分进行规定。2014年11月25日发布2014年修订版	深交所
2013.12.31	《关于进一步规范信贷资产证券化发起机构风险自留行为的公告》	要求发起机构自留不低于一定比例(5%) 的基础资产信用风险,放松发起银行自留最低5%劣后资产的要求,允许每个评级层级自留5%	银监会
2014.11.19	《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》	对企业资产证券化监管进行全面梳理，成为开展企业资产证券化的总领指引。配套《信息披露指引》和《尽职调查指引》，同时废止《证券公司资产证券化业务管理规定》	证监会
2014.11.20	《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》	开始针对信贷资产证券化实施备案制,不再针对证券化产品进行逐步审批,银行业金融机构应在申请取得业务资格后开展业务,在发行证券化产品前备案登记	银监会
2014.12.24	《资产支持专项计划备案管理办法》 《资产证券化业务基础资产负面清单指引》 《资产证券化业务风险控制指引》	开始针对企业资产证券化实施备案制，提出8类负面清单，拓宽发行人及基础资产的可选范围	证监会
2015.03.26	《关于信贷资产支持证券试行注册制的公告》	已经取得监管部门相关业务资格,发行过信贷资产支持证券且能够按规定披露信息的受托机构和发起机构可以向中国人民银行申请注册,并在注册有效期内自主分期发行信贷资产支持证券	央行
2015.05.11 2015.08.03 2015.09.30	《个人汽车贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》 《个人住房抵押贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》 《棚户区改造项目贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》 《个人消费贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》	对信贷资产支持证券相关标准合同范本和信息披露指引进行指导,定期跟踪市场成员对信贷资产证券化信息披露情况的评价	交易所协会
2020.09.30	《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》	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	银保监会

资料来源：央行、证监会、银保监会及中银证券

我国 ABS 分为三大种类

我国资产支持债券（ABS）在产品种类上较成熟的美国市场总体较为简单，目前大致可分为信贷资产支持证券、企业资产支持证券和资产支持票据三类。三类 ABS 的主要区别在于底层资产有所不同，相应的在主管部门、交易场所等方面也存在一定差异。银行信贷资产支持证券监管部门为央行和银保监会，基础资产包括了住房抵押贷款、汽车贷款、消费贷款、企业贷款、不良贷款等等。三大分类中资产支持票据并不要求设立 SPV，因此严格意义上来讲不能算作标准的资产支持证券。

图表4.国内三种资产证券化方式对比

国内三种资产证券化方式对比			
	信贷资产支持证券	企业资产支持证券	资产支持票据
主管部门	银监会、人民银行	证监会	交易商协会
审核方式	银监会登记+央行注册	备案制和负面清单管理	注册证
登记托管机构	中债登	中证登	上清所
模式选择	以信托计划为SPV的表外模式	证券公司、基金管理公司子公司专门设立的资产支持专项计划为SPV的表外模式	表内模式，风险未完全隔离
基础资产	住房抵押贷款、汽车贷款、消费信贷、企业贷款等信贷资产	企业应收款等财产权利，基础设施、租赁债权等不动产财产或不动产收益权，以及证监会认可的其他财产或权利	权属明确，能够产生可预测现金流的财产、财产权利或财产和财产权利的组合
相关条例	《信贷资产证券化试点管理办法》	《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》及配套规则	《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》
交易场所	银行间债券市场	交易所	银行间债券市场或交易所
还款来源	基础资产所产生的现金流	基础资产所产生的现金流	基础资产所产生的现金流，不足时发行人予以差额补偿
是否需评级	优先级需评级	优先级需评级	是否评级由发行人和投资者协商确定，若公开发行则须进行双评级

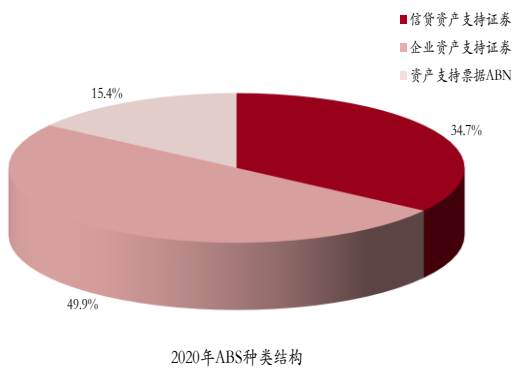
资料来源：《我国商业银行住房抵押贷款证券化实践探析》，中银证券

企业资产支持证券规模最大，信贷支持证券占比偏小

从总量上来看我国资产支持证券业务并不发达，据 WIND 数据统计（截止 2021 年 2 月 4 日），我国资产支持证券共计 4.58 万亿，其中信贷资产支持证券 2.27 万亿，与国内 2020 年底约 285 万亿的社融规模，172 万亿的信贷规模相比，绝对值还很小，信贷资产的表外流转并不普遍。

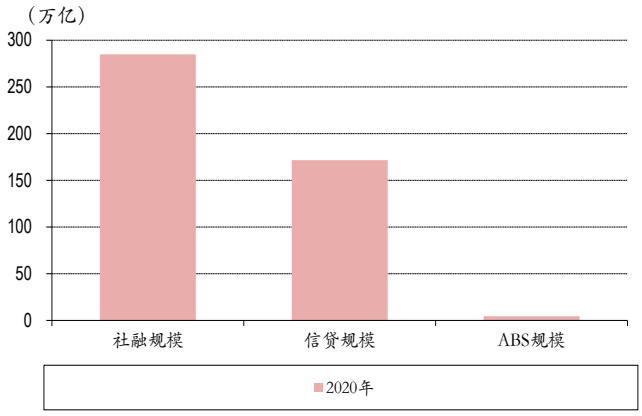
从结构上来看，与美国市场以住房抵押贷款资产支持证券为主不同，我国三类 ABS 中，企业资产支持证券占比最大，2020 年末占比为 50%。企业资产支持证券的底层资产主要是企业的债权与收益权，反映了实体企业的生产融资需求是我国 ABS 发行的主要动因。而以银行信贷作为底层资产的资产支持证券占比次之，2020 年末为 34.7%。

图表5.信贷资产支持证券在 ABS 中的占比为 27.9%



资料来源：万得,中银证券

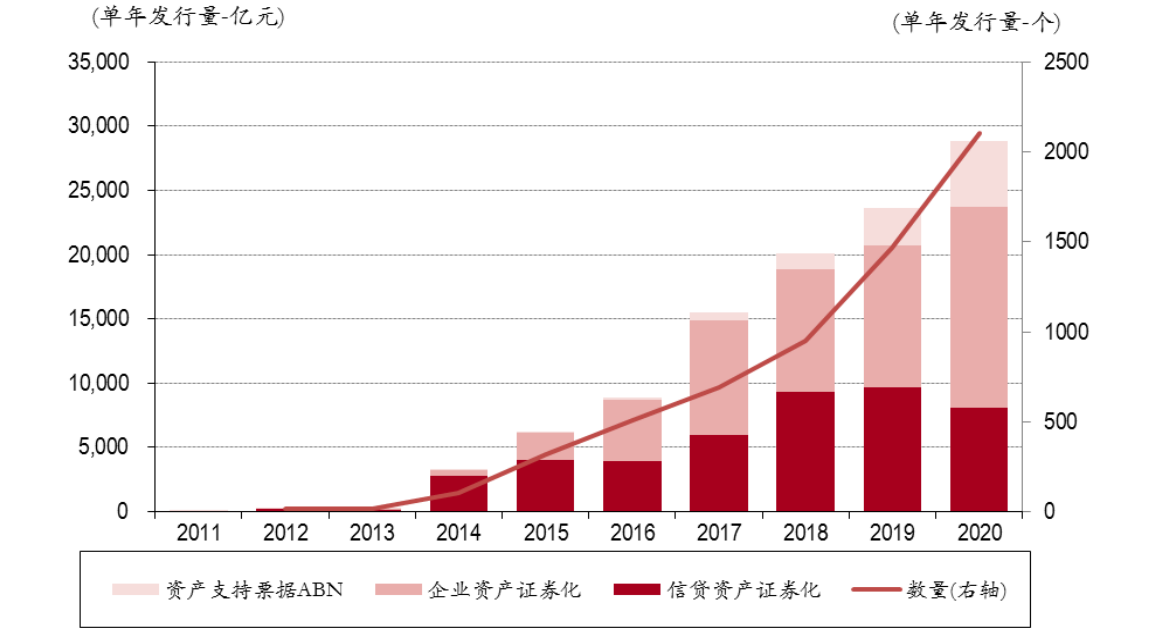
图表6.资产支持证券绝对规模还很小



资料来源：万得,中银证券

从时间维度横向比较来看，近年来我国 ABS 业务总体保持了较快增长，2020 年 ABS 单年发行量较 2019 年增 22%，特别是企业资产证券的单年发行规模迅速壮大，同比增 41%，而银行信贷资产支持证券单年发行量近两年增速略有放缓，较 2019 年下降 17%。我们认为国内信贷资产证券化业务发展较为缓慢是各种综合因素的结果，除去交易市场不够活跃，相应法律制度不够完善等因素外，从银行角度来看，主要原因有：1）我国利率市场化改革尚在推进之中，特别是负债端成本仍有自律管理机制的约束，利率和流动性风险管理的压力并不算大，因此对于利用资产证券化工具进行风险管理的需求并不迫切；2）CLO 占比最大的 RMBS 是以按揭抵押贷款作为底层资产，按揭抵押贷款的发放主要是国有大行，国有大行在资本补充方面压力相对较轻，因此对于涉房类贷款等相对优质的信贷资产，银行更倾向于自己持有。

图表7.2020 年信贷资产 ABS 单年发行量有所下降



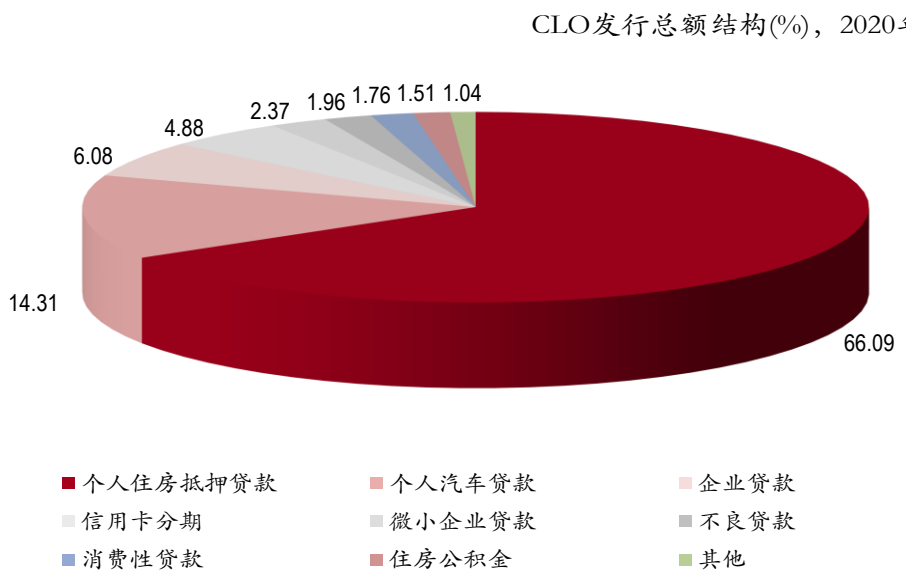
资料来源：万得，中银证券

三、信贷资产支持证券:RMBS 占比最大，票面利率定价分化

发行规模与结构：RMBS 占比最大，分层结构简单

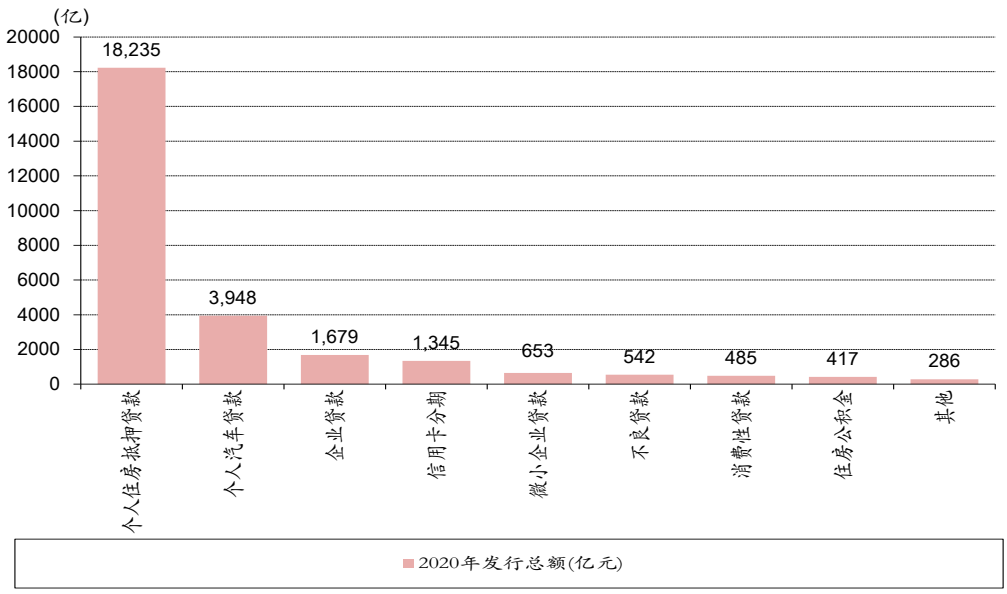
进一步我们单独拆分信贷资产支持证券（CLO）结构可以发现，个人住房抵押贷款是我国 CLO 的最主要构成。截止 2020 年末，在银行 CLO 中，个人住房抵押贷款作为底层资产的 ABS 规模为 1.8 万亿，在总的 CLO 中占比达 66.1%，排名二、三的个人汽车贷款和企业贷款占比分别为 14.3%/6.08%。我们认为，主要原因在于，相对于其他银行信贷类资产，按揭类贷款区域和借贷主体分散，安全性高；底层资产久期较长，能够提供长期稳定的现金流来源，更加符合资产支持证券对底层资产的需求。

图表8.以个人住房抵押贷款为底层资产的信贷资产支持证券占比为 66%



资料来源：万得,中银证券

图表9.RMBS 在信贷资产支持证券中的规模最大



资料来源：万得,中银证券

我国信贷资产支持证券的分层结构设计较为简单，本部分我们主要对银行作为发起人的 RMBS 结构特征加以分析。一般而言，RMBS 主要分为优先级和劣后级，优先级中通常再根据风险等级的不同划分为 A1\A2\A3 等不同层级，部分债券优先档只有一层。若设有多层优先级，则 A1 档偿付顺序最靠前，到期日最短，风险最低，票面利率设置也最低。劣后级一般都由发起人（银行）自己全部持有，持有期限不短于该档次证券的存续期限。我们以由江苏银行发起，1 月 29 日上市的"融享 2021 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券"为例，债券共分成 3 档，优先 A1 档总金额 9 亿元，票面利率 3.2%，2023 年 1 月 26 日到期；而优先 A2 档总计 25 亿元，利率更高（3.85%），到期日时间更长，为 2027 年 4 月 26 日。次级档 4.67 亿元由江苏银行持有。

图表10.江苏银行 2021 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券

融享2021年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券分档情况

分档情况	评级 中债资信/中诚信国际	金额 （亿元）	分层比例	利率类型	票面利率	预期到期日[1]	法定到期日
优先A1档 资产支持证券	AAA_{sf}/AAA_{sf}	9	23.27%	浮动利率	3.20%	2023年1月26日	2043年1月26日
优先A2档 资产支持证券	AAA_{sf}/AAA_{sf}	25	64.65%	浮动利率	3.85%	2027年4月26日	2043年1月26日
次级档 资产支持证券	未评级	4.67	12.08%	-	-	2040年1月26日	2043年1月26日
合计		**38.67**	**100.00%**				

注1：证券预期到期日考虑早偿率，假设早偿率为10%/年。如果在基础资产零早偿、零违约的假设下，优先A1档、优先A2档及次级档资产支持证券预期到期日分别为2024年3月26日，2032年7月26日及2040年1月26日

资料来源：万得,中银证券

票面利率：RMBS 浮动挂钩 LPR，融资租赁 CLO 票面利率最高

信贷资产支持证券票面利率类型分为浮动利率和固定利率两类。除房地产抵押贷款资产支持证券（RMBS）和企业贷款支持证券主要采取浮动利率，其他类型的 CLO 主要采用固定利率模式。部分采取固定利率的 RMBS 主要是发行于贷款 LPR 改革切换以前。自 2019 年 12 月存量浮动贷款利率 LPR 切换改革推进以来，RMBS 的优先档一般采取浮动利率，通常与银行 5 年期 LPR 定价挂钩，而劣后级基本由发起银行自身持有，采取固定利率的模式。

从票面利率的绝对水平来看，首先浮动利率平均高于固定利率，其次 CLO 的票面利率总体并不算高，因此对投资者的吸引力并不是很强。不同的底层资产 CLO 中，过去两年融资租赁的票面利率最高，而个人汽车贷款票面利率最低。我们对近 2 年房地产抵押贷款资产支持证券（RMBS）的票面利率进行了统计，优先级 A 档平均利率为 3.64%，B 档平均利率为 5.37%，A/B 两档平均票面利率的利差大致为 1.73 个百分点。

图表11.CLO 分浮动、固定两种利率模式，RMBS 以浮动利率为主

计数（个）不良贷款	房地产抵押贷款	个人汽车贷款	企业贷款	融资租赁	微小企业贷款	消费性贷款	信用卡分期	总计
浮动利率	**260**	**17**	**48**	**4**				**329**
A	254	13	24	3				294
B	6	4	24	1				35
固定利率 **83**	**36**	**153**	**12**	**6**	**26**	**39**	**41**	**396**
A 83	35	115	6	3	13	18	28	301
B	1	37	6	3	13	21	13	94
C		1						1
总计 **83**	**296**	**170**	**60**	**10**	**26**	**39**	**41**	**725**

资料来源：万得,中银证券

注：表格为 2019-2020 年两年时间内 CLO 票面利率统计结果

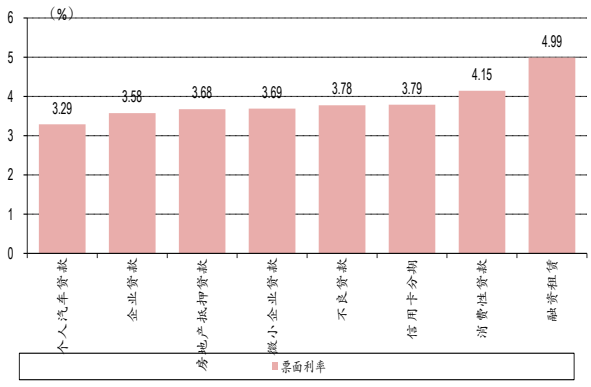
图表12.浮动利率高于固定利率，融资租赁票面利率最高

平均利率（%） 不良贷款	房地产抵押贷款	个人汽车贷款	企业贷款	融资租赁	微小企业贷款	消费性贷款	信用卡分期	总计
浮动利率	**3.70**	**3.49**	**3.63**	**4.45**				**3.69**
A	3.66	3.40	3.37	4.09				3.63
B	5.53	3.78	3.90	5.50				4.21
固定利率 **3.78**	**3.52**	**3.27**	**3.35**	**5.36**	**3.69**	**4.15**	**3.79**	**3.60**
A 3.78	3.49	3.08	3.18	5.02	3.53	3.85	3.71	3.47
B	4.45	3.77	3.53	5.69	3.85	4.40	3.98	4.00
C		6.00						6.00
总计 **3.78**	**3.68**	**3.29**	**3.58**	**4.99**	**3.69**	**4.15**	**3.79**	**3.64**

资料来源：万得,中银证券

注：表格为 2019-2020 年两年时间内 CLO 票面利率统计结果

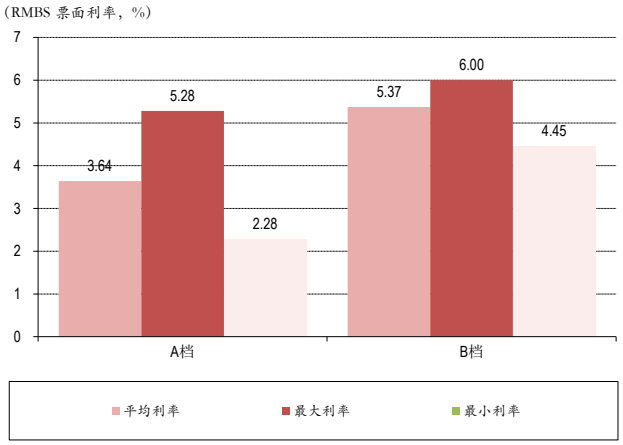
图表13.所有 CLO 中融资租赁的票面利率最高



资料来源：万得,中银证券

注：数据为 2019-2020 年两年时间内 CLO 票面利率统计结果

图表14.RMBS 优先级档票面利率平均为 3.64%



资料来源：万得,中银证券

注：数据表格为 2019-2020 年两年时间内 CLO 票面利率统计结果

发行机构：零售特色银行是 RMBS 发行主力

大行和部分股份行是 CLO 发行的主要机构。根据发行规模统计排名，2020 年发行规模排名前十的银行中建行、工行、招行排名前三，其中建行无论从发行项目数和发行总额上都与第二的工行拉开了差距，发行总额 2469.7 亿元，项目共计 31 个。从排名前三的银特征来看，基本都是零售业务基础较强，个人按揭贷款占比较高的银行。

图表15.2020 年 CLO 发起规模排名前 3 的银行分别是建行、工行和招行

2020年发起规模前十银行	发行项目总数	发行总额(亿元)
建设银行	31	2,470
工商银行	18	1,426
招商银行	19	782
兴业银行	12	420
杭州银行	7	190
中国银行	4	166
浦发银行	8	123
徽商银行	2	119
青岛银行	2	84
浙商银行	3	55

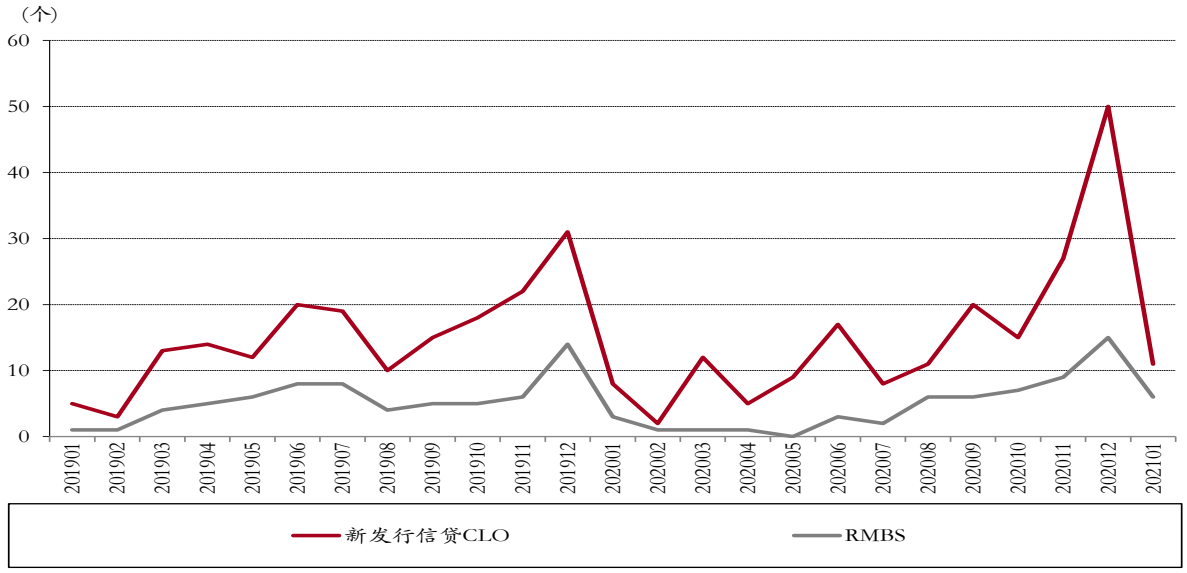
资料来源：万得,中银证券

四、CLO 最新发行情况跟踪

年末往往是 CLO 的发行高峰期

我们对银行 CLO 发行情况进行跟踪可以发现，CLO 发行的高峰期往往在年底，主要是由不良资产作为底层资产的 CLO 发行量上升带动所致。临近年底银行通常会加大对资产的核销处置力度，并将部分不良资产通过 ABS 出表的方式以优化账面不良。2020 年国内经济受到新冠疫情的影响增长承压，银行业资产质量面临较大压力，同时各家银行在监管引导下加大不良资产的清理处置，因此体现在以不良资产 CLO 的发行规模上，较 2019 年也有明显增加。据 WIND 统计，2020 年 12 月新发行信贷 CLO 合计 50 笔，较去年同期增加 19 个，其中不良贷款 CLO 项目 28 个，较去年同期增加 18 个。由于房地产贷款集中度监管新规的出台时间在 2020 年 12 月 31 日，因此 RMBS 在 12 月的发行笔数并未发生明显变化。

图表16.近两年银行 CLO 发行项目数情况跟踪：年末是 CLO 的发行密集期



资料来源：万得,中银证券

进入 2021 年 RMBS 发行规模大增

2020 年 12 月 31 日央行和银保监会联合发布了房地产贷款集中度监管新规，部分银行存量规模占比存在超标的问题。进入 2021 年，银行 CLO 发行项目明显增长。从 1 月数据来看，共有 11 笔信贷资产证券发行，其中 RMBS 一共 6 笔，总额 536 亿元。与去年同期比较来看，2020 年 1 月共计发行 CLO 8 笔，其中 RMBS 只有 3 笔，总金额为 267 亿元。21 年 1 月 RMBS 发行项目数和规模均较去年同期翻倍，预计一定程度上是受到了集中度监管新规的影响。

图表17.2021 年 1 月 RMBS 发行规模快速增长

序号	项目名称	发行日	发行金额(亿)	基础资产类型	次级占比(%)	发起机构/原始权益人
1	信融宜居2021年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	2021-01-05	26	个人住房抵押贷款	15.70	广东顺德农村商业银行
2	农盈汇富2021年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	2021-01-07	200	个人住房抵押贷款	9.01	中国农业银行
3	中盈万家2021年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	2021-01-15	97	个人住房抵押贷款	10.58	中国银行
4	建元2021年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	2021-01-18	51	个人住房抵押贷款	10.78	建设银行
5	融享2021年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	2021-01-25	39	个人住房抵押贷款	12.08	江苏银行
6	建元2021年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券	2021-01-25	123	个人住房抵押贷款	9.76	建设银行

资料来源：万得,中银证券

资产证券化不能实现监管口径上的出表腾挪

在涉房类贷款集中统计方面，银保监会和央行有两套统计口径，且存在一定的差异。根据我们行业跟踪的情况来看，监管统计目前已确定采取央行口径，即证券化贷款也将被统计在涉房类贷款当中，因此各家银行采取信贷资产证券化的模式只能实现会计意义上的财务出表，但在监管统计方面不能实现真正的出表。

短期来看，银行通过资产证券化方式能够实现两个监管指标之间的占比调整，减轻银行在房地产贷款集中管理方面的监管达标难度。具体而言，监管划定的两条红线：房地产贷款占比上限和个人住房贷款占比上限是包含关系，若一家银行仅个人住房贷款占比超出监管红线，而房地产贷款占比尚有空间，银行可以通过 RMBS 的方式来实现两个指标之间的转换。以大行举例来说，若某大行个人住房贷款占比超过 32.5%的上限，但距离房地产贷款占比 40%的上限仍有空间，银行可通过发行 RMBS 降低个人住房贷占比至 32.5%以下，但出表的 RMBS 在监管口径中仍会被统计到房地产贷款占比 40%的考核标准中。

长期来看，我们认为通过大量发行 ABS 的方式持续进行集中度占比的腾挪并不具备现实意义。一是这与监管新规控制房地产融资过快增长的政策意图并不相符；二是 ABS 的发行需要央行和银保监会的审批，因此监管层完全可以通过对审批通过率的把握对此进行指导调节；三是信托机构作为 RMBS 发行的 SPV，在涉及房地产融资项目方面也面临严格的额度限制，空间并不大。因此各家银行未来若希望保持房地产贷款规模的稳定增长，可行方式主要在做大分母，加大对实体经济的支持力度。

图表18.房地产贷款集中度测算及各家银行达标情况

2020H	银行	房地产贷款占比（总）	房地产贷款占比上限区间	是否超标	整改时间	个人贷住房贷款占比	个人住房贷款占比上限区间	是否超标	整改时间
大型银行	工行	35.8%	40.0%			30.5%	32.5%		
	建行	39.0%	40.0%			34.4%	32.5%	√	2年
	农行	35.9%	40.0%			30.5%	32.5%		
	中行	38.5%	40.0%			30.2%	32.5%		
	交行	26.5%	40.0%			20.9%	32.5%		
	邮储	35.2%	40.0%			33.6%	32.5%	√	2年
中型银行	招行	33.2%	27.5%	√	4年	24.7%	20.0%	√	4年
	浦发	27.9%	27.5%	√	2年	19.3%	20.0%		
	兴业	33.7%	27.5%	√	4年	25.7%	20.0%	√	4年
	中信	26.7%	27.5%			19.8%	20.0%		
	民生	25.8%	27.5%			12.5%	20.0%		
	光大	23.1%	27.5%			15.1%	20.0%		
	华夏	20.0%	27.5%			12.0%	20.0%		
	平安	19.9%	27.5%			8.8%	20.0%		
	上海	24.7%	27.5%			10.2%	20.0%		
	江苏	25.2%	27.5%			17.7%	20.0%		
	浙商	20.3%	27.5%			5.9%	20.0%		
小型银行和非县域农合机构	南京	13.6%	20-25%			10.6%	15-20%		
	宁波	6.3%	20-25%			1.1%	15-20%		
	贵阳	15.8%	20-25%			7.9%	15-20%		
	杭州	24.9%	20-25%			14.4%	15-20%		
	长沙	18.1%	20-25%			15.5%	15-20%		
	成都	35.8%	20-25%	√	4年	26.0%	15-20%	√	4年
	郑州	32.9%	20-25%	√	4年	18.4%	15-20%		
	青岛	31.6%	20-25%	√	4年	19.9%	15-20%		
	苏州	16.9%	20-25%			13.3%	15-20%		
	渝农	18.4%	20-25%			16.9%	15-20%		
	无锡	12.1%	20-25%			10.9%	15-20%		
	苏农	11.2%	20-25%			8.9%	15-20%		
	青农	30.0%	20-25%	√	4年	11.9%	15-20%		
	西安	20.1%	20-25%			11.8%	15-20%		
	厦门	26.9%	20-25%	√	2年	18.8%	15-20%		
县域农合机构	常熟	8.9%	15-20%			7.8%	10-15%		
	江阴	9.6%	15-20%			9.1%	10-15%		
	张家港	10.5%	15-20%			9.3%	10-15%		

资料来源：上市公司2020年半年报，中银证券

投资建议

本篇报告对 ABS 特别是银行作为主要发起主体的信贷资产支持证券的内涵、交易框架、主要投资者和监管沿革进行了简要梳理和回顾。我国资产支持证券业务起步较晚，层级设计简单，在三大分类中以企业资产支持证券为主。对于银行信贷资产支持证券，利率类型既有浮动也有固定，绝对值上来看融资租赁类 CLO 票面利率最高。住房抵押类资产支持证券在 CLO 中占比最高，优先级定价在 LPR 报价改革后主要采用浮动利率模式，劣后级基本由银行自持。2021 年 1 月以来银行 CLO 发行，特别是 RMBS 发行规模和项目数快速增长，我们认为一定程度上是受到了房地产集中度监管新规的影响。银行短期内通过 RMBS 发行可以调节两条红线的占比结构，达到会计出表的效果，加之监管政策总体柔性，过渡期较长，使得集中度监管新规对银行的影响进一步减小。在经济稳步复苏以及银行板块基本面持续改善背景下，我们看好银行板块 2021 年绝对收益表现。个股方面，建议关注特色优质个股（如招商银行、宁波银行、平安银行等），以及基本面改善个股（如兴业银行、邮储银行、长沙银行等）。尽管部分推荐个股 2020 年半年末指标超出集中度监管要求上限，但目前来看监管达标压力并不算大，且对其核心竞争优势并不构成影响，继续看好其投资价值。

风险提示

经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化，从而影响银行业的盈利能力。

附录图表 19. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净资产
			(元)	(十亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	(元/股)
601398.SH	工商银行	增持	5.30	1,889	0.88	0.78	0.76	0.71	7.24
601939.SH	建设银行	增持	7.15	1,788	1.07	0.97	0.85	0.79	8.81
601988.SH	中国银行	未有评级	3.22	948	0.64	0.66	0.57	0.53	5.84
601288.SH	农业银行	增持	3.22	1,127	0.61	0.57	0.64	0.64	5.24
601658.SH	邮储银行	增持	5.93	516	0.70	0.69	1.04	0.96	6.09
600036.SH	招商银行	买入	53.60	1,352	3.68	3.74	2.34	2.12	24.55
601998.SH	中信银行	增持	5.29	259	0.98	0.89	0.59	0.56	9.32
601166.SH	兴业银行	买入	25.71	534	3.17	3.21	1.10	1.01	24.67
600000.SH	浦发银行	增持	10.60	311	2.01	1.88	0.63	0.58	17.38
601818.SH	光大银行	买入	4.13	223	0.69	0.66	0.71	0.65	6.27
000001.SZ	平安银行	买入	22.16	430	1.45	1.40	1.58	1.45	14.88
601169.SH	北京银行	增持	4.80	101	1.01	0.92	0.54	0.50	9.27
601009.SH	南京银行	增持	9.02	90	1.24	1.37	1.17	0.93	9.38
002142.SZ	宁波银行	买入	41.54	250	2.28	2.41	2.92	2.36	16.72
601229.SH	上海银行	增持	8.46	120	1.43	1.32	0.77	0.70	11.75
601997.SH	贵阳银行	未有评级	8.17	26	2.13	2.39	0.77	0.68	11.36
600926.SH	杭州银行	增持	16.46	98	1.11	1.19	1.86	1.55	10.54
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.17	9	0.47	0.54	0.80	0.75	5.24
600908.SH	无锡银行	未有评级	7.34	14	0.68	0.75	1.23	1.10	6.19
601128.SH	常熟银行	买入	7.81	21	0.65	0.66	1.26	1.19	6.39
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.79	10	0.52	0.58	1.04	0.97	5.81

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2 月 25 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期；

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371