

2021-2022 年银行间信贷资产证券化市场观察与展望

2021 年银行间信贷资产证券化市场发行量企稳回升

中国银行间信贷资产证券化（ABS）市场发行规模在经历了 2020 年的负增长后，于 2021 年企稳回升。全年发行产品超 200 单，发行规模近 9000 亿元，市场余额突破 1.7 万亿元，创历史新高。个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）仍占绝对主导，车贷 ABS 和消费贷 ABS 发行明显提速，不良资产证券化（NPAS）交易发行单数大幅上升，其他类型产品发行量则有所下滑。

RMBS 资产表现展望：稳定

基于对中国经济恢复情况的预期以及个人住房抵押贷款长期审慎的授信审查标准，惠誉博华预计 2022 年基础资产逾期表现将保持平稳。

车贷 ABS 资产表现展望：稳定

2021 年，中国汽车金融公司行业不良率保持在较低水平，车贷 ABS 基础资产特征的风险内涵未发生重大变化，以上因素为基础资产表现的中性预期提供了支持。

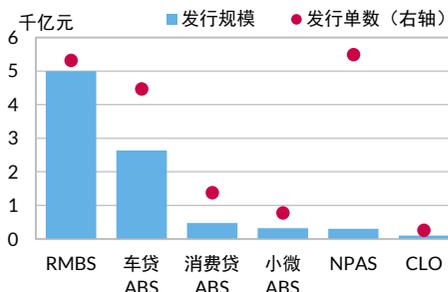
其他产品观察

消费贷 ABS 资产池表现或继续承压，但预计逾期表现仍将在合理范围内；微小企业贷款资产支持证券（小微贷款 ABS）资产池逾期率持续走高，不过仍处合理区间；企业贷款资产支持证券（CLO）及租赁资产支持证券（租赁 ABS）资产池保持零逾期、零违约；存续 NPAS 交易总体运行良好，预计未来发生风险事件的可能性很低。

观点摘要

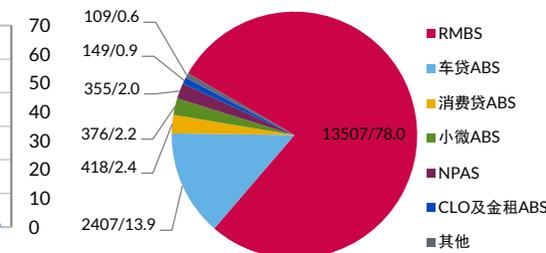
- 个人住房信贷环境有望进一步改善，刚需群体住房融资成本或有所下降
- 2021 年 RMBS 基础资产特征整体表现较为稳定
- 乘用车销量回升对车贷 ABS 基础资产的稳定表现形成支撑
- 汽车金融公司总资产增速下降，行业不良贷款率低
- 预计银行间市场消费贷 ABS 发行规模将得到恢复性增长，发起机构有望继续扩容
- 政策刺激下消费贷款增速有望得到恢复性提升
- NPAS 优先级证券实际存续期限逐渐缩短，但该趋势或难延续
- 信用卡 NPAS 基础资产特征稳定，一般消费贷 NPAS 基础资产与之趋同
- 较为宽松的融资环境促使小微贷款 ABS 基础资产提前还款率高位徘徊
- CLO 及租赁 ABS 基础资产所涉行业风险需关注

银行间市场信贷ABS发行情况-2021



注：数据统计截至2021年12月27日。
来源：CNABS、惠誉博华

银行间市场信贷ABS余额与占比



注：1. 数据标签中左侧为产品余额，单位为亿元；右侧为产品占比；2. 数据统计节点为2021年12月27日。
来源：CNABS、惠誉博华

惠誉博华授予评级的存续 RMBS

交易名称	证券名称	评级
建元 2020-12	优先 A-1 / 优先 A-2 / 优先 A-3	AAAsf
建元 2021-3	优先 A-1 / 优先 A-2 / 优先 A-3	AAAsf
建元 2021-5	优先 A-1 / 优先 A-2 / 优先 A-3	AAAsf
工元乐居 2021-3	优先 A-1 / 优先 A-2	AAAsf
建元 2021-9	优先 A-1 / 优先 A-2 / 优先 A-3 / 优先 A-4	AAAsf
建元 2021-12	优先 A-1 / 优先 A-2 / 优先 A-3 / 优先 A-4	AAAsf
工元乐居 2021-9	优先 A-1 / 优先 A-2	AAAsf

惠誉博华授予评级的存续车贷 ABS

交易名称	证券名称	评级
福元 2020-1	优先 A-2 / 优先 B	AAAsf
招银和信 2021-1	优先 A1 / 优先 A2	AAAsf
	优先 B	AAsf
招银和信 2021-3	优先 A1 / 优先 A2	AAAsf
	优先 B	AA+sf
	优先 C	AA-sf

来源：惠誉博华

RMBS

资产表现展望：稳定

2021年初以来，中国继续坚持科学统筹疫情防控，强化宏观政策跨周期调节，就业形势基本稳定，在低基数效应下经济发展录得较高增速。但与此同时，受累于疫情反复及房地产行业明显走弱等不确定因素，经济增长再度面临新的压力。整体来看，2021年RMBS基础资产1-30天（M1）、31-60天（M2）及61-90天（M3）逾期率小幅下行。基于对中国经济恢复情况的预期以及个人住房抵押贷款长期审慎的授信审查标准，惠誉博华预计2022年基础资产逾期表现将保持平稳。

个人住房信贷环境有望进一步改善

2020年末人民银行发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，对银行业金融机构发放的个人住房贷款占全部贷款的比例提出上限要求；2021年下半年恒大等房企信用危机爆发后，市场对房地产金融风险偏好剧烈收缩，在此背景下，2021年前三季度，个人住房贷款余额增速进一步放缓，9月末同比增速接近历史最低水平（10%）。对于市场风险偏好的过度纠正，监管机构多次表示将满足个人住房合理信贷需求，促进房地产良性循环和健康发展。2021年第四季度起，个人住房信贷环境有明显改善，根据人民银行披露数据，10月及11月国内个人住房抵押贷款余额分别增加3481亿元及4013亿元，分别较前一月份多增1013亿元及532亿元。惠誉博华预计在监管政策引导下，个人住房信贷环境将进一步得到改善。

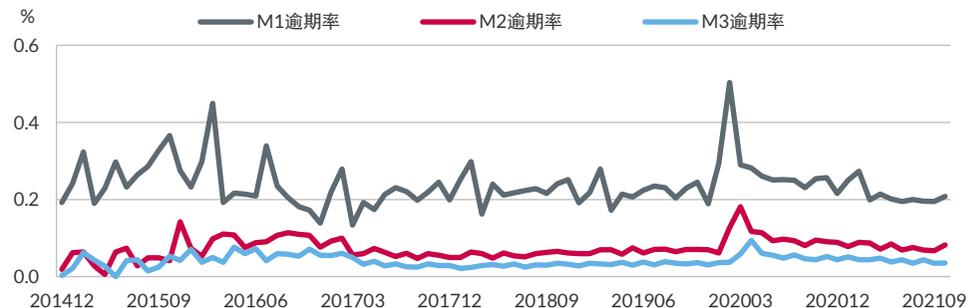
住房贷款供给恢复，刚需群体住房融资成本或有所下降

房贷利率方面，2021年前三季度，由于住房贷款供给减少，新增个人住房贷款加权平均利率持续上升。2021年10月下旬，国新办举行的三季度工作发布会上提出，在促进房地产市场平稳健康发展的方向上，要保障好刚需群体信贷需求，在贷款首付比例和利率上支持首套房购房者。数据显示，随着第四季度住房贷款供给增加，重点城市主流房贷利率在2021年10月出现年内首次环比回调后，于11月再次下降。惠誉博华预计未来住房贷款供给情况仍将是影响个人住房贷款利率的重要因素，2022年随着住房贷款供给恢复，刚需群体住房融资成本或将低于2021年。

房地产宏观调控政策仍以“稳”为目标

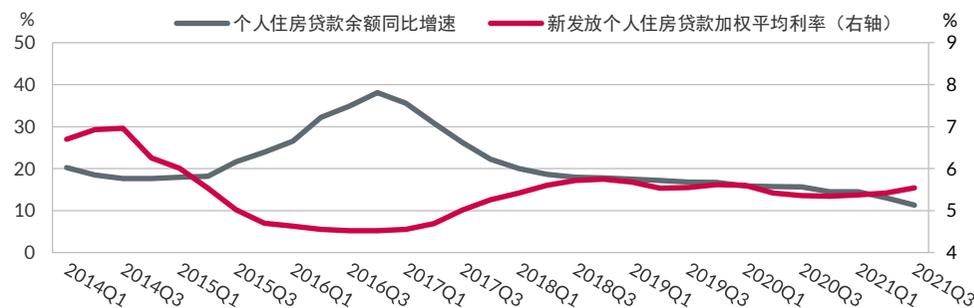
继2021年初深圳首个发布二手房成交参考价格机制后，下半年多城相继出台相应政策对房价进行调控。根据国家统计局公布的70个大中城市房价数据，2021年7月以来，新建商品住宅及二手住宅销售价格下跌的城市数量逐月增多，11月商品住宅销售价格环比延续下降态势，63个城市的二手住宅销售价格出现下跌。年内房地产调控政策频出且因城施策，均体现了当前宏观调控政策仍然坚持“房住不炒”的定位及“稳地价、稳房价、稳预期”的目标。2021年10月底，为积极稳妥推进房地产税立法与改革，引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，全国人民代表大会常务委员会决定授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。多项政策均旨在强调，2022年房地产市场发展仍将着力保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。惠誉博华预计2022年个人住房价格仍有可能继续小幅下跌，但对RMBS信用质量产生实质性影响的可能性较小。

惠誉博华银行间市场RMBS逾期率指数



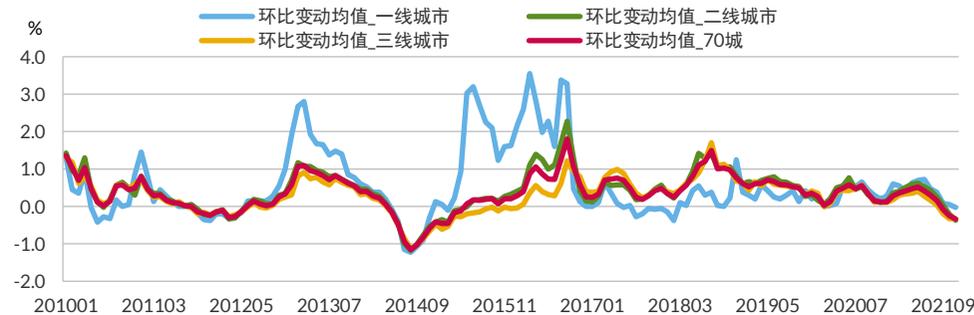
来源：受托报告、惠誉博华

个人住房贷款余额增速及新增贷款加权平均利率



来源：人民银行、惠誉博华

70个大中城市新建商品住宅销售价格指数环比变动



来源：国家统计局、惠誉博华

RMBS

RMBS 发行量回升

近年来，RMBS 发行量在信贷 ABS 总发行量中一直占比过半，2021 年前 11 月 RMBS 的累计发行量为 4772.3 亿元，较 2020 年全年 RMBS 发行量高出 12.5%，预计 2021 年全年发行量将超过 2019 年峰值，再创历史新高。其中，国有商业银行、股份制商业银行和城市商业银行发行量占比分别为 78.7%、15.9%和 4.9%。国有商业银行和股份制商业银行 RMBS 发行量较上年度均有所增加。

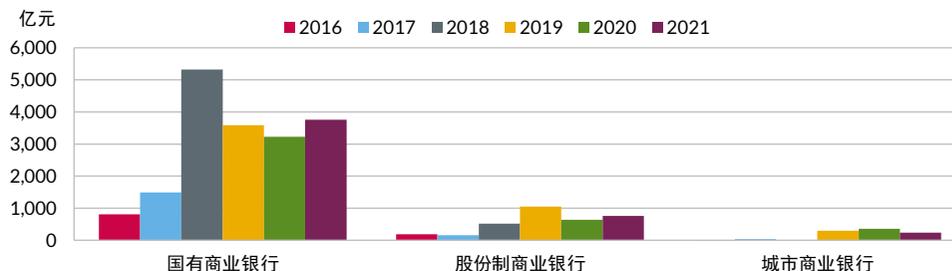
2021 年 RMBS 基础资产特征整体表现较为稳定

- 初始账龄：**2021 年前 11 个月所发行 RMBS 产品的基础资产平均初始账龄为 51 个月，较 2020 年度有所下降，但仍保持在 4 年以上。其中，国有商业银行初始账龄较上年度基本持平，股份制商业银行初始账龄减少 18 个月。长账龄更有助于降低基础资产入池后的违约风险。
- 初始贷款价值比：**近年，国有商业银行发行 RMBS 产品的初始贷款价值比变动不大，保持在 49%左右，股份制商业银行基础资产初始贷款价值比有所增加，但整体保持在 50%以内。在房屋价值相对稳定情况下，上述较低水平的贷款价值比意味着房价对贷款的担保程度充足。
- 抵押物分布：**RMBS 入池资产抵押物以新房为主，整体占比为 77%。抵押物所在地区集中在二三线城市，其中，国有商业银行抵押物所在地区以三线城市为主，二线城市次之，初始占比分别为 56%和 34%；股份制商业银行地区分布则以二线城市为主。不同地区房屋价值的变动情况可能存在差异，进而影响相应地区的抵押物回收表现。此外，多数 RMBS 产品存在部分入池贷款仅办理了抵押物预告登记的情况，该类贷款的初始占比为 30%左右，其对应的抵押物可能存在交付风险，惠誉博华在设置回收率假设时会针对该类贷款施加额外压力，以考量此项风险。

RMBS 利差水平呈现升高趋势

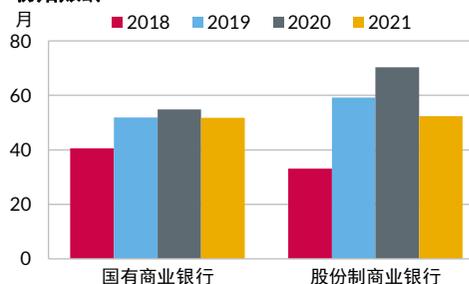
RMBS 基础资产的利率类型以浮动利率为主，近年利率水平稳定在 4.8%左右，而 RMBS 产品 AAAsf 级证券发行时的票面利率在近年呈现了明显的趋势变化。在经历了 2016 至 2017 年的上升区间后，发行利率于 2018 年回落，2019 年基本保持在稳定水平。近两年受疫情以及房地产政策的相关影响，阶段性出现发行中断以及发行利率低点，最长期限的 10 年期以上 AAAsf 级证券的发行利率基本保持在 4%以内。根据惠誉博华银行间市场个贷 ABS 超额利差报告观察，近三年 RMBS 产品的运行利差基本表现为正利差，且具有逐渐升高的趋势，能够持续为证券提供一定程度的信用支持。

RMBS 近年发行情况 – 按主要发起机构类型分类



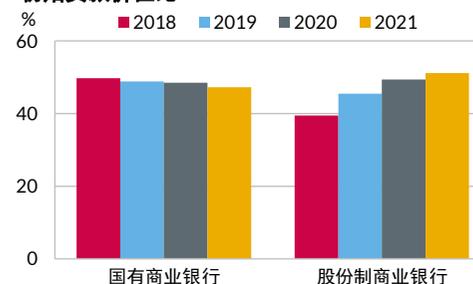
注：2021年为截至11月30日的发行数据
来源：CNABS、惠誉博华

初始账龄



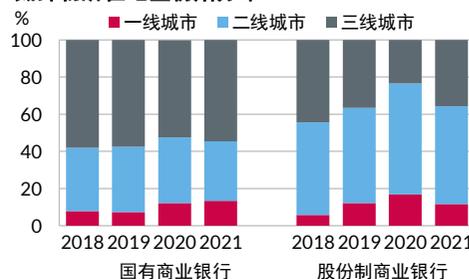
注：2021年为截至11月30日的统计数据
来源：发行说明书、惠誉博华

初始贷款价值比



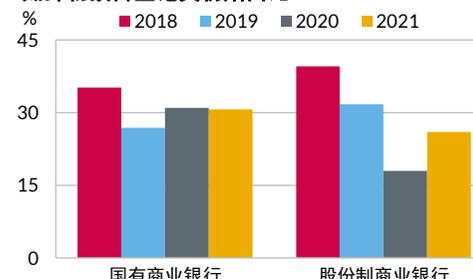
注：2021年为截至11月30日的统计数据
来源：发行说明书、惠誉博华

抵押物所在地区初始分布



注：2021年为截至11月30日的统计数据
来源：发行说明书、惠誉博华

抵押物预告登记类初始占比



注：2021年为截至11月30日的统计数据
来源：发行说明书、惠誉博华

车贷 ABS

资产表现展望：稳定

根据惠誉博华观察，2021 年银行间债券市场车贷 ABS 产品表现良好，基础资产逾期指数走势平稳，逾期率保持在较低水平。惠誉博华预计中国乘用车销量将继续保持回升势头，同时，新能源及二手乘用车销量的显著增长对存量车贷 ABS 的基础资产信用表现并不构成负面影响。2021 年，中国汽车金融公司行业不良率保持在较低水平，车贷 ABS 基础资产特征的风险内涵未发生重大变化，以上因素为基础资产表现的中性预期提供了有力支持。惠誉博华预计存续优先级证券的增信水平在 2022 年将稳步提升。

乘用车销量回升对车贷 ABS 基础资产的稳定表现形成支撑

2022 年，预计汽车用芯片供应状况将有所改善，但仍将低于需求水平，这依然将对国内外汽车生产制造构成约束。由于低基数效应和供应链风险缓解，中国汽车销量将有望在 2022 年延续回升走势，但在宏观经济面临新的增长压力下，消费者信心不足可能会在一定程度上削弱销量回升幅度。整体来看，2022 年新汽车销售市场的持续增长将对车贷的良性增长和授信政策的稳定实施形成支撑。

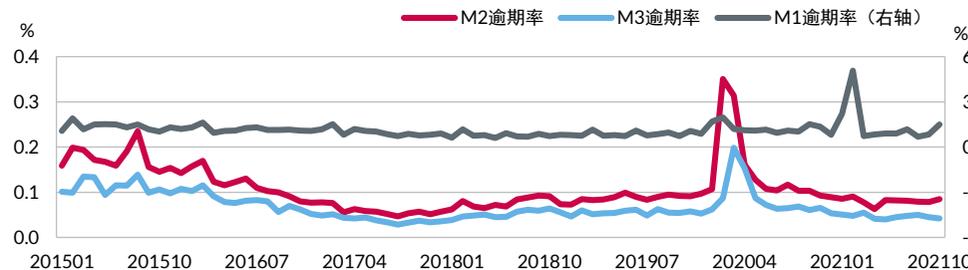
新能源汽车仍将是中国汽车市场的关键增长动力，与传统动力乘用车销量走势疲软不同，2021 年，市场对新能源乘用车的购置需求异常旺盛。值得注意的是，2021 年 9 月新能源乘用车新车销量达到 19.5% 的市场份额，这一数值已经与《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》在 2025 年的目标基本持平。市场预计到 2022 年，新能源汽车的全年市场份额将上升到 20% 左右。随着新能源乘用车的扩张，其客户群体应该会与传统动力乘用车客户群体加速趋同。在当前的证券化交易中，惠誉博华尚未观测到新能源乘用车借款人的信用表现明显区别于传统动力乘用车借款人。因此，惠誉博华预计 2022 年包含新能源乘用车贷款的存续车贷 ABS 产品，基础资产中新能源属性贷款对整体信用表现的影响为中性。

2021 年，由于芯片短缺造成部分车型新车供应紧张，部分购车者转向购买二手车。根据中国汽车流通协会数据显示，前 11 个月二手乘用车销售 1268.3 万辆，已超出 2020 年全年销量 150 万辆。截至 11 月末，二手乘用车与新车的销量之比上升至 67.2%，较 2020 年全年大幅提升近二十个百分点。随着消费者对二手车认可度的提高及国内全面取消二手车限迁政策，二手乘用车流动性将逐渐增加，这有利于资产保全机构对留置车辆的处置及车辆保值率的提高。

汽车金融公司总资产增速下降，行业不良贷款率低

中国银行业协会 2021 年 8 月发布的最新数据显示，截至 2020 年末，全国 25 家汽车金融公司资产规模 9774.8 亿元，同比增长近 7.9%，零售贷款余额 7820.2 亿元，同比增长 8.7%。汽车金融公司运行整体稳健，疫情期间展现出了良好的风控能力和业务经营能力，行业平均不良贷款率为 0.49%。汽车金融公司的总资产增长率同不良贷款率之间存在明显的负相关关系，从 2017 年开始，行业呈现总资产增长率下降，不良贷款率上升的趋势。结合对乘用车市场 2021 年和 2022 年销售情况预测，惠誉博华预计汽车金融公司的总资产将继续保持低速增长，行业不良贷款率将保持稳定。

惠誉博华银行间市场车贷ABS逾期率指数



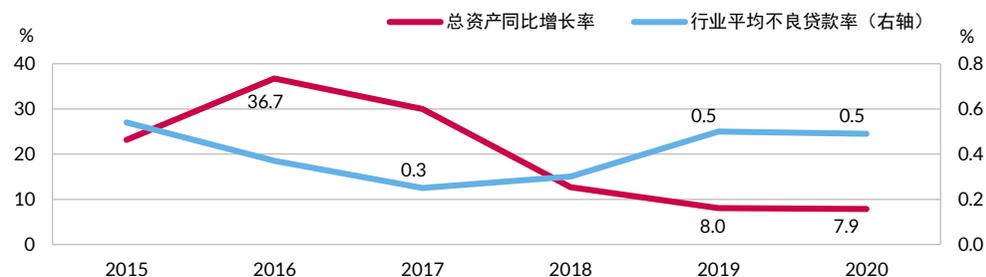
来源：受托报告、惠誉博华

乘用车新车历史销量及预测



来源：Wind、CAAM、惠誉博华

中国汽车金融公司行业总资产和不良贷款率



来源：中国银行业协会、惠誉博华

车贷 ABS

车贷 ABS 发行量创历史新高

2021 年，车贷 ABS 累计发行 2635.1 亿元，较 2020 年增长 35.8%，创银行间债券市场车贷 ABS 年度发行历史新高。具体分布情况，前三个季度分布均衡，各季度发行规模基本一致且均为历史同期最高值，第四季度发行规模为 829 亿元，再创单季最高记录。2021 年共计 20 家发起机构参与到 ABS 产品创设，发起机构融资热情高涨，当年多次发行情况增多，单个发起机构创设产品最高数量达到 5 个。以上数据显示，银行间债券市场车贷 ABS 已从疫情冲击中完全恢复且投资人对该类产品认可度进一步提升。惠誉博华预计，在相对宽松的融资环境下，2022 年车贷 ABS 发行有望延续 2021 年增长趋势。

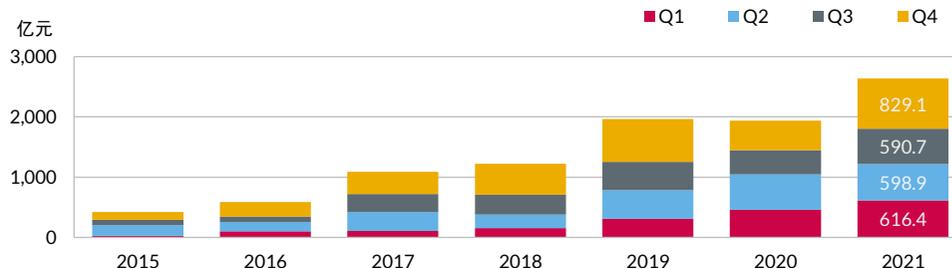
基础资产特征

- 较低的平均利率：**2021 年新发行车贷 ABS 产品的基础资产平均利率水平较往年进一步下降。主要原因与上年度大体一致，受疫情及近几年乘用车消费不振影响，主机厂纷纷通过给予汽车贷款发放机构贴息以追求销量的提升。所以 2021 年车贷 ABS 产品中资产池规模超过证券发行规模的情况更加常见，即采用超额抵押的形式以实现信用增级目标。预计 2022 年，即使在乘用车总体销量进一步回升及芯片短缺依然会对市场供需关系造成扭曲的形势下，考虑到愈发激烈的市场竞争，因贴息形成的贷款低利率现象将继续存在于尚存续的持续购买产品和新发行车贷 ABS 产品中。由于贷款利率并非是中国当前汽车贷款业务中，车贷借款人信用质量的绝对直接反映，因此惠誉博华认为基础资产的低利率水平不会对其信用表现产生重大影响。
- 稳定的平均抵押率：**2021 年的基础资产加权平均抵押率分布与 2020 年基本一致。过去几年，汽车贷款发放机构为了抵消乘用车销量下滑对贷款增长的影响，采取了多种措施以增加借款人来源，这些举措包括附加融资、审批流程、贷款期限和抵押率等方面，车贷产品以更加迎合借款人便利的角度进行设计。以上因素传导到车贷 ABS 产品中，基础资产加权平均抵押率分布从 2018 年开始逐年向高值区间偏移，但在近两年趋于稳定，惠誉博华认为，车贷 ABS 将在 2022 年继续执行一贯的入池合格标准和资产筛选程序，基础资产的平均抵押率将保持稳定，尚存续的持续购买产品和新发行产品的基础资产信用表现将能够得到来自稳定抵押率的支持。

可预期的存续优先级证券增信水平提升

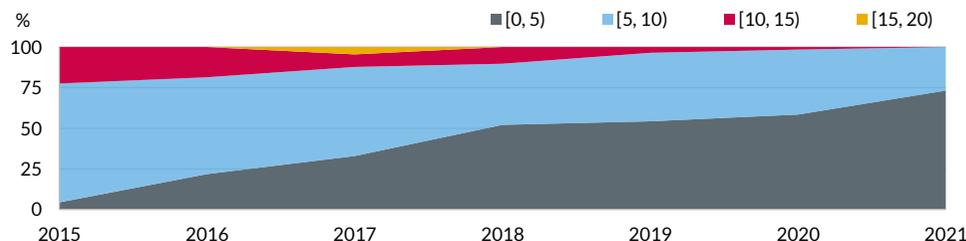
根据惠誉博华对 2021 年前三季度的存续信贷 ABS 增信水平观察，车贷 ABS 存续优先级证券表现均无异常波动，除了特定交易的增信水平会因受到持续购买结构的影响而出现阶段性轻微下降，其他优先级证券获得的信用支持会随着兑付次数的累计而呈现稳定增长。目前，惠誉博华未观察到可能削弱车贷 ABS 证券兑付的结构性和趋势性因素，预计存续优先级证券的增信水平在 2022 年将继续稳步提升。

车贷 ABS 发行情况



来源：CNABS、惠誉博华

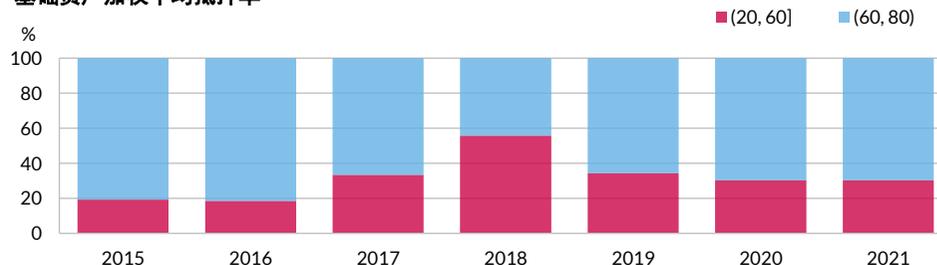
基础资产加权平均利率



注：加权平均利率的权重为各交易初始起算日资产池本金余额

来源：发行说明书、惠誉博华

基础资产加权平均抵押率



注：抵押率=贷款合同金额/车辆价格

来源：发行说明书、惠誉博华

消费贷 ABS

资产池表现或继续承压，但预计逾期表现仍将在合理范围内

2021年1至8月，随着国内经济进一步复苏，居民就业情况改善，居民收入获得恢复性增长，为消费贷款借款人的偿债能力及偿债意愿提供了有力支撑，消费贷ABS基础资产逾期表现得到明显改善，截至8月，惠誉博华消费贷ABS指数中M1、M2及M3逾期率分别降至0.77%、0.46%及0.39%。之后受局部地区疫情反复、自然灾害、房地产行业大幅走弱等多重因素影响，经济增长面临新的压力，增速明显放缓。与此同时，居民人均可支配收入中位数增速放缓，居民还款能力受到一定影响。惠誉博华消费贷ABS逾期率指数下降趋势在第三季度末发生逆转，截至10月，M1、M2及M3逾期率攀升至1.23%、0.76%及0.67%。

目前新冠疫情仍在境外部分国家蔓延，并在境内多地散发，但受益于中国政府的动态清零政策，新增疫情在中国境内得到有效控制，但常态化的疫情防控措施也会对国内部分行业和经济的发展造成短期阻滞。同时，根据中央经济工作会议的判断，2022年中国经济将面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重冲击，预计部分行业就业人员和疫情地区居民收入将受到阶段性影响。惠誉博华预计2022年消费贷ABS资产表现仍将承受一定压力，但鉴于疫情最严峻时期消费贷ABS资产的表现，预计2022年资产逾期表现仍将在可控范围内波动。

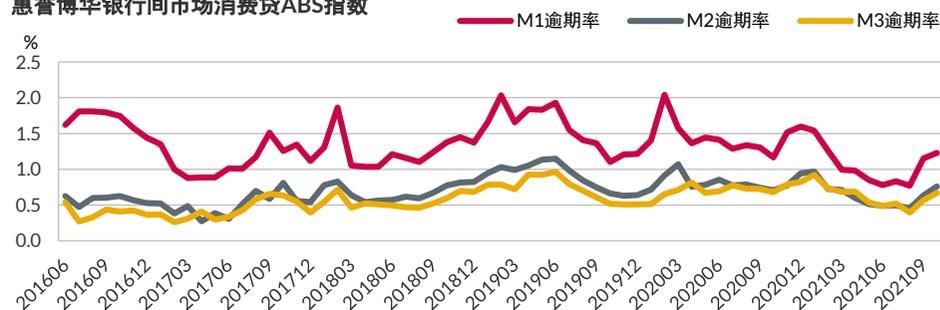
预计银行间市场消费贷ABS发行规模将得到恢复性增长，发起机构有望继续扩容

截至2021年12月27日，银行间市场消费贷ABS共计发行16单，发行规模471.9亿元，发行规模较2020年全年增长25.0%，但较2019年全年下降66.3%，发行量恢复情况明显落后于其他类型的信贷资产证券化产品。发行规模萎缩主要是由于消费贷款规模缩水。疫情爆发后，消费贷款余额由2019年底的9.9万亿元一度降至7.4万亿元，尽管随着经济复苏消费贷款余额逐步提升，但随着2021年下半年经济增速回落，消费贷款环比增速亦开始放缓，截至2021年11月底短期消费贷款余额仍未达到疫情前规模。惠誉博华预计，随着消费贷款规模的逐步增长，2022年银行间市场消费贷ABS发行也将进一步得到恢复性增长，但预计规模仍将低于疫情前水平。此外，尽管2021年银行间市场消费贷ABS发行低迷，仍有两家新增发起机构，均为消费金融公司。惠誉博华预计未来仍有消费金融公司尝试通过发行ABS拓宽自身融资渠道，2022年发起机构有望进一步扩容。

政策刺激下消费贷款增速有望得到恢复性提升

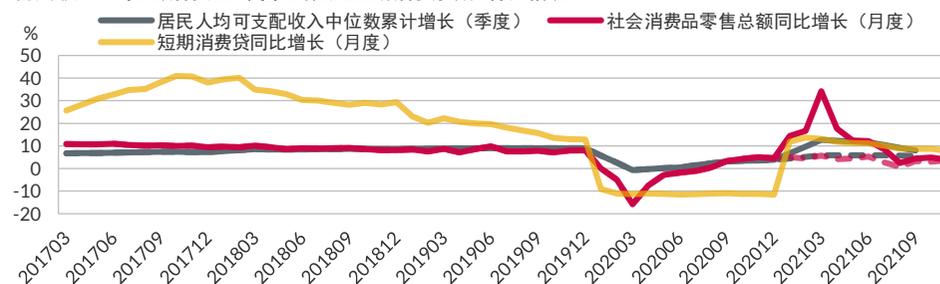
从社会消费品零售总额两年复合增长来看，消费仍受疫情冲击与居民收入增长放缓等因素拖累，未能恢复至疫情前水平。2021年11月，社会消费品零售总额较2020年同比增速降至3.9%，较10月回落1个百分点。短期消费贷款余额虽自2021年1月起恢复正增长，并在2021年下半年再次高于社会消费品零售总额增速，但受消费增速放缓及监管力度加大的影响，消费贷款增速在近几个月有所回落，2021年11月末，短期消费贷款余额同比增速降至7.9%，规模仍低于疫情前水平。其中银行卡信贷资产作为短期消费贷款中的主要资产，2021年前三季度平均银行卡授信使用率为40.6%，较2020年及2019年分别下降1.1和3.4个百分点。

惠誉博华银行间市场消费贷ABS指数



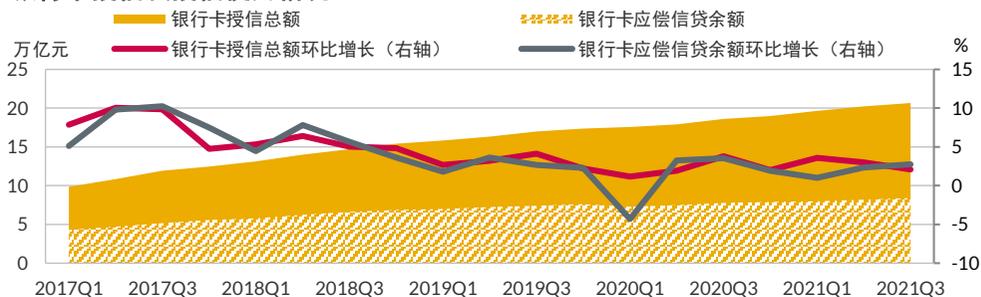
来源：受托报告、惠誉博华

居民收入、社会消费品零售总额及短期消费贷款增长情况



注：虚线为以2019年为基数的复合增长率
来源：国家统计局、中国人民银行、惠誉博华

银行卡授信及授信使用情况



来源：中国人民银行、惠誉博华

消费贷 ABS

根据国家统计局数据，2020年消费支出占GDP比重已达54.3%，因此促进消费持续恢复或将成为中国经济增长的重要着力点。2021年12月召开的政治局会议及中央经济工作会议中均指出“实施好扩大内需战略，增强发展内生动力”。随后12月中旬央行宣布下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，一年期LPR也随之下调。惠誉博华预计央行货币政策的阶段性宽松能够一定程度刺激消费，从而促进消费贷款的增长，但考虑到疫情多地间歇性散发挥之不去，旅游、餐饮、娱乐等多个行业消费仍将难以提振，消费贷款增速短期内恢复至疫情前水平较为困难。

消费金融行业合规进程持续推进，利好消费贷ABS基础资产质量

2021年10月，中国银保监会发布《关于服务煤电行业正常生产和商品市场有序流通保障经济平稳运行有关事项的通知》（以下简称《通知》）。《通知》中提出严禁挪用包括消费贷在内的各类贷款，对高端消费品进行投机炒作，禁止银行机构开发违反公序良俗、助长社会陋习和不良风气的消费信贷产品，打击各种“伪创新”信贷产品。此外，《通知》还提出银行不得诱导金融消费者盲目借贷、过度超前消费。针对信用卡业务，严控单一客户发卡数量和授信额度，防止以卡养卡、以贷还贷，助长过度负债。此后，12月中旬，银保监会又发布《关于进一步促进信用卡业务规范健康发展的通知（征求意见稿）》（以下简称《意见稿》），《意见稿》中提到严格规范信用卡息费收取、强化治理信用卡过度授信、督促转变信用卡粗放发展模式、加强消费者权益保护及规范信用卡外部合作行为管理等将重点治理的方面。

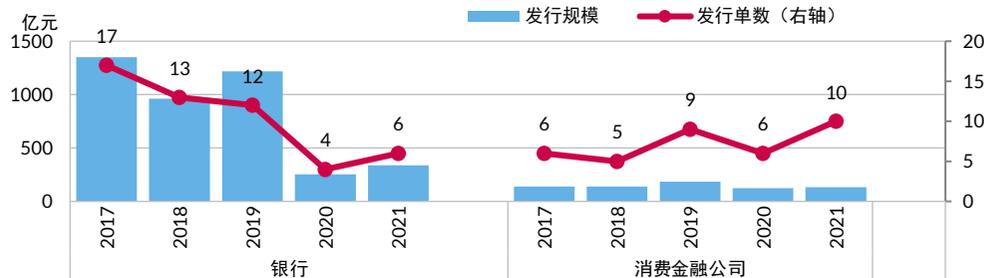
除频繁出台相关监管政策外，银保监会针对贷款利率宣传不规范、适当性管理不规范、发放无指定用途的个人消费贷款等问题向多家金融机构开出罚单。随着非持牌消费金融公司被整顿清退，持牌金融机构正迎来更为良好的发展机遇和广阔的市场空间，而监管机构对消费金融行业的乱象治理意味着消费金融行业合规进程持续推进，这将促进行业长期健康发展，对行业风险的控制也将有利于消费贷款资产质量的提高。

监管引导消费贷款利率合理下行，资产池利率水平及合同期限上升趋势或将发生改变

由于2020年及2021年银行间市场消费贷ABS产品中，资产利率水平较高、合同期限较长的消费金融公司发起的ABS产品规模占比较2019年显著提升，导致银行间市场消费贷ABS产品整体资产池加权平均利率水平及加权平均合同期限水平较2019年明显上升。

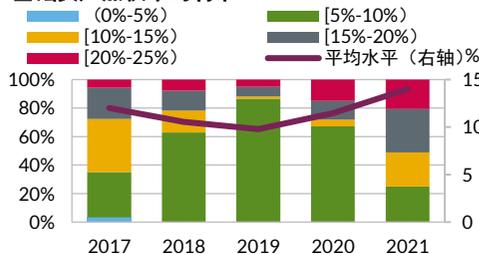
近年来监管不断强调金融机构在发放消费贷款时须明确披露利息及费用水平，2021年12月银保监会发布的《关于进一步促进信用卡业务规范健康发展的通知（征求意见稿）》中明确将坚决促进信用卡息费水平合理下行。惠誉博华预计在政策引导下，资产池利率水平上升趋势或将停滞甚至逆转，而资产定价重要因素之一的合同期限上升趋势亦将随之改变。

消费贷ABS发行情况

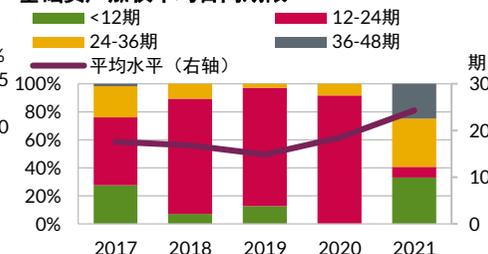


注：2018至2020年为年末数据，2021年为CN-ABS截至2021年12月21日数据
来源：CN-ABS、惠誉博华

基础资产加权平均利率



基础资产加权平均合同期限



来源：发行说明书、惠誉博华

注：1. 加权平均账龄及加权平均剩余期限的权重为各交易初始起算日资产池本金余额。
2. 2021年为截至2021年12月21日数据。

NPAS

不良资产证券化交易发行量上升态势或持续

2016年至2021年11月末，银行间市场已发行NPAS交易193笔，发行证券金额累计1073.2亿元，涉及不良贷款本息余额5282.0亿元。其中2021年前11个月发行证券203.8亿元，较上年同期大幅增长42.3%。值得注意的是，大部分NPAS交易的发起机构同时也在银登中心开展不良资产转让交易。

目前宏观经济面临多重压力，金融机构未来仍有较强的不良资产处置需求，与此同时仍有多家城商行及农商行已经取得不良资产证券化试点资格但尚未发行相关交易，预计银行间市场NPAS交易发起机构将继续扩容，发行量上升的趋势或将延续。

存续NPAS交易总体运行良好，预计未来发生风险事件的可能性很低

截至2021年11月末存续的NPAS优先级证券共45支，其中大部分发行于2020年及之后，目前仍在发行时预期的存续期内。存续的优先级证券中有两支发行于2019年，截至11月末存续金额占初始比例均不足10%，兑付速度符合预期，按计划将于未来半年内到期。

存续证券中有一支2018年发行的优先级证券已过预期到期日，该交易以不良个人住房抵押贷款为基础资产，基础资产特征较同一发起机构同类交易有所偏移，具体表现为不良资产的平均余额较高、加权平均合同期限较短、抵押住房集中于内蒙古自治区、借款人职业集中于小微企业主等方面，惠誉博华认为该交易上述特征导致了证券化资产池实际回收进度慢于预期。截至2021年11月末，该交易存续的优先级证券比例约为23%，一方面证券余额处于较低水平，另一方面距法定到期日仍有两年时间，预计该证券在法定到期日前清偿的可能性很高。

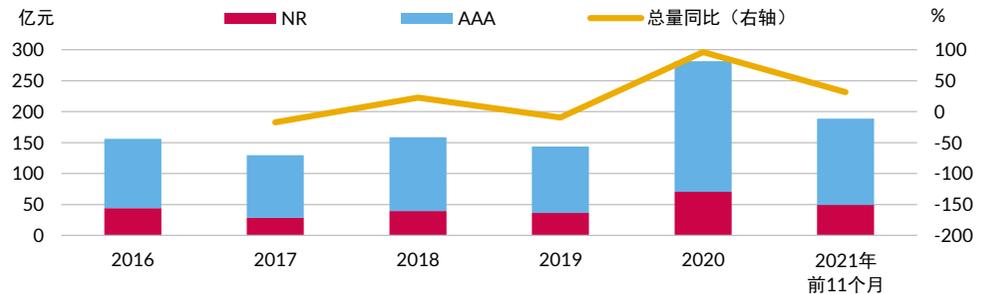
从兑付完毕的NPAS优先级证券看，有较大比例提前到期的情况出现，少数推迟到期的优先级证券也在预期到期日后半年之内兑付完毕，表明各类NPAS交易的实际回收情况普遍好于发行时的预期。

优先级证券实际存续期限逐渐缩短，但该趋势或难延续

从已兑付完毕的优先级证券存续期看，2016年至2019年间发行的各类交易优先级证券实际存续期限均有随发行年份推移而缩短的趋势。但是预期存续期方面，除一般消费NPAS交易外，其他NPAS交易优先级证券的预期存续期没有表现出明显的下降趋势。

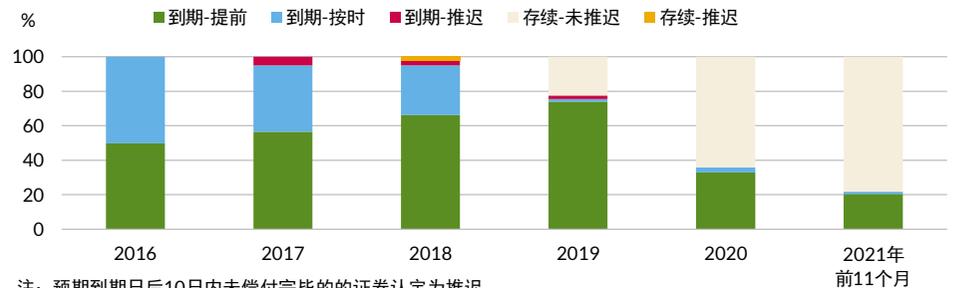
证券存续期的变化可能是基础资产特征调整的结果。惠誉博华观察到，累积一定的NPAS发行经验后，同一发起机构发起的NPAS交易通产形成相对稳定的基础资产特征，个人贷款NPAS交易基础资产自2019年下半年开始表现出稳定的特征，因此证券期限进一步变化的可能性预计将降低。

近年NPAS发行量



来源：CNABS、惠誉博华

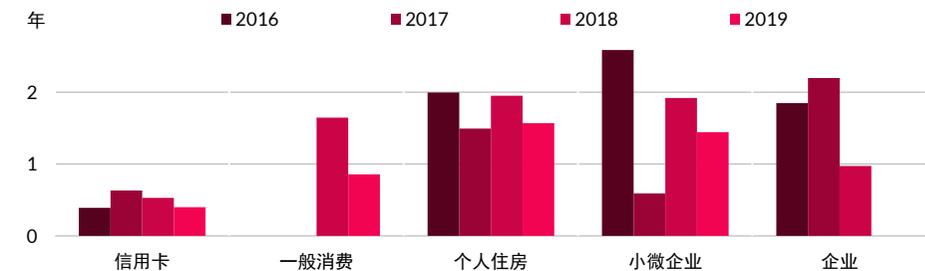
各年度发行NPAS优先级证券存续情况



注：预期到期日后10日内未偿付完毕的的证券认定为推迟。

来源：CNABS、惠誉博华

各年度发行NPAS到期优先级证券平均实际存续期限



来源：CNABS、惠誉博华

NPAS

NPAS 交易基础资产仍将以个人贷款为主，企业贷款 NPAS 发行量或将扩大

2021 年前 11 个月，银行间市场发行的 NPAS 交易基础资产仍以个人不良贷款为主。其中个人住房 NPAS 和个人消费 NPAS 分别占有控股大型银行 NPAS 发行量的 44% 和 39%，而全国性股份制银行发行的 NPAS 中超过九成以个人消费贷款为基础资产，两者的个人消费 NPAS 发行比例均有不同程度的提高。与此同时，惠誉博华注意到 2021 年企业 NPAS 均为国有控股大型银行和资产管理公司（AMC）发行，规模较往年有显著提升，在总发行量中占比亦有所扩大。从目前 NPAS 的基础资产分布看，以个人贷款为主的结构在短期内将不会发生变化，同时随着 AMC 和地方商业银行的参与，预计企业和小微企业 NPAS 发行量将有所上升。

信用卡 NPAS 基础资产特征稳定，一般消费贷 NPAS 基础资产与之趋同

在中国的 NPAS 交易发行实践中，市场普遍认为影响个人消费 NPAS 基础资产回收的主要特征为贷款逾期期限和本息余额。自 2016 年首次发行起，信用卡 NPAS 主要发起机构的入池资产主要特征经历了约三年的调整变动，自 2019 年下半年起基本趋于稳定。具体而言，主要发起机构的信用卡 NPAS 基础资产逾期期限均围绕 5 个月左右波动；对于本息余额，全国性股份制银行均值约为 3.7 万元，显著高于国有控股大型银行约 1.8 万元的平均水平。

惠誉博华注意到，银行间市场中的一般消费贷 NPAS 基础资产异质化程度较高，导致主要特征稳定性较低。目前绝大多数一般个人消费 NPAS 由工商银行和建设银行发行，其中建设银行一般个人消费 NPAS 基础资产均为信用贷款，其关键特征整体与其信用卡 NPAS 一致性较高。而工商银行早期发行的一般个人消费 NPAS 基础资产集中于房产抵押的个人消费贷款，因而呈现出较长的逾期期限和更高的单笔本息余额，但近两年工商银行一般个人消费 NPAS 基础资产则大多为信用贷款，关键特征也不断趋近于信用卡 NPAS。截至目前，银行间市场一般消费 NPAS 的基础资产特征整体上已与信用卡 NPAS 呈现出高度的近似性。

除此之外，2021 年注册申请报告显示，各发起机构的信用卡不良债权 12 期回收率在较长的观察期内呈现持续下滑的趋势，虽然个别机构的数据在观察期末有所上升，但回收率下滑的趋势整体尚未扭转。对于存续的信用卡 NPAS 交易，由于基础资产以往的实际回收表现普遍强于预期，信用卡回收率整体下滑可能促使优先级证券实际存续期限向预期水平靠近，但对于优先级证券的安全性而言，回收率下降的负面影响仍然值得关注。

个人住房 NPAS 预期回收率变动对优先级证券与抵押物价值的相对规模影响有限

个人住房 NPAS 回收的主要来源为处置抵押房产，因此初始起算日的贷款价值比对预期回收率有重要影响。贷款价值比和回收率通常呈现负相关，即较高的贷款价值比意味着抵押物价值对贷款的覆盖程度较低，进而导致相对较低的回收率。但是这样的规律并不绝对，已发行个人住房 NPAS 也存在初始贷款价值比和预期回收率都较低的交易，这可能源于证券化交易中有限的不良资产处置时间。若抵押房产所处地区二手房交易活跃程度不足、当地司法效率较低或处置前期耗时较长，则抵押物可能无法在优先级证券存续期内以公允估值顺利处置。

NPAS 基础资产分布

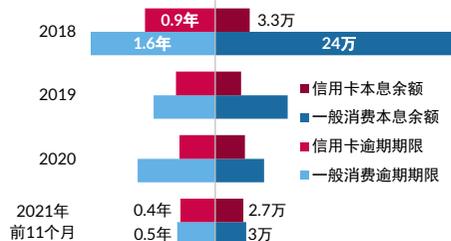


NPAS 发起机构分布



注：环形图由内至外分别代表 2019 年、2020 年及 2021 年前 11 个月。
来源：CNABS、惠誉博华

主要发起机构个人消费 NPAS 基础资产主要特征

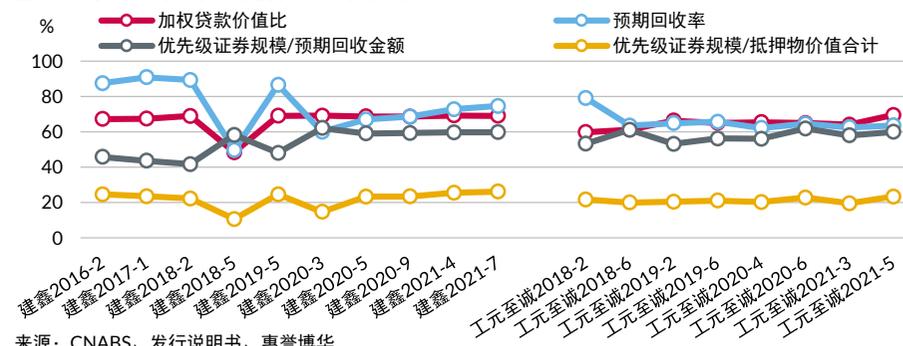


部分发起机构历史信用卡不良债权静态 12 期回收率



注：主要发起机构包含工商银行、建设银行、农业银行、招商银行和浦发银行。
来源：CNABS、注册申请报告、惠誉博华

部分住房 NPAS 交易抵押情况及回收预期



来源：CNABS、发行说明书、惠誉博华

NPAS

此时虽然从初始贷款价值比的角度可能得出较高的回收预期，但考虑到实际处置的时间限制，有必要在抵押物公允价值的基础上施加快速变现的折扣以反映有限的处置时间带来的不利影响。惠誉博华观察到，虽然部分交易的预期回收率显著偏离均值，但其优先级证券相对预期回收金额的比例亦会同时向反方向波动，从而使预期回收的变化对优先级证券与抵押物价值的相对规模影响较为有限。

近期召开的中央经济工作会议继续提出“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，另一方面银行也正在逐步放宽个人住房抵押贷款授信，预计中国房地产市场价格整体将在平稳中小幅走弱，同时区域间市场分化继续加大。在抵押房产价格和优先级证券的相对规模均维持稳定的前提下，区域房地产市场的成交量可能成为指示回收情况的重要指标。

小微企业纾困政策年底将到期，金融机构或面临不良贷款处置压力

针对小微企业的金融支持近年不断加强，截至2021年三季度末，主要金融机构普惠口径小微企业贷款余额达18.6万亿，同比增长27.4%。另一方面，自新冠疫情爆发以来，中国政府连续出台纾困政策，目前的普惠小微企业贷款延期还本付息和信用贷款支持政策将在2021年底到期，如相关金融支持政策接续力度不足，届时金融机构的普惠小微企业不良率或有显著上涨的压力，相关机构可能以不良资产转让或证券化的方式进行应对。

小微贷款 ABS

资产池逾期率持续走高，但仍处合理区间

2021 年初以来，银行间市场小微贷款 ABS 基础资产 M2 逾期率和 M3 逾期率呈持续上升态势。截至 2021 年 10 月末，其 M2 及 M3 逾期率分别为 0.55% 和 0.51%，显著高于同期银行间市场车贷 ABS 及 RMBS，虽与消费贷 ABS 资产逾期率绝对值相似，但两者趋势相背。

相较于一般企业贷款，小微企业贷款的借款人所经营的业务体量小、进入壁垒低；相较于个人消费贷款，小微企业贷款的风险敞口大、还款来源波动性强。整体而言，小微企业贷款借款人的风险抵御能力普遍偏弱，尤其是在经济下行周期更为突出，2021 年银行间市场小微贷款 ABS 资产池平均逾期率显著攀升进一步印证了这一点。

然而结合大部分交易资产池较低水平的累计违约率来看，目前银行间市场小微贷款 ABS 资产池整体逾期表现尚处合理区间，特别是考虑到资产池较高的收益水平将通过超额利差的形式抵补部分违约资产。需要注意的是，根据此前央行规定，普惠小微企业贷款延期还本付息政策将于 2021 年底到期，若相关金融支持政策接续力度不足，2022 年小微贷款 ABS 资产质量将面临一定的下行压力。

政策多维度支持小微企业发展，小微企业融资“量增、面扩、价降”

为帮助小微企业渡过难关，自新冠疫情发生以来政府不断推出针对性的支持政策，其中以财政政策和金融政策为主。多轮鼓励政策驱动下，小微企业融资实现“量增、面扩、价降”。

- 从总量上来看，全国普惠小微贷款余额自 2020 年初起节节攀升，2021 年前三季度平均同比增速均超 30%，大幅高于同期个人消费贷款和企事业单位贷款余额增速近 20 个百分点；
- 从覆盖面来看，普惠小微贷款覆盖面持续扩大，2021 年 10 月末普惠小微贷款支持小微经营主体 4217 万户，同比增长 34.1%；
- 从融资成本来看，2021 年普惠型小微企业贷款年化利率持续下行，10 月新发放的普惠小微企业贷款加权平均利率为 4.94%，较 2020 年 12 月下降 14bp。

贷款质量方面，数据显示多家国有大型商业银行个人经营贷款的不良率持续走低。但考虑到贷款增速过快带来的稀释效应，目前并不能推断小微企业贷款资产质量有所提升，相反需警惕这一时期金融支持覆盖面快速扩大可能导致实际融资人的平均信用资质下沉风险。

较为宽松的融资环境促使小微贷款 ABS 基础资产提前还款率高位徘徊

在小微企业融资环境较为宽松的背景下，运营良好的小微企业的借款人有动力、有机会将原有贷款置换为利率更低的贷款，进而促使贷款提前还款率升高。2021 年前 10 个月银行间市场小微贷款 ABS 基础资产条件提前还款率（CPR）均值近 60%，大幅高于前两年。受此影响，多数小微贷款 ABS 证券的实际存续期及超额利差将明显短于预期。

银行间市场小微ABS
M2/M3逾期率



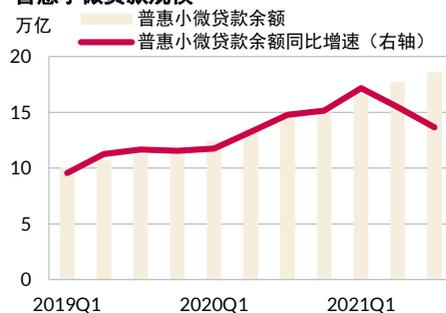
来源：受托报告，惠誉博华

2021 年小微企业支持政策一览

1%的个体工商户增值税优惠税率延续至 2021 年末	2021 年 3 月
进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策实施期限	2021 年 3 月
小微企业所得税减半、个体工商户个人所得税减半	2021 年 4 月
2021 年助力小微企业发展“春雨润苗”专项行动	2021 年 4-12 月
加大对中小微企业的信贷投放，扩大普惠金融服务覆盖面	2021 年 6 月
支持符合条件的金融机构发行小微企业专项金融债	2021 年 8 月
新增 3000 亿元支小再贷款额度，引导降低小微企业融资成本	2021 年 9 月
制造业中小微企业延缓缴纳 2021 年第四季度部分税费	2021 年 10 月
部署进一步采取市场化方式加强对中小微企业的金融支持	2021 年 12 月

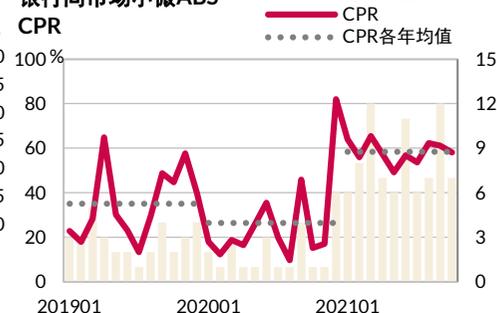
来源：中国政府网

普惠小微贷款规模



来源：中国人民银行、惠誉博华

银行间市场小微ABS



来源：受托报告，惠誉博华

CLO 及租赁 ABS

资产池保持零逾期、零违约

尽管 2021 年初以来债券市场风险事件频发，但得益于监管机构和发起机构对于入池资产严格的筛选标准，2021 年前 11 个月，银行间市场 CLO 和租赁 ABS 所有交易的基础资产均未出现逾期或违约，证券信用质量保持稳定。

基础资产所涉行业风险需关注

公开资料显示，银行间市场 CLO 及租赁 ABS 存续交易基础资产的行业分布较为分散。虽然具体行业分布情况在各交易之间有所差异，但综合来看，租赁和商务服务业、制造业以及建筑业在资产池中的占比较高，相关行业风险需关注。同时，房地产业虽然在存续交易资产池中的占比很低，但其近期大面积暴露的行业风险及对其他上、下游行业的潜在冲击亦值得关注。

- **租赁和商务服务业：**存续交易资产池内该行业企业中城投企业或占多数。在中央政府严控新增地方政府隐性债务、土地市场遇冷、城投企业商业化转型的背景下，2022 年地方政府对不同层级、不同职能城投企业支持力度的分化预计将持续。
- **制造业：**虽然数据显示国有大型商业银行制造业加权平均不良贷款率近三年持续回落，但截至 2021 年上半年末仍维持在较高水平，超过对公贷款平均不良率近 1 倍。具体来看，存续交易资产池中的制造业资产主要集中于金属冶炼等重工业，其中低效企业淘汰风险加剧。
- **建筑业：**2021 年下半年，由于房企流动性紧张，建筑业企业应收工程款账期明显拉长；与此同时，房企大幅放缓拿地和新房开工步伐，若此趋势延续，建筑业企业新签房屋建设合同量将缩减。但另一方面，根据中央经济工作会议对 2022 年经济工作的计划，政府可能会加大基础设施投资以缓解房地产市场大幅走弱带来的负面效应，相关建设活动有望增长。
- **房地产业：**2021 年前 11 个月，全国商品住宅累计销售面积增速持续下滑，7 至 11 月合计销售面积同比大幅下降 16.7%，与此同时房价指数走势疲软，房企销售回款不及预期。受恒大等房企信用风险事件影响，下半年以来国内房企跨境融资受阻，全行业流动性风险凸显。近期房企在国内的融资环境虽已有所改善，但购房人和投资者的信心重建可能仍需时日。

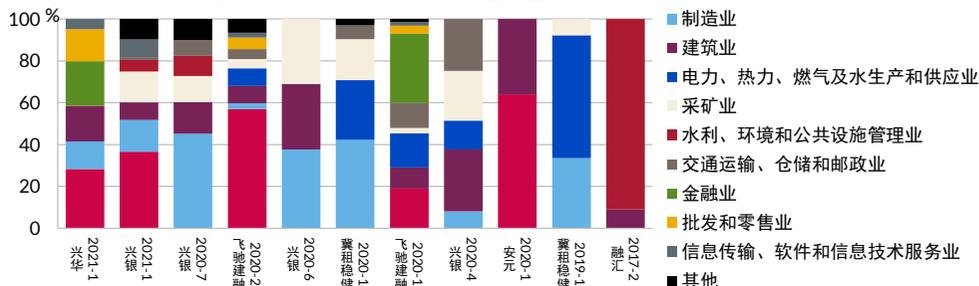
资产池尾部风险显现

由于银行间市场存续的 CLO 及租赁 ABS 均为静态交易且发行时资产池分散度普遍不高，因此基础资产债务人集中度将随着资产池的摊还而不断提高，从而交易面临少数债务人违约致使资产池整体信用水平大幅恶化的风险。截至 2021 年 10 月末，大部分存续 CLO 及租赁 ABS 交易的基础资产笔数都在 15 笔以下，资产池尾部风险较高。

优先级证券增信水平大幅提升

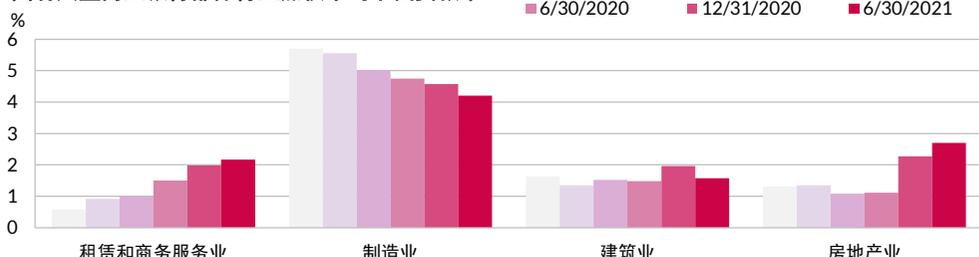
在优异的基础资产表现及累进的超额利差水平的支撑下，2021 年银行间市场存续的 CLO 及租赁 ABS 优先级证券增信水平持续提升。截至 2021 年 11 月，优先级证券尚存续的交易共计 8 单，证券增信水平较发行时已增长 3 至 6 倍，达 45% 至 94%。但优先级证券增信水平的提升能否转化为其信用质量的提升仍需结合交易的具体情况综合分析。

银行间市场CLO和租赁ABS：部分存续交易资产池行业分布



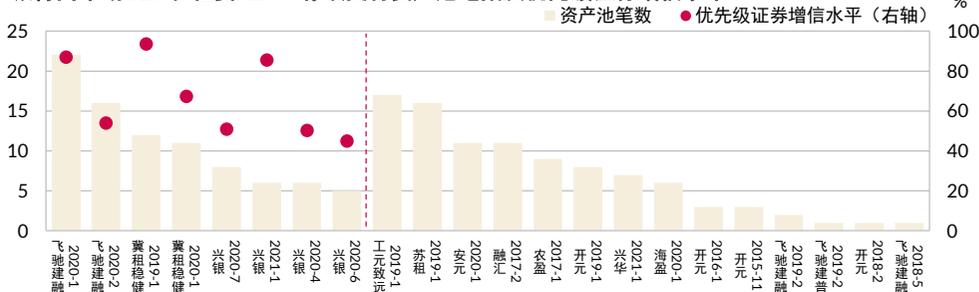
注：数据摘录自截至2021年11月尚存续交易于2021年内有行业分布信息披露的最新公开资料；无相关资料交易未列出。来源：发行说明书、跟踪评级报告、惠誉博华

国有大型商业银行部分行业加权平均不良贷款率



注：国有大型商业银行包括中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、交通银行和邮储银行；受数据可得性的制约，个别数据点并不涵盖全部国有大型商业银行。来源：银行年报及半年报、惠誉博华

银行间市场CLO和租赁ABS：存续交易资产池笔数及优先级证券增信水平



注：统计截至2021年11月；虚线左侧为优先级证券尚存续的交易。来源：受托报告、惠誉博华

相关研究

《惠誉博华银行间市场 RMBS 指数报告 2021Q3》

《惠誉博华银行间市场车贷 ABS 指数报告 2021Q3》

《惠誉博华银行间市场消费贷 ABS 指数报告 2021Q3》

《惠誉博华资产证券化市场运行报告 2021Q3》

《惠誉博华银行间市场个贷 ABS 超额利差报告 2021Q3》

联系方式

惠誉博华结构融资部

Bohua_SF@fitchbohua.com

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。