

顾问: 纪志宏 谢多



中国资产证券化市场 发展报告 2017

CHINA ASSET SECURITIZATION MARKET
DEVELOPMENT REPORT 2017

冯光华 等编著

顾问: 纪志宏 谢多

中国资产证券化市场 发展报告 2017

CHINA ASSET SECURITIZATION MARKET
DEVELOPMENT REPORT 2017

冯光华 等编著

责任编辑：王雪珂 赵晨子

责任校对：刘 明

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资产证券化市场发展报告 2017 (Zhongguo Zichan Zhengquanhua Shichang Fazhan Baogao 2017) /冯光华等编著. —北京：中国金融出版社，2017. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8976 - 5

I. ①中… II. ①冯… III. ①资产证券化—研究报告—中国—2017
IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字 (2017) 第070213号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169毫米×239毫米

印张 23

字数 318千

版次 2017年4月第1版

印次 2017年4月第1次印刷

定价 58.00元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8976 - 5

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

编委会

顾问：纪志宏 谢多

主编：冯光华

副主编：任东旭

编委会成员（按姓氏笔画排序）：

于建忠 马贱阳 华敬东 汤峻

李少俊 邹澜 赵娜 赵俊

扈企平 樊立新

编写组

编写组成员（按姓氏笔画排序）：

于 潇	王令哲	王夏妮	李 文
李 欣	李 品	李木子	汪潇逸
张子春	张思洋	张恩杰	郑 青
柯春欣	郭 南	唐璐云	

序 一

自2005年国务院批准人民银行牵头开展信贷资产证券化试点以来，我国资产证券化市场实现了跨越式发展，特别是近年来，市场规模大幅提升、监管机制不断完善、产品设计日趋成熟，市场参与主体对资产证券化产品的认可度持续提高，市场总体保持持续健康发展。2016年，我国共发行资产证券化产品超九千亿元人民币，同比增长近50%，其中信贷资产证券化产品发行金额总计3 908.53亿元，资产证券化产品余额占债券市场余额的比重不断上升，同比增长26.67%。

近年来，人民银行始终坚持“市场化、标准化、透明化”的发展方向，不断优化监管思路、完善监管政策，推动一次注册、自主分期发行，构建“信息披露指引+信息披露后续评价”的信息披露制度体系，完善市场化约束机制，持续推动信贷资产证券化市场功能优化和体量扩大。伴随着一系列政策的落地实施，2016年我国资产证券化市场呈现运行稳健、创新频出的良好发展态势。一是基础资产类型进一步多元，标准化程度显著提升。个人汽车贷款、个人住房贷款等标准化程度高的零售类贷款证券化产品的发行量显著增加，企业资产证券化的基础资产类型也进一步扩展。二是投资品种不断丰富。证券端涵盖了不同支付结构、不同利率结构、不同投资风险及不同期限的证券，为市场上不同风险偏好的投资者提供了丰富的证券化产品选择。三是投资主体外延扩展。非银行类金融机构及非法人机构的持有金额占比首次超过银行类金融机构，QFII、

RQFII等境外投资者的参与度显著提升,多元化投资群体的成长为我国资产证券化市场的发展做出了巨大成就。随着我国经济发展进入提质增效转型的新常态,信贷资产证券化市场在盘活存量资产、加快经济转型升级、支持实体经济发展等方面的推动作用进一步显现。

同时,在总结我国前期不良资产证券化经验的基础上,2016年初经国务院批复同意,人民银行在审慎稳妥的前提下,选择少数符合条件的金融机构探索开展不良资产证券化试点。中国银行间市场交易商协会发布《不良贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》,对不良贷款资产证券化在基础资产、参与机构、交易结构、估值定价等方面的信息披露提出了明确要求。截至2016年年末,共发行14单不良资产证券化产品,发行规模156亿元,涉及不良资产本金461亿元,基础资产涵盖公司类不良、个人消费不良、个人经营性不良、个人住房不良等类型。试点期间,不良资产证券化拓宽不良资产投资者范围、提升价格发现功能等作用逐步显现,市场接受和认可度不断提高,商业银行自营、信托计划、证券公司、资产管理公司等均积极参与了不良资产支持证券的投资。

2017年,政府工作报告明确提出“促进企业盘活存量资产,推进资产证券化”。随着制度建设的日趋完善,市场对于资产证券化产品的需求有望进一步增长、释放。但与此同时,在债券市场刚性兑付有序打破的背景下,随着基础资产类型的不断丰富,加之证券化产品的结构设计本身具有复杂性,对投资人风险识别、风险承担和风险管理能力要求较高,可能会出现一些风险事件。未来应当继续坚持市场化改革方向,按照真实出售、破产隔离,统一标准、信息共享,加强监管、防范风险,以及不搞“再证券化”等原则,完善市场运行机制,充分发挥信息披露、信用评级等市场化约束作用,提高产品标准化、规范化、透明化程度,加强投资者培育,做

好风险防控。

此次，中债资信发布《中国资产证券化市场发展报告2017》（中国资产证券化白皮书），从市场运行、业务经验、产品案例等不同维度进行了总结梳理，与各方共享研究成果，有助于为市场体制机制建设、业务实践开展推进发挥参谋助手作用。希望本书对于资产证券化市场的发展有所裨益，也希望在市场各方的共同努力下，我国资产证券化市场持续平稳健康发展。

纪志宏

中国人民银行金融市场司司长

2017年4月

序 二

2016年是“十三五”规划的开局之年，在经济新常态下，党中央、国务院提出供给侧结构性改革的新战略，并从我国经济发展的阶段性特征出发，形成了“三去一降一补”这一具有重大指导性、前瞻性、针对性的经济工作部署。为服务供给侧结构性改革大局，贯彻落实“三去一降一补”重点任务，银行间债券市场在发展过程中，始终支持新经济发展、支持传统产业升级，推动债务融资工具创新、提升企业债券融资效率、促进市场规范发展、建立健全风险防范和处置机制，发展壮大投资者队伍，不断激发债券市场的内生活力。2016年，债券市场发行各类债券规模达36.1万亿元，较上年增长54.2%。其中，银行间债券市场发行债券32.2万亿元，同比增长53.8%。银行间市场各类参与主体共计14 127家，较上年末增加4 491家。银行间债券市场切实发挥了提高直接融资比重、降低社会融资成本、助力实体经济发展的作用。

近年来，资产证券化作为直接融资的一种创新模式，在我国的发展引人瞩目，已成为我国债券市场上一种有别于负债端融资工具、具有代表性的融资工具。资产证券化产品余额对债券市场余额的占比不断上升，截至2016年底，该占比已经接近2%，同比增长超过25%。证券化快速发展得益于其独特的功用和价值：一是盘活存量，提高资金使用效率。证券化可以将停留在低效部门 and 企业的资金腾挪出来，投向具备经济合理性的高效部门和企业，使信贷政策和产业政策相互协

调配合；二是去杠杆，降低融资成本。资产证券化是资产端融资工具，即是主体通过出售资产获得融资，因此不会增加主体负债，与发行一般债券或者贷款融资相比，较低主体级别的企业只要拥有优质资产就有可能以较低的融资成本获得融资；三是重新分配和分散信用风险。作为一种结构化产品，资产证券化利用对现金流的重新设计和证券分层实现了对资产信用风险的重组。通过不同风险偏好的投资人投资不同层级的资产证券化产品，实现了风险的分散和重新分配，在此过程中债券市场的风险识别功能也得以实现。发挥资产证券化的特殊功用，与我国当前去库存、去杠杆、降成本的经济发展的思路相契合，对于支持我国经济结构调整、提高金融服务实体经济效率、适应经济新常态具有重要意义。

经过几年的蓄力，2016年，资产证券化在我国迎来了发展黄金时期，政策制度更加积极、投资人保护机制更加完善、市场发展更加深入、产品创新更加活跃。国务院下发《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》、《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》等多个重要文件，部署加快资产证券化市场发展工作；人民银行积极响应，联合其他部委发布《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》、《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》、《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》等一系列指导意见，进一步明确了资产证券化市场发展的方向；交易商协会作为银行间债券市场自律组织，于2016年推出了《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》及其配套的表格体系、《微小企业贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》及其配套的表格体系、《信贷资产支持证券信息披露工作评价规程（试行）》，修订了《非金融企业资产支持票据指引》并出台配套表格体系。自上而下的制度引导和规则完善大大促进了投资者保护机制的提升、市场的深化发展和产品的创新落地：协会推出的几个信息披露指引及评价规程明确了参与机构职责、细化信息披露

要求，加强投资者保护力度，为证券化市场规范发展夯实基础。在此基础上，证券化市场发展进入快车道，产品发行量不断攀升，发起机构群体持续壮大，市场发行已经步入常态化阶段，信贷资产证券化和企业资产证券化作为证券化业务的两大支撑点，不断有突破性发展。2016年全年，我国共发行资产证券化产品超过9 000亿元，同比增长约50%；资产证券化市场存量超过万亿元，同比增长超过60%。2016年信贷资产证券化市场最大的亮点之一是不良资产证券化重启试点的成功落地，交易商协会推出的《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》为落地提供了可适用的具体规则。不良资产证券化的开展，对于盘活存量、优化信贷资源配置、改善银行经营状况、培育债券市场风险识别与分担机制具有深远意义。企业资产证券化方面，交易商协会推动了ABN产品改革，信托型ABN创新产品的落地和ABN基础资产类型的丰富，实现了资产真实出售和出表，拓宽了企业可用于融资的资产范围，积极助力企业降成本、去杠杆，为资产支持票据这一重要的非金融企业债务融资工具在今后的跨越式发展奠定了坚实基础。

资产证券化今后的发展具有巨大的潜力。李克强总理在2017年政府工作报告中提出，要“积极稳妥去杠杆，把降低企业杠杆率作为重中之重。促进企业盘活存量资产，推进资产证券化”，资产证券化作为实现“三去一降一补”的重要金融工具，将发挥重大作用。此外，政府工作报告还提到对不良资产、债券违约等累积风险要高度警惕。目前信贷和债券市场信用风险逐渐暴露，建立风险转移和分担机制的重要性进一步凸显，资产证券化可以为市场提供基础资产分散、风险层次分明的固定收益产品，并且是处置不良资产的重要渠道，将在信用风险管理方面具有很大发展空间。但是应该认识到，资产证券化迅速发展的同时也面临着挑战。客观来看，尽管资产证券化近年来已经获得了长足发展，但是目前市场规模与份额仍然较为有限，二级市场

流动性尚未很好建立，各项制度规则制定和基础市场设施建设尚需完善。这些问题都制约着资产证券化优势和功能的发挥。下一步，应该继续本着坚持“防风险”和“促发展”相协调的理念，及时总结资产证券化在我国本土化发展的经验，积极推进风险识别、价值识别等各项配套机制建设，推动资产证券化市场不断深化发展。为了记录资产证券化本土化发展的足迹，中债资信推出《中国资产证券化市场发展报告2017》（中国资产证券化白皮书），对2016年我国资产证券化市场运行情况进行了全面梳理，总结证券化实践中的产品与技术创新、评述证券化市场的风险关注、展望资产证券化的发展趋势，内容在贴近市场的同时具有较强专业性，为证券化市场的各类参与者提供了有益参考，将有助于提升社会对资产证券化的认知。展望2017，是实施“十三五”规划的重要一年，是供给侧结构性改革的深化之年，希望在监管部门、自律组织、参与主体等各方的共同努力下，资产证券化作为债券市场深化发展的重要“助推器”，更加蓬勃地发展，为稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险作出更积极的贡献。

谢 多

中国银行间市场交易商协会执行副会长、秘书长

2017年4月

目录 CONTENTS

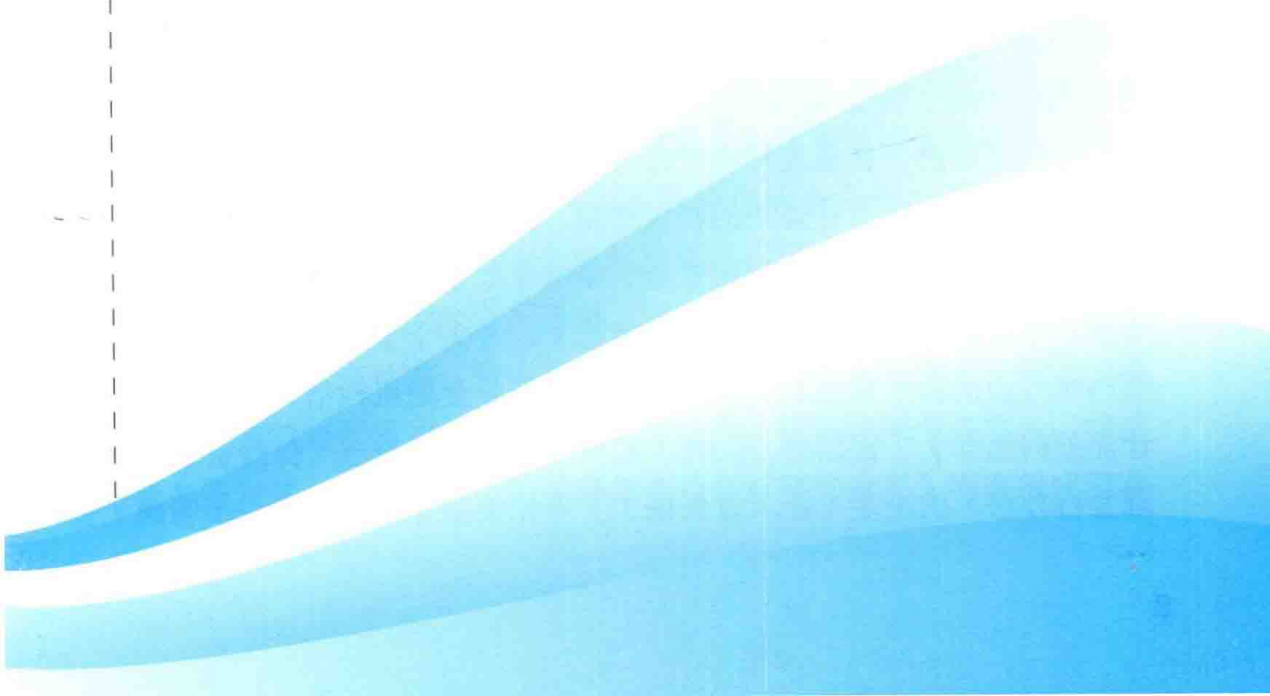
第一篇 市场运行情况	1
一、中国资产证券化政策梳理	2
（一）国家层面	2
（二）市场层面	5
（三）地方层面	10
二、资产证券化市场发行及运行情况	11
（一）信贷资产支持证券发行及运行情况	11
（二）资产支持专项计划发行及运行情况	33
（三）资产支持票据发行情况	39
（四）资产支持计划发行情况	41
三、资产证券化基础资产及交易结构特征分析	42
（一）基础资产特征分析	42
（二）交易结构特征分析	68
四、资产证券化参与机构概览	75
（一）信贷资产支持证券	75
（二）资产支持专项计划	81
（三）资产支持票据	86
（四）资产支持计划	87
五、产品定价及投资情况	88

(一) 一级市场发行定价情况	89
(二) 投资者群体	99
(三) 二级市场交易及流动性	103
第二篇 重点领域专题	111
一、不良资产证券化专题	112
(一) 不良资产证券化国际经验	112
(二) 不良资产证券化在我国的发展	114
(三) 典型产品分析	158
(四) 不良资产证券化中的法律问题	178
二、资产证券化市场风险专题	191
(一) 租赁资产证券化的风险分析	191
(二) 收益权资产证券化的风险分析	207
(三) 公司信贷类资产支持证券 (CLO) 的风险分析	226
三、资产证券化创新产品专题	242
(一) ABN的创新	242
(二) 循环购买型车贷资产证券化	250
(三) 信用风险缓释工具嵌入ABS创新	268
(四) 交易所市场REITs的创新	273
四、资产证券化模型专题	300
(一) 概述	300
(二) 资产证券化模型的国际经验	301
(三) 资产证券化模型的国内实践	307
(四) 总结	317
第三篇 资产证券化展望	319
一、资产证券化政策展望	320
(一) 支持资产证券化发展的政策将更为多元化	320
(二) 制度和规则建设将继续优化	320

二、资产证券化产品展望	321
(一) 不良资产证券化将扩大试点	321
(二) 个人类贷款信贷资产证券化将进一步发展	321
(三) 基础资产范围将进一步扩大, 产品创新将继续	322
三、资产证券化市场展望	324
(一) 资产证券化的发行规模将进一步扩大	324
(二) 信贷资产证券化将逐渐成为我国债券市场的重要组成部分	325
(三) 企业资产证券化将在银行间市场进一步发展, 小额债权类资产渐为证券化主流	326
(四) 资产证券化投资市场将更加成熟	326
(五) 风险与创新并存的市场局面将持续, 信用风险管理将受关注	329
(六) 资产证券化的市场机制建设将进一步成熟	330
附件一: 资产证券化核心名词解释	332
附件二: 跟踪评级信贷资产支持证券编号表	339
后记	347

第一篇

市场运行情况



一、中国资产证券化政策梳理

2016年，我国资产证券化市场获得了蓬勃发展。作为监管发力、政策导向促进市场快速发展的关键时期，多个文件明确支持或提及资产证券化，表达了监管层对于大力发展资产证券化的明确态度。伴随一系列政策的落地实施，在国家监管部门、自律组织、市场各方的共同努力下，资产证券化市场发行渐入常态，存量规模放量增长，流动性明显提升，基础资产类型更加丰富，市场参与主体更加多样，产品结构设计更加完善，市场前景可期。

（一）国家层面

进一步明确资产证券化在服务工业增效升级、培育发展新消费重点领域等方面的市场发展方向，积极发挥资产证券化在“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”等方面的作用，提高金融服务实体经济效率。

1. 政策概述

2016年，国内经济发展逐渐步入“增速调整、需求切换、动力转换”的新常态，经济基本面长期趋好，但短期仍处于结构性调整的关键时期，经济发展仍然面临下行压力。认识、适应经济发展新常态，是当前和今后一个时期我国经济发展的总逻辑。在这个大逻辑下，资产证券化作为拓展金融体系“宽度”的创新手段，不仅正逐渐成为债券市场深化发展的重要“助推器”，更充实了“用好增量、盘活存量”的市场“工具箱”。为贯彻落实党中央、国务院关于“稳增长、调结构、促改革、惠民生、防风险”的政策精神，积极发挥资产证券化在“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务中的积极作用，提高金融服务实体经济效率，国务院、中国人民银行、中国银监会、中国保监会等先后出台了《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》、《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》、《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》（银监办〔2016〕82号）和《关于修改〈保险资金运用管理暂行办法〉的决定（征求意见稿）》等相关指导意见，进一步明确了资