



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告·固收深度研究

寻路收益：城投ABS投资价值探析

首席分析师：颜子琦（S0010522030002）

分析师：杨佩霖（S0010523070002）

2024年04月01日

华安证券研究所

分析师及团队介绍

颜子琦

华安证券研究所所长助理，固收首席分析师

7年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2021年入围水晶球(公募)榜单，2023年获WIND金牌分析师第四名。

团队成员

杨佩霖、林虎、胡倩倩、洪子彦

研究特色：

- ◆ 逆证思维下的城投债投研框架
- ◆ 立足基本面的金融债研究
- ◆ 基于量化与机构行为的利率研究
- ◆ 走在调研路上的转债研究



• 欢迎关注 债市颜论
华安固收研究成果分享平台
FICC INSIGHTS

一、化债行情下，城投ABS能否为理想替代？

二、城投ABS的发展现状

三、如何看待城投ABS的信用风险？

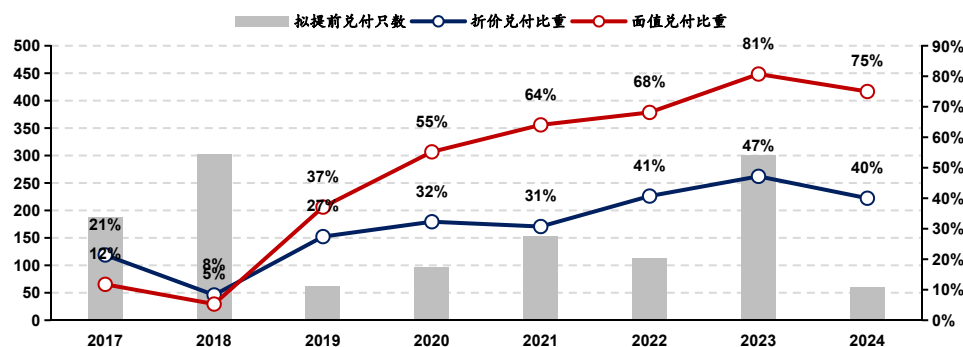
四、哪些城投ABS尚有挖掘空间？

当前摆在信用策略前的三座大山

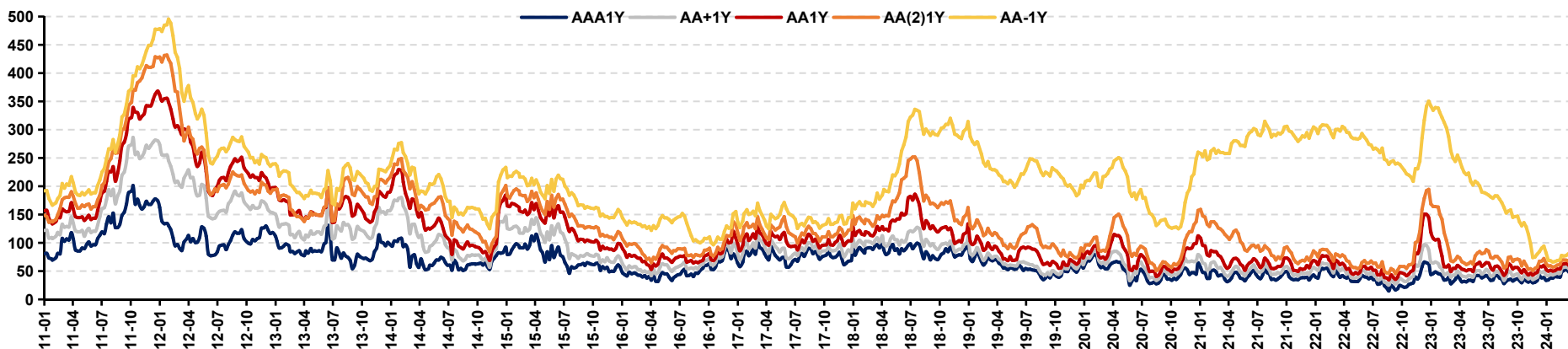
► 愈发难为的信用策略

- **缺乏空间**：短久期各等级收益率已无明显区分，继续下沉性的性价比已然不高，而在中长期久期方面市场暂无明显的下沉意愿。
- **兑现困难**：无论是化债政策需要，还是低利率环境下较低的置换成本，发行人都有较高的积极性主动进行债券的提前兑付，投资者可能会面临预期收益难以完全兑现的风险。
- **统借统还**：作为一揽子政策的重要一环，区域内余额管理与统借统还政策虽尚未全面铺开，但其最大的影响就是消除区域内主体间的信用利差，弱资质主体的信用利差或将进一步收敛。

城投债提前偿还规模及兑付方案比重情况 (单位: 只, %)



城投债短久期信用利差：分隐含评级 (单位: bp)



低利率环境下该如何择券？

利率年内易下难上，宜提前锁定高息资产

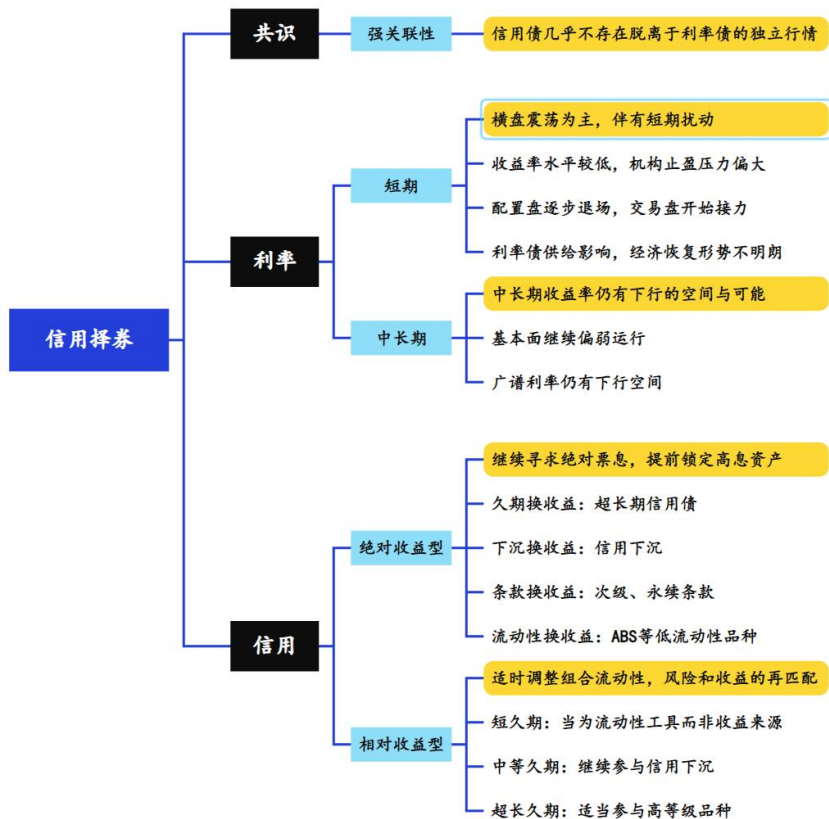
从收益率组成来看，信用债收益率主要由无风险利率、风险溢价与流动性溢价三方面决定，因而利率债行情对信用债具有决定性影响，同时从历史上历轮牛熊行情来看，信用债的牛熊转换往往伴随着利率行情的反转，其本身基本不存在长期分化的独立行情。**因此对于后续信用债行情的趋势判断，仍应当以利率债研判为主要因素。**

从利率债角度来看，当前债市多空交织，且逐步由配置盘向交易盘进行转换，趋势上以横盘震荡为主，缺乏明显的方向感。中长期方面，当前经济运行偏弱，广谱利率仍有下行空间，年内债市整体易下难上。**总而言之，我们认为年内信用债收益率或仍有下行空间，当前提前锁定高息资产的性价比相对较高，同时结合信用债收益率的定价因素，后续可能挖掘的票息来源主要包括久期、下沉、条款以及流动性等方面：**

- 久期换收益：超长久期信用债
- 下沉换收益：中等久期继续下沉信用债
- 条款换收益：次级债、永续债
- 流动性换收益：资产支持证券（ABS）等低流动性品种

综合来看，当前投资者对于中等久期信用下沉的意愿仍不强，因此我们认为可以考虑城投ABS，通过牺牲部分流动性来换取静态收益。

低利率环境下，信用债择券思路



化债行情下，城投ABS能否为理想替代？

▶ 低流动性带来稳定的溢价与抗风险能力

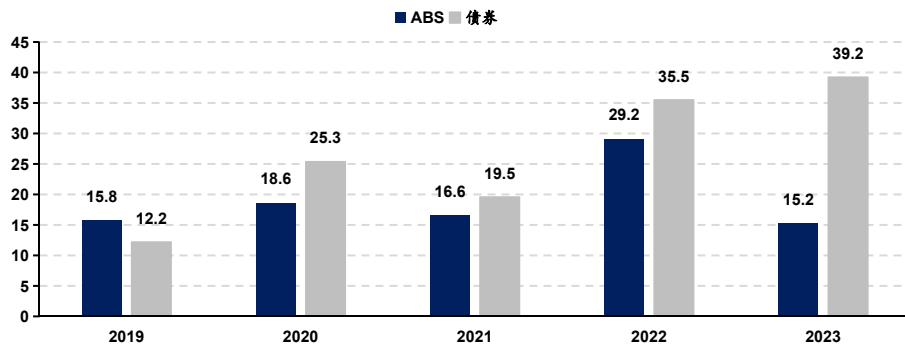
2023年下半年以来，在化债政策的驱动下，投资者对城投债券的偏好有明显提升，其结果就是各品种、各期限债券收益率均呈现出不同程度的压缩，可供市场挑选的高性价比资产规模在逐步减少，在此大背景下，投资者开始向久期寻求收益，具体体现在超长久期信用债开始逐步得到市场的关注，其交易的活跃度也在不断提升，而在另一个挖掘方向，城投ABS同样值得市场的关注。

城投ABS较低的流动性使其具有一定流动性溢价。通过对比2019年以来城投ABS与城投债券估值利差的中位数可以发现，二者的收益率走势整体趋同，个中差异主要源自ABS产品相对偏低的流动性带来的流动性溢价，而在部分时点也存在倒挂，主要是因为债市波动所致。截至3月15日，城投ABS利差中位数要高出城投债券约31个bp。

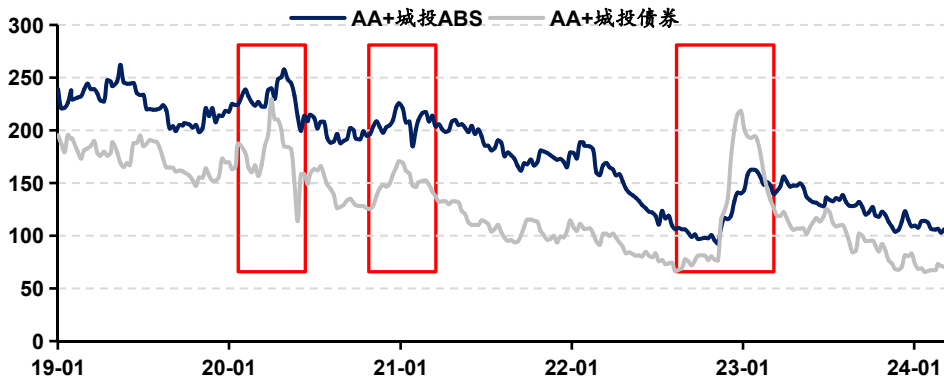
同样值得关注的是，城投ABS在面对债市的小波动时，其往往能够展现出较好的稳定性，对比2019年至2023年，剔除异常值后，历年城投ABS信用利差的波动幅度均要低于城投债券。而在面对大波动，即估值出现大幅回调时，城投ABS也体现出较好的抗风险能力，较低的流动性非但没有带来极高的摩擦成本，其估值波动幅度与持续时间均要明显低于城投债券。

注：除特殊标注外，本报告中所提及的“债券”均指五大品种信用债，包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券与定向工具。ABS债券期限统一以实际到期日为观测基准。

城投ABS与债券利差中位数波动率对比：AA+，标准差（单位：bp）



AA+城投ABS与债券利差中位数对比（单位：bp）



化债行情下，城投ABS能否为理想替代？

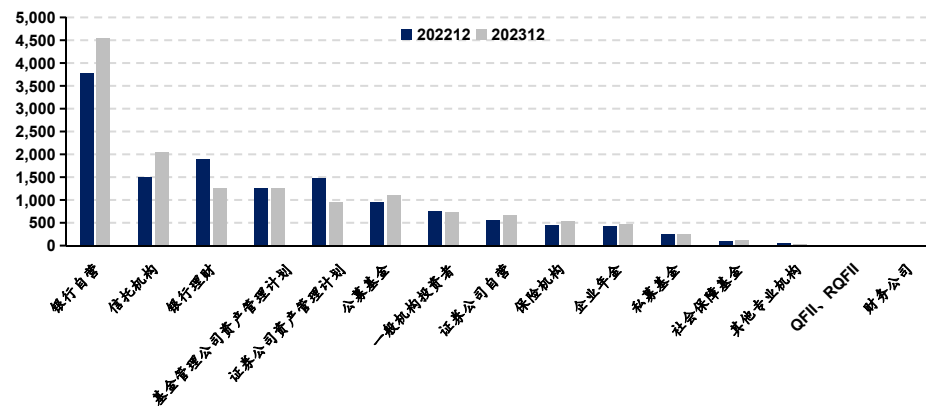
► 银行持仓占比高，估值稳定性强

从持仓结构来看，截至2023年末，上交所方面，数据显示，银行自营、信托机构、公募基金以及券商自营等机构对企业ABS的持仓规模较2022年末，有不同程度提升，其中银行自营持仓占比上行至32.4%，信托机构上行至14.7%。深交所方面，一般机构占据绝对主导地位，小幅收窄，整体变化不大，其背后仍然是银行自营为主，但其他专业机构持仓规模有明显收窄，主要以银行理财为主，券商集合理财同样呈现出明显的减持。

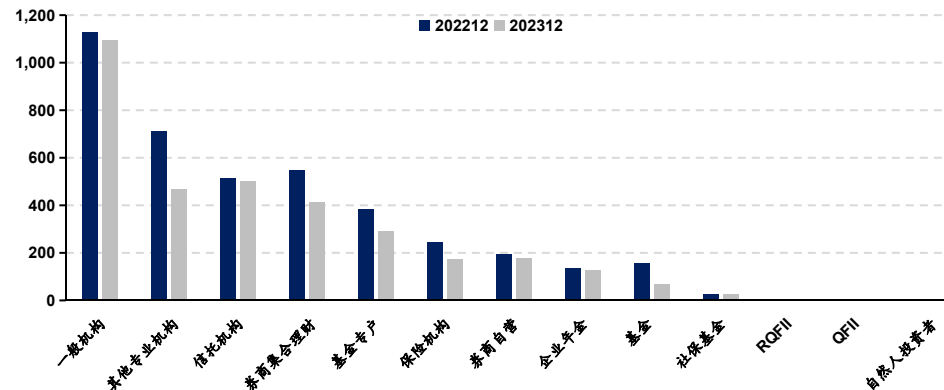
从机构偏好来看，由于流动性以及风险偏好原因，公募基金等对企业ABS更加偏好中高等级主体，同时由于其较低风险权重，对资本占用较少，因此银行对ABS的需求要明显高于其他类型机构投资者。

值得关注的是，2023年11月，国家金融监督管理总局发布《商业银行资本管理办法》（资本新规），其中对资产支持证券的风险权重进行了明确了区分，5年期AAA权重低至20%，在此影响下，银行自营对ABS的偏好或有进一步提升的空间，配置盘发力下城投ABS的估值稳定性将提高。

上交所企业ABS持仓规模对比：2022 VS 2023（单位：亿元）



深交所企业ABS持仓规模对比：2022 VS 2023（单位：亿元）



一、化债行情下，城投ABS能否为理想替代？

二、城投ABS的发展现状

三、如何看待城投ABS的信用风险？

四、哪些城投ABS尚有挖掘空间？

城投ABS梳理：①发展历程

▶ 发行规模稳步提升，AAA主体占比较高

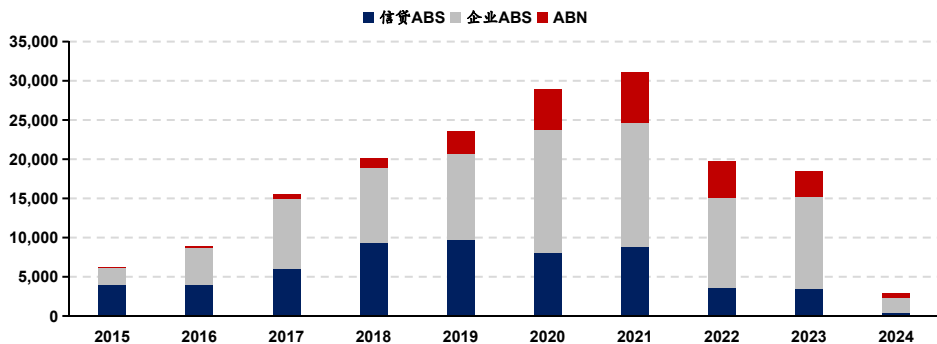
我国资产支持证券主要包含三种形式，其中占比最高的是信贷ABS与企业ABS，对应的监管机构分别为原银保监会与证监会，2019年开始，交易商协会主管的资产支持票据ABN发行开始放量，自此形成三大主流资产证券化产品。据统计，2023年全年ABS发行总量达到1.85万亿元，其中信贷ABS规模3485亿元，企业ABS规模11806亿元，ABN发行规模3212亿元。从趋势来看，由于实体经济整体承压运行，居民信贷意愿不及往年等因素，2022年以来信贷ABS发行规模大幅减少，2023年ABN发行同样承压，仅企业ABS的发行规模仍能够在原有基础上维持较高规模。

以原始权益人视角观测下，城投公司发行的ABS产品主要包括企业ABS与ABN两类，累计发行规模2868亿元，截至2024年3月末，城投ABS存量规模为1043亿元。

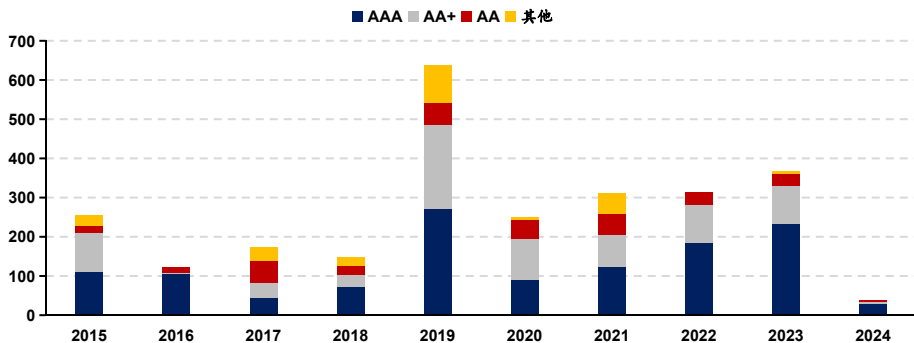
从趋势来看，2019年，城投ABS产品发行规模大幅放量，当年累计发行639亿元；2020至2023年，城投ABS发行规模逐年走高，2023年累计发行367亿元，同比增长17.6%。

从结构来看，2023年AAA主体发行规模占比63.8%，是2017年以来的新高，对应的AA及其他主体发行比重有明显回落。

ABS历年发行规模：分种类（单位：亿元）



城投ABS历年发行规模：分主体评级（单位：亿元）



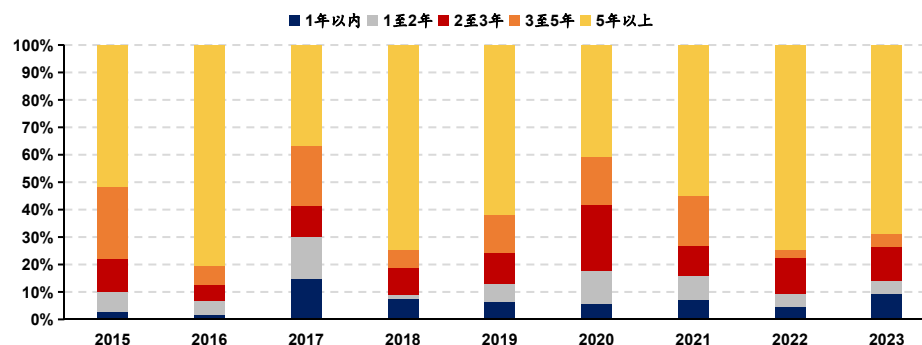
城投ABS梳理：②期限分布

► 中长久期为主，提前到期比重较高

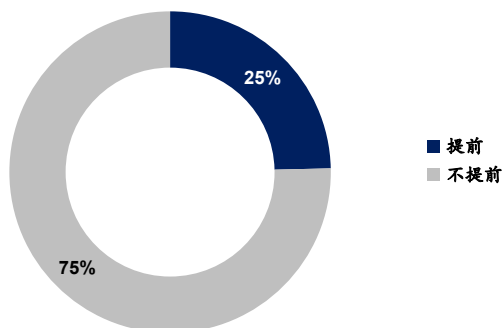
从发行期限来看，城投ABS的发行期限普遍较长，5年期以上比重在40%至70%区间内震荡，近年来期限有所拉长，而3至5年期区间内的中等久期ABS发行规模有明显减少。

值得关注的是，尽管发行期限较长，但对比实际到期日与理论到期日后可以发现，**25%的城投ABS存在提前到期现象**，这主要是由于还本方式以及早偿率等因素所致。据统计，样本城投ABS产品中，除却未披露的记录外，**45%的产品为到期还本**，有**31%为固定摊还**，另有**17%为过手摊还**，每期偿还本金并不固定，而是受到底层资产的早偿率、违约率以及清偿率等因素影响，这也给ABS的估值带来影响。

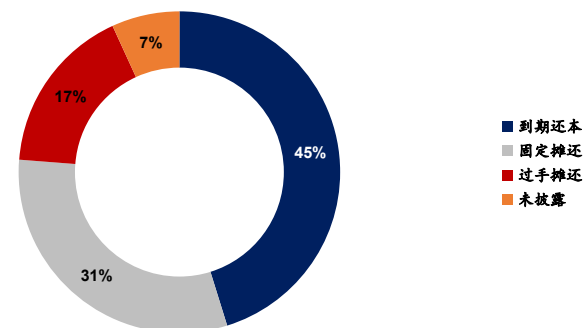
城投ABS发行期限结构（单位：%）



城投ABS提前到期数量占比（单位：%）



城投ABS还本模式结构规模占比（单位：%）



城投ABS梳理：③基础资产

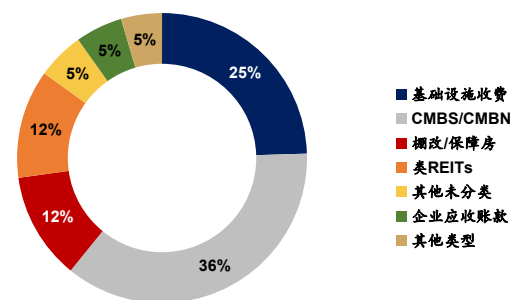
预期收入折现与不动产盘活为主

从资产类型分布来看，城投ABS的基础资产类别虽众多，但主要集中在基础设施收费权、商业物业抵押贷款、棚改/保障房以及类REITs等资产项目上，其中基础设施收费权ABS主要是城投特许经营权的提前变现，棚改/保障房ABS则为销售收入的提前变现，以及商业物业抵押贷款ABS主要为不动产的有效盘活。

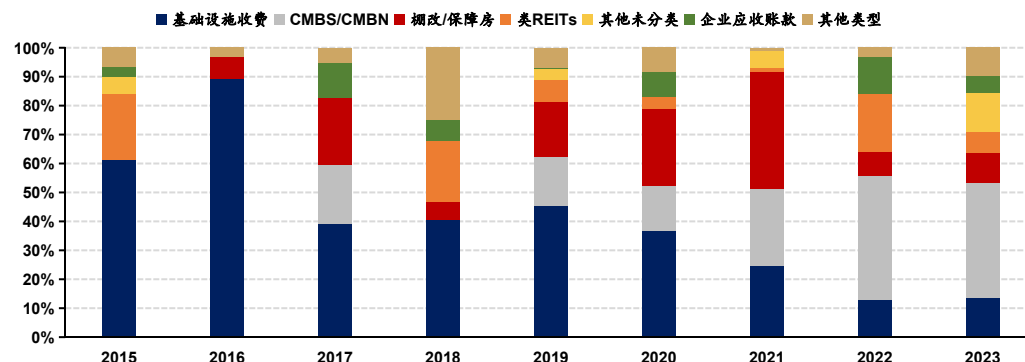
趋势方面，2015年以来，城投ABS基础资产中基础设施收费权类占比整体下行，而商业物业抵押贷款类的比重逐步提升。具体来看，2023年城投ABS发行结构中，基础设施类ABS占比仅为14%，较2019年减少约三成，而商业物业抵押贷款类占比则上行至约40%。

从存量规模来看，截至2024年3月末，城投ABS累计存续1043亿元，其中商业物业抵押贷款类占比最高，占比达到36%，其次为基础设施收费权类，占比25%，棚改/保障房与类REITs各占比12%，其他资产类型ABS占比均不超过5%，比重相对较低。

城投ABS关联基础资产类型：存量结构（单位：%）



城投ABS关联基础资产类型：发行结构（单位：%）



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/327005105030006061>