联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



首单 5G 专场资产证券化产品成功发行
基础设施公募 REITs 试点加速推进

- 市场要闻概览
- 一级市场概况
- 信用等级分布
- 信用事件关注
- 发行利差分析

联合资信评估股份有限公司

电话： 010-85679696　　地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号　　邮箱: lianhe@lhratings.com

传真： 010-85679228　　PICC 大厦 17 层　　网 址：www.lhratings.com

一、市场要闻概览

1. 基础设施公募 REITs 试点加快推进

自 2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》布置开展基础设施 REITs 试点工作以来，监管层积极探索，加大力度推进我国 REITs 发展，各项政策纷纷落地：2020 年 7 月 31 日国家发改委与中国证监会联合发布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》；2020 年 8 月 6 日，中国证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引》；2020 年 9 月 4 日，沪深交易所分别就公开募集基础设施证券投资基金配套业务规则公开征求意见；2020 年 9 月 22 日，中国证券业协会发布了《公开募集基础设施证券投资基金网下投资者管理细则（征求意见稿）》；2020 年 9 月 23 日，中国证券投资基金业协会发布了《公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引（试行）》。各项政策的推动下，包括东湖高新、渤海股份、首创股份等在内的多家 A 股上市公司陆续发布公告称，已开展基础设施公募 REITs 申报发行工作。具体看，东湖高新拟选取武汉软件新城 1.1 期产业园项目作为标的资产进行基础设施公募 REITs 的申报发行工作，募集资金用于东湖高新集团软件和信息服务行业全产业链主题园区建设；渤海股份全资子公司天津市滨海水业集团拟以其持有的部分项目作为入池资产，开展公开募集基础设施证券投资基金的申报发行工作；首创股份拟选深圳、合肥项目为标的资产进行基础设施公募 REITs 的申报发行工作，拟定募集规模约 18.35 亿元，募集资金用于存量项目提标改造、新增项目投资、偿还存量债务等。

联合认为，我国开展基础设施公募 REITs 试点具有坚实的现实基础。从基本概念上来看 REITs（Real Estate Investment Trusts）的实质是基于优良底层不动产、获得稳定投资回报的资产证券化产品。从国外实践看，REITs 已广泛应用于交通、能源、市政、仓储物流、大数据中心等基础设施领域，重点国家广义基础设施领域 REITs 市值约占全部 REITs 市值的近 1/2。从国内资产看，当前我国在交通能源、生态环保、城市建设、仓储物流等基础设施领域形成了大量类型丰富的优质资产，一批基础设施项目实现了良好投资回报且具有一定增长空间。联合认为，推进基础设施 REITs 试点，有助于企业盘活存量资产带动增量投资，帮助上市公司做大做强；同时，也是增强资本市场服务实体经济能力的重要举措。总体看来，未来，随着我国基础设施公募 REITs 试点的落地，我国基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）将会迎来快速发展期。

2. 全国首单 5G 专场资产证券化产品成功发行

2020 年 9 月 17 日，由深圳高新投发起的南山区高新投知识产权 3 期资产支持计划（5G 专场）正式成立，该产品为国内首单 5G 专场资产证券化产品。此次 5G 专场资产证券化产品是南山区高新投知识产权资产支持专项计划储架项目的第三期，发行规模 4.55 亿元，发行人为深圳市高新投小额贷款有限公司，增信方为深圳市高新投融资担保有限公司。计划管理人为中山证券，托管行是民生银行。该产品基础资产为企业自主知识产权，共计 66 项，其中发明专利 29 项，实用新型 34 项，软件著作权 3 项。经过南山区政府补贴和深圳高新投费率优惠，18 家入池企业实际融资成本仅约 3%/年。18 家入池企业分别是：金信诺、德方纳米、沃特股份、海光电子、欣锐科技、英威腾、创梦天地、奥特迅、兆驰照明、星联天通、普宙科技、特发信息、易信科技、民德电子、中天迅、英飞拓、讯方技术、铂科新材。

联合认为，此次 5G 专场资产证券化产品的成功发行，对扩展我国资产证券化产品的边界，推进全国 5G 网络基础设施投资和建设，优化国家产业布局具有重要意义。2020 年 4 月，习近平总书记在陕西考察时强调，要“推进 5G、物联网、人工智能、工业互联网等新型基建投资”。5G 网络是实现万物互联互通的关键基础设施，能够为大数据、云计算、工业互联网等数字平台建设提供强大支撑，加快推动 5G 网络基础设施建设，既能为当前稳增长、保就业提供强劲动力，又能铸造中国经济高质量发展的新引擎。以知识产权证券化产品为切入点，推进 5G 网络基础设施投资，一方面，丰富了我国知识产权产品的种类，拓展了知识产权证券化的边界，促进了我国债券行业的发展；另一方面，以新兴产业为标的物进行的资产证券化，有利于解决我国新兴产业前期发展资金不足问题，有利于调整我国产业发展方向，促进我国产业转型升级，实现经济的高质量。

3. 信贷 ABS 取消备案登记，实施信息登记

为贯彻落实国务院“放管服”政策精神，推进简政放权，进一步优化银行业金融机构信贷资产证券化登记管理流程，2020 年 9 月 30 日，银保监会办公厅发布《关于银行业金融机构信贷资产证券化信息登记有关事项的通知》，通知自 2020 年 11 月开始实行，届时银保监会将不再对信贷资产证券化产品备案登记，转而实施信贷资产证券化信息登记。通知要求银行业金融机构开展信贷资产证券化业务应当依照本通知要求进行信息集中统一登记，发行信贷资产证券化产品前，应当对拟发行产品的基础资产明细和资产支持证券信息实施初始登记。同时，通知要求银行业金融机构应当加强信贷资产证券化信息登记内部管理、质量管理和安全管理，信息登记机构应当承担信贷资产证券化信息登记的相关职责，并规定银保监会依法对银行业金融机构的信贷资产证券化业务实施监督管理。

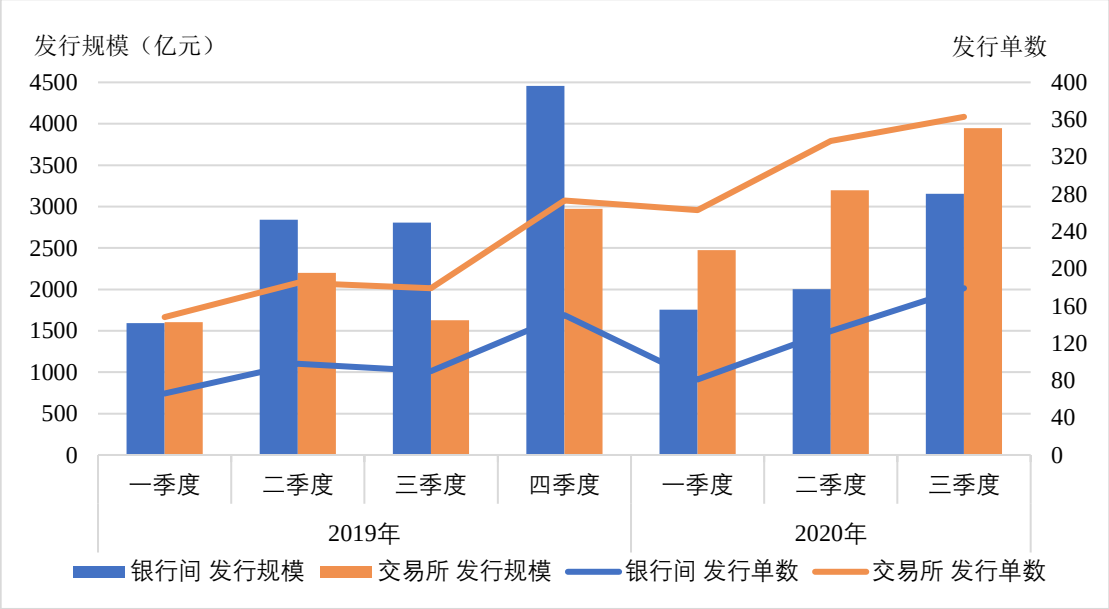
联合认为，信贷 ABS 取消备案登记，实施信息登记，有利于简化信贷资产证券化业务办理流程，提高信贷资产证券化业务效率，促进信贷资产证券化业务规范健康发展。2014 年

11 月 20 日银保监会发布《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》，规定信贷资产证券化业务将由审批制改为业务备案制，这一过程极大地提高了信贷资产证券化业务的效率，推进了信贷资产证券化业务的发展，为中国信贷资产证券化业务在 2014—2020 年间的快速发展起到了重要支撑作用。然而，随着中国信贷资产证券化业务的增多，原有的备案制日益成为制约信贷资产证券化发展效率的阻碍，为此，2020 年 9 月 30 日，银保监会办公厅发布《关于银行业金融机构信贷资产证券化信息登记有关事项的通知》，取消信贷 ABS 备案登记制，实施信息登记制。总体看来，与备案登记制度相比，信息登记制度取消了信贷资产证券化业务的前置备案过程，简化了信贷资产证券化业务的办理流程，促进了信贷资产证券化的发展，随着该项规定的执行，信贷 ABS 将进一步提高企业融资能力，加大金融对实体经济的支持力度。

二、发行概况

2020 年三季度，资产支持证券发行环比、同比均显著上升[1]。具体来看，2020 年三季度，我国债券市场共发行 542 单 1426 只资产支持证券，发行单数和只数环比分别上升 16.55%和 15.00%，同比分别大幅上升 101.49%和 73.69%；发行规模为 7103.52 亿元，环比上升 39.02%，同比增加 60.19%。整体看，受疫情发生后监管部门发布各项支持融资政策的影响，三季度资产支持证券的发行单数、只数以及发行规模环比、同比均有不同程度上升。

[1] 统计期以债券发行日为准，统计范围包括银行间市场、上交所和深交所市场公募和私募发行的资产支持证券，不包括全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台市场发行的资产支持证券。



数据来源： Wind，联合资信、联合评级整理

图 1 2019 年—2020 年三季度资产支持证券发行规模及单数走势图

分市场看，2020 年三季度，银行间市场共发行 179 单 465 只资产支持证券，发行规模为 3156.14 亿元，发行单数、只数和规模环比和同比均有所上升；交易所市场共发行 363 单 961 只资产支持证券，发行规模为 39477.38 亿元，发行单数、只数和规模环比和同比均有所上升（见表 1）。总体看，银行间市场的发行环比增幅明显高于交易所市场，主要源于银行间市场应收票据、应收租赁款等资产支持证券发行量上升所致。

表 1 资产支持证券发行统计表

发行时期	发行单数（单）			发行只数（只）			发行规模（亿元）		
	银行间市场	交易所市场	全市场	银行间市场	交易所市场	全市场	银行间市场	交易所市场	全市场
三季度	179	363	542	465	961	1426	3156.14	3947.38	7103.52
三季度环比增幅（%）	34.59	9.34	16.56	38.39	6.31	15.00	57.74	26.98	39.02
三季度同比增幅（%）	98.89	102.79	101.49	67.27	76.98	73.69	12.44	142.54	60.19

数据来源： Wind，联合资信、联合评级

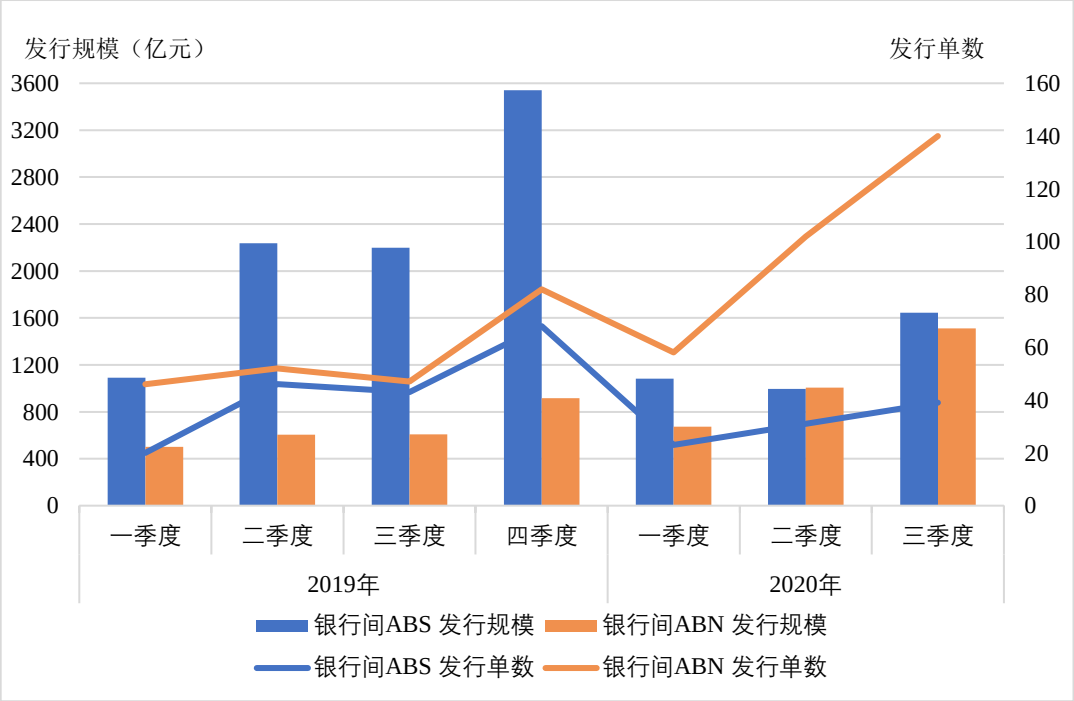
从银行间市场来看，2020 年三季度，信贷资产支持证券（以下简称“银行间 ABS”）共发行 39 单 109 只，发行规模为 1645.16 亿元，发行单数、只数和规模环比均有所上升，同比均有所下降；银行间资产支持票据（以下简称“银行间 ABN”）共发行 140 单 356 只，发行规模为 1510.98 亿元，发行单数、只数和规模环比均有所上升，同比均大幅增长（见表 2 和图 2）。总体看，三季度银行间 ABS 和 ABN 发行规模均突破 1500 亿元，系新冠肺炎疫情积累的发行需求释放所致。三季度银行间市场出现创新产品类型，如交通银行推出首单资

产支持商业票据（ABCP），推动供应链上游中小企业直接使用低成本资金，同时加快供应链下游核心企业资金流动，从而降低供应链两端融资成本，为实体经营恢复生产提供了灵活的融资方式。

表 2 银行间市场资产支持证券发行统计表

发行时期	发行单数（单）		发行只数（只）		发行规模（亿元）	
	银行间 ABS	银行间 ABN	银行间 ABS	银行间 ABN	银行间 ABS	银行间 ABN
三季度	39	140	109	356	1645.16	1510.98
三季度环比增幅（%）	25.81	37.25	29.76	41.27	65.25	50.30
三季度同比增幅（%）	-9.30	197.87	-20.44	152.48	-25.21	148.82

数据来源： Wind，联合资信、联合评级整理



数据来源： Wind，联合资信、联合评级整理

图 2 2019 年一2020 年三季度银行间 ABS 及 ABN 发行规模及单数走势图

从资产支持证券的承销情况来看，2020 年三季度，中信证券股份有限公司、中国国际金融股份有限公司和平安证券股份有限公司的承销金额、承销单数均位居前三位。

表 3　2020 年三季度资产支持证券承销金额前十位的承销商统计表

机构名称	全市场		银行间市场		交易所市场	
	承销规模（亿元）	承销单数	承销规模（亿元）	承销单数	承销规模（亿元）	承销单数
中信证券股份有限公司	1828.31	215	543.65	46	1284.66	169
中国国际金融股份有限公司	1308.14	145	635.89	63	672.25	82
平安证券股份有限公司	1253.67	210	7.53	2	1246.15	208
中信建投证券股份有限公司	986.59	110	476.61	55	509.98	55
招商证券股份有限公司	821.22	90	590.21	50	231.01	40
光大证券股份有限公司	704.63	104	403.29	51	301.35	53
华泰证券股份有限公司	687.48	89	109.33	14	578.15	75
信达证券股份有限公司	658.87	9	7.93	1	650.94	8
国泰君安证券股份有限公司	504.96	66	228.76	27	276.21	39
中国银行股份有限公司	480.23	45	480.23	45	0.00	0

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

按照基础资产类型统计，2020 年三季度，应收账款（1791.27 亿元）、应收票据（1126.88 亿元）、个人住房抵押贷款（990.00 亿元）、消费性贷款（576.00 亿元）均超过 500 亿元，是发行规模最大的四类基础资产；从发行单数看，应收账款（187 单）、应收票据（95 单）、应收租赁款（44 单）、消费性贷款（40 单）和保理合同债权（38 单）排名前五位。整体来看，在疫情冲击叠加经济下行的双重影响下，以应收账款、应收票据、个人住房抵押贷款、消费性贷款和应收租赁款作为基础资产的资产证券化产品在三季度发行规模占比较高，为实体企业盘活资产，增加流动性，加快资产周转提供了融资渠道（见表 4）。

表 4 资产支持证券基础资产类型发行统计表

基础资产	发行单数（单）	发行只数（只）	发行规模（亿元）
应收账款	187	384	1791.27
应收票据	95	241	1126.88
个人住房抵押贷款	14	47	990.00
消费性贷款	40	140	576.00
应收租赁款	44	146	493.00
汽车抵押贷款	9	23	400.93
信托受益权	32	104	387.29
小额贷款	26	82	367.90
保理合同债权	38	74	260.26
企业信贷资产	3	9	139.01
商业房地产抵押贷款	7	20	76.35
基础设施收费	6	47	75.89
保单贷款	2	5	70.67
不良贷款	10	20	55.94
房地产投资信托基金	3	12	34.35
融资融券债权	1	2	10.00
其他债权	25	70	247.78
总计	542	1426	7103.52

注：表格按照发行规模由高到低排序，其他债权排在最后

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

截至 2020 年三季度末，债券市场上共有 3545 单 8401 只资产支持证券存续，本金存量规模为 39574.19 亿元。从存量规模占比来看，前五大基础资产类型分别为个人住房抵押贷款（26.01%）、应收账款（21.86%）、应收票据（8.47%）、信托受益权（6.84%）和应收租赁款（6.34%）。

表 5 截至 2020 年三季度末资产支持证券存量统计表

基础资产类型	存量单数（单）	存量只数（只）	存量规模（亿元）	存量规模占比（%）
个人住房抵押贷款	202	573	10294.45	26.01
应收账款	1048	2121	8717.82	22.03
应收票据	278	710	3353.59	8.47
信托受益权	292	813	2706.27	6.84
应收租赁款	630	1251	2510.46	6.34
小额贷款	141	384	1868.57	4.72
商业房地产抵押贷款	106	206	1741.11	4.40
汽车抵押贷款	87	199	1726.85	4.36
消费性贷款	109	321	1190.65	3.01
房地产投资信托基金	78	183	1181.66	2.99
基础设施收费	182	727	944.61	2.39
保理合同债权	169	297	922.52	2.33
信用卡贷款	10	37	736.73	1.86
企业信贷资产	36	60	336.34	0.85
保单贷款	10	50	191.98	0.49
不良贷款	58	91	186.79	0.47
融资融券债权	11	24	177.00	0.45
PPP 项目	21	115	156.72	0.40
其他债权	65	179	563.71	1.42
其他收益权	12	60	66.35	0.17
总计	3545	8401	39574.19	100.00%

注：1.基础资产为其他债权的 ABS 项目包括 17 单基础资产为委托贷款的债权类 ABS 项目，48 单为企业债权类 ABS 项目；2.基础资产为其他收益权的 ABS 项目包括基础资产为门票收入（9 单）、航空票款（1 单）和棚改/保障房（1 单）的收益权类 ABS 项目；3.其他债权和其他收益权列示在表格最后。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

三、信用等级分布

2020 年三季度，新发行的资产支持证券中，有 765 只具有信用评级，总体上集中于 AAA_{sf} 和 AA^{+}_{sf}，AAA_{sf} 级资产支持证券的发行只数占比 75.42%，发行规模占比 94.61%；AA^{+}_{sf} 级资产支持证券的发行只数占比约 19.87%，发行规模占比约 4.80%。

表 6 2020 年三季度资产支持证券信用等级统计表

级别	发行只数	发行只数占比（%）	发行规模（亿元）	发行规模占比（%）
AAA_{sf}	577	75.42	5128.75	94.61
AA^{+}_{sf}	152	19.87	260.08	4.80
AA_{sf}	7	0.92	15.85	0.29
AA^{-}_{sf}	1	0.13	1.14	0.02
A^{+}_{sf}	18	2.35	9.10	0.17
A_{sf}	2	0.26	1.70	0.03
A^{-}_{sf}	1	0.13	0.77	0.01
BBB^{+}_{sf}	5	0.65	3.00	0.06
BBB^{-}_{sf}	1	0.13	0.55	0.01
BB^{+}_{sf}	1	0.13	0.17	0.00
总计	765	100.00	5421.11	100.00

注：该统计以发行人付费评级机构的评级结果为准，对于具有多个发行人付费评级机构出具的评级结果，以较低的信用等级为准，均不考虑未在国内注册的评级机构的评级结果，下同

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

截至 2020 年三季度末，在存量资产支持证券中，有 4480 只具有信用评级，集中于 AAA_{sf}、AA^{+}_{sf} 和 AA_{sf} 三个等级。AAA_{sf} 级、AA^{+}_{sf} 级和 AA_{sf} 级资产支持证券的存量只数占比分别为 75.20%、19.62%和 2.81%，存量规模占比分别为 92.14%、6.30%和 1.13%。

表 7 截至 2020 年三季度末存续资产支持证券信用等级统计表

级别	存量只数	存量只数占比（%）	存量规模（亿元）	存量规模占比（%）
AAA_{sf}	3369	75.20	26412.98	92.14
AA^{+}_{sf}	879	19.62	1804.98	6.30
AA_{sf}	126	2.81	323.98	1.13
AA^{-}_{sf}	10	0.22	13.47	0.05
A^{+}_{sf}	44	0.98	54.01	0.19
A_{sf}	9	0.20	12.76	0.04
A^{-}_{sf}	10	0.22	4.50	0.02
BBB^{+}_{sf}	10	0.22	6.90	0.02
BBB_{sf}	2	0.04	2.00	0.01
BBB^{-}_{sf}	6	0.13	2.12	0.01
BB^{+}_{sf}	6	0.13	1.10	0.00
BB_{sf}	2	0.04	18.19	0.06
B^{+}_{sf}	7	0.16	7.70	0.03
总计	4480	100.00	28664.68	100.00

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

四、信用事件

2020 年三季度，债券市场上未出现资产支持证券违约，同比未发生变化；7 只资产支持证券信用评级下调[2]（见表 8），同比增加 7 只；14 只资产支持证券被列入评级观察名单[3]，同比下降 29 只。具体来看，级别下调方面，“桑德北京水务一期绿色资产支持专项计划优先级资产支持证券”级别被下调至 C。“高密水业供水收费权资产支持专项计划 03~06”级别被下调至 AA。“东亚前海-招商创融-富晟集团应收账款资产支持专项计划 A 类资产支持证券”和“东亚前海-招商创融-富晟集团应收账款资产支持专项计划 B 类资产支持证券”级别分别被下调至 AA^+和 AA。从下调原因来看，“桑德北京水务一期绿色资产支持专项计划优先级资产支持证券”（以下简称“PRG 桑德”）级别被下调，主要是继续受到原始权益人（北京京禹顺环保有限公司）控股股东（西藏桑德水务有限公司）的母公司北京桑德环境工程有限公司违约的影响；“高密水业供水收费权资产支持专项计划 03~06”级别被下调，主要是受到高密水业公司存在延迟及未按约定归集基础资产现金流的影响；“东亚前海-招商创融-富晟集团应收账款资产支持专项计划”级别被下调，主要是受到福建福晟集团有限公司内部流动性恶化和股东变化的影响。

2020 年三季度 14 只被列入评级观察名单的资产支持证券为“20 易鑫租赁 ABN001 优先 B”“巩燃 05”“巩燃 06”“PR18 泛 1A”“PR1A”“19 泛海 1B”“泛海 1B”“18 泛海 1B”“PR19 泛 1A”“泛物业 03”“泛物业 04”“泛物业 05”“泛物业 06”“泛物业 07”。

表 8　2020 年三季度资产支持证券级别调降统计表

债券简称	项目全称	发起机构/原始权益人	评级机构	本次评级结果		上次评级结果	
				级别	评级时间	级别	评级时间
福晟 1 优 A	东亚前海-招商创融-富晟集团应收账款资产支持专项计划	福建福晟集团有限公司	大公国际	AA^+_{sf}	2020/8/28	AAA_{sf}	2019/6/25
福晟 1 优 B				AA_{sf}	2020/8/28	AA^+_{sf}	2019/6/25
高供水 03	高密水业供水收费权资产支持专项计划	高密市水业公司	联合评级	AA_{sf}	2020/8/4	AA^+_{sf}	2019/7/25
高供水 04				AA_{sf}	2020/8/4	AA^+_{sf}	2019/7/25
高供水 05				AA_{sf}	2020/8/4	AA^+_{sf}	2019/7/25
高供水 06				AA_{sf}	2020/8/4	AA^+_{sf}	2019/7/25
PRG 桑德	桑德北京水务一期绿色资产支持专项计划优先级资产支持证券	北京京禹顺环保有限公司	中诚信国际	C_{sf}	2020/7/6	CC_{sf}	2020/6/11

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

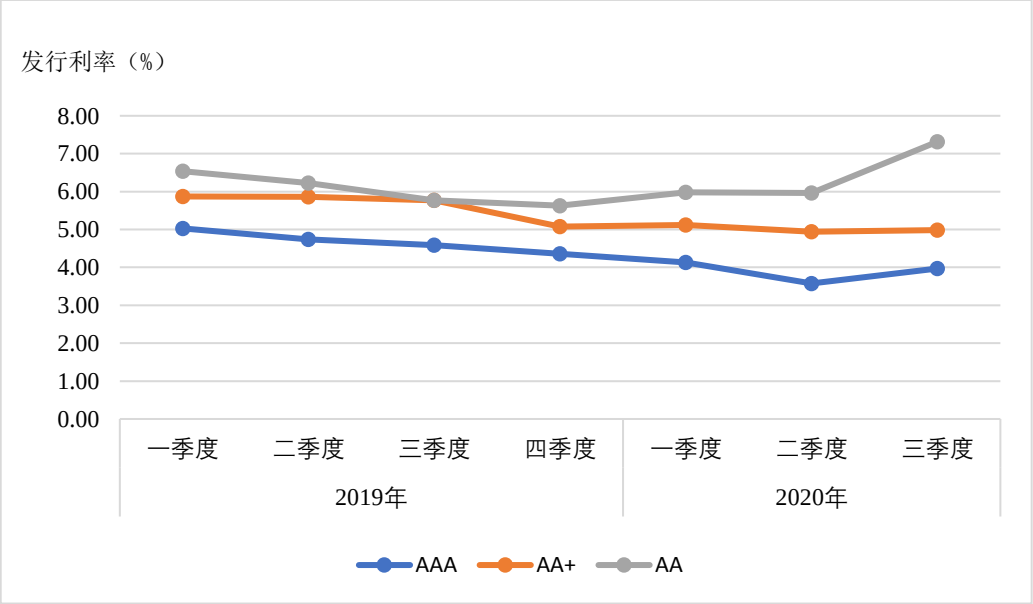
[2] 违约事件和信用评级下调事件仅根据 Wind 公布的数据。

[3] 评级观察名单不包括信用等级发生调整且同时被列入评级观察名单的发行人信息。

五、发行利差分析

剔除债项评级、发行期限、票面利率缺失的样本后，我们用发行利率减去同日同期限的国债到期收益率，得到每只资产支持证券的发行利差[4]。

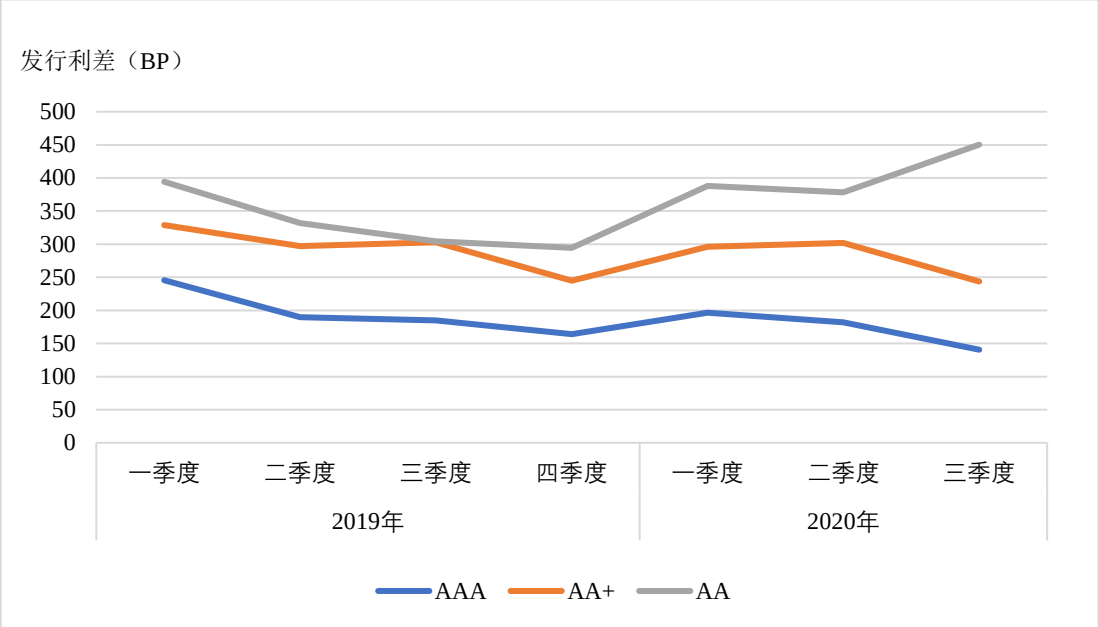
2020 年三季度，资产支持证券的发行利率和利差均值均随信用等级的下降而上升，说明信用评级对资产支持证券的信用风险具有较好的区分度。AAA_{sf}、AA^{+}_{sf} 和 AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值分别为 141BP、244BP 和 450BP，AAA_{sf}、和 AA^{+}_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值环比分别下降 41BP、58BP，AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值环比上升 72BP；AAA_{sf} 级和 AA^{+}_{sf} 级资产支持证券的发行利差同比下降 44BP 和 59BP，AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差同比分别上升 146BP。AAA_{sf} 级和 AA^{+}_{sf} 级、AA^{+}_{sf} 级和 AA_{sf} 级之间的级差分别为 103BP 和 206BP，级差随级别的下降而上升，反映了在疫情及经济下行的双重压力的影响下，市场不确定性上升，投资者风险偏好有所降低。AAA_{sf} 级资产支持证券的发行利差的变异系数相对较高，说明投资者对 AAA_{sf} 级资产支持证券的信用风险判断存在分化。



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图 3 2019 年一2020 年三季度资产支持证券发行利率走势图

[4]银行间市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中债国债到期收益率，交易所市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中证国债到期收益率。



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图 4 2019 年—2020 年三季度资产支持证券发行利差走势图

表 9 2020 年三季度资产支持证券发行利差统计表（全市场）

信用等级	样本数量（个）	发行期限均值（年）	发行利率均值（%）	发行利差区间（BP）	发行利差均值（BP）	级差（BP）[5]	发行利差变异系数（倍）
AAA_{sf}	577	2.25	3.97	-8 ~ 530	141	-	0.60
AA^{+}_{sf}	152	1.95	4.99	-176 ~ 941	244	103	0.55
AA_{sf}	7	5.16	7.32	176 ~ 941	450	206	0.55

注：三季度发行的 AAA_{sf} 级资产支持证券中共 9 只债券发行利差为负，其中 3 只债券基础资产类型为商业房地产抵押贷款、3 只为信托受益权，2 只为汽车抵押贷款，1 只为个人抵押住房贷款

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

分市场来看，剔除样本量较少的级别影响，银行间市场与交易所市场所呈现的利差区分度、级差和变异系数的特点与全市场特点基本相同（见表 10 和表 11）。交易所市场 AAA_{sf} 级证券的变异系数略小于 $AA^{+}sf$ 级证券，主要是由于高等级债券资产质量较高，信用利差分布较为集中所致。由盐城兴城置业有限公司发起的“盐城保障房资产支持专项计划优先 01 级资产支持证券”发行利差为-176BP，原始权益人为盐城盛州集团有限公司，票面利率为 0.1%，存续期间较短（22 天），远低于同日同期限的国债到期收益率。

[5] 级差为下一等级发行利差均值减去上一等级发行利差均值，例如，AAA_{sf} 和 AA^{+}_{sf} 之间的级差为 AA^{+}_{sf} 的发行利差均值减去 AAA_{sf} 的发行利差均值，以此类推。

表 10 2020 年三季度资产支持证券发行利差统计表（银行间市场）

信用等级	样本数量（个）	发行期限均值（年）	发行利率均值（%）	发行利差区间（BP）	发行利差均值（BP）	级差（BP）	发行利差变异系数（倍）
AAA_{sf}	139	2.87	3.73	-8 ~ 437	110	-	0.76
AA^{+}_{sf}	10	1.57	4.89	100 ~ 513	229	119	0.60

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

表 11 2020 年三季度资产支持证券发行利差统计表（交易所市场）

信用等级	样本数量（个）	发行期限均值（年）	发行利率均值（%）	发行利差区间（BP）	发行利差均值（BP）	级差（BP）	发行利差变异系数（倍）
AAA_{sf}	438	2.04	4.06	12 ~ 530	151	-	0.54
AA^{+}_{sf}	142	1.98	5.00	-176 ~ 941	245	94	0.55
AA_{sf}	7	5.16	7.32	176 ~ 941	450	205	0.55

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

为了检验信用等级对资产支持证券发行利差影响的显著性，我们采用了 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，对 AAA_{sf}、AA^{+}_{sf} 和 AA_{sf} 级两两之间的利差分布进行显著性检验。2020 年三季度，在 95%的置信水平下，AAA_{sf} 级和 AA^{+}_{sf} 级、AAA_{sf} 级和 AA_{sf} 级之间、AA^{+}_{sf} 级和 AA_{sf} 级之间均通过检验，具有显著性差异。整体来看，信用等级对发行利差具有区分性，评级结果得到了投资者认可（表 12）。

表 12 2020 年三季度资产支持证券信用等级对利差影响的显著性检验

信用等级	AAA_{sf}	AA^{+}_{sf}	AA_{sf}
AAA_{sf}	--	0.0000	0.0002
AA^{+}_{sf}	0.0000	--	0.0213
AA_{sf}	0.0002	0.0213	--

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

六、市场展望

1. 市场规模有望继续扩大

2020 年四季度，为进一步防控疫情、支持企业复工复产、助力实体经济恢复发展，监管部门将继续实施各项支持融资政策，推动企业通过资产证券化市场融资；同时，随着我国经济的逐步恢复，实体经济具有更强的融资需求，更多企业将积极发行资产支持证券融

资；此外，随着《标准化债权类资产认定规则》（以下简称《认定规则》）的正式实施，银行业信贷资产登记流转中心有限公司（以下简称“银登中心”）的信贷资产流转产品、北京金融资产交易所有限公司（以下简称“北金所”）的债权融资计划、上海保险交易所股份有限公司（以下简称“保交所”）的资产支持计划等金融产品都被明确为非标准化债权资产（以下简称“非标资产”），非标资产有转为标准化债权资产（以下简称“标准资产”）的需要，而资产证券化是非标资产转为标准资产的重要方式，因此，越来越多的非标资产转为标准资产将推动资产证券化市场的进一步增长。

2. 信用风险有望继续缓解

2020 年四季度，为进一步防控疫情、支持实体经济复苏、防范化解金融风险，监管部门将继续实施灵活的信用政策，由“去杠杆”转为“稳杠杆”，有序化解信用风险，资产证券化市场的信用风险有望进一步缓解；同时，银行、证券公司、担保公司将继续创设针对资产证券化产品的信用风险缓释工具，在支持实体企业融资的同时，转移、缓释资产证券化产品的信用风险。但随着债券市场信用风险的持续暴露，基础资产单一的房地产类 ABS 和收益权类 ABS 产品或将继续受到信用风险波及。