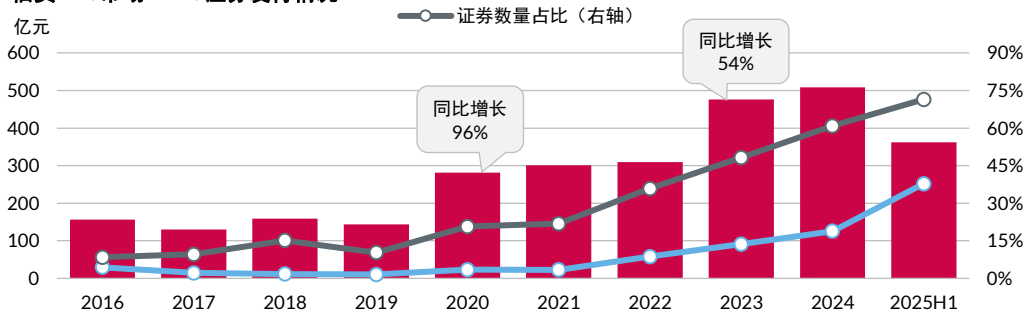


银行间市场 NPAS 证券观察

近年来中国银行间市场 NPAS 交易发行持续扩张，相关证券不断积累。惠誉博华观察到 NPAS 证券的基础资产构成、优先/次级结构正趋于稳定；同时，受宏观经济和房地产市场的影响，不同类型证券的偿付表现正呈现分化态势。在证券的预期和实际存续期均上涨的同时，房产抵押类 NPAS 优先级证券面临的再投资风险显著低于信用类 NPAS 优先级证券；而由于偿付现金流严重后置，房产抵押类 NPAS 次级证券的收益水平则显著低于信用类 NPAS 次级证券。

中国的不良资产证券化（以下简称“NPAS”）交易自 2020 年起发行量持续扩张，在同期银行间信贷资产证券化（以下简称“信贷 ABS”）市场缺乏 RMBS 新交易，以及车贷 ABS 发行量有所收缩的背景下，NPAS 的发行占比持续攀升。2025 年上半年，NPAS 交易发行数量在信贷 ABS 市场中的占比超过 70%，发行金额占比则升至 37.8%，两者均为同期市场首位。

信贷ABS市场NPAS证券发行情况



来源：CNABS、惠誉博华

自银行间不良资产证券化业务重启以来，NPAS 证券的基础资产构成经历了几个阶段的变化。2016 和 2017 年发行的 NPAS 交易中，有相当比例的混合类基础资产，但随着交易各方对基础资产同质性的重视，这类基础资产此后几乎在市场中消失。由于个人不良贷款具有同质性高、分散性强、现金流较平滑的特点，目前银行间 NPAS 基础资产已逐渐形成以个人不良贷款为主，小微贷款为辅，罕有企业贷款的格局。

分析师

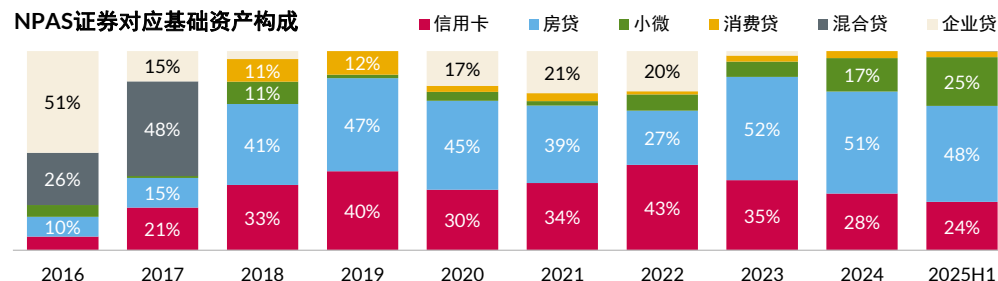
孙佳平
+86 (10) 5663 3813
jiaping.sun@fitchbohua.com

王欢
+86 (10) 5663 3812
huan.wang@fitchbohua.com

媒体联系人

李林
+86 (10) 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

NPAS证券对应基础资产构成

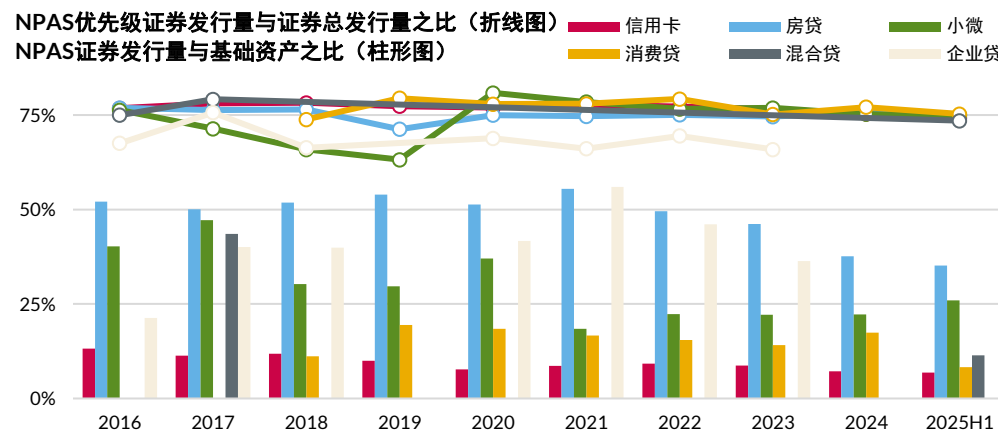


注：1. 信用卡消费贷款中包含通过信用卡发放的车贷。2. 数据标签仅标记发行占比大于10%的证券类别。

来源：CNABS、惠誉博华

虽然 NPAS 交易基础资产类型各异，但近几年的交易在优先/次级证券结构上倾向于趋同，除缺乏样本的企业贷 NPAS，其他交易的优先级证券与证券发行总量之比基本同步趋近于 75%，与此同时各类交易的证券发行量与基础资产之比仍然保持高度分化，并在发行时间上有所波动。相似的证券结构减少了分析不同类型 NPAS 交易时需要考虑的变量。

NPAS优先级证券发行量与证券总发行量之比（折线图）
NPAS证券发行量与基础资产之比（柱形图）



注：信用卡消费贷款中包含通过信用卡发放的车贷。

来源：CNABS、惠誉博华

相关研究

惠誉博华资产证券化市场运行报告 2025Q2

惠誉博华银行间市场 NPAS 指数报告 2025Q2

银行间市场 NPAS 证券期限特征

以惠誉博华银行间市场 NPAS 指数报告中的样本截至 2025 年上半年末的实际表现作为观察对象，按照 NPAS 交易基础资产性质将样本分为信用类 NPAS 和房产抵押类 NPAS。其中，前者包含基础资产为不良信用卡贷款、不良信用类小微贷款和不良信用消费贷的 NPAS；后者包含基础资产为个人住房抵押贷款和有房产抵押的小微贷款 NPAS。

优先级证券预期存续期：房产抵押类显著延长，小微类明显短于同类

从发行时的预期存续期看，房产抵押类 NPAS 的优先级证券预期存续期显著长于信用类 NPAS，这一差异源自两类证券偿付来源的不同。信用类 NPAS 几乎全部来自债务人自筹资金清偿；房产抵押类 NPAS 一方面来自抵押物变现后的大额偿还，另一方面来自债务人偿还拖欠贷款及之后的规则或不规则的小额还款。

两类交易的优先级证券预期存续期在近三年的变化显示，房产抵押类 NPAS 优先级证券预期存续期明显延长，2025 年上半年发行的房贷 NPAS 优先级证券较 2023 年平均延长约 7.3 个月，同期信用卡 NPAS 则延长 2.2 个月。这反映了交易各方对未来表现仍不乐观，并普遍采用较长的期限弥补回收率下降的风险。在两类 NPAS 内部，小微 NPAS 的优先级证券预期存续期则普遍偏低，有房产抵押的小微 NPAS 优先级证券预期存续期较房贷 NPAS 低约 3 个月；信用类小微 NPAS 优先级证券预期存续期较信用卡 NPAS 低约 5 个月。这可能反映出小微贷款的债务人偿付能力高于广义的个人消费贷款债务人。

优先级证券存续期差异：信用类相对稳定，房产抵押类分化较大

NPAS 优先级证券的存续期差异，是指该证券预期存续期与实际存续期之差，各年度发行的证券在该指标上的变化一方面反映了证券的偿付节奏与预期是否一致；另一方面也反映了发行方对未来回收形势的判断及其对证券结构的调整。

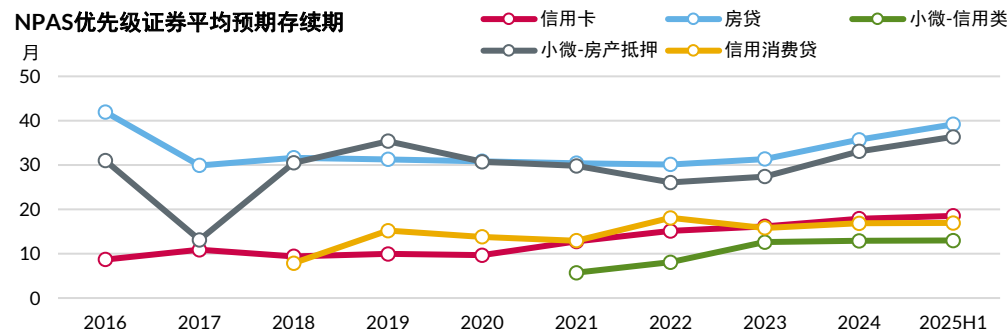
信用类 NPAS 优先级证券存续期差异通常在 5 个月左右，且在发行年份和不同子类上均较为稳定，这可能源自该类资产的回收逻辑相近，且影响回收的因素较为清晰，更容易预测其偿付节奏。另外，虽然样本显示近几年信用类 NPAS 优先级证券存续期差异有所扩大，但事实可能并非如此，因为截至 2025 年上半年尚未清偿的证券暂未计入统计，而这些证券实际存续期可能较长。

由于房地产市场低迷，且仍存在较大不确定性，房贷 NPAS 优先级证券存续期差异由正转负，变动显著；与此同时，有房产抵押的小微 NPAS 优先级证券存续期差异虽然也经历波动，但整体水平显著高于房贷 NPAS。这一差异可能源于有房产抵押的小微 NPAS 基础资产分散性、抵押物同质性均弱于房贷 NPAS，较长的预期存续期有助于缓释因此带来的回收率波动的不利影响。

次级证券预期存续期：普遍小幅延长，信用类小微不升反降是样本不均衡所致

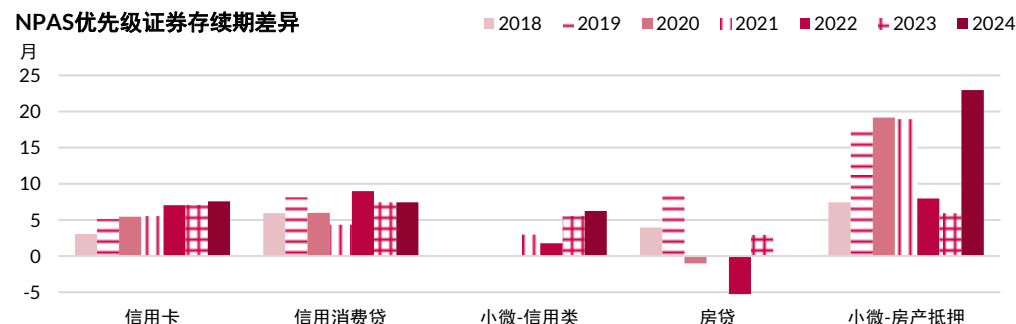
次级证券的存续期在近年有所延长，但增幅不如优先级证券显著，反映出交易存续期内回收后置对次级证券的影响程度低于优先级证券。2025 年上半年仅发行两支信用类小微 NPAS 次级证券，且所属系列交易的次级证券预期存续期低于信用类小微 NPAS 次级证券平均水平。

NPAS 优先级证券平均预期存续期



来源：CNABS、惠誉博华

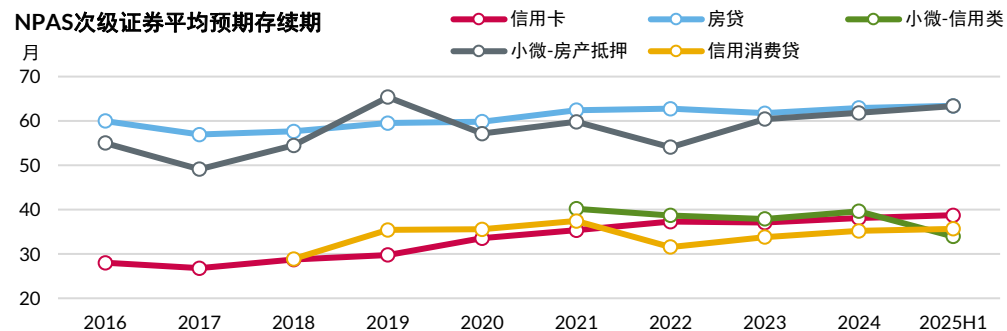
NPAS 优先级证券存续期差异



注：各年度样本仅包含截至2025年上半年末已清偿的证券。

来源：CNABS、惠誉博华

NPAS 次级证券平均预期存续期



来源：CNABS、惠誉博华

银行间市场 NPAS 优先级证券收益特征

优先级证券发行利率与国债收益率走势一致，利差经历快速收缩

银行间市场 NPAS 优先级证券发行利率与市场利率高度相关，过去几年间市场整体呈现利率下行，一年期国债收益率从 2017 年末约 3.8% 的局部高点下降至约 1.4% 的 2025 年上半年平均水平；房产抵押类 NPAS 优先级证券发行利率从 2018 年 5 月末的最高值 6.5% 降至约 2.3% 的近期均值，信用类则从 2017 年末的最高值 5.7% 降至约 2.1% 的近期均值。

随着市场利率的不断走低，NPAS 优先级证券的发行利率降低的同时，与一年期国债收益率的利差也快速收窄。NPAS 优先级证券发行利率向国债收益率的趋近，可能反映出市场对此类证券的认识程度加深，对其安全性进一步认可。

近年信用类优先级证券存续期延长，发行利差基本稳定，房产抵押类发行利差缩小

统计数据显示，信用类 NPAS 优先级证券的实际存续期不断延长。事实上，截至 2025 年上半年末，2024 年发行的证券仍有约四成未兑付完毕，因此该年度发行的证券实际存续期很可能比目前的统计结果更长；同时 2025 年上半年发行的证券则均未兑付完毕。自 2018 年以来，信用类 NPAS 优先级证券与一年期国债收益率之间的发行利差快速下行，至 2022 年止跌后有小幅回升，目前绝对水平在 0.7% 左右。

房产抵押类 NPAS 优先级证券的实际存续期估计也在上升，但 2023 年及之后发行的证券未清偿比例过高，因此目前尚无法进行确凿的统计。另一方面，2023 年以来其发行利差有所下行，反映出在房地产市场低迷的背景下，此类证券在发行市场仍能得到积极认购，但如果证券兑付情况严重偏离预期，则可能导致房产抵押类 NPAS 优先级证券未来发行利差扩大。

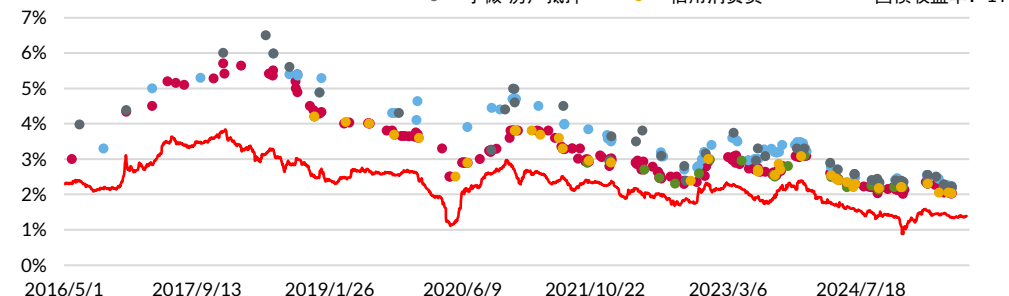
房产抵押类优先级证券偿付较慢，在市场利率下行期降低再投资风险

截至 2025 年上半年末已清偿的 NPAS 优先级证券的统计结果显示，其中信用类 NPAS 本金清偿所需时间均值为 7.5 个月，标准差为 4.1 个月；而房产抵押类 NPAS 均值则为 22.4 个月，标准差为 10.6 个月。后者的清偿时间在绝对水平和波动范围上均显著高于前者。

从两类证券发行后各期偿还金额占发行规模的比例看，信用类 NPAS 优先级证券在发行后首个季度的本金偿还率超过 55%，半年内超过 75% 的证券本金能够得到偿还；而房产抵押类 NPAS 优先级证券的本金偿付现金流分布比较均匀，衰减速度较慢，发行后两年内的平均季度本金偿还率约为 7%。偿付现金流后置，使早期发行的房产抵押类 NPAS 优先级证券仍有本金存续，这部分资金的收益率也相对更高。

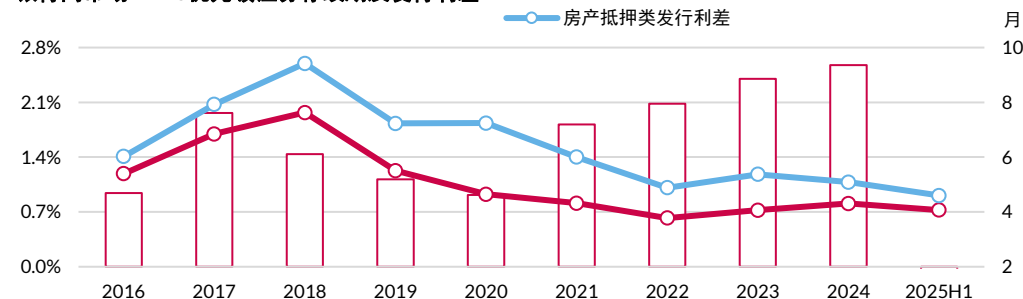
虽然房产抵押类 NPAS 优先级证券的清偿时间长，存续期判断难度大，给投资者的头寸管理带来一定挑战；但在市场利率下行的背景下，这类证券的存续期较长，利率水平较高，同时仍保持极高的信用水平，使其再投资风险相对也较低。而投资于信用类 NPAS 优先级证券的资金久期更短，因此其再投资收益率会受到更多来自市场利率下行的不利影响。

银行间市场 NPAS 优先级证券发行利率



来源：CNABS、Wind、中国货币网、惠誉博华

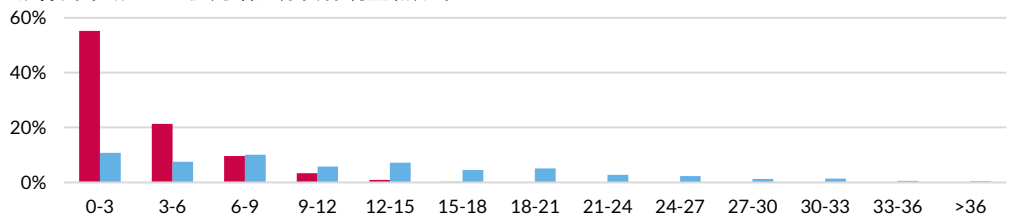
银行间市场 NPAS 优先级证券存续期及发行利差



注：1. 各年度存续期样本仅包含截至2025年上半年末已清偿的证券，下同。2025年尚无样本，2024年的样本占当年发行数量的60.5%，其余年份样本占当年发行数量的100%。2. 发行利差指证券票面利率与起息日一年期国债收益率之差。

来源：CNABS、Wind、中国货币网、惠誉博华

银行间市场 NPAS 优先级证券偿付现金流分布



注：上述偿付现金流截至2025年上半年末。

来源：CNABS、惠誉博华

银行间市场 NPAS 次级证券收益特征

信用类次级证券清偿比例、收益水平均显著高于房产抵押类

截至 2025 年上半年末，银行间市场 70% 的 NPAS 信用类次级证券本金已清偿完毕，但房产抵押类清偿比例仅有 25%。这是两类交易基础资产现金流回收分布的差异，和次级证券劣后受偿的特征共同所致。

虽然劣后受偿使得次级证券现金流后置，但次级证券在本金清偿后仍可能继续获得超额收益，因此证券内含报酬率（简称 IRR）可能达到很高的水平。信用类 NPAS 次级证券的偿付现金流后置程度没有房产抵押类严重，使其收益率高于后者。截至 2025 年上半年末，有 70 支信用类次级证券 IRR 在 40% 以上，占该类证券已清偿样本比例的 26%，占该类总样本的 18.1%，其中还有 29 支的 IRR 超过 100%；同期有 7 支房产抵押类次级证券 IRR 在 40% 以上，占该类证券已清偿样本比例的 18.4%，占该类总样本的 4.5%，房产抵押类没有样本收益率超过 100%。

房产抵押类次级证券偿付现金流后置严重，不利于收益率提升

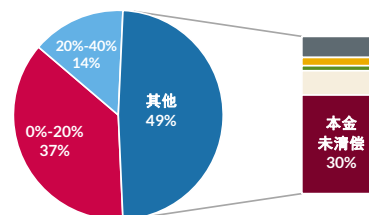
相对于证券的法定到期日，信用类 NPAS 次级证券的本金回收期相对较短，使其可以快速进入超额收益偿付期。而房产抵押类 NPAS 交易的回收表现一方面受收宏观经济和房地产市场的双重影响，另一方面基础资产抵押物处置流程本身耗时较长，使得此类次级证券受偿的现金流分布更为后置，开始收到超额收益的时间起点更晚，在证券存续期固定的前提下，缩短了生命周期内超额收益的受偿时间，从而拉低了整体的收益水平。

结合证券的实际表现看，本金已经清偿的信用类 NPAS 次级证券中，90% 以上的清偿时点在起息后 24 个月以内，考虑到此类证券的法定到期日通常设置在起息后满 5 年之日，如果不考虑清仓回购，信用类 NPAS 次级证券的超额收益受偿期限可能长达 3 年；早期发行的房产抵押类 NPAS 次级证券的法定到期日通常也设置在起息后满 5 年之日，但随着偿付节奏的减慢，近期交易的法定到期日逐渐延长至发行后 6 到 8 年。但从目前本金清偿的房产抵押类 NPAS 次级证券样本看，90% 以上的清偿时点在起息后 57 个月以内，这意味着部分房产抵押类 NPAS 次级证券的超额收益偿付期限可能非常有限。

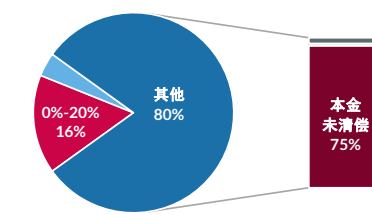
此外，信用类 NPAS 次级证券截至 2025 年上半年末的偿付期与其 IRR 的关系显示，超高收益的证券更容易出现在偿付期较短的区间内。例如 IRR 超过 200% 的 16 支样本证券中有 10 支的偿付期在 10 个月以内，这意味着这些证券本金清偿的时间可能更短，极短的本金存续期和绝对金额较高的超额收益共同导致了这类证券超高的 IRR。

在目前的偿付结构下，房产抵押类 NPAS 次级证券显然无法在很短时间内清偿本金；另一方面，即使证券存续期延长，超额收益的提升也依赖房地产市场回暖，因此该类次级证券的收益水平在短期内恐难有显著提升。

银行间市场 NPAS 次级证券 IRR
信用类

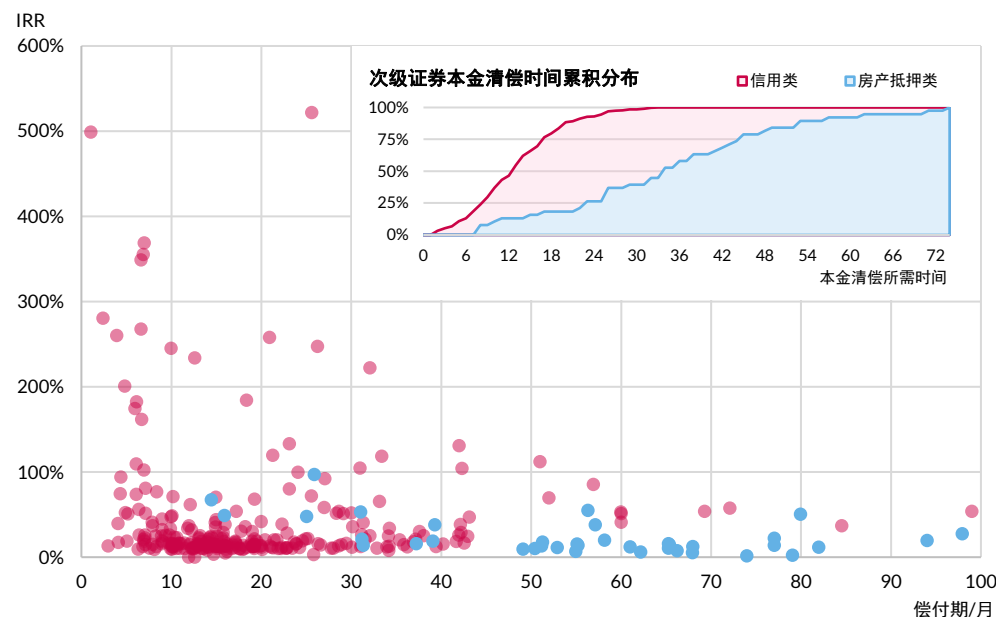


房产抵押类



注：1. 各类 IRR 样本仅包含截至 2025 年上半年末本金已清偿的证券，计算 IRR 的现金流截至 2025 年上半年末，下同。2. 数据标签仅标记占比大于 10% 的分组，标签内容分别为 IRR 分组及样本个数占比。3. 信用类样本总数为 387，房产抵押类样本总数为 156。
来源：CNABS、惠誉博华

银行间市场 NPAS 次级证券 IRR 与偿付期



注：散点图仅显示 IRR 不超过 600%，偿付期不超过 100 的样本。
来源：CNABS、惠誉博华

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。