

2019年我国CLO信用风险回顾与2020年展望

2016年以来CLO发行情况



2018年及2019年发行CLO信用风险特征

	2018年	2019年
基础资产加权平均信用等级 (中债)	A-s	A-s/BBB+s
前五大借款人占比 (%)	34.78	38.76
前五大行业占比 (%)	58.98	65.78
前三大地区占比 (%)	65.19	75.05
担保类贷款占比 (%)	40.23	52.04
账龄/剩余期限	0.51	0.60
优先档比例 (%)	77.02	77.50
中间档比例 (%)	7.46	6.70
次级档比例 (%)	15.51	15.81

注：以上均为各年发行产品的平均值。

结构融资部

李燕

邮箱：dfjc-jg@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心
C座12层 100600

主要观点

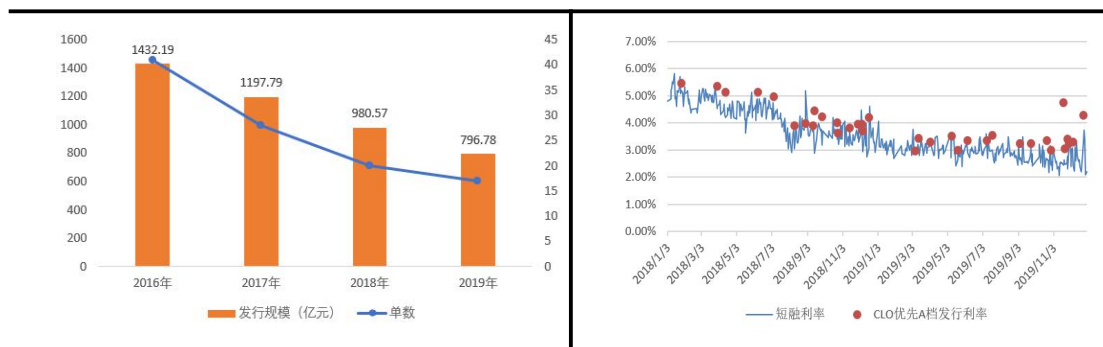
- 2019年CLO发行单数和规模延续回落趋势，发起机构多为AAA级大型银行，预计2020年发起机构仍以大中型银行为主；
- 2019年CLO基础资产债务人信用资质较好，担保类贷款占比较高，分别有利于保障基础资产本息偿付和违约贷款的回收；
- 2019年CLO超额利差有所上升，中间档和次级档比例仍较高；
- 存续期CLO各档证券均调升或维持原有级别，证券整体信用表现良好；
- 预计2020年发行CLO产品信用质量仍整体较好，存续期信用表现仍保持稳定。

受商业银行整体信贷环境持续收紧影响，2019年CLO发行单数和规模

延续回落趋势，利差略有缩窄

2019年，我国市场共发行17单CLO，发行规模合计796.78亿元。2016年以来，在金融市场严监管、去杠杆的背景下，商业银行整体信贷环境持续收紧，CLO发行单数和规模亦逐年下降。2019年发行CLO较同期AAA级短融利率平均利差为0.49%，较2018年降低0.04%，利差略有缩窄。

图表1：CLO发行情况及利差（亿元、单、%）

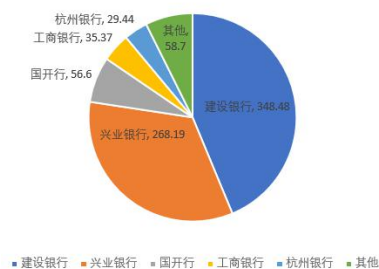


2019年发行CLO发起机构多为AAA级大型银行，较强的风险管理能力有助于保障产品偿付，预计2020年发起机构仍以大中型银行为主

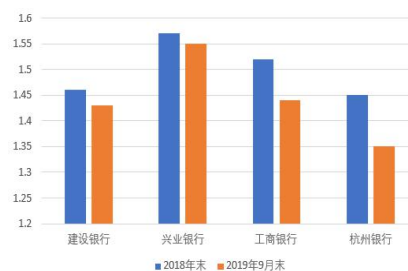
近两年来，建设银行、兴业银行、国开行、工商银行、杭州银行均发行多单CLO。2018年及2019年，上述发起机构发行规模占比分别为81.97%和92.63%，2019年发起机构集中度进一步提高。

图表2：2019年CLO主要发起机构发行规模及不良率（单位：亿元、%）

2019年CLO各发起机构发行规模



主要发起机构不良率



受经济周期性调整影响，叠加不良认定趋严，商业银行不良贷款率有所上升，截至 2019 年 9 月末为 1.86%。商业银行不良贷款率增加主要受城商行、农商行影响，国有银行和股份制银行资产质量较稳定。CLO 发起机构多为 AAA 级大型国有或股份制银行，其不良贷款率较低且 2019 年以来有所下降，较强的风险管理能力有助于保障产品偿付。

随着经济压力传导效应延续，及不良资产认定进一步严格化，预计 2020 年商业银行资产质量将持续承压。其中，国有银行和股份行具备业务分散、客户资源禀赋好、不良贷款处置渠道丰富的优势，资产质量下行压力可控，而城商行和农商行资产质量分化将延续。由于监管机构对于 CLO 的审批较为严格，基础资产质量欠佳或风险管理能力较弱的小型银行较难获批，预计 2020 年此类产品发行规模难以大幅增长，且发起机构仍以大中型银行为主。

图表 3：2018 年及 2019 年 CLO 基础资产信用风险指标

信用风险特征指标	2018 年	2019 年
基础资产加权平均信用等级平均值（中债）	A-s	A-s/BBB+s
基础资产加权平均信用等级平均值（其他机构）	AA-s /A+s	A+s/As
前五大借款人占比平均值（%）	34.78	38.76
前三大地区占比平均值（%）	65.19	75.05
前五大行业占比平均值（%）	58.98	65.78
担保类贷款占比（%）	40.23	52.04
抵质押类贷款占比（%）	18.47	27.06
基础资产加权平均账龄平均值（月）	12.97	10.22
基础资产加权平均剩余期限平均值（月）	25.21	17.09
账龄/剩余期限	0.51	0.60

基础资产债务人信用资质较好，担保类贷款占比较高，分别有利于保障基础资产本息偿付和违约贷款的回收

2019 年发行 CLO 的基础资产加权平均信用等级平均值为 A-s/BBB+s（中债）及 A+s/As（其他机构），较 2018 年发行产品基础资产加权平均信用等级略有下降。从信用等级分布来看，2019 年发行产品的基础资产加权平均信用等级大多分布于 A- 以上，整体来看债务人信用资质较好，有助于保障产品偿付。

从资产池担保方式来看，2019 年发行 CLO 基础资产中担保类占比均值为 52.04%，抵质押类贷款占比为 27.06%，均较 2018 年有所提高。较高的

担保类贷款占比将有利于违约贷款的回收。

基础资产集中度有所提高，违约相关性略有升高

借款人集中度方面，2019年发行CLO前五大借款人占比平均值为38.76%，较2018年略有提高。地区集中度方面，2019年发行CLO基础资产前三大地区占比平均值为75.05%，较2018年大幅提升，但大部分产品前三大地区为广东、浙江、江苏、北京等经济发达地区，能够为借款人提供较好的外部经营环境；个别产品前三大地区包括贵州、黑龙江等经济欠发达地区，需关注经济下行压力对借款人经营情况的负面影响。行业集中度方面，2019年发行CLO基础资产前五大行业占比平均值为65.78%，较2018年有所上升。整体来看，2019年发行CLO债务人、地区、行业集中度均有所提高，不利于风险分散。

2019年发行CLO基础资产加权平均账龄平均值为10.22个月，加权平均剩余期限平均值为17.09个月，均较2018年有所下降；但账龄/剩余期限与2018年相差不大。

超额利差有所上升，中间档和次级档比例仍较高，仍可为优先档证券提供较好保障

2019年发行CLO的平均超额利差为1.71%，较2018年均值1.13%略有提高。超额利差可保障资产支持证券利息的偿付，且产品均设置了本金/收入分账户互补机制，超额利差亦可一定程度上保障资产支持证券本金兑付。

2018年及2019年发行CLO的优先档均为AAA_{sf}级别，中间档均为AA₊_{sf}或AA_{sf}级别。2019年发行CLO中间档和次级档比例之和均值与2018年发行产品基本持平，仍可为优先档证券形成较好的保障。2019年发行产品次级档比例分化更为明显，表明各产品资产池信用质量分化更大，达到特定级别所需信用支持水平差异更大。

图表 4：2018 年及 2019 年 CLO 各档比例（单位：%）

		2018 年	2019 年
优先档	平均值	77.02	77.50
	最大值	84.96	88.91
	最小值	58.47	59.35
中间档	平均值	7.46	6.70
	最大值	15.17	9.92

	最小值	4.25	4.04
	平均值	15.51	15.81
次级档	最大值	26.36	32.90
	最小值	9.97	7.05

存续期 CLO 各档证券均调升或维持原有级别, 预计 2020 年发行 CLO 产品信用质量仍整体较好, 存续期信用表现保持稳定

截至 2019 年末, 优先档或中间档尚处于存续期的产品共计 16 单, 证券端均未出现违约情况。

处于存续期的 16 单产品中, 14 单产品基础资产累计违约率为 0% (根据截至最新一期受托报告数据), 1 单产品 (钱江 2018-1) 累计违约率为 2.54%, 违约资产已作为不合格资产被赎回; 1 单产品累计违约率为 0.30%。另 1 单产品 (粤鑫 2018-1) 中的 2 笔资产对应债务人因涉及诉讼而触发权利完善事件, 发起机构已赎回上述资产。整体来看, 上述产品累计违约率均低于次级档比例, 次级档为优先档及中间档证券提供了充足的信用支持, 且信用触发事件及合格标准的设置有效地对 CLO 产品存续期信用水平起到了保障作用。

处于存续期的 16 单产品中, 2 单产品跟踪期基础资产加权平均信用等级较初始评级/上一次评级上升 1 个子级, 10 单产品跟踪期基础资产加权平均信用等级与初始评级/上一次评级相同, 4 单产品跟踪期基础资产加权平均信用等级较初始评级/上一次评级下降 1 个子级。整体来看, 上述 CLO 产品跟踪期基础资产加权平均信用等级变化不大。2019 年跟踪期, 存续期 CLO 基础资产加权平均信用等级主要集中于 A/A-、A-/BBB+ 区间 (中债), 信用质量仍较好。

存续期内 16 单 CLO 早偿率分化较大, 年化早偿率平均值、最大值、最小值分别为 17.75%、44.85% 和 0.93%。一般来说, 当利率处于下行趋势时, 为节约融资成本, 借款人倾向于提前还款。较高的早偿率将减少后续利息回款, 从而一定程度地削弱超额利差的增信效果。

2019 年跟踪期内, 大部分产品中间档级别有所上升, 个别产品中间档上升 2 个子级, 无降级现象。随着存续期优先档证券本金的偿付, 剩余优先档及中间档获得了更大程度的信用支持。

图表 5: 存续期 CLO 中间档级别迁移情况

中间档级别上升幅度 (子级)	中债	其他机构
----------------	----	------

2	2	1
1	10	8
0	4	7

整体来看，存续期 CLO 基础资产信用表现良好，且信用触发事件及合格标准的设置以及优先/次级结构等安排有效地对 CLO 产品存续期信用水平起到了保障作用，证券端信用等级均维持不变或有所上升。

从 2018 年及 2019 年发行产品信用风险特征及存续期产品信用表现来看，基础资产债务人信用资质整体较好，担保类贷款占比较高，次级档为存续期 CLO 优先档及中间档证券提供了充足的信用支持，产品存续期整体信用表现良好。预计 2020 年发行 CLO 产品信用质量仍整体较好，存续期信用表现仍保持稳定。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。